

RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | AOÛT 2026

BUDGET : UNE MARGE DE MANŒUVRE RÉDUITE SOUS LA PRESSION DES DÉPENSES

- 02 | Point sur les besoins de financement brut du Trésor
- 03 | Point sur le niveau d'endettement du Trésor
- 04 | Annexes : Situation des Charges & Ressources du Trésor



Attijari
Global Research

Rapport destiné aux institutionnels

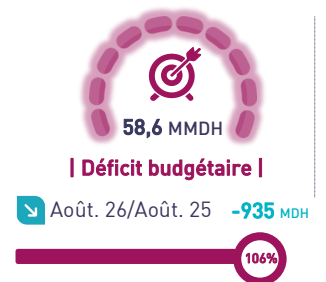
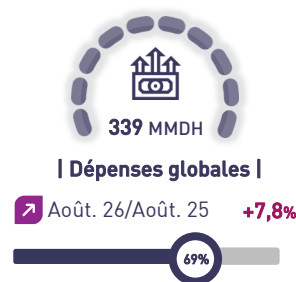


MONTHLY BUDGET FOCUS

FIXED INCOME

01 OCTOBRE
2026

TAUX DE RÉALISATION PAR RAPPORT À LA LF 2026 | À FIN AOÛT 2026 |



VUE D'ENSEMBLE : UN DÉFICIT BUDGÉTAIRE AVOISINANT LES 60 MMDH À FIN AOÛT 2026

À fin août 2026, le déficit budgétaire dépasse la prévision de la LF-26 et atteint -58,6 MMDH, soit un taux de réalisation de 106%. Celui-ci s'affiche toutefois en légère amélioration de 935 MMDH en une année.

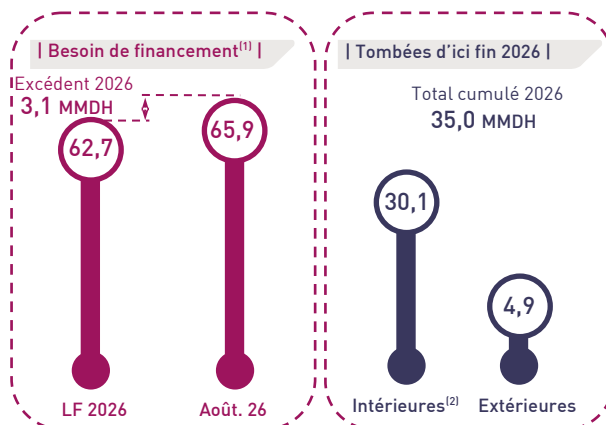
Les dépenses ordinaires, tirées par les dépenses de B&S, se sont appréciées de +26,2 MMDH sur une année. De même, les dépenses d'investissement poursuivent leur tendance haussière à 75,7 MMDH, en hausse de +11,4% (+7,8 MMDH). Ces dernières affichent un taux de réalisation de 66% à fin août 2026. Cette évolution reflète les efforts en dépenses d'infrastructures, en

marge des échéances sportives majeures et de la volonté de l'État de soutenir la relance économique.

D'autre part, les recettes ordinaires augmentent de +25,5 MMDH grâce aux recettes IS (+14,1 MMDH).

Tenant compte des arriérés du Trésor de 7,3 MMDH, le besoin de financement ressort à 65,9 MMDH. 40% de ce besoin a été couvert par des ressources extérieures. Les tirages extérieurs atteignent 40,5 MMDH à fin août 2026, soit 68% de la prévision de la LF-26.

BESOIN DU TRÉSOR : UN BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR FAIBLE À 3 MMDH



BESOIN DE FINANCEMENT BRUT RESTANT DU TRÉSOR D'ICI FIN 2026



| Couverture du besoin du Trésor à fin 2026 | :



1) Déficit budgétaire incluant les arriérés du Trésor
2) Données Salle des marchés Attijariwafa bank
3) Sur le marché des adjudications de BDT et à travers les autres opérations de financement intérieur

3,1 MMDH FINANCEMENT INTÉRIEUR BRUT FUTUR⁽³⁾/MOIS

Selon nos estimations, le besoin de financement brut du Trésor d'ici la fin de l'année 2026 devrait s'établir à 31,9 MMDH. Celui-ci est calculé comme suit :

- (1) Un excédent de financement de 3,1 MMDH par rapport au niveau annuel prévu par la LF-26 de 62,7 MMDH ;
- (2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2026 de 35,0 MMDH, dont 30,1 MMDH sur le marché intérieur et 4,9 MMDH sur le marché extérieur.

Selon la LF 2026, l'argentier de l'État devrait couvrir 19,5 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur. Le reliquat de 12,4 MMDH serait satisfait sur le marché domestique.

L'estimation du besoin de financement intérieur brut par mois a été nettement réduite à 3,1 MMDH. Selon nous, ce niveau, considéré comme faible, ne devrait pas induire de pressions haussières sur l'Offre en BDT durant le reste de l'année 2026.

AVIS D'EXPERT

À fin août 2026, les charges de compensation atteignent 13,8 MMDH, soit 99,4% de l'enveloppe annuelle prévue par la LF-26. Les aides directes accordées aux professionnels du transport ont avoisiné les 2 MMDH sur la même période. Cette évolution intervient alors que BAM a décidé de maintenir son TD à 2,25%, dans un environnement marqué par une inflation toujours contenue à 0,7% sur 2026E [Cf. Taux Directeur - Septembre 2026]. BAM souligne que la transmission de la hausse des prix de l'énergie aux prix domestiques demeure limitée grâce aux subventions accordées au transport routier et à la fixation des prix du butane et de l'électricité.

La compensation continue de jouer un rôle d'amortisseur du choc énergétique sur l'inflation domestique, mais au prix d'une forte pression sur l'exécution budgétaire. Avec une enveloppe annuelle quasiment consommée dès fin août, la persistance des tensions sur les prix énergétiques au S2-26 pourrait nécessiter des dépenses supplémentaires et réduire davantage la marge de manœuvre du Trésor.

Meryeme HADI

Senior Associate
+212 529 03 68 19
m.hadi@attijari.ma

Lamyae OUDGHIRI

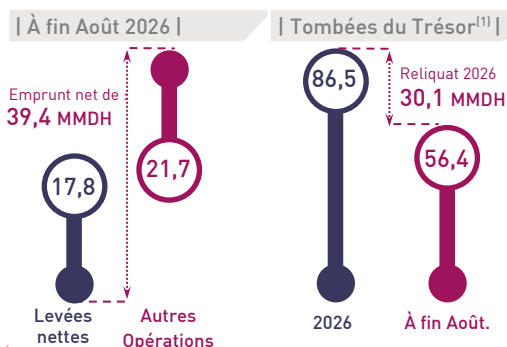
Directeur Activités de Marché
+212 529 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma



Attijari
Global Research

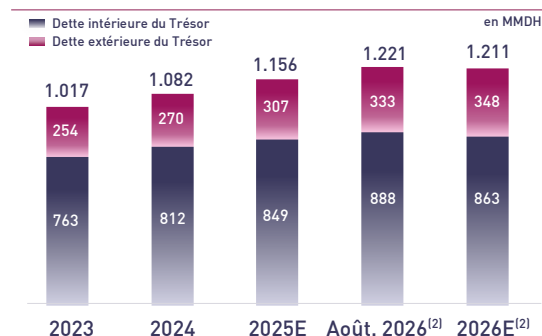
Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR



(1) Incluant les échanges de BDT

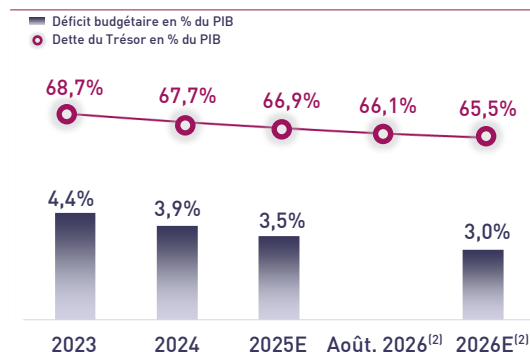
ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



À la lumière des évolutions budgétaires prévues par la LF 2026, le Trésor devrait maîtriser son déficit en 2026E à 55,4 MMDH, soit 3,0% du PIB. La dette du Trésor devrait poursuivre sa hausse en 2026E, atteignant selon nos estimations 1.211 MMDH contre 1.156 MMDH en 2025E :

- (1) La dette intérieure devrait atteindre 863 MMDH en 2026E, en hausse de +1,7% par rapport à son niveau à fin 2025E ;
- (2) La dette extérieure devrait augmenter de +13,4%, passant de 307 MMDH en 2025E à 348 MMDH en 2026E.

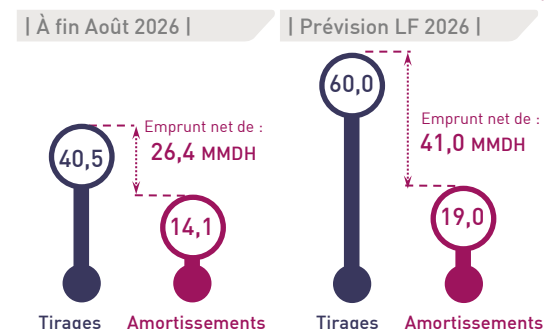
DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



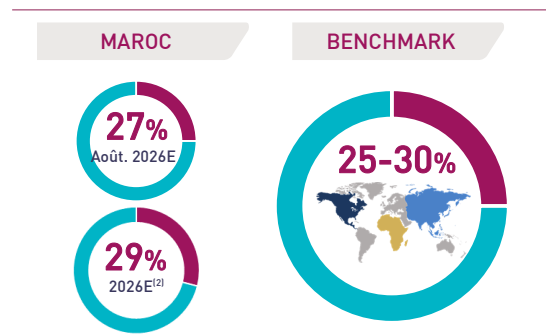
Compte tenu des prévisions de croissance de la LF 2026 pour l'année 2026E à +4,6%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement à 65,5% du PIB en 2026E. Ce dernier aurait dépassé ce niveau à fin août 2026E à 66,1%.

(2) Estimations AGR

FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR



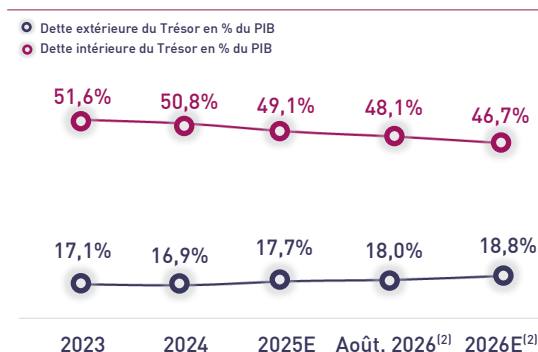
POIDS DE LA DETTE EXTÉRIÈRE DU TRÉSOR



Au terme du mois d'août, la dette globale aurait atteint 1.221 MMDH, dépassant le niveau d'endettement prévu par la LF-26. La composante intérieure se serait établie à 888 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure aurait atteint 333 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor aurait atteint 27% à fin août 2026E, reflétant l'effet de la dernière sortie à l'international de 2,25 MME en mai dernier. Celui-ci devrait atteindre 29% à fin 2026E, un niveau qui s'inscrit toujours dans l'intervalle de notre Benchmark de référence, soit entre [25%-30%].

ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Plus en détail, l'endettement intérieur aurait atteint 48,1% en août 2026E et devrait reculer à 46,7% d'ici la fin de l'année 2026E.

Le taux d'endettement extérieur aurait atteint 18,0% à fin août 2026E et devrait avoisiner les 19,0% à fin 2026E.

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR



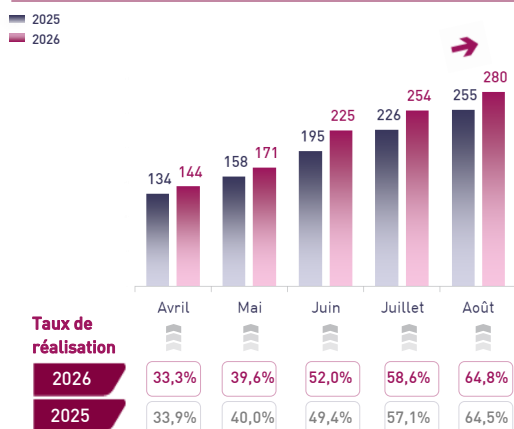
ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN AOÛT 2026

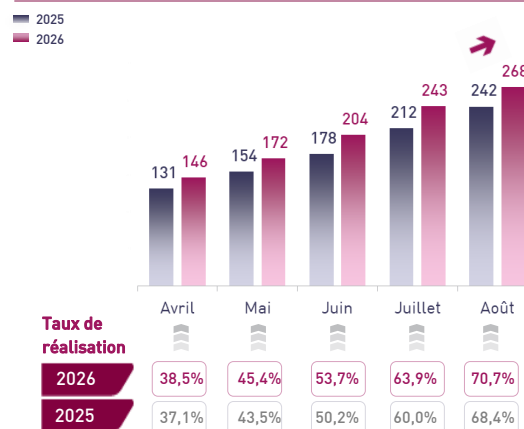
ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN AOÛT 2026 |

EN MMDH	Août. 25	TR Août. 25	Août. 26	LF 2026	TR Août. 26
Recettes fiscales	224,3	70,1%	247,5	366,5	67,5%
Impôts directs (IS+IR)	107,4	77,1%	122,5	164,2	74,6%
Impôts indirects (TVA+TIC)	90,7	65,8%	96,0	159,7	60,1%
Recettes non fiscales	27,4	38,3%	29,5	62,7	47,1%
Recettes ordinaires	254,9	64,5%	280,4	432,8	64,8%
Dépenses ordinaires	242,0	68,4%	268,2	379,4	70,7%
Dépenses de fonctionnement	197,2	67,1%	219,8	324,0	67,8%
Intérêts de la dette publique	31,8	74,7%	34,7	41,6	83,5%
Compensation	13,0	75,6%	13,8	13,9	99,4%
Investissement	67,9	64,3%	75,7	114,8	65,9%
Dépenses globales	314,4	68,4%	339,0	488,2	69,4%
Déficit budgétaire	- 59,5	102,2%	- 58,6	- 55,4	105,6%

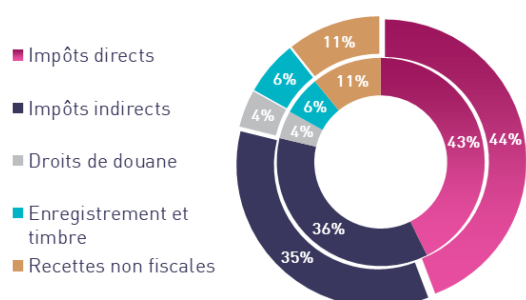
ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



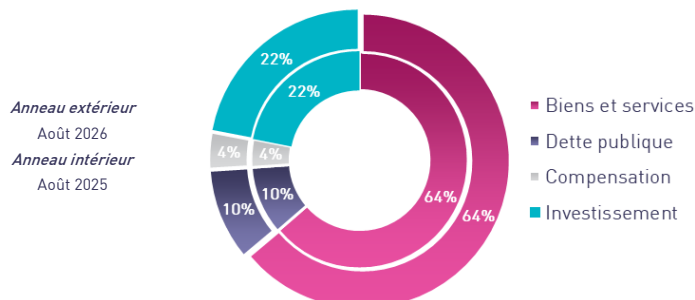
ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



ANNEXE 4 : RÉPARTITION DES RECETTES DU TRÉSOR



ANNEXE 5 : RÉPARTITION DES DÉPENSES DU TRÉSOR



Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE Taha Jaidi +212 5 29 03 68 23 t.jaidi@attijari.ma Casablanca	DIRECTEUR ÉCONOMIE Abdelaziz Lahlou +212 5 29 03 68 37 ab.lahlou@attijari.ma Casablanca	DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ Lamyae Oudghiri +212 5 29 03 68 18 Loudghiri@attijari.ma Casablanca	SENIOR MANAGER Maria Iraqi +212 5 29 03 68 01 m.iraqui@attijari.ma Casablanca
SENIOR ASSOCIATE Mahat Zerhouni +212 5 29 03 68 16 m.zerhouni@attijari.ma Casablanca	SENIOR ASSOCIATE Meryeme Hadi +212 5 22 49 14 82 m.hadi@attijari.ma Casablanca	SENIOR ASSOCIATE Walid Kabbaj +212 5 22 49 14 82 w.kabbaj@attijari.ma Casablanca	ANALYST UEMOA Oussama Boutabaa +212 5 22 49 14 82 o.boutabaa@attijari.ma Casablanca
SENIOR ANALYST Ghali Bahiri +212 5 22 49 14 82 g.bahiri@attijari.ma Casablanca	FINANCIAL ANALYST Soufiane Khelloufi +212 5 22 49 14 82 s.khelloufi@attijari.ma Casablanca	SENIOR ANALYST Inès Khouaja +216 31 34 13 10 khouaja.ines@attijaribourse.com.tn Tunis	FINANCIAL ANALYST Ulderic Djadjo +237 681 77 89 40 u.djadjo@attijarisecurities.com Douala

Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui +212 5 29 03 68 27 a.alaoui@attijari.ma	Rachid Zakaria +212 5 29 03 68 48 r.zakaria@attijari.ma	Anis Hares +212 5 29 03 68 34 a.hares@attijari.ma	Mehdi Benckekroun +212 5 29 03 68 14 m.benckekroun@attijari.ma
---	---	---	--

AIS- MAROC

Tarik Loudiyi +212 5 22 28 28 28 t.loudiyi@attijariwafa.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi +225 20 21 98 26 mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Hichem Ben Romdhane +225 29 318 965 h.benromdhane@attijaribank.com.tns
--

CEMAC - CAMEROUN

Ernest Pouhe +237 674 11 95 67 e.pouhe@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mohamed Hassoun Filali +212 5 22 42 87 24 m.hassounfilali@attijariwafa.com	Amine Elhajli +212 5 22 42 87 09 a.elhajli@attijariwafa.com	Loubaba Alaoui Mdaghri +212 6 47 47 48 34 l.alaouim@attijariwafa.com	Dalal Tahoune +212 5 22 42 87 07 d.tahoune@attijariwafa.com
--	---	--	---

EUROPE

Youssef Hansali +33 1 81 69 79 45 y.hansali@attijariwafa.net
--

ÉGYPTE

Ahmed Darwish +20 127 755 90 13 ahmed.mdarwish@aattijariwafa.com.eg

TUNISIE

Mehdi Belhabib +216 71 80 29 22 mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn
--

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Sherif Reda +971 50 560 8865 sreda@attijari-me.com
--

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim +225 20 20 01 55 abid.halim@sib.ci

CEMAC - GABON

Atef Gabsi (Gabon) +241 60 18 60 02 atef.gabsi@ugb-banque.com
Elvira Nomo (Cameroun) +237 67 27 34 367 e.nomo@attijarisecurities.com

AVERTISSEMENT

RISQUES
L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risque. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

LIMITES DE RESPONSABILITÉ
L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exhaustivité ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

SOURCES D'INFORMATION
Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

CHANGEMENT D'OPINION
Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

INDÉPENDANCE D'OPINION
Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES
Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

ADÉQUATION DES OBJECTIFS
Les différents investissements de Attijari Global Research sont préparés abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION
Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

AUTORITÉS DE TUTELLE
Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.