RESEARCH REPORT

FIXED INCOME



| MAROC | BUDGET FOCUS

| MONTHLY | SEPTEMBRE 2026

LES FINANCEMENTS INNOVANTS SOUTIENNENT LE BUDGET AU T3-26

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

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

Recettes ordinaires		Dépenses globales		Déficit budgétaire
339 MMDH		372 MMDH		33,1 MMDH
Sep. 26/Sep. 25	+14,8%	Sep. 26/Sep. 25	+7,0%	Sep. 26/Sep. 25	-19,3 MMDH
78%		76%		60%

VUE D'ENSEMBLE : UN ALLÈGEMENT VISIBLE DU DÉFICIT BUDGÉTAIRE AU TERME DU T3-26

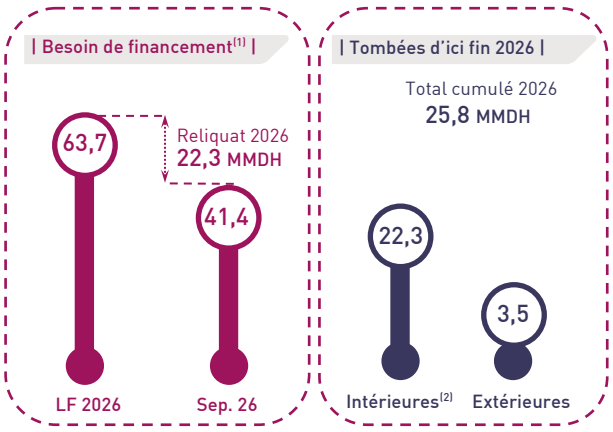
L'exécution budgétaire confirme un allègement visible du déficit à fin septembre 2026. Celui-ci s'établit à 33,1 MMDH, contre 52,4 MMDH un an auparavant.

D'un côté, la dynamique fiscale reste robuste grâce à la performance de l'IS (+24,8%) avec un taux de réalisation de 95% des prévisions de la LF-26. Parallèlement, les recettes non fiscales ont augmenté de +39,4%, en lien avec l'accélération de l'exécution des financements innovants qui ont atteint l'enveloppe prévue par la LF-26, en hausse de +10,2 MMDH en un mois.

D'un autre côté, les dépenses ordinaires augmentent de +24,8 MMDH, tirées par les dépenses de B&S (+20,9 MMDH), des intérêts de la dette (+2,1 MMDH) et de la charge de compensation (+1,9 MMDH). Cette dernière atteint 16 MMDH, soit 116% de l'enveloppe prévue par la LF-26.

L'amélioration du solde ordinaire à 48,2 MMDH et le redressement du solde des CST de +10,2 MMDH, ont plus que compensé l'accélération des investissements (+13,4%), contribuant ainsi à l'allègement du besoin de financement à 41,4 MMDH. Ce dernier a été financé à hauteur de 61% par des financements extérieurs.

BESOIN DU TRÉSOR : LE BESOIN BRUT MOYEN DU TRÉSOR AVOISINE LES 10 MMDH



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

48,1 MMDH

| Couverture du besoin du Trésor à fin 2026 | :

EXTÉRIEURE ..... 19,3 MMDH

INTÉRIEURE ..... 28,8 MMDH

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

9,6 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 48,1 MMDH. Celui-ci est calculé comme suit :

(1) Le reliquat de financement du déficit budgétaire ainsi que les arriérés du Trésor, estimés par la LF 2026 à 22,3 MMDH ;

(2) Un reliquat cumulé des tombées du Trésor restantes à fin 2026 de 25,8 MMDH, dont 22,3 MMDH sur le marché intérieur et 3,5 MMDH sur le marché extérieur.

Selon la LF 2026, l'argentier de l'État devrait couvrir 19,3 MMDH de son besoin de financement brut sur le marché extérieur. Le reliquat de 28,8 MMDH serait satisfait sur le marché domestique.

L'estimation du besoin de financement intérieur brut par mois a nettement augmenté à 9,6 MMDH. Selon nous, le Trésor pourrait financer ce niveau, considéré modéré, sur le marché domestique sans induire de pressions haussières significatives sur les Taux obligataires durant le reste du T4-26.

AVIS D'EXPERT

À fin septembre 2026, l'amélioration sensible du déficit budgétaire tient en grande partie à l'accélération des financements innovants. Ces derniers totalisent 20,1 MMDH, soit l'intégralité de l'enveloppe annuelle prévue par la LF-26, dont plus de 10 MMDH mobilisés au seul mois de septembre. Ce mécanisme confirme son rôle structurant dans la stratégie de financement du Trésor à travers l'allègement du déficit budgétaire sans recours direct à l'endettement et la réduction à CT de la pression sur le marché des adjudications.

Ce niveau reste toutefois nettement en retrait par rapport à la moyenne de 33,6 MMDH observée sur les trois dernières années. À l'origine, une approche plus mesurée du Trésor, permettant de limiter l'effet d'éviction sur le marché obligataire. Ces opérations captent en effet l'épargne institutionnelle et réduisent la liquidité disponible pour le compartiment souverain. En septembre, leur concentration s'est d'ailleurs accompagnée d'une hausse moyenne de près de 16 PBS des Taux sur le compartiment MLT.

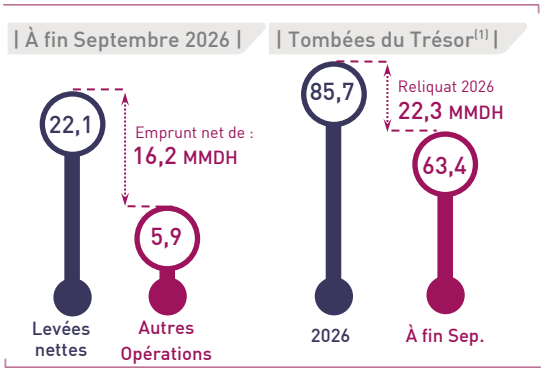
Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

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

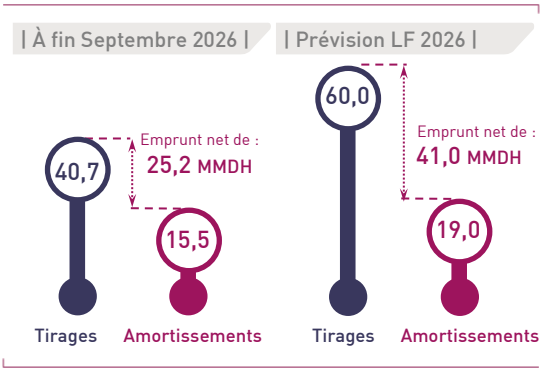
Attijari Global Research

FINANCEMENT INTÉRIEUR DU TRÉSOR

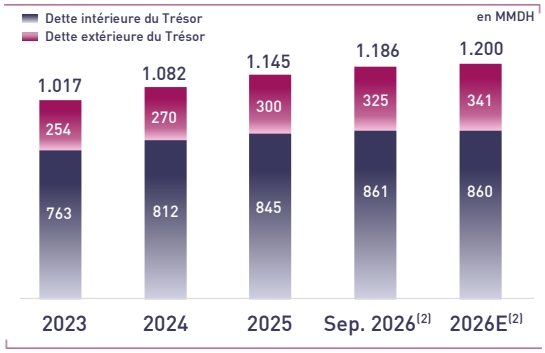


(1) Incluant les échanges de BDT

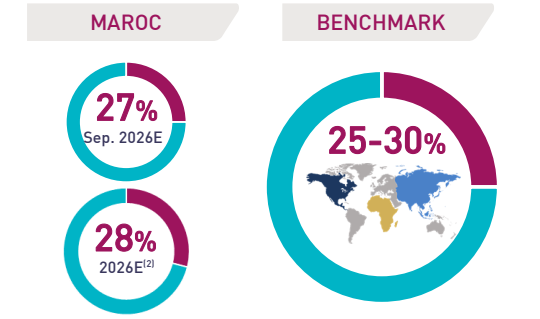
FINANCEMENT EXTÉRIEUR DU TRÉSOR



ÉVOLUTION DE LA DETTE DU TRÉSOR



POIDS DE LA DETTE EXTÉRIEURE 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 1.200 MMDH contre 1.145 MMDH en 2025 :

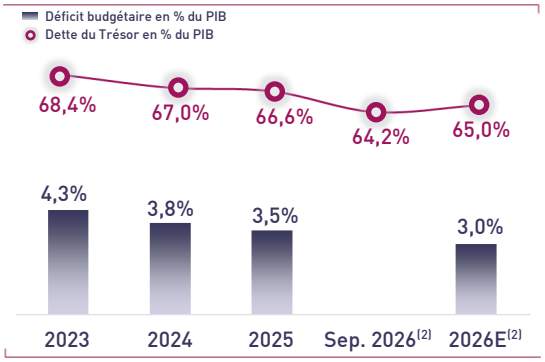
(1) La dette intérieure devrait atteindre 860 MMDH en 2026E, en hausse de +1,7% par rapport à son niveau à fin 2025 ;

(2) La dette extérieure devrait augmenter de +13,7%, passant de 300 MMDH en 2025 à 34 MMDH en 2026E.

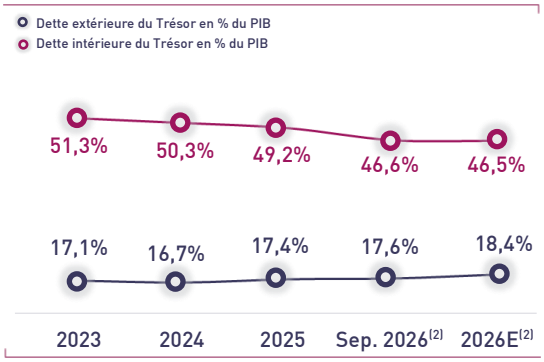
Au terme du mois de septembre, la dette globale aurait atteint 1.186 MMDH. La composante intérieure se serait établie à 861 MMDH. Pour sa part, la composante extérieure aurait atteint 325 MMDH.

Le poids de la dette extérieure dans l'endettement global du Trésor aurait atteint 27% à fin septembre 2026E, reflétant l'effet de la dernière sortie à l'international de 2,25 MM€ en mai dernier. Celui-ci devrait atteindre 28% à fin 2026E, un niveau qui s'inscrit toujours dans l'intervalle de notre Benchmark de référence, soit entre [25%-30%].

DÉFICIT BUDGÉTAIRE & DETTE DU TRÉSOR



ENDETTEMENT INTÉRIEUR Vs. EXTÉRIEUR



Compte tenu des dernières prévisions de croissance pour l'année 2026E à +4,7%, le Trésor devrait maîtriser son ratio d'endettement à 65,0% du PIB en 2026E. Ce dernier aurait atteint 64,2% à fin septembre 2026E.

Plus en détail, l'endettement intérieur aurait atteint 46,6% en septembre 2026E et devrait légèrement reculer à 46,5% d'ici la fin de l'année 2026E.

Le taux d'endettement extérieur aurait atteint 17,6% à fin septembre 2026E et devrait s'établir à 18,4% à fin 2026E.

(2) Estimations AGR

Sources : SCR Ministère des Finances, Calculs & Estimations AGR

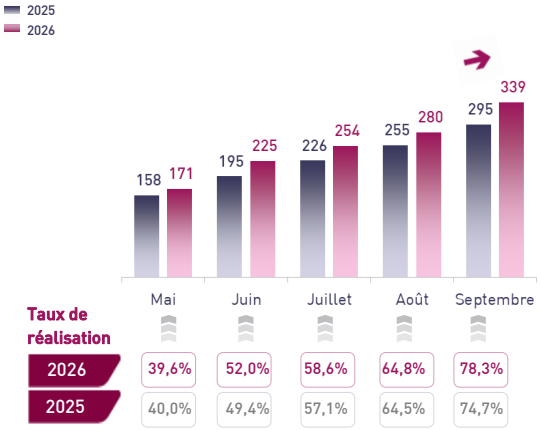
ANNEXES

DONNÉES ARRÊTÉES À FIN SEPTEMBRE 2026

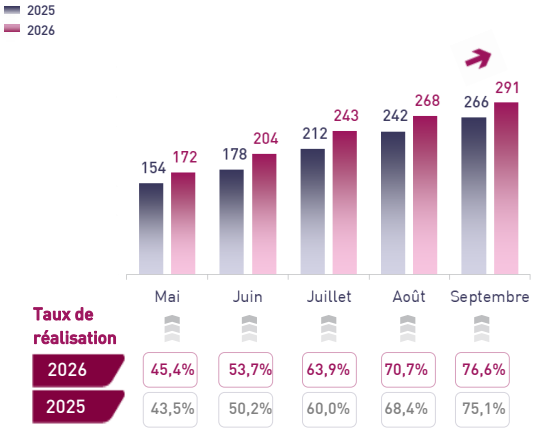
ANNEXE 1 : SITUATION DES CHARGES ET RESSOURCES DU TRÉSOR | À FIN SEPTEMBRE 2026 |

EN MMDH	Sep. 25	TR Sep. 25	Sep. 26	LF 2026	TR Sep. 26
Recettes fiscales	258,1	80,6%	288,3	366,5	78,7%
Impôts directs (IS+IR)	126,8	91,0%	145,9	164,2	88,8%
Impôts indirects (TVA+TIC)	101,9	73,9%	109,9	159,7	68,8%
Recettes non fiscales	33,5	46,8%	46,7	62,7	74,5%
Recettes ordinaires	295,1	74,7%	338,9	432,8	78,3%
Dépenses ordinaires	265,8	75,1%	290,7	379,4	76,6%
Dépenses de fonctionnement	216,6	73,6%	237,5	324,0	73,3%
Intérêts de la dette publique	35,1	82,3%	37,1	41,6	89,4%
Compensation	14,2	82,6%	16,0	13,9	115,8%
Investissement	73,0	69,2%	82,8	114,8	72,1%
Dépenses globales	347,6	75,6%	372,0	488,2	76,2%
Déficit budgétaire	- 52,4	90,0%	- 33,1	- 55,4	59,8%

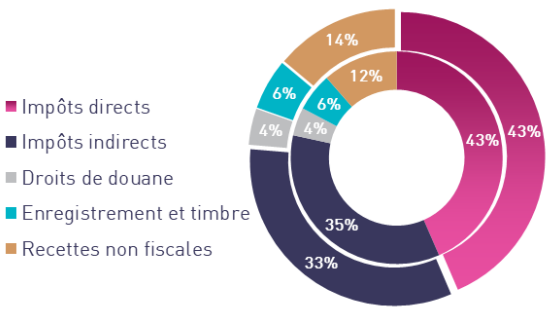
ANNEXE 2 : TAUX DE RÉALISATION DES RECETTES ORDINAIRES



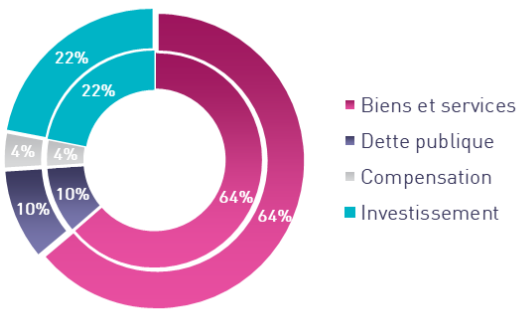
ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION DES DÉPENSES ORDINAIRES



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
l.oudghiri@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 Benchekroun
+212 5 29 03 68 14
m.benchekroun@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.benrhomdane@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 ne constituent pas une garantie des performances futures. 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'exactitude 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 d'Attijari Global Research.

CHANGEMENT D'OPINION
Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de ladite 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 d'Attijari Global Research.

ADÉQUATION DES OBJECTIFS
Les différentes publications d'Attijari Global Research sont préparées 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, fonder une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION
Ce document est la propriété d'Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou dans sa globalité sans l'accord écrit de la Direction d'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 Égypte. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

Attijari
Global Research