

تقرير حول السياسة النقدية

عدد 2017/45

وثيقة مقدمة لمجلس البنك المنعقد في
19 دجنبر 2017







تقرير حول
السياسة النقدية
عدد 45 / 2017

وثيقة مقدمة لمجلس البنك المنعقد في
19 دجنبر 2017

الإيداع القانوني : 2017/0033

بنك المغرب

الإدارة المركزية

277، شارع محمد الخامس - ص.ب. 445 - الرباط

الهاتف : 537 57 41 45/ 05 (212)

الفاكس : 537 57 41 11 (212)

البريد الإلكتروني : deri@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

المحتويات

7	تمهيد
8	بلاغ صحفي
11	نظرة عامة
16	1. التطورات الدولية
16	1.1 النشاط الاقتصادي والتشغيل
17	2.1 الأوضاع النقدية والمالية
21	3.1 أسعار السلع الأساسية والتضخم
23	2. الحسابات الخارجية
23	1.2 تطور الميزان التجاري
24	2.2 باقي بنود الميزان الجاري
25	3.2 الحساب المالي
26	3. النقد والأئتمان وسوق الأصول
26	1.3 الأوضاع النقدية
30	2.3 أسعار الأصول
33	4. توجهات السياسة المالية
33	1.4 المداخل العادية
34	2.4 النفقات
35	3.4 العجز وتمويل الخزينة
37	5. الطلب والعرض وسوق الشغل
37	1.5 الطلب الداخلي
38	2.5 الطلب الخارجي
38	3.5 العرض
39	4.5 سوق الشغل والطاقات الإنتاجية
41	6. تطور التضخم في الفترة الأخيرة
41	1.6 تطور التضخم
43	2.6 آفاق التضخم على المدى القصير
44	3.6 توقعات التضخم
44	4.6 أسعار الاستيراد والإنتاج
46	7. الآفاق على المدى المتوسط
46	ملخص
48	1.7 الفرضيات الأساسية
51	2.7 التوقعات الاقتصادية الكلية
54	3.7 ميزان المخاطر
55	لائحة الرسوم البيانية
57	لائحة الجداول
57	لائحة الإطارات

بنك المغرب
بنك المغرب
بنك المغرب

تمهيد

تنص المادة 6 من الظهير الشريف رقم 1.05.38 الصادر في 20 شوال 1426 (23 نونبر 2005) بتنفيذ القانون رقم 76.03 المتعلق بالقانون الأساسي لبنك المغرب على أنه «ضمانا لاستقرار الأسعار، يحدد البنك أدوات السياسة النقدية الواردة في المادة 25 أدناه ويضعها موضع التطبيق».

وفقا لهذه المقتضيات، يهدف بنك المغرب من خلال إعداد وتنفيذ السياسة النقدية إلى ضمان استقرار الأسعار بغية الحفاظ على القدرة الشرائية للمواطنين وتوفير الظروف الملائمة للاستثمار والنمو.

ولتحقيق هذه الأهداف، وضع بنك المغرب منظومة للتحليل والتوقع تستند على مقارنة متكاملة تتمحور حول نموذج للسياسة النقدية وعدة نماذج فرعية تزوده بالبيانات وتكمله. وتتلاءم هذه المنظومة الجديدة مع الإطار الحالي للسياسة النقدية ولنظام سعر الصرف، وكذلك مع الانتقال إلى استهداف التضخم والاعتماد التدريجي لنظام سعر صرف أكثر مرونة. وتمكن من توقع التوجه المستقبلي للمجمعات الماكرواقتصادية، لاسيما التضخم، والأوضاع النقدية وتقييم التأثيرات المترتبة عن تحقق المخاطر المحيطة بالمسار المركزي لهذه التوقعات.

ويتم عرض تقييم الوضعية الاقتصادية الوطنية وتوقعاتها على المدى المتوسط في التقرير الفصلي حول السياسة النقدية، الذي تعده مصالح بنك المغرب وتقدمه لأعضاء المجلس. وبعد المصادقة عليه من طرف هذا الأخير، يتم نشر هذا التقرير في نفس يوم انعقاد اجتماع المجلس.

ويتكون تقرير السياسة النقدية من جزأين بالإضافة إلى البلاغ الصحفي الذي يوضح الأسس التي يركز عليها قرار السياسة النقدية والنظرة العامة التي تلخص كافة التطورات الاقتصادية والنقدية والمالية والتوقعات الماكرواقتصادية. ويتناول الجزء الأول، الذي يضم ستة فصول، تحليل تطور المحددات الرئيسية للتضخم، وهي الظرفية الدولية، والحسابات الخارجية، والعرض والطلب وسوق الشغل، والسياسة المالية، والأوضاع النقدية وأسعار الأصول، فضلا عن التوجه الأخير للتضخم. ويستعرض الجزء الثاني آفاق الاقتصاد الوطني على المدى المتوسط.

أعضاء مجلس بنك المغرب

الوالي، الرئيس

المدير العام

مندوب الحكومة

مديرة الخزينة والمالية الخارجية، ممثلة الوزارة المكلفة بالمالية

السيد عبد اللطيف بلمدني

السيد محمد بنعمور

السيدة مريم بن صالح شقرون

السيد بسيم جاي حكيمي

السيد مصطفى مساوي

البلاغ الصحفي

اجتماع مجلس بنك المغرب

الرباط في 19 دجنبر 2017

1. عقد مجلس بنك المغرب اجتماعه الفصلي الأخير لهذه السنة يوم الثلاثاء 19 دجنبر.
2. وتدارس خلال هذا الاجتماع التطورات الأخيرة التي شهدتها الظرفية الاقتصادية والتوقعات الماكرو اقتصادية التي أعدها البنك في أفق السنتين المقبلتين.
3. وبناء على هذه التحليلات. اعتبر المجلس أن المستوى الحالي لسعر الفائدة الرئيسي المحدد في 2,25% لا يزال ملائما وقرر إبقائه دون تغيير.
4. وسجل المجلس أن المنحى التنازلي الذي عرفه التضخم خلال الأشهر الأولى من السنة انقلب منذ شهر غشت. نتيجة بالخصوص لتراجع حدة انخفاض أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمنة. ومن المتوقع أن يصل متوسط التضخم في متم السنة إلى 0,7% بعد 1,6% في 2016. بينما يرتقب أن يتسارع مكونه الأساسي. الذي يقيس التوجه الأساسي للأسعار. من 0,8% إلى 1,3%. وعلى المدى المتوسط. يتوقع أن يرتفع التضخم وأن يظل في مستويات معتدلة تصل إلى 1,5% في 2018 و 1,6% في 2019. ونظرا لتحسن الطلب الداخلي وارتفاع التضخم المستورد. من المرتقب أن يسجل التضخم الأساسي أيضا منحنى تصاعديا ليصل إلى 1,5% في 2018 و 1,9% في 2019.
5. على الصعيد الدولي. واصل الاقتصاد العالمي انتعاشه بفضل تحسن ثقة الفاعلين الاقتصاديين إلى جانب الأوضاع النقدية التيسيرية السائدة في البلدان المتقدمة الرئيسية. وبالتالي. من المتوقع أن يتسارع النمو مع نهاية السنة إلى 2,3% بمنطقة الأورو. قبل أن يتباطأ إلى 1,8% في 2018 و 1,6% في 2019. وفي الولايات المتحدة الأمريكية. يرتقب أن يصل النمو إلى 2,2% في 2017 قبل أن يستقر في 2,3% في 2018 و 2019. وتواصل أوضاع أسواق الشغل تحسنها. حيث يتوقع أن تنتقل نسبة البطالة بمنطقة الأورو من 9,1% في 2017 إلى 8,8% في 2018 ثم إلى 8,6% في 2019. وأن تستقر في الولايات المتحدة الأمريكية في حوالي 4,3%. وبالنسبة للاقتصادات الصاعدة الرئيسية. يتوقع أن يستمر ارتفاع النمو. مستفيدا على الخصوص من تحسن الطلب من الدول المتقدمة.
6. وفي سوق السلع الأساسية. واصلت أسعار النفط منحاها التصاعدي. إذ يرتقب أن تصل في المتوسط إلى 52,8 دولارا للبرميل في 2017 مقابل 42,8 دولارا للبرميل في 2016. وعلى المدى المتوسط. من المنتظر أن تصل هذه الأسعار إلى مستويات أعلى نسبيا من تلك المرتقبة في شتنبر. ارتباطا بتحسن توقعات النمو العالمي والضغط الجيوسياسية وتجديد اتفاقية خفض الإنتاج. وبالتالي. يرتقب أن تناهز الأسعار 57,8 دولارا للبرميل في 2018. قبل أن تعود إلى 55,3 دولارا للبرميل في 2019. وفي ما يتعلق بالفوسفات ومشتقاته. فقد انخفضت أسعار الطن المتري خلال شهر نونبر بنسبة 23,1% على أساس سنوي إلى 80 دولارا بالنسبة للفوسفات الصخري فيما ارتفعت بنسبة 14,6% إلى 370 دولارا بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونياك وبنسبة 3% إلى 278 دولارا بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز. وعلى المدى المتوسط. من المرتقب أن تواصل تطورها قريبا من هذه المستويات. في سياق وفرة العرض.
7. في ظل هذه الظروف. من المتوقع أن يتجه التضخم تدريجيا نحو النسب المستهدفة من طرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي. ليصل بمنطقة الأورو إلى 1,5% بالنسبة لمجموع سنة 2017. وليناهاز 1,2% في 2018 و 1,7% في 2019. وفي الولايات المتحدة الأمريكية. من المتوقع أن ينهي مؤشر أسعار الاستهلاك

السنة بارتفاع قدره 2,1% وأن يتزايد بنسبة 2,2% في 2018 وبنسبة 2,4% في 2019.

8. وفي ما يخص قرارات السياسة النقدية، قرر البنك المركزي الأوروبي في 14 دجنبر الإبقاء على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير في 0%. مع الإشارة إلى أنه لا يزال يتوقع استمرار أسعار فائدته في مستوياتها الحالية على مدى فترة طويلة تتجاوز بكثير الأفق الزمني المحدد لبرنامج شراء الأصول. وأكد البنك المركزي الأوروبي استمرار هذا البرنامج إلى غاية نهاية شتبر 2018 مع تقليص مبلغه من 60 مليار أورو إلى 30 مليارات أورو ابتداء من يناير المقبل. ومن جهته، رفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في 13 دجنبر، للمرة الثالثة خلال هذه السنة، النطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي إلى ما بين 1,25% و1,5%. وأعاد التأكيد أن سياسته النقدية تظل تيسيرية، داعمة لسوق الشغل ولبلوغ نسبة التضخم هدف 2%.

9. أما على الصعيد الوطني، فقد بلغت نسبة النمو 4,2% خلال الفصل الثاني، وذلك بفضل تحقيق موسم فلاحى جيد. ويتوقع بنك المغرب أن يصل معدل النمو بالنسبة لمجموع السنة إلى 4,1% نتيجة انتعاش القيمة المضافة الفلاحية بواقع 14,7%. مقابل تراجعها بنسبة 12,8% في 2016. وتحسن القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية بنسبة 2,7% بدلا من 2,2%. ويتوقع أن تواصل هذه الأخيرة تحسنها على المدى المتوسط. وإن بوتيرة أبطأ، لترتفع بنسبة 3,4% في 2018 و3,6% في 2019. وبافتراض تحقيق موسم فلاحى متوسط، ينتظر أن يتباطأ النمو الإجمالي إلى 3% في 2018 قبل أن يتسارع إلى 3,6% في 2019. ومن جانب الطلب، يتوقع أن يتعزز مكونه الداخلي لا سيما بفضل انتعاش الاستثمارات، فيما ستكون مساهمة الصادرات الصافية في النمو سلبية نسبيا.

10. وفي ما يخص وضعية سوق الشغل، تشير المعطيات الخاصة بالفصل الثالث إلى تحسن نسبي مقارنة بنفس الفترة من سنة 2016، حيث تم إحداث 89 ألف منصب شغل جديد. أزيد من نصفها في القطاع الفلاحى. بموازاة ذلك، بلغ العدد الصافي للوافدين الجدد الباحثين عن العمل 131 ألف شخص، مع تسجيل انخفاض جديد في معدل النشاط بواقع 0,3% إلى 45,5%. وبالتالي، ارتفع معدل البطالة بشكل طفيف من 10,4% إلى 10,6% على الصعيد الوطني ومن 14,5% إلى 14,9% في الوسط الحضري.

11. وعلى مستوى الحسابات الخارجية، تشير المعطيات الخاصة بالأشهر الأحد عشر الأولى من السنة إلى تسارع ملموس في نمو الصادرات بنسبة بلغت 9,4%. مدفوعة على الخصوص بتحسن ملحوظ في مبيعات الفوسفات ومشتقاته وصادرات المنتجات الزراعية والصناعة الغذائية. بموازاة ذلك، ارتفعت الواردات بنسبة 6,7%. نتيجة بالأساس لارتفاع الفاتورة الطاقية بواقع 28,6%. وارتفعت عائدات الأسفار وتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج بنسبة 6,5% و3,0% على التوالي. وباحتساب التوصل بمبلغ يناهز 8 ملايين درهم برسم هبات دول مجلس التعاون الخليجي، يتوقع أن يصل عجز الحساب الجارى مع متم السنة إلى 3,6% من الناتج الداخلى الإجمالى. بدلا من 4,4% في 2016. وأن تبلغ احتياطات الصرف 239 مليار درهم، أي ما يعادل 5 أشهر و24 يوما من الواردات. وعلى المدى المتوسط، يرتقب أن تحافظ الصادرات على دينامية نموها وأن تظل وتيرة الواردات قريبة من مستواها الحالي. ومع احتساب هبات مجلس التعاون بواقع 7 مليار في 2018 و2,5 مليار في 2019، سيظل عجز الحساب الجارى في 3,6% من الناتج الداخلى الإجمالى في 2018 قبل أن يتقلص إلى 3,3% في 2019. وفي ظل هذه الظروف، وبافتراض استمرار تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة بمبلغ سنوي يعادل 3,5% من الناتج الداخلى الإجمالى، يتوقع أن تستقر احتياطات الصرف في مستوى يمكن من تغطية 5 أشهر ونصف من واردات السلع والخدمات.

12. أما بالنسبة للأوضاع النقدية، فقد عرفت تلبينا في الفصل الثالث ويتوقع أن يظل توجهها تيسيريا على المدى المتوسط. مع تسجيل تراجع في سعر الصرف الفعلي الحقيقي. وبعد انخفاض قدره 22 نقطة أساس خلال الفصل الثاني، ارتفعت أسعار الفائدة على القروض بواقع 34 نقطة خلال الفصل الثالث إلى 5,6%. لتعكس بالأساس ارتفاع الأسعار الخاصة بتسهيلات الصندوق لفائدة المقاولات. واستمر الإقراض البنكي للقطاع غير المالى في التحسن بشكل

معتدل. مع تسجيل تحسن طفيف في القروض الممنوحة للمقاولات الخاصة. وبلغت وتيرته 5,2% مع متم أكتوبر ويتوقع أن يصل بنهاية السنة إلى 4,5%. وخلال السنتين القادمتين. وأخذا بعين الاعتبار التحسن المتوقع للأنشطة غير الفلاحية والتدابير التي اتخذها بنك المغرب. يرتقب أن تبلغ وتيرة نمو الإقراض البنكي للقطاع غير المالي حوالي 5%.

13. وعلى مستوى المالية العمومية. أفرز تنفيذ الميزانية في الأشهر العشرة الأولى من السنة عجزا بانخفاض قدره 5,1 مليار درهم مقارنة بالفترة نفسها من 2016 حيث بلغ 30,4 مليار. فقد تحسنت المداخيل بنسبة 4,1% نتيجة بالخصوص لارتفاع الهام في عائدات الضريبة على الشركات بنسبة 13,7%. فيما لم يتجاوز نمو النفقات 2,2% رغم ارتفاع تكاليف المقاصة بنسبة 31,1%. وأخذا بعين الاعتبار هذه التطورات. من المتوقع أن يبلغ عجز الميزانية حوالي 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي بنهاية 2017. وخلال السنتين القادمتين. يرتقب أن تتواصل عملية ضبط أوضاع الميزانية انسجاما مع أهداف الحكومة. ليتراجع العجز إلى مستوى يناهز 3% من الناتج الداخلي الإجمالي.

14. وقد حدد المجلس تواريخ اجتماعاته الأربع برسم سنة 2018 في 20 مارس و19 يونيو و25 شتنبر و18 دجنبر.

نظرة عامة

تؤكد معطيات الظرفية الدولية الخاصة بالفصل الثالث من سنة 2017 انتعاش الاقتصاد العالمي. وبالفعل. تسارع النمو من 2,3% إلى 2,5% في منطقة الأورو. ومن 2,2% إلى 2,3% في الولايات المتحدة. ومن 1,5% إلى 1,7% في اليابان. وعلى العكس من ذلك. ظل النمو مستقرًا عند 1,5% في المملكة المتحدة. في سياق يتسم باستمرار الشكوك المرتبطة بالمفاوضات حول خروج المملكة المتحدة من أوروبا. وعلى مستوى البلدان الصاعدة الرئيسية. تباطأ النمو بشكل طفيف إلى 6,8% في الصين. بينما تحسن إلى 6,1% في الهند. ومن جهة أخرى. بعد تجاوزها الأزمة. تواصل اقتصادات البرازيل وروسيا انتعاشها مع تسجيل تسارع تدريجي للنمو.

وفي سوق الشغل. تواصل الأوضاع تحسنها. فقد بلغت نسبة البطالة 4,1% في شهر نونبر في الولايات المتحدة مع خلق 228 ألف منصب شغل. وانخفضت في منطقة الأورو إلى 8,8% في شهر أكتوبر. وهو أدنى مستوى لها منذ يناير 2009. وفي أبرز بلدان المنطقة. انخفضت نسبة البطالة بواقع 0,1 نقطة مئوية إلى 9,4% في فرنسا. فيما بقيت مستقرة عند 16,7% في إسبانيا. و11,1% في إيطاليا. و3,6% في ألمانيا.

وفي أسواق البورصة. تميزت التطورات ما بين أكتوبر ونونبر في البلدان المتقدمة بتوجهات متباينة. مع تسجيل ارتفاعات للداجونز ومؤشر نيكاي 225. وانخفاضات بالنسبة لمؤشر FTSE 100. ولؤشر EUROSTOXX. وعلى مستوى الاقتصادات الصاعدة. تزايد مؤشر MSCI EM بنسبة 2%. ليعكس بالخصوص ارتفاع مؤشرات كل من الصين والهند. وتراجع مؤشر تركيا. وفي أسواق الدين السيادي. انخفضت عائدات السندات لأجل 10 سنوات في كل من فرنسا وإسبانيا وإيطاليا. بينما ظلت مستقرة في الولايات المتحدة وألمانيا.

وعلى مستوى أسواق الصرف. انخفضت قيمة الأورو بنسبة 0,1% ما بين أكتوبر ونونبر. مقابل الدولار. وتراجعت بشكل طفيف مقابل الين الياباني. وبقيت مستقرة مقابل الجنيه الإسترليني. أما بالنسبة لتطور عملات البلدان الصاعدة الرئيسية. فقد تميزت بانخفاض ملموس لقيمة الليرة التركية. مع تسجيل تراجع قدره 5,4% مقابل الدولار. بينما ارتفعت قيمة الروبية الهندية بمقدار 0,7% وبقي اليونان الصيني مستقرًا في 6,6 يوان/دولار. وفي ما يتعلق بالائتمان البنكي. فقد سجلت وتيرة تطوره السنوي تباطؤًا طفيفًا من 3,2% في شتبر إلى 3,1% في أكتوبر في الولايات المتحدة. فيما تسارعت من 2,5% إلى 2,7% في منطقة الأورو.

وفي أسواق السلع الأساسية. واصل سعر النفط منحاه التصاعدي الذي بدأ منذ شهر يوليو. ليلعب في شهر نونبر 60 دولارًا للبرميل. أي بتزايد قدره 9,2% من شهر إلى آخر و27,9% على أساس سنوي. ويعزى هذا التطور بالخصوص إلى توقعات السوق بشأن تمدد العمل باتفاق حديد الإنتاج إلى غاية دجنبر 2018. وإلى الضغوط الجيوسياسية. وبالنسبة للمنتجات غير الطاقية. تزايد مؤشر الداوجونز-UBS بنسبة 5,2% على أساس سنوي. مع ارتفاع كبير بنسبة 22,1% لأسعار المعادن الأساسية. وانخفاض أسعار المنتجات الفلاحية بنسبة 5,1%. وبالنسبة للفوسفات ومشتقاته بشكل خاص. انخفضت أسعار الفوسفات الخام بنسبة 23,1%. بينما ارتفعت أسعار الفوسفات ثنائي الأمونيوم والفوسفات الثلاثي الممتاز بواقع 14,6% و3% على التوالي.

وفي ظل هذه الظروف. تسارع التضخم في منطقة الأورو من 1,4% في أكتوبر إلى 1,5% في نونبر وفي الولايات المتحدة من 2,0% إلى 2,2%.

وفي ما يتعلق بقرارات السياسة النقدية. قرر البنك المركزي الأوروبي في 14 دجنبر الإبقاء على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير في نسبة 0%. مع الإشارة إلى أنه لا يزال يتوقع استمرار مجموع أسعاره في مستوياتها الحالية على مدى فترة طويلة تتجاوز بكثير الأفق الزمني المحدد لبرنامجها الخاص بشراء الأصول. وأكد أيضا استمرار برنامجها إلى غاية

نهاية شتنبر 2018 مع تقليص مبلغه إلى 30 مليار أورو ابتداء من يناير 2018. كما قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في 13 دجنبر، للمرة الثالثة خلال هذه السنة، رفع النطاق المستهدف لأسعار الفائدة على الأموال الفيدرالية إلى ما بين 1,25% و 1,5%. وذلك اعتبارا للأوضاع الحالية والمتوقعة على مستوى سوق الشغل والتضخم. وأعاد التأكيد أن سياسته النقدية تظل تيسيرية. داعمة لتحسن الوضع في سوق الشغل وبلوغ نسبة التضخم هدف 2%.

وعلى الصعيد الوطني، تشير بيانات الحسابات الخارجية المتعلقة بالأشهر الإحدى عشر الأولى من السنة إلى تسارع وتيرة تزايد الصادرات التي سجلت نمواً إلى 9,4%. خاصة مع ارتفاعات قدرها 12,2% بالنسبة للفوسفات ومشتقاته. و8,5% بالنسبة للصناعة الغذائية. و6,9% بالنسبة لقطاع السيارات. وبموازاة ذلك، تزايدت الواردات بواقع 6,7%. مما يعكس بالأساس ارتفاع الفاتورة الطاقية بنسبة 28,6% ومشتريات سلع الاستهلاك بنسبة 4,9%. وارتفعت مشتريات سلع التجهيز بنسبة 3,4% بعد الارتفاع الكبير الذي سجلته سنة 2016. وبذلك تفاقم العجز التجاري بما قدره 5,6 مليار درهم إلى 172,7 مليار. وتحسنت نسبة تغطية الصادرات للواردات بمقدار 1,4 نقطة مئوية لتبلغ 56,4%. ومن جانبها، ارتفعت عائدات الأسفار وحويلات المغاربة المقيمين في الخارج بنسبة 6,5% و3% على التوالي. وأخذ في الاعتبار هذه التطورات، وتحصيل مداخيل بمبلغ 27 مليار درهم برسم الاستثمارات الأجنبية المباشرة و8 ملايين درهم برسم الهيئات الصادرة عن دول مجلس التعاون الخليجي، وتدفعات مهمة نحو الخارج برسم الاستثمارات المباشرة للمغاربة في الخارج، مدفوعة أساساً بعملية شراء كبيرة، فقد تعززت الاحتياطيات الدولية الصافية لتصل إلى 238,4 مليار درهم في نهاية نونبر، أي ما يعادل 5 أشهر و23 يوماً من واردات السلع والخدمات.

وقد انعكس هذا التطور على السيولة البنكية، فقد تحسن العجز من 69 مليار في نهاية يوليوز إلى 43,5 مليار في متم نونبر. وبذلك، عدل بنك المغرب حجم تدخلاته إلى 43,2 مليار، ليضمن بذلك الإبقاء على متوسط سعر الفائدة المرجح في السوق القائمة ما بين البنوك منسجماً مع سعر الفائدة الرئيسي. وفي ظل هذه الظروف، لم تشهد أسعار الفائدة على السندات السيادية تغيرات ملحوظة، بينما ارتفعت أسعار الفائدة على القروض بواقع 34 نقطة أساس خلال الفصل الثالث، مما يعكس بالخصوص ارتفاع أسعار الفائدة المطبقة على تسبيقات الصندوق لفائدة المقاولات، وواصل الإقراض البنكي للقطاع غير المالي تحسنه بتسجيله نمواً بنسبة 5,2% في أكتوبر، بعد 4,3% في الفصل الثالث و3,6% في الفصل الثاني.

وفي ما يتعلق بالمالية العمومية، أفرز تنفيذ الميزانية خلال الأشهر العشرة الأولى من السنة عجزاً بمبلغ 30,4 مليار، أي بانخفاض قدره 5,1 مليار مقارنة بنفس الفترة من سنة 2016. ويعزى هذا التحسن بالخصوص إلى ارتفاع العائدات الضريبية التي سجلت ارتفاعاً بواقع 13,7% بالنسبة للضريبة على الشركات و6,7% بالنسبة للضريبة على القيمة المضافة. وبموازاة ذلك، ارتفعت النفقات الإجمالية بنسبة 2,2%. تشمل بالخصوص ارتفاع تكاليف المقاصة بنسبة 31,1% لتصل إلى 12,8 مليار، والتحويلات لفائدة الجماعات الترابية بنسبة 6,7%، والاستثمار بواقع 1%. وأخذ في الاعتبار تقلص متأخرات الأداء بمقدار 6 مليارات، ارتفع عجز الصندوق إلى 36,3 مليار. وقد تمت تغطية هذه الحاجة وكذا التدفق الصافي الخارجي السلبي البالغ 1,2 مليار بواسطة موارد داخلية.

وفي هذا السياق، وبفضل تحقيق موسم فلاحى جيد، بلغ النمو الاقتصادي 4,2% في الفصل الثاني عوض 1% في نفس الفصل من سنة 2016، وعرفت القيمة المضافة الفلاحية انتعاشاً بنسبة 17,5% مقابل انخفاضها بواقع 12,8%. بينما بلغت القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية 2,8% بدلاً من 1,7%. وبالنسبة للطلب، يعكس هذا التحسن تسارع وتيرة نمو الاستهلاك النهائي للأسر من 2,9% إلى 4,9%. لاسيما بفضل ارتفاع المداخيل الفلاحية وتحسن أوضاع سوق الشغل. وبفضل المساهمة الإيجابية في النمو للصادرات الصافية بمقدار 0,9 نقطة عوض -3,8 نقطة. وعلى العكس من ذلك، سجلت وتيرة الاستثمار تباطؤاً إلى 0,9% بدل 8,5%. وارتفع الاستهلاك النهائي للإدارات العمومية بنسبة 0,6% بعد 2,4%.

وفي سوق الشغل، تشير البيانات المتعلقة بالفصل الثالث إلى تحسن طفيف لأوضاع سوق الشغل. فقد بلغ عدد مناصب الشغل التي تم إحداثها 89 ألف منصب، 47 ألف منصب منها في القطاع الفلاحي، و20 ألف في قطاع الخدمات، و15 ألف

في القطاع الصناعي. و7 آلاف في قطاع البناء والأشغال العمومية. بموازاة ذلك، بلغ العدد الصافي للوافدين الجدد الباحثين عن العمل 131 ألف شخص. مع تسجيل انخفاض نسبة النشاط بواقع 0,3 نقطة مئوية إلى 45,5%. وبالتالي، ارتفعت نسبة البطالة بشكل طفيف من 10,4% إلى 10,6% على الصعيد الوطني ومن 14,5% إلى 14,9% في الوسط الحضري.

وبالنسبة لسوق العقار، بعد انخفاضه بنسبة 1% في الفصل الثاني، ارتفع مؤشر أسعار الأصول على أساس فصلي بواقع 0,6% خلال الفصل الثالث، مع تسجيل ارتفاع أسعار الأراضي، واستقرار أسعار الشقق وانخفاض أسعار المحلات التجارية. وبموازاة ذلك، تقلصت المعاملات بواقع 1,4%. ما يعكس بالخصوص انخفاض مبيعات الشقق. وفي سوق البورصة، يبقى التوجه إيجابيا، إذ سجل مؤشر مازي ارتفاعا بنسبة 1% بعد 5,6% في الفصل السابق، ليصل أداؤه السنوي إلى 4,3%. ومن جانبه، بلغ حجم المعاملات 11,9 مليار درهم بعد أن سجل في المتوسط 14,5 مليار خلال الفصلين الأولين من سنة 2017.

وفي ما يتعلق بالتضخم، فقد تزايد إلى 0,6% في أكتوبر بعد أن عرف منحى تنازليا منذ الفصل الأخير من سنة 2016. ويعكس هذا التسارع تراجع حدة انخفاض أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان من 6,3% في المتوسط خلال الفصل الثالث إلى 3,8% في أكتوبر، وبدرجة أقل، تسارع التضخم الأساسي من 1,2% إلى 1,3%. ونمو أسعار المحروقات وزيوت التشحيم من 4,2% إلى 5,5%. وبالنسبة للسلع المكننة، فقد ارتفعت أسعارها بنسبة 1%. بفعل تأثير الارتفاعات السابقة لأسعار "الكهرباء" و"التبغ".

وفي ما يخص الآفاق، يتأكد انتعاش النشاط الاقتصادي العالمي مدفوعا بالأساس بتسارع التضخم في البلدان المتقدمة بشكل أكبر مما كان متوقعا. وفي منطقة الأورو، بعد نسبة 1,8% سنة 2016، يرتقب أن يحقق النمو مع متم هذه السنة انتعاشا قدره 2,3%. بفضل قوة الطلب الداخلي والأوضاع النقدية الملائمة. كما يتوقع أن يتباطأ إلى 1,8% سنة 2018 وإلى 1,6% سنة 2019. ارتباطا على الخصوص بالشكوك المحيطة بطرق تنفيذ خروج المملكة المتحدة من أوروبا. وفي الولايات المتحدة، يرتقب أن يؤدي تحسن ثقة الفاعلين الاقتصاديين ارتباطا على الخصوص بالإصلاحات الضريبية المعلن عنها وبالتوجه التيسيري للسياسة النقدية، إلى انتعاش النشاط الاقتصادي على المدى المتوسط. حيث ينتظر أن يتسارع النمو من 1,6% سنة 2016 إلى 2,2% سنة 2017. قبل أن يصل إلى 2,3% سنتي 2018 و2019. وفي ظل هذه الظروف، من المتوقع أن تعرف نسبة البطالة تراجعا واضحا في الولايات المتحدة لتصل مع نهاية سنة 2017 إلى 4,4% بعد 4,8% سنة 2016. قبل أن تستقر في 4,3% سنتي 2018 و2019. كما يرتقب أن تواصل أوضاع سوق الشغل في منطقة الأورو تحسنها. إذ يرجح أن تتراجع نسبة البطالة من 10% سنة 2016 إلى 9,1% سنة 2017. قبل أن تبلغ 8,8% سنة 2018 و8,6% سنة 2019.

وفي أسواق السلع الأساسية، أخذ في الاعتبار تحسن الآفاق الاقتصادية العالمية، والضغط الجيوسياسية، وكذا تمديد العمل باتفاق حديد الإنتاج إلى غاية دجنبر 2018، تمت مراجعة التوقعات الخاصة بأسعار النفط نحو الارتفاع. وبالفعل، بعد أن بلغ سعر النفط 42,8 دولار للبرميل سنة 2016، يرتقب أن يصل هذا السعر مع متم السنة إلى متوسط قدره 52,8 دولار للبرميل وأن يرتفع إلى 57,8 دولار للبرميل سنة 2018. قبل أن يتراجع إلى 55,3 دولار للبرميل سنة 2019. أما بالنسبة للفوسفات ومشتقاته، وفي سياق يتسم على الخصوص بفائض في الطاقات الإنتاجية، من المرجح أن تظل الأسعار في المتوسط في مستوى قريب من مستوياتها الحالية.

وفي ظل هذه الظروف، من المتوقع أن يتجه التضخم تدريجيا نحو النسب المستهدفة من طرف البنك المركزي الأوروبي والاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. وينتظر أن يبلغ في منطقة الأورو 1,5% بالنسبة لمجموع سنة 2017 وأن يصل إلى 1,2% سنة 2018 و1,7% سنة 2019. وفي الولايات المتحدة، من المتوقع أن يتسارع التضخم مع متم السنة إلى 2,1% وأن يرتفع إلى 2,2% سنة 2018 و2,4% سنة 2019.

وعلى الصعيد الوطني، تمت مراجعة عجز الحساب الجاري خلال سنة 2017 نحو الانخفاض بواقع 0,3 نقطة إلى 3,6% من الناتج الداخلي الإجمالي، نتيجة للتسارع الواضح للصادرات الذي تمت ملاحظته خلال الأشهر الأخيرة. وعلى المدى

المتوسط. يرجح أن تتواصل دينامية الصادرات. خاصة مع استمرار ارتفاع صادرات الفوسفات ومشتقاته. ومع الارتفاع الكبير لمبيعات قطاع صناعة السيارات سنة 2019. حسب المعطيات المعلن عنها بخصوص بدء الإنتاج في معمل بوجو. وبموازاة ذلك يرتقب أن تنمو الواردات بوتيرة قارة تناهز 5%. مع تباطؤ مشتريات المنتجات الطاقية وانتعاش مقتنيات سلع التجهيز. خاصة خلال سنة 2018. ومن جانب آخر. يرتقب أن تواصل عائدات الأسفار ديناميتها وأن يتسارع نمو تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج لتبلغ حوالي 3,5% خلال السنتين المقبلتين. وأخذاً في الاعتبار كذلك هبات مجلس التعاون الخليجي بمبلغ 7 ملايين درهم سنة 2018 و2,5 مليار درهم سنة 2019. من المتوقع أن يبلغ عجز الحساب الجاري 3,6% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2018 وأن يتحسن إلى 3,3% سنة 2019. وإجمالاً. وبافتراض استمرار دينامية تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة. تمت مراجعة توقعات الاحتياطات نحو الارتفاع إلى 239 مليار درهم أو ما يعادل 5 أشهر صرف و24 يوماً من واردات السلع والخدمات سنة 2017. وبالنسبة للسنتين المقبلتين. من المرجح أن تستقر احتياطات الصرف في نفس الوتيرة المسجلة سنة 2017. لتضمن بذلك تغطية 5 أشهر و15 يوماً من واردات السلع والخدمات.

وأخذاً في الاعتبار التحسن المرتقب في تطور الاحتياطات الدولية. من المتوقع أن يبلغ عجز السيولة البنكية مع متم السنة 38,8 مليار درهم. وأن يتفاقم إلى 50,6 مليار في نهاية سنة 2018 و62,7 مليار مع نهاية سنة 2019. متأثراً بشكل خاص بالتوجه التصاعدي لحجم النقد المتداول. أما الأوضاع النقدية. فيرتقب أن تصبح مرنة داخل أفق التوقع. نتيجة للانخفاض المتوقع لسعر الصرف الفعلي الحقيقي. وفي ظل هذه الظروف. وأخذاً في الاعتبار أيضاً توقعات النمو. تم الإبقاء على التوقع المتعلق بالإقراض البنكي للقطاع غير المالي دون تغيير مقارنة بالتوقع الخاص بشهر شتنبر. عند 4,5% في نهاية 2017 و5% سنتي 2018 و2019.

وعلى مستوى المالية العمومية. يرتقب أن يفرز تنفيذ الميزانية برسوم 2017 عجزاً قدره 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي. وعلى المدى المتوسط. ومع افتراض استمرار تعبئة المداخل. والتحكم في النفقات وتحصيل الهيئات المتوقعة من دول مجلس التعاون الخليجي. يرتقب أن يتواصل ضبط أوضاع الميزانية. مما سيؤدي إلى تحسن العجز إلى حوالي 3%.

وبالنسبة للحسابات الوطنية. تم تعديل التوقعات بشكل طفيف مقارنة بالتوقع الخاص بشتنبر. أخذاً في الاعتبار بالخصوص إجازة أقل مما كان متوقعاً خلال الفصل الثاني. من المتوقع أن يبلغ النمو 4,1% خلال سنة 2017. مع ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بواقع 14,7% وانتعاش. وإن كان بطيئاً. للأنشطة غير الفلاحية التي يرتقب أن تتسارع قيمتها المضافة من 2,2% إلى 2,7%. وبخصوص الطلب. من المرجح أن تنتعش الصادرات الصافية وأن يتعزز الطلب الداخلي بفعل تأثير تحسن استهلاك الأسر. غير أنه يتوقع أن يتباطأ الاستثمار مع نهاية السنة. وعلى المدى المتوسط. ومع فرضية تحقيق موسمين فلاحيين متوسطين. من المتوقع أن يتباطأ النمو إلى 3% سنة 2018. قبل أن يتسارع إلى 3,6% سنة 2019. وينتظر أن تواصل الأنشطة غير الفلاحية تحسنها. وإن بوتيرة أبطأ. مع نمو قيمتها المضافة بنسبة 3,4% سنة 2018 و3,6% سنة 2019. كما ينتظر أن يواصل الطلب الداخلي دعم النمو. لاسيما مع انتعاش الاستثمار. بينما يرجح أن تسجل الصادرات الصافية مساهمة سلبية في النمو خلال سنة 2018 من المنتظر أن تخف حدتها سنة 2019. ارتباطاً ببدء الإنتاج المرتقب في معمل بوجو.

وفي ما يتعلق بالتضخم. فقد تم تعديل التوقعات مقارنة بتلك التي أعدت في شتنبر بشكل طفيف. أخذاً في الاعتبار تراجع حدة انخفاض أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان الذي تمت ملاحظته خلال الأشهر الأخيرة. وكذا مراجعة الفرضيات الخاصة بأسعار النفط. ويتوقع أن يبلغ التضخم مع نهاية السنة مستوى ضعيفاً نسبياً قدره 0,7%. وفي المقابل. يرجح أن يرتفع مكونه الأساسي إلى 1,3% وأن تعرف أسعار المحروقات وزيوت التشحيم نمواً أكبر مما كان متوقعاً في شهر شتنبر. وعلى المدى المتوسط. من المتوقع أن يعود النمو إلى مستوى معتدل ليبلغ 1,5% سنة 2018 و1,6% سنة 2019. كما يرتقب أن يعرف مكونه الأساسي منحى تصاعدياً ليناهاز 1,5% سنة 2018 ويبلغ 1,9% سنة 2019. نتيجة بالخصوص لتسارع الطلب الداخلي ونمو التضخم المستورد. أما أسعار المحروقات وزيوت التشحيم. فينتظر أن تسجل خلال سنة 2018 ارتفاعاً أقل حدة من سنة 2017. قبل أن تتراجع بشكل طفيف سنة 2019.

ويبقى السيناريو المركزي لتوقعات بنك المغرب بشأن النمو محاطا بعدة مخاطر. مع ميزان مخاطر متجه نحو الانخفاض بالنسبة للنمو ونحو الارتفاع بالنسبة للتضخم. ففي ما يتعلق بالنمو، من المتوقع أن تؤثر التوترات الجيوسياسية في الشرق الأوسط، والأزمة السياسية في إسبانيا، وتنفيذ سياسات تقييدية في مجال التجارة والهجرة في الولايات المتحدة الأمريكية، على الطلب الموجه للمغرب خلال سنة 2018. كما يتوقع أن تؤثر الظروف المناخية على النمو خلال 2018. وفي المقابل قد يؤدي اعتماد سياسة نقدية توسعية وإلغاء القيود المالية في الولايات المتحدة إلى إنعاش النمو العالمي بشكل أكبر. وبالنسبة للتضخم، يرتقب أن تؤدي المخاطر الملاحظة إلى تضخم أكبر مما كان متوقعا. وتتلق هذه المخاطر بالخصوص بارتفاع أسعار المنتجات الغذائية الطرية بشكل أكبر مما كان منتظرا، ارتباطا بتأخر الأمطار، وبتزايد أكبر لأسعار المنتجات الطاقية نتيجة للتوترات الجيوسياسية.

1. التطورات الدولية

تواصل تحسن الاقتصاد العالمي خلال الفصل الثالث، ففي الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، باستثناء المملكة المتحدة حيث ظل النشاط الاقتصادي مستقرًا، واصل النمو تسارعه التدريجي في الولايات المتحدة وفي منطقة الأورو وفي اليابان. ورافق تحسن الأوضاع الاقتصادية استقراراً نسبة البطالة خلال شهر نونبر في الولايات المتحدة، مع تدني عدد مناصب الشغل التي تم إحداثها مقارنة بالشهر السابق. بينما تراجعت نسبة البطالة في منطقة الأورو خلال شهر أكتوبر، أما في الدول الصاعدة الرئيسية، وباستثناء الصين التي تباطأ فيها النمو، سُجل تسارع هذا الأخير في كل من الهند والبرازيل وروسيا، وعلى صعيد الأسواق المالية، شهدت أسعار الفائدة على السندات السيادية خلال شهر نونبر تراجعاً شبيه عام، بينما عرفت مؤشرات البورصة في الاقتصادات المتقدمة تطورات متباينة، ففيما يتعلق بأسعار السلع الأساسية في الأسواق العالمية، فقد اتجهت إجمالاً نحو الارتفاع، مما يعكس ارتفاع أسعار المنتجات الطاقية والمعادن الأساسية، وتراجع أسعار المنتجات الفلاحية، غير أن الضغوط التضخمية تبقى متحكماً فيها لاسيما بفعل تأثير العودة الحذرة للسياسات النقدية إلى طبيعتها.

وإجمالاً، تشير كافة هذه التطورات إلى استمرار اعتدال الضغوط التضخمية الخارجية المصدر خلال الفصول المقبلة.

1.1 النشاط الاقتصادي والتشغيل

1.1.1 النشاط الاقتصادي

2017، حيث بلغ 57,5 نقطة بعد 56,0 نقطة في الشهر السابق، وهو أعلى مستوى له منذ 79 شهراً. وعلى العكس من ذلك، انخفض مؤشر مديري المشتريات الخاص بالقطاع الصناعي في الولايات المتحدة إلى 58,2 نقطة خلال شهر نونبر، بعد 58,7 نقطة في شهر أكتوبر.

جدول 1.1: النمط الفصلي للنمو (على أساس سنوي)

	2017			2016			2015			
	ف3	ف2	ف1	ف4	ف3	ف2	ف1	ف4	ف3	
البلدان المتقدمة										
الولايات المتحدة	2,3	2,2	2,0	1,8	1,5	1,2	1,4	2,0	2,0	
منطقة الأورو	2,5	2,3	2,0	1,9	1,7	1,8	1,7	2,0	2,0	
فرنسا	2,2	1,8	1,1	1,2	0,9	1,2	1,2	1,0	1,0	
ألمانيا	2,8	2,3	2,1	1,9	1,9	1,9	1,8	1,3	1,3	
إيطاليا	1,7	1,5	1,3	1,0	0,9	1	1,3	1,2	1,2	
إسبانيا	3,1	3,1	3	3,0	3,2	3,4	3,5	3,8	3,8	
المملكة المتحدة	1,5	1,5	1,8	1,7	1,8	1,8	1,9	2,1	2,1	
اليابان	1,7	1,5	1,4	1,7	1,0	1,0	0,4	1,1	1,1	
البلدان الصاعدة										
الصين	6,8	6,9	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,8	6,8	
الهند	6,1	5,6	5,6	6,7	6,8	7,6	8,7	7,3	7,3	
البرازيل	1,4	0,4	0,0	-2,5	-2,7	-3,4	-5,2	-5,6	-5,6	
تركيا	غير متوفر	5,1	5,2	4,2	-0,8	4,9	4,8	7,5	7,5	
روسيا	غير متوفر	2,5	0,5	0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-3,2	-3,2	

المصدر: Thomson Reuters Eikon

ظل معدل البطالة مستقرًا في الولايات المتحدة في 4,1% في شهر نونبر، مع تراجع عدد المناصب المحدثّة إلى 228.000 منصب بعد 244.000 منصب في الشهر السابق. وفي منطقة الأورو، انخفضت هذه النسبة لتبلغ 8,8% في شهر أكتوبر، وهي أضعف نسبة سجلت منذ يناير 2009. وحسب البلدان، تراجعت نسبة البطالة من شهر إلى آخر في فرنسا من 9,5% إلى 9,4%، وبقيت مستقرة عند 11,1% في إيطاليا، وعند 3,6% في ألمانيا، و16,7% في إسبانيا. وفي المملكة المتحدة، تشير الأرقام الخاصة بشهر غشت إلى استقرار نسبة البطالة في 4,2%.

ومن جهة أخرى، بقي النمو مستقرًا في المملكة المتحدة في 1,5%، وتسارع في اليابان من 1,5% إلى 1,7%. ارتباطاً على الخصوص بارتفاع الصادرات.

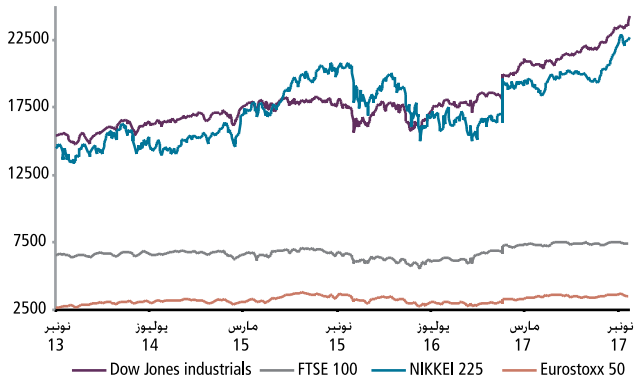
وفي البلدان الصاعدة الرئيسية، تباطأ النمو بشكل طفيف في الصين إلى 6,8% خلال الفصل الثالث، وذلك في سياق تنامي الشكوك المحيطة بالاستقرار المالي للبلد (الإطار 1.1). وعلى العكس من ذلك، ارتفع من 5,6% إلى 6,1% في الهند، ومن 0,4% إلى 1,4% في البرازيل. وفي روسيا، تشير أحدث البيانات المتاحة، والخاصة بالفصل الثاني، إلى تسارع النمو من 0,5% إلى 2,5%.

وفي ما يتعلق بالمؤشرات المرتفعة الوتيرة، سجل مؤشر مديري المشتريات ارتفاعاً في منطقة الأورو في شهر نونبر

2.1 الأوضاع النقدية والمالية

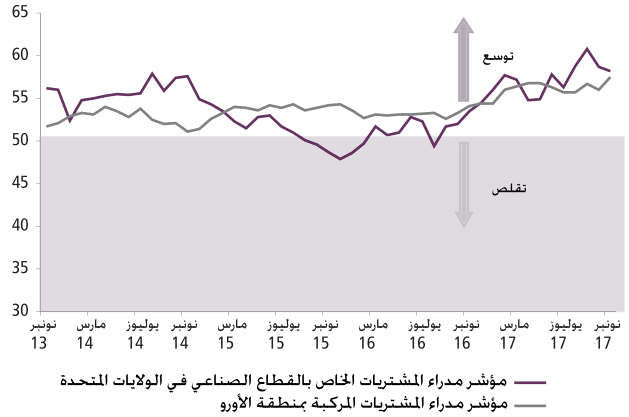
على مستوى أسواق البورصة، اجّتهت أهم مؤشرات الاقتصادات المتقدمة ما بين أكتوبر ونونبر نحو الارتفاع في الولايات المتحدة واليابان، ونحو الانخفاض في منطقة الأورو والمملكة المتحدة، مع ارتفاع طفيف في نسبة التقلب.

رسم بياني 2.1: تطور مؤشرات أسواق البورصة الرئيسية في الاقتصادات المتقدمة



المصدر: Thomson Reuters Eikon

رسم بياني 1.1: تطور بعض المؤشرات المرتفعة الوتيرة بالولايات المتحدة ومنطقة الأورو



المصدر: Thomson Reuters Eikon

2.1.1 سوق الشغل

انخفض معدل البطالة في الولايات المتحدة إلى 4,1% في شهر أكتوبر مقابل 4,2% في شنتبر. مع ارتفاع عدد مناصب الشغل المحدث إلى 261.000 منصب، مقابل 18.000 في الشهر السابق. كما تراجع هذه المعدل في منطقة الأورو لبلغ 8,8% في أكتوبر، وهو أدنى مستوى له منذ يناير 2009. وحسب البلدان، تراجع معدل البطالة من شهر إلى آخر في فرنسا من 9,5% إلى 9,4%. وبقي مستقرا عند 11,1% في إيطاليا، و3,6% في ألمانيا، و16,7% في إسبانيا. وفي المملكة المتحدة، تشير الأرقام الخاصة بشهر غشت إلى استقرار هذا المعدل في 4,2%.

جدول 2.1: تطور سعر الصرف (%)

	2017		2016		2015	
	نونبر	أكتوبر	شنتبر	أكتوبر	نونبر	
الولايات المتحدة	4,1	4,1	4,2	4,9	5,3	
منطقة الأورو	غير متوفر	8,8	8,9	10,0	10,9	
فرنسا	غير متوفر	9,4	9,5	10,1	10,4	
إيطاليا	غير متوفر	11,1	11,1	11,7	11,9	
ألمانيا	غير متوفر	3,6	3,6	4,1	4,6	
إسبانيا	غير متوفر	16,7	16,7	19,6	22,1	
المملكة المتحدة	غير متوفر	غير متوفر	غير متوفر	4,8	5,3	

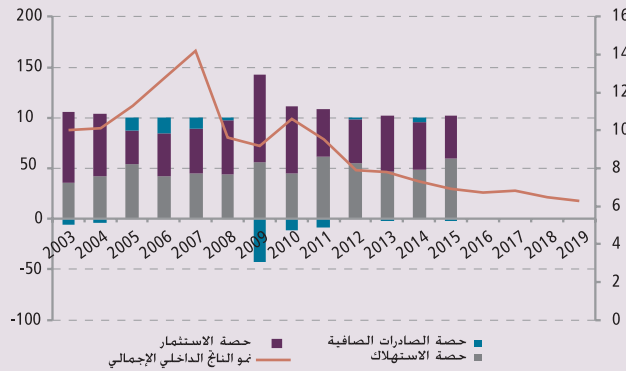
المصدر: Eurostat والمكتب الأمريكي لإحصائيات الشغل

إطار 2.1 : تنامي المخاطر المالية في الصين

بعد أن بلغ النمو في الصين ذروته سنة 2007 بتسجيله 14,2%. شهد تراجعاً تدريجياً خلال السنوات الأخيرة. حيث وصل إلى 6,5% سنة 2016 حسب صندوق النقد الدولي. ويعكس هذا التباطؤ تعثر النموذج الصيني الذي يركز على الصادرات والاستثمار. وقد صاحب هذا التباطؤ نموّ ضعيفاً للإنتاجية. نتيجة لتخصيص غير كافٍ للعوامل وقدرات الاستثمار المفرطة. مما دفع السلطات إلى الانتقال إلى نموذج أكثر استدامة يقوم على الاستهلاك والخدمات.

وفي تقرير المشاورات الخاص بسنة 2017 برسم المادة VI. اعتبر صندوق النقد الدولي أن الأداءات الاقتصادية الأخيرة للصين رافقها تنام متزايد للمخاطر المالية. لكن هذا لم يمنع. حسب التقرير. من تقدم البلد. وإن ببطء. في عملية إعادة توازن نموذج الاقتصاد. وبالفعل. فقد توقف تباطؤ النمو منذ نهاية سنة 2016 إذ بلغ 6,9% في المتوسط خلال الفصول الثلاثة الأولى من سنة 2017. وبلغت مساهمة الاستهلاك في النمو 63,4% في الفصل الأول من سنة 2017. مستفيدة من ضعف التضخم (1,4%) ومن السياسة النقدية التوسعية. كما أن نمو الخدمات يفوق نمو قطاع الصناعات التحويلية الذي يمثل 54,1% من الناتج الداخلي الإجمالي.

رسم بياني 1.1.1: تطور نمو الناتج الداخلي الإجمالي ومكوناته



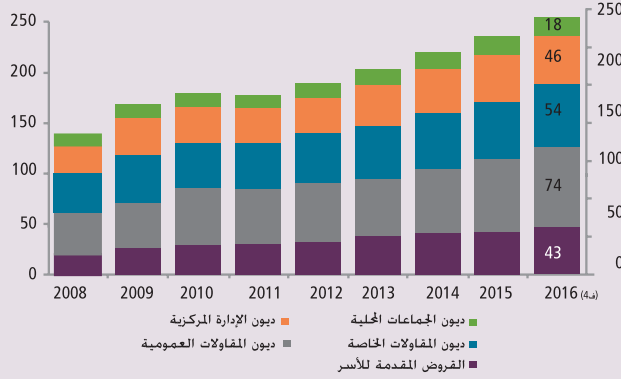
غير أن العديد من الاختلالات لاتزال قائمة. يعود سببها. على الصعيدين الداخلي والخارجي. إلى الادخار الذي يعتبر الأعلى عالمياً من حيث القيمة. ففي المقام الأول. فإن الادخار المفرط. الذي يعكس الفائض الجاري. يعزز الادخار العالمي ويشكل بذلك ضغوطاً نحو الانخفاض على أسعار الفائدة العالمية. أما على الصعيد الداخلي. فإن أي ازدياد للادخار المخصص للبقاء داخل البلاد. غالباً ما يوجه نحو النظام المالي. ليعزز بشكل خاص عرض القروض.

في الوقت الراهن. وحسب صندوق النقد الدولي. يتواصل تراجع فائض الحساب الجاري. إلا أن الهشاشات الداخلية تزداد حدة. ولذلك. عبر صندوق النقد الدولي. في تقريره الأخير المتعلق بتقييم استقرار النظام المالي الصيني. عن قلقه بشأن مستوى الديون وتأثيره على الاستقرار المالي. فقد تجاوز نمو القروض نمو الناتج الداخلي الإجمالي. وبلغت نسبة القروض إلى الناتج الداخلي 235% سنة 2016. وحسب تقديرات الصندوق. قد تتسارع هذه النسبة بمقدار 60 نقطة مئوية لتفوق 290% من الناتج الداخلي الإجمالي في أفق 2022. وبخصوص المقاولات غير المالية. فقد ارتفعت مديونيتها إلى 165% من الناتج الداخلي الإجمالي خلال سنة 2016. إذ تملك المقاولات العمومية جزءاً مهماً منها. يعادل 70% حسب منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية و57% حسب صندوق النقد الدولي. ويرجع سبب تباين الإحصائيات إلى غموض طرق التمويل التي تزايد حجمها منذ سنة 2008. وبشكل خاص. يمثل "Shadow Banking" (البنك الموازي)¹. الذي يعتبر طريقة التمويل الأكثر انتشاراً. 83% من الناتج الداخلي الإجمالي في متم سنة 2016.²

¹ يقصد بـ "Shadow Banking" (البنك الموازي) جميع الأنشطة والفاعلين الذين يساهمون في التمويل غير البنكي للاقتصاد.

² دونغ ج. وهوانغ ب. وكسبا ل. تامين. كقاع البنوك الموازية في الصين. أبحاث BBVA غشت 2017.

الرسم بياني 2.1.1: تطور القروض البنكية وتوزيعها
(% من الناتج الداخلي الإجمالي)



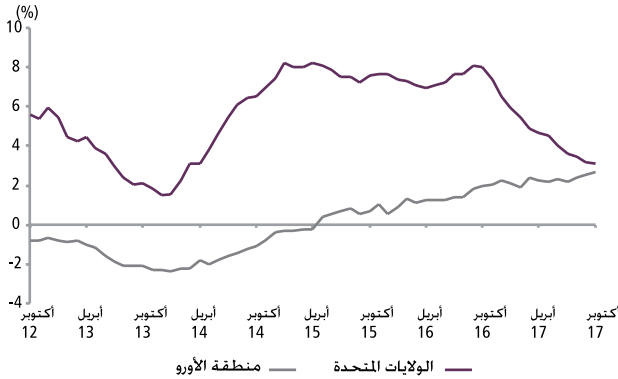
في هذا السياق، وضعت السلطات مسألة المحافظة على الاستقرار المالي ضمن أولوياتها الكبرى. وقد عقدت لجنة الاستقرار المالي والتنمية، التي أحدثت مؤخرًا وأنيطت بها مهمة وحيدة تتمثل في السهر على الاستقرار المالي، أول اجتماع لها في بداية شهر نونبر. ومن جهة أخرى، تم إجراء إصلاحات بشأن ارتفاع المديونية، لاسيما مديونية المقاولات العمومية، إلا أن صندوق النقد الدولي يرى أنه من الضروري الإسراع أكثر في هذه الإصلاحات، إذ يعتبر أن إصلاح الملكية المشتركة لا يزال في مراحله الأولى وأن محيط الأعمال والتجارة يحتاج إلى مزيد من التحسين. كما سجل الصندوق أن الحواجز لا تزال قائمة وأن الوصول إلى الموارد وكذا المعاملة لا تتم دائمًا بشكل عادل. تلميحًا منه إلى أن المقاولات العمومية ما تزال تستفيد من دعم ضمني كبير³ (الاستفادة من القروض بشروط تفضيلية، العقارات...). وبالتالي، يوصي صندوق النقد الدولي السلطات بالتصدي في المقام الأول للشركات "الحية الميتة"⁴، التي تمثل مظهرًا كبيرًا من مظاهر الهشاشة بالنسبة لاستدامة الشركات غير المالية وانخفاض الإنتاجية.

وفي الجمل، وحسب صندوق النقد الدولي، فإن السلطات الصينية تواجه تحدي التوفيق بين نمو مرتفع على الأمد القصير وتحقيق نمو مستدام على الأمد الطويل. ويضيف صندوق النقد الدولي أن التحكم في المخاطر المالية قد يقتضي خفض الأهداف المسطرة في ما يتعلق بالنمو، خاصة الهدف المتمثل في مضاعفة الناتج الداخلي الإجمالي لسنة 2010 في أفق سنة 2020.

³ يقدر بـ 3% من الناتج الداخلي الإجمالي، حسب دراسة أجزها Lam&Schipe سنة 2017.

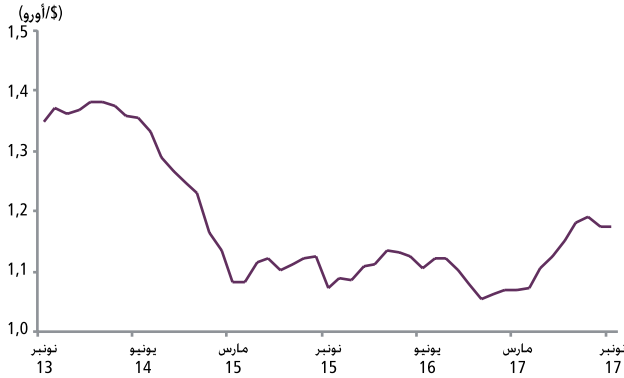
⁴ حسب مجلس الدولة الصيني، فإن الشركة "الحية الميتة" هي الشركة التي تعرضت لثلاث سنوات متتالية من الخسائر والتي جُد صعوبة في الاستجابة للمعايير البيئية والتكنولوجية، ولا تتماشى مع السياسات الصناعية الوطنية، والتي تعتمد إلى حد كبير على دعم الدولة والبنوك لكي تظل مستمرة.

الرسم بياني 5.1: تطور الائتمان في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو (على أساس سنوي)



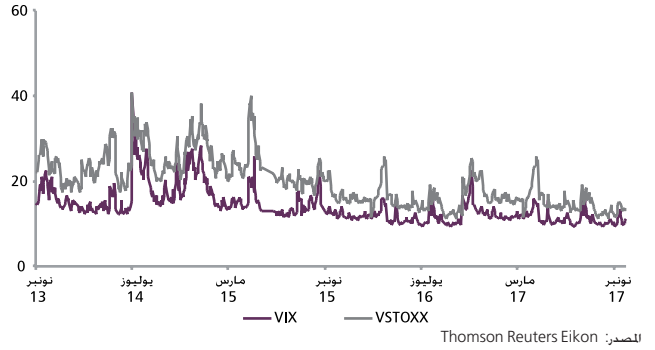
وفي أسواق الصرف، انخفضت قيمة الأورو مقابل الدولار بشكل طفيف بلغت نسبته 0,1% ما بين أكتوبر ونونبر. حيث بلغ 1,17 دولار. كما تراجع قيمة مقابل اليورو الياباني في حين بقيت مستقرة مقابل الجنيه الإسترليني. وبخصوص تطور عملات أبرز البلدان الصاعدة مقابل الدولار فقد تميزت بتراجع كبير لليرة التركية بنسبة 5,4%. خاصة بفعل تنامي التورثات الدبلوماسية مع الولايات المتحدة.

الرسم بياني 6.1: تطور سعر صرف الأورو مقابل الدولار



وفي ما يتعلق بقرارات السياسة النقدية، قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يوم 13 دجنبر، وللمرة الثالثة خلال هذه السنة، برفع النطاق المستهدف لسعر الفائدة بواقع ربع نقطة مئوية ليتراوح بين 1,25% و1,50%. وذلك اعتباراً للأوضاع الحالية والمتوقعة على مستوى سوق الشغل والتضخم. كما أكد أن سياسته النقدية تظل تيسيرية، بما من شأنه دعم الأوضاع الإيجابية لسوق الشغل وتحقيق عودة مستدامة لنسبة التضخم إلى 2%.

الرسم بياني 3.1: تطور مؤشري VIX و VSTOXX

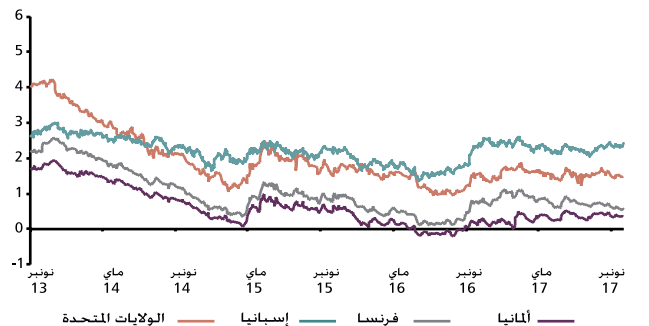


وبالنسبة للاقتصادات الصاعدة، سجل مؤشر MSCIEM ارتفاعاً بنسبة 2% ما بين أكتوبر ونونبر، ما يعكش شمل على الخصوص ارتفاعات في الصين والهند. وانخفاضه في تركيا. وبخصوص أسواق السندات، فباستثناء ألمانيا والولايات المتحدة التي ظل فيها عائد السندات لأجل 10 سنوات مستقراً، اتخذ هذا العائد منحى تنازلياً ما بين أكتوبر ونونبر في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية.

وعلى مستوى الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، سجل عائد السندات لأجل عشر سنوات ما بين أكتوبر ونونبر ارتفاعات تتراوح ما بين 20 نقطة أساس في الصين والهند، و100 نقطة أساس في تركيا.

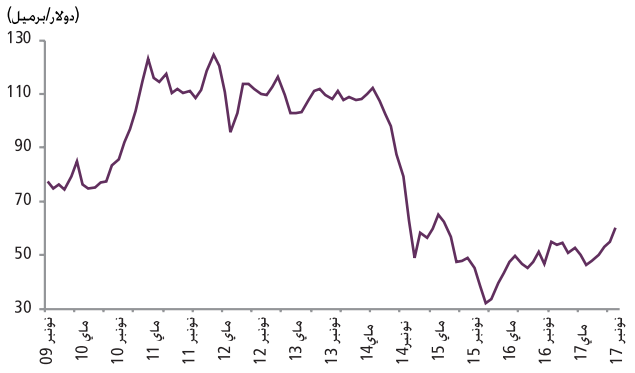
وفي الأسواق النقدية، بقي سعر الفائدة ما بين البنوك الأوروبية لأجل 3 أشهر (Euribor) مستقراً ما بين أكتوبر ونونبر عند 0,33-%. بينما سجل مؤشر الفائدة ما بين البنوك في سوق لندن (Libor) لنفس الأجل ارتفاعاً إلى 1,43%. أما الائتمان البنكي، فقد شهدت وتيرة نموه السنوي ما بين شتنبر وأكتوبر تباطؤاً طفيفاً من 3,2% إلى 3,1% في الولايات المتحدة، فيما تسارع من 2,5% إلى 2,7% في منطقة الأورو.

الرسم بياني 4.1: تطور عائدات السندات الحكومية لأجل 10 سنوات



الإنتاج ونشر توقعات الوكالة الدولية للطاقة - التي تراهن على انخفاض الطلب العالمي خلال سنتي 2018 و2019. واصل سعر النفط ارتفاعه الذي بدأ منذ يوليو الماضي، حيث بلغ أعلى مستوى له منذ أكثر من سنتين، إذ وصل إلى 60 دولار في المتوسط. أي بزيادة قدرها 27,9% على أساس سنوي و9,2% من شهر إلى آخر. وتجدر الإشارة إلى أن منظمة الدول المصدرة للنفط وبعض البلدان غير الأعضاء في المنظمة قررت تمديد العمل باتفاق تحديد الإنتاج إلى غاية دجنبر 2018، غير أنه بالنظر إلى الشكوك المحيطة بالعرض. وكذا بالطلب، بدرجة أقل، من المتوقع مراجعة هذا الاتفاق في شهر يونيو المقبل قصد إدخال بعض التعديلات عليه. ومن جانبه، تراجع سعر الغاز الطبيعي بنسبة 1% ما بين شهري أكتوبر ونونبر ليصل إلى 6,02 دولار لـ¹ mBTU. إلا أنه سجل ارتفاعا بواقع 22,6% على أساس سنوي.

رسم بياني 7.1: الأسعار الدولية للنفط بالدولار



المصدر: Thomson Reuters Eikon

2.3.1 أسعار السلع الأساسية غير الطاقية

ارتفعت أسعار المنتجات غير الطاقية خلال شهر نونبر. فقد تزايد مؤشر الداوجونز-يو-بي-إس الخاص بها بنسبة 5,2% على أساس سنوي. ويشمل هذا التطور الطفرة الكبيرة لأسعار المعادن الأساسية بنسبة 22,1% من جهة، وتقلص مؤشر أسعار المنتجات الفلاحية بواقع 5,1% من جهة أخرى.

ومن جانبه، قرر البنك المركزي الأوروبي في 14 دجنبر، الإبقاء على سعر فائدته الرئيسي في 0%، مع الإشارة إلى أنه لا يزال يتوقع استمرار أسعار فائدته في مستوياتها الحالية على مدى فترة طويلة تتجاوز بكثير الأفق الزمني المحدد لبرنامج شراء الأصول. وأكد البنك المركزي الأوروبي أيضا نيته في مواصلة شراء الأصول الصافية ابتداء من يناير 2018 برسم برنامج شراء الأصول. بوتيرة شهرية قدرها 30 مليار أورو إلى غاية نهاية شتنبر 2018، أو إلى أفق أبعد، إذا لزم الأمر. وفي جميع الأحوال، إلى أن يلاحظ تعديلا مستداما لتطور التضخم طبقا لهدفه المحدد. وإذا أصبحت الآفاق أقل ملاءمة أو إذا لم تسمح الأوضاع المالية بإحراز أي تقدم نحو بلوغ تعديل مستدام لتطور التضخم، فإن البنك المركزي الأوروبي سيكون مستعدا للرفع من حجم برنامج شراء الأصول و/أو تمديده.

كما قرر بنك إنجلترا، بتاريخ 14 دجنبر، الإبقاء على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير عند 0,5%. والإبقاء على مخزون شراء سندات الاستثمار "investment-grade" لشركات غير مالية بريطانية في مبلغ 10 ملايين جنيه استرليني، ومخزون شراء سندات الحكومة البريطانية في مبلغ 435 مليار جنيه استرليني. وعلى مستوى الدول الصاعدة، قرر البنك المركزي للبرازيل، في 6 دجنبر، تقليص سعر الفائدة الرئيسي بمقدار 0,5 نقطة مئوية إلى 7%. مبرزا أن مجموع مؤشرات النشاط الاقتصادي تظهر انتعاشا تدريجيا للاقتصاد البرازيلي. وبالمثل، قرر بنك روسيا المركزي، بتاريخ 15 دجنبر، تقليص سعر الفائدة الرئيسي بمقدار 50 نقطة أساس إلى 7,75%. أما بنك الهند المركزي، فقد قرر في 6 دجنبر الإبقاء على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير عند 6%.

3.1 أسعار السلع الأساسية والتضخم

باستثناء المنتجات الفلاحية التي عرفت انخفاضا طفيفا، اجتهت السلع الأساسية إجمالا نحو الارتفاع خلال شهر نونبر. فقد تزايد مؤشر الداوجونز-يو-بي-إس الإجمالي بنسبة 2,8% على أساس شهري و10,6% على أساس سنوي.

1.3.1 أسعار السلع الأساسية الطاقية

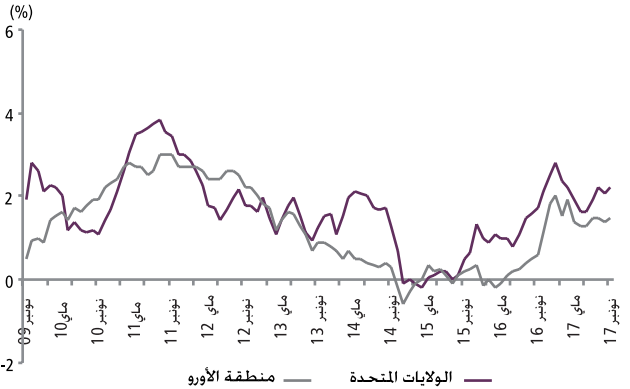
بالرغم من الاضطراب الذي شهدته الأسواق العالمية خلال شهر نونبر بسبب التكهنات بشأن تجديد اتفاق خفض

1 mBTU : مليون وحدة حرارية بريطانية.

3.3.1 التضخم

حسب المعهد الأوروبي للإحصاء، بلغ التضخم في منطقة الأورو 1,5% في شهر نونبر، مقابل 1,4% في الشهر السابق. ويعكس هذا التطور جزئياً ارتفاع الأسعار في ألمانيا وإسبانيا إلى 1,8%. وبالنسبة لباقي دول المنطقة، فقد شهدت استقرار الأسعار عند 1,2% في فرنسا، و1,1% في إيطاليا. وفي ما يتعلق بأبرز الاقتصادات المتقدمة الأخرى، واصل التضخم ارتفاعه إلى 2,2% في الولايات المتحدة وإلى 3,1% في المملكة المتحدة. أما في اليابان، فتشير آخر الإحصاءات الخاصة بشهر أكتوبر إلى تراجع التضخم إلى 0,2%. وعلى مستوى البلدان الصاعدة، تسارع ارتفاع الأسعار إلى 4,9% في الهند وبدجة أقل في البرازيل إلى 2,8%، بينما تباطأ إلى 1,7% في الصين، وإلى 2,5% في روسيا.

رسم بياني 10.1: تطور التضخم في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو



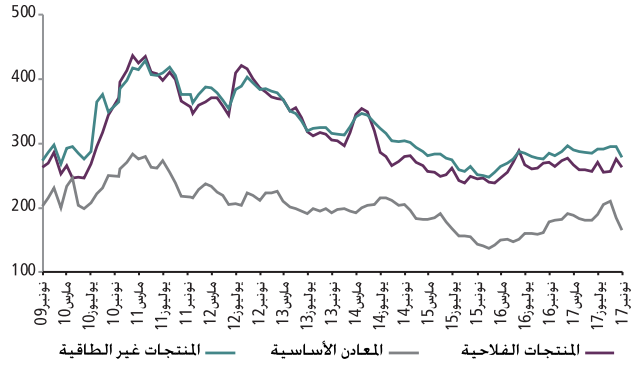
المصدر: Eurostat والكتب الأمريكي لإحصائيات الشغل

جدول 3.1: التطور الأخير للتضخم في أبرز البلدان المتقدمة (على أساس سنوي)

2017/2016			2016	2015	
نونبر	أكتوبر	شنتبر			
2,2	2,0	2,1	1,3	0,1	الولايات المتحدة
1,5	1,4	1,5	0,2	0,0	منطقة الأورو
1,8	1,5	1,8	0,4	0,1	ألمانيا
1,2	1,2	1,1	0,3	0,1	فرنسا
1,8	1,7	1,8	-0,2	-0,5	إسبانيا
1,1	1,1	1,3	-0,1	0,1	إيطاليا
3,1	3,0	3,0	0,6	0,1	المملكة المتحدة
غير متوفر	0,2	0,7	-0,1	0,8	اليابان

المصدر: Thomson Reuters Eikon وصندوق النقد الدولي

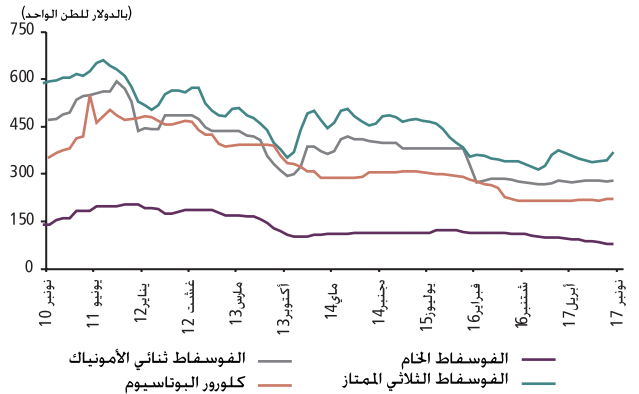
رسم بياني 8.1: تطور مؤشرات Dow Jones- UBS الخاصة بأسعار السلع الأساسية غير الطاقية (100= 2006)



المصدر: Thomson Reuters Eikon

وفي السوق العالمية للأسمدة، ظلت أسعار الفوسفات الخام وكلوور البوتاسيوم دون تغيير خلال شهر نونبر في 80 دولارا و222 دولارا، على التوالي. وفي المقابل، تراجع سعر اليوريا بواقع 6,5% إلى 246 دولارا، بينما تزايدت أسعار الفوسفات ثنائي الأمونيك والفوسفات الثلاثي الممتاز بنسبة 7,6% إلى 370 دولارا، و0,7% إلى 278 دولارا، على التوالي. وعلى أساس سنوي، وباستثناء الفوسفات الخام الذي انخفضت أسعاره بنسبة 23,1%، سجلت الأسعار ارتفاعات قدرها 3% بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز، و3,3% بالنسبة لكلوور البوتاسيوم، و14,6% بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيك، و16,6% بالنسبة لليوريا. أما سعر القمح الصلب، فارتفع بنسبة 2,3% من شهر إلى آخر إلى 19,3% على أساس سنوي.

رسم بياني 9.1: تطور الأسعار الدولية للفوسفات ومشتقاته



المصدر: البنك الدولي

2. الحسابات الخارجية

خلال الأشهر التسعة الأولى من سنة 2017، سجلت الصادرات ارتفاعاً بنسبة 8,8%، نتيجة بالأساس للأداء الجيد لمبيعات قطاعي «الزراعة والصناعة الفلاحية الغذائية» و«الفوسفات ومشتقاته». وبموازاة ذلك، سجلت الواردات نمواً بواقع 6% مدفوعة بالأساس بارتفاع الفاتورة الطاقية. وبذلك تفاقم رصيد الميزان التجاري بمبلغ 3,4 مليار مقارنة بنفس الفترة من السنة الماضية، ليصل إلى 139,9 مليار، غير أن نسبة تغطية الواردات بالصادرات تحسنت بمقدار 1,5 نقطة مئوية لتصل إلى 56,2%.

وبخصوص عائدات الأسفار وحويلات المغاربة المقيمين في الخارج، فقد سجلت ارتفاعات بنسبة 4,6% و1,5% على التوالي. وعلى صعيد الحساب المالي، تزايد التدفق الصافي للاستثمارات الأجنبية المباشرة بنسبة 32%، ارتباطاً بتقلص تفويتات الاستثمارات بنسبة 51,6%. بينما تحسنت المداخيل بواقع 1,7%. وبالموازاة مع ذلك، تنامي تدفق استثمارات المغاربة في الخارج من سنة إلى أخرى من 3,3 مليار درهم إلى 8 ملايين درهم، مع تزايد التدفق نحو الخارج بمبلغ 5,3 مليار درهم. وإجمالاً، وأخذاً في الاعتبار تطور باقي بنود حساب الأداءات، بلغت الاحتياطيات الدولية الصافية 223,3 مليار درهم في نهاية شتنبير، أي ما يعادل 5 أشهر و20 يوماً من واردات السلع والخدمات.

1.2 تطور الميزان التجاري

1.1.2 الصادرات

يعزى تحسن الصادرات خلال الشهور التسعة الأولى من سنة 2017، بالأساس، إلى ارتفاع مبيعات قطاع الزراعة والصناعة الفلاحية الغذائية بنسبة 10% لتصل إلى 38,1 مليار درهم، وصادرات الفوسفات ومشتقاته بنسبة 10,1% لتبلغ 32,6 مليار، وحسب المنتجات، تزايدت صادرات مشتقات الفوسفات بنسبة 9,3%، وصادرات الفوسفات الخام بواقع 13,4%، مما يعكس بالأساس ارتفاع الكميات المصدرة، حيث انخفضت أسعار مجموع هذه المنتجات.

وفي نفس المنحى، تزايدت مبيعات قطاع صناعة السيارات وقطاع النسيج والجلد بنسبة 4,6% إلى 41,9 مليار و6,9% إلى 28,2 مليار على التوالي.

جدول 1.2: تطور الصادرات

القطاعات	يناير-شتنبير 2017		يناير-شتنبير 2016		التغيرات القيمة %
	القيمة	%	القيمة	%	
الصادرات (خالص مصاريف الشحن)	179 365	164 816	14 549	8,8	
صناعة السيارات	41 921	40 088	1 833	4,6	
الزراعة والصناعات الزراعية	38 131	34 680	3 451	10,0	
الفوسفات ومشتقاته	32 648	29 666	2 982	10,1	
النسيج والجلد	28 163	26 344	1 819	6,9	
صناعة الطيران	7 755	6 719	1 036	15,4	
قطاع الإلكترونيك	6 755	6 523	232	3,6	
صناعة الأدوية	857	787	70	8,9	
صناعات أخرى	23 135	20 009	3 126	15,6	

المصدر: مكتب الصرف

جدول 2.2: تطور صادرات الفوسفات ومشتقاته (على أساس سنوي (%))

يناير-شتنبير 2017 / يناير-شتنبير 2016		
القيمة	العدد	السعر
13,4	41,3	-19,7
16,5	22,2	-4,6
-4,2	7,4	-10,8

المصدر: مكتب الصرف

جدول 4.2: تطور الواردات الرئيسية على أساس سنوي (%)

يناير-شتنبر 2017		يناير-شتنبر 2016		
سعر	عدد	قيمة		
14,7	-36,4	-27,1		القمح
24,5	7,4	33,7		الغاز والفيول
25,5	-0,4	25,0		غاز البترول والمحروقات الأخرى
-6,4	7,1	0,3		الكبريت الخام وغير المكرر

المصدر: مكتب الصرف

2.2 باقي بنود ميزان المعاملات الجارية

في ما يتعلق بميزان الخدمات، تزايدت عائدات الأسفار بنسبة 4,6% إلى 53,7 مليار، وارتفعت النفقات المرتبطة بها بواقع 18,7% لتبلغ 13,1 مليار، أما بخصوص خدمة النقل، فقد نمت عائداتها بنسبة 16,6% إلى 21,1 مليار ونفقاتها بمقدار 16,6% إلى 27,4 مليار درهم. وفي الجمل، أفرز ميزان الخدمات فائضا قدره 437 مليون درهم، أي بارتفاع بنسبة 0,8% مقارنة بنفس الفترة من سنة 2016.

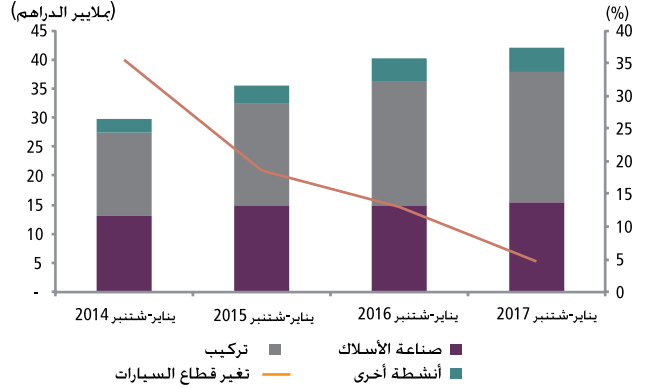
وفي ما يتصل بتحويلات المغاربة المقيمين في الخارج، وبعد ارتفاعها بنسبة 5,3% خلال الأشهر التسعة الأولى من سنة 2016، فلم تتزايد سوى بنسبة 1,5% لتبلغ 49,4 مليار درهم.

جدول 5.2: تطور مبادلات الخدمات

التطور	يناير-شتنبر 2017		يناير-شتنبر 2016		ملايين الدراهم
	القيمة	%	القيمة	%	
	9,2	5 732	62 297	68 029	الواردات
	16,6	3 910	23 537	27 447	خدمات النقل
	18,7	2 064	11 039	13 103	الأسفار
	5,3	6 169	115 543	121 712	الصادرات
	10,9	2 078	19 000	21 078	خدمات النقل
	4,6	2 371	51 373	53 744	الأسفار
	0,8	437	53 246	53 683	الرصيد

المصدر: مكتب الصرف

رسم بياني 1.2: تطور صادرات قطاع السيارات إلى نهاية شتنبر



المصدر: مكتب الصرف

2.1.2 الواردات

يعزى ارتفاع الواردات في معظمه إلى ارتفاع الفاتورة الطاقية بنسبة 28,4% لتصل إلى 50,5 مليار درهم، مدفوعة بالأساس بتزايد الأسعار. ونمت مشتريات الغاز والفيول بواقع 33,7% ومشتريات غاز النفط بنسبة 25%.

كما ارتفعت مقتنيات سلع الاستهلاك بنسبة 4,4% إلى 74,8 مليار، ومشتريات المنتجات نصف المصنعة بواقع 2,8% إلى 70,9 مليار، وفي نفس السياق، تزايدت واردات المنتجات الخام بنسبة 14% إلى 15,1 مليار، وعلى العكس من ذلك، وبعد أن سجلت مقتنيات سلع التجهيز ارتفاعا بنسبة 8,2% في سنة 2016، لم تتزايد هذه المقتنيات سوى بنسبة 0,7% إلى 75,8 مليار، فيما تراجعت مشتريات المنتجات الغذائية بنسبة 2,2% إلى 31,9 مليار نتيجة بالخصوص لانخفاض مشتريات القمح والشعير.

وإجمالا، ارتفع العجز التجاري إلى 139,9 مليار درهم، أي بتفاقم قدره 2,5% على أساس سنوي أو 3,4 مليار، وانتقلت نسبة تغطية الواردات بالصادرات من 54,7% إلى 56,2% مع نهاية شتنبر 2017.

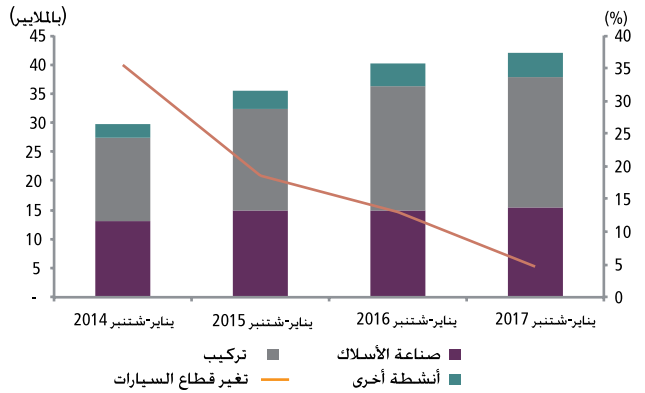
جدول 3.2: تطور الواردات

مجموعات المنتجات	يناير-شتنبر 2017		يناير-شتنبر 2016		التغيرات
	القيمة	%	القيمة	%	
الواردات (مع احتساب التكلفة والتأمين والشحن)	319 240	6,0	301 242	17 998	
المنوجات الطاقية	50 497	28,4	39 331	11 166	
سلع التجهيز	75 802	0,7	75 271	531	
المنتجات الخامة	15 134	14,0	13 273	1 861	
المنتجات الاستهلاكية	74 772	4,4	71 599	3 173	
المنتجات شبه المصنعة	70 951	2,8	69 046	1 905	
المنتجات الغذائية	31 979	-2,2	32 699	-720	

المصدر: مكتب الصرف

بنسبة 3,5% إلى 238,4 مليار درهم في متم نونبر. أي ما يعادل 5 أشهر و23 يوما من واردات السلع والخدمات.

رسم بياني 2.2: تطور تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج



المصدر: مكتب الصرف

3.2 الحساب المالي

سجل التدفق الصافي للاستثمارات الأجنبية المباشرة نمواً بمقدار 4,7 مليار درهم. يعكس الأساس تراجعاً في خفض الاستثمارات بمبلغ 4,3 مليار. أما تدفق استثمارات المغاربة في الخارج فارتفع بمبلغ 4,7 مليار. يعكس ارتفاع استثماراتهم في الخارج بما قدره 5,3 مليار درهم. وأخذاً في الاعتبار هذه التطورات وتلك الخاصة بباقي العمليات المالية. تقلص المبلغ الجاري للاحتياطيات الدولية الصافية بنسبة 10,4% على أساس سنوي. ليبلغ 223,3 مليار درهم في نهاية شتنبر 2017. أي ما يعادل 5 أشهر و20 يوماً من واردات السلع والخدمات.

وتشير البيانات الخاصة بشهر نونبر إلى نمو الواردات من حيث القيمة بمبلغ 24,8 مليار. متجاوزة بذلك الارتفاع المسجل في الصادرات، والذي بلغ 19,3 مليار.

وباستثناء مشتريات السلع الغذائية التي سجلت انخفاضاً. عرفت باقي البنود ارتفاعاً. ومن جهة أخرى. تنامت المبيعات خاصة مع تسجيل تزايد صادرات الفوسفات ومشتقاته بواقع 12,2%. بعد تسارع وتيرة النمو الذي تم تسجيله منذ شهر غشت من السنة الجارية. وبالنسبة لباقي بنود الحساب الجاري. ارتفعت عائدات الأسفار وتحويلات المغاربة المقيمين في الخارج في نهاية نونبر بنسبة 6,5% و3% على التوالي. وفي ما يتصل بعمليات الحساب المالي. ارتفع التدفق الصافي للاستثمارات الأجنبية المباشرة بواقع 14,6%. ارتباطاً بتقلص تفويتات الاستثمارات بنسبة 62,5%. وفي الجمل. وأخذاً في الاعتبار تطور باقي بنود ميزان الأداءات. تراجعت الاحتياطيات الدولية الصافية

3. النقد والائتمان وسوق الأصول

خلال الفصل الثالث من سنة 2017، شهدت الأوضاع النقدية انخفاض قيمة سعر الصرف الفعلي الحقيقي وارتفاع أسعار الفائدة المطبقة على القروض. وواصلت القروض الممنوحة للقطاع غير المالي تحسنها. لتعكس بالخصوص تسارع القروض الممنوحة للمقاولات. أما في باقي مقابلات الكتلة النقدية، فقد انخفضت الاحتياطيات الدولية الصافية، بينما واصلت الديون الصافية على الإدارة المركزية تحسنها الذي بدأ منذ بداية السنة، وإجمالاً، ظلت وتيرة نمو الكتلة النقدية دون تغيير مقارنة مع المستوى المسجل في الفصل السابق والبالغ 5,2%. وظل الفارق النقدي سلبياً.

وفي سوق العقارات، وبعد انخفاضه بنسبة 1% في الفصل الثاني، سجل مؤشر أسعار الأصول العقارية ارتفاعاً فصلياً بنسبة 0,6%. شمل نمو أسعار الأراضي واستقرار أسعار الشقق، وانخفاض أسعار المحلات التجارية. ومن جانب آخر، انخفضت المعاملات بواقع 1,4% تشمل بالخصوص تراجع المعاملات الخاصة بالشقق. وفي سوق البورصة، تزايد مؤشر مازي بنسبة 1% خلال الفصل الثالث، بعد 5,6% في الفصل السابق. ليصل بذلك أدأؤه منذ بداية السنة إلى 4,3%. وبموازاة ذلك، تراجع حجم المعاملات إلى 11,9 مليار في الفصل الثالث، مقابل 14,5 مليار في المتوسط الذي سجل خلال الفصلين الأولين من السنة.

وعموماً، لا تشير التطورات الحديثة للظروف النقدية والمالية إلى وجود ضغوط تضخمية.

1.3 الأوضاع النقدية

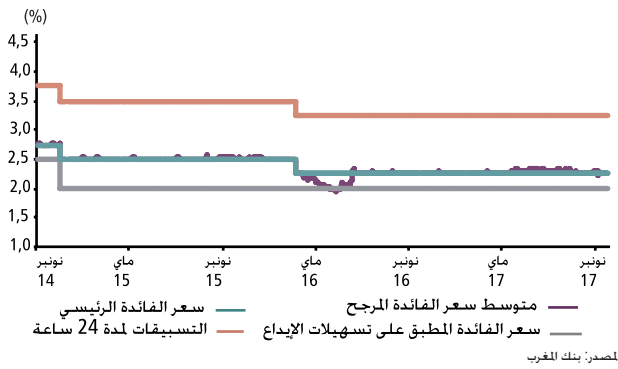
1.1.3 السيولة البنكية وأسعار الفائدة

خلال الفصل الثالث من سنة 2017، تزايدت حاجة البنوك إلى السيولة لتصل إلى 67,3 مليار درهم في المتوسط. ويعكس هذا التطور بالأساس انخفاض احتياطيات الصرف، وبدرجة أقل، ارتفاع التداول النقدي. نتيجة لذلك، لجأ بنك المغرب إلى ضخ سيولة أكبر بلغت 67,8 مليار، منها 62,9 مليار على شكل تسبيقات لمدة 7 أيام و4,5 مليار برسم عمليات القروض المضمونة الممنوحة في إطار برنامج دعم تمويل المقاولات الصغيرة جداً والصغيرة والمتوسطة.

وتشير آخر البيانات المتوفرة والخاصة بشهري أكتوبر ونونبر، إلى تحسن عجز السيولة إلى 51,8 مليار في المتوسط.

وفي هذا السياق، ارتفع سعر الفائدة بين البنوك بشكل طفيف إلى 2,30% في الفصل الثالث قبل أن يتراجع إلى 2,27% في المتوسط خلال شهري أكتوبر ونونبر. وفي أسواق سندات الخزينة، لم تشهد أسعار الفائدة تغيرات تذكر سواء في السوق الأولي أو الثانوي.

رسم بياني 1.3: تطور سعر الفائدة ما بين البنوك (معطيات يومية)



جدول 1.3: تطور أسعار الفائدة على سندات الخزينة في السوق الأولية

	2017		2016		2015			
	ف 3	ف 2	ف 1	ف 4	ف 3	ف 2	ف 1	
52 أسبوعاً	2,28	2,36	2,26	2,32	2,3	2,33	1,93	2,57
سنتان	2,42	2,49	2,41	2,52	2,44	2,48	2,05	2,63
5 سنوات	2,77	2,83	2,78	2,83	2,69	2,71	2,3	2,92
10 سنوات	3,27	3,32	3,27	3,27	3,08	3,22	2,87	3,48
15 سنة	3,76	3,87	3,87	3,87	-	-	3,22	3,77

يعكس انخفاض أسعار الفائدة على قروض السكن وعلى قروض الاستهلاك.

جدول 2.3: تطور أسعار الفائدة على القروض

التغير بالنقط المئوية	2017			2016			
	ف3/17-2	ف3	ف2	ف1	ف4	ف3	
	34	5,60	5,26	5,48	5,17	5,08	السعر الاجمالي
	-7	5,69	5,76	5,88	5,71	5,78	الأفراد
	-7	4,68	4,75	4,88	4,83	4,94	القروض العقارية
	-7	6,60	6,67	6,71	6,64	6,64	قروض الاستهلاك
	39	5,56	5,17	5,41	5,08	4,98	المقاولات
	46	5,65	5,19	5,44	5,19	4,94	تسبيقات الصندوق
	22	5,09	4,87	4,76	4,40	4,87	قروض التجهيز
	4	5,82	5,78	5,86	5,69	5,73	القروض العقارية
	32	8,14	7,82	8,08	7,44	6,89	المقاولون الأفراد

المصدر: بنك المغرب

جدول 3.3: أسعار الفائدة على الودائع

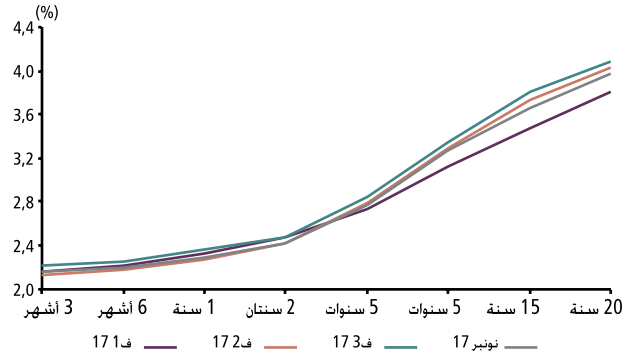
	2017			2016			2015				
	ف3	ف2	ف1	ف4	ف3	ف2	ف1	ف4	ف3		ف2
6 أشهر	2,81	2,8	2,86	2,9	2,94	3,18	3,31	3,46	3,56	3,6	3,64
12 شهرا	3,09	3,1	3,2	3,3	3,33	3,55	3,67	3,78	3,74	3,83	3,85

المصدر: بنك المغرب

2.1.3 سعر الصرف

خلال الفصل الثالث من سنة 2017، ارتفعت قيمة الأورو بنسبة 7,06% مقابل الدولار الأمريكي، حيث بلغت 1,17 في المتوسط. وبذلك، انخفضت قيمة العملة الوطنية بنسبة 2,74% مقابل الأورو، وارتفعت بواقع 4,13% مقابل الدولار الأمريكي. ومقارنة مع عملات أبرز البلدان الصاعدة، ارتفعت قيمة الدرهم بنسبة 2,50% مقابل الريال البرازيلي، وبنسبة 3,85% مقابل الروبية الهندية، بينما انخفضت قيمته بنسبة 4,24% مقابل اليوان الصيني. وعليه، انخفض سعر الصرف الفعلي من فصل إلى آخر بنسبة 0,4% بالقيمة الاسمية وبنسبة 0,2% بالقيمة الحقيقية.

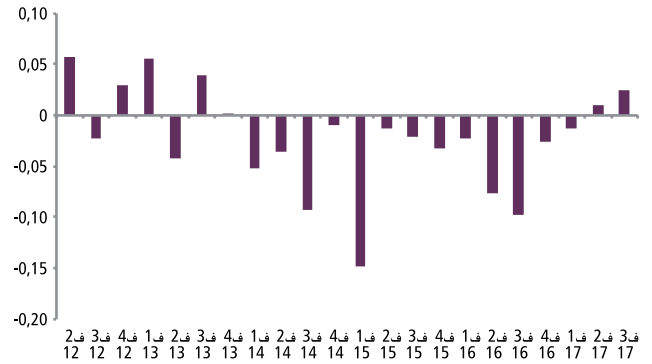
رسم بياني 2.3: بنية أسعار الفائدة في السوق الثانوية حسب آجال الاستحقاق



المصدر: بنك المغرب

وفي باقي الأسواق، لم تعرف الأسعار المطبقة على إصدارات شهادات الإيداع تغييرات ملحوظة خلال الفصل الثالث. وبقيت أسعار الفائدة على الودائع شبه مستقرة في 2,81% بالنسبة للودائع لأجل سنة واحدة، و3,09% بالنسبة للودائع لأجل 6 أشهر. وفي ظل هذه الظروف، عرفت كلفة تمويل¹ البنوك ارتفاعا طفيفا بالمقارنة مع الفصل السابق.

رسم بياني 3.3: تطور تكلفة تمويل البنوك



المصدر: بنك المغرب

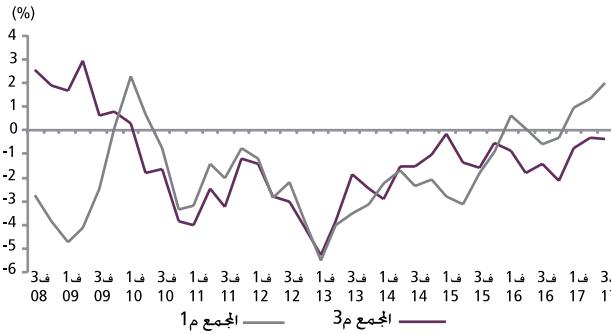
وبالنسبة لأسعار الفائدة على القروض، تراجع متوسط سعر الفائدة المرجح بمقدار 34 نقطة أساس خلال الفصل الثالث من سنة 2017، حيث وصل إلى 5,60%. ويعكس هذا التطور بالأساس ارتفاع أسعار فائدة القروض الممنوحة للمقاولات بواقع 39 نقطة أساس. مع ارتفاع بالخصوص لأسعار الفائدة المطبقة على تسهيلات الخزينة قدره 46 نقطة. وأسعار الفائدة المطبقة على قروض التجهيز بما قدره 22 نقطة. وعلى العكس من ذلك، عرفت أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للخواص انخفاضا بواقع 7 نقط.

1 ُحَسِب كلفة التمويل كمتوسط مرجح تكلفات مصادر البنوك.

الكتلة م3 تباطؤ وتيرة نمو الودائع تحت الطلب إلى 7,6%. يشمل تسارع ودائع المقاولات الخاصة من 5,8% إلى 10,3%. وتباطؤ ودائع الأسر تحت الطلب من 7% إلى 6,1%. وودائع القطاع العام من 32,9% إلى 21,8%. وبموازاة ذلك، تزايدت حدة انخفاض الودائع لأجل من 7,3% إلى 7,8%. نتيجة بالخصوص لانخفاض ودائع الأسر بنسبة 6,6% عوض 5,7%. وودائع القطاع العام بواقع 9,9% بعد 3,8%. وبالنسبة لباقي المكونات، تزايدت العملة الائتمانية بنسبة 7,9% مقابل 6,5%. بينما سجلت سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة النقدية والودائع بالعملات الأجنبية بنسبة 4,1% و5%. بعد ارتفاعات بواقع 2,3% و1,2% على التوالي خلال الفصل الثاني.

وحسب المقابلات، يعكس تطور الكتلة م3 تسارع الديون الصافية على الإدارة المركزية من 10,2% إلى 10,9%. وتزايدت حدة انخفاض الاحتياطيات الدولية الصافية من 6,3% إلى 12,4%. وتباطؤ الائتمان البنكي من 5,5% إلى 5,1%.

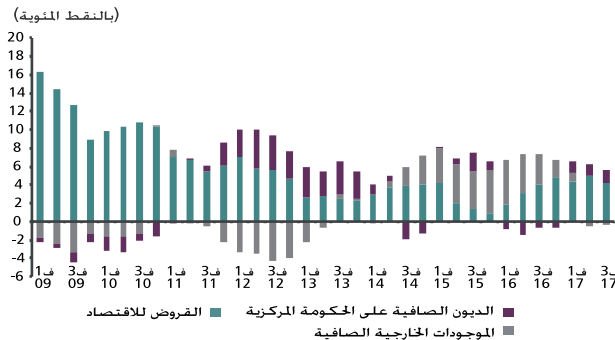
رسم بياني 6.3: الفارق النقدي¹ (بالنسبة المئوية من المبلغ الجاري التوازني للمجمعين م3 وم1 بالقيمة الحقيقية)



1: يساوي الفارق النقدي المحسوب من حيث القيمة الحقيقية الفارق بين مستوى مخزون النقد المسجل ومستوى التوازن، ويساوي هذا الأخير الذي يتم تحديده على أساس المعادلة الكمية للنقد. النسبة الحقيقية لتطور النشاط الاقتصادي المحتمل ناقص متوسط وتيرة تراجع سرعة تداول النقود.

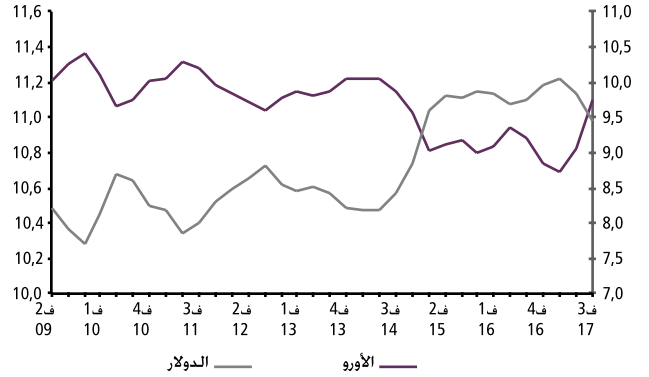
المصدر: بنك المغرب

رسم بياني 7.3: مساهمات المقابلات الرئيسية في تغير الكتلة النقدية، على أساس سنوي



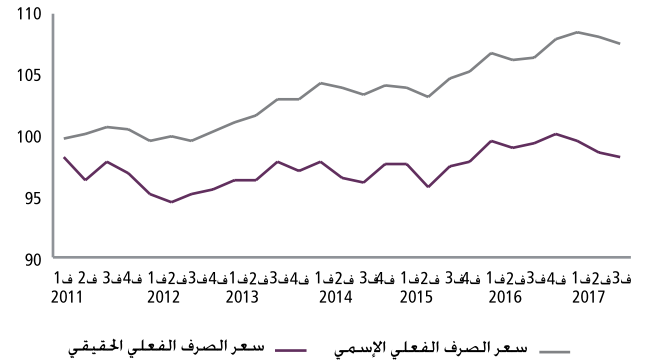
المصدر: بنك المغرب

رسم بياني 4.3: تطور سعر صرف الدرهم



المصدر: بنك المغرب

رسم بياني 5.3: تطور أسعار الصرف الفعلية الإسمية والحقيقية (أساس 2010 = 100)



المصدر: بنك المغرب

وفي سوق صرف العملات، سجل حجم مبيعات البنوك للزبناء في الفصل الثالث انخفاضا بواقع 1,7% إلى 27 مليار درهم بالنسبة للعمليات بالناجز. وارتفعت بمقدار 6,7% إلى 13,9 مليار درهم بالنسبة للمعاملات لأجل. أما المشتريات، فقد ارتفعت بنسبة 3,1% إلى 23,4 مليار بالنسبة للمعاملات بالناجز وانخفضت بنسبة 35,3% بالنسبة للمعاملات لأجل لتنخفض إلى 3 ملايين درهم. أما بالنسبة لعمليات البنوك مع بنك المغرب، فقد بلغت المشتريات في المتوسط 555 مليون درهم بعد أن وصلت إلى 14,9 مليار في الفصل الثاني. وفي ظل هذه الظروف، بلغت الوضعية الصافية للصرف لدى البنوك 4,7 مليار في متم شتنبر بعد أن كانت 1,6 مليار في نهاية يونيو.

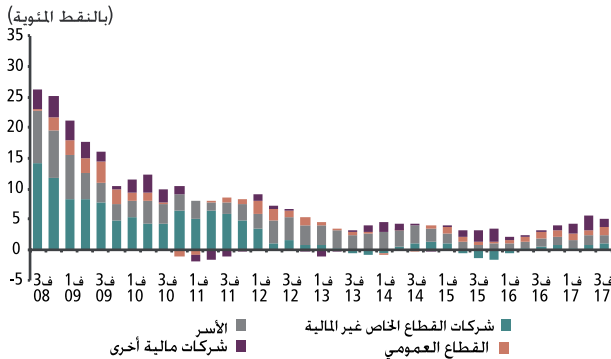
3.1.3 الأوضاع النقدية

خلال الفصل الثالث من سنة 2017، ظلت وتيرة نمو الكتلة النقدية دون تغيير تقريبا مقارنة بالمستوى المسجل في الفصل السابق والبالغ 5,2%. ويظهر تحليل مكونات

مقابل ارتفاعها بنسبة 6,2% في الفصل السابق. أما القروض الممنوحة للمقاولات الخاصة. فبقيت وتيرة نموها شبه مستقرة في 2,3%. تشمل تسارع قروض التجهيز من 3,6% إلى 5,9%. والقروض المخصصة للإنعاش العقاري من 2,7% إلى 3,7%. وكذا تزايد حدة انخفاض تسهيلات الخزينة من 0,4% إلى 2,4%. ومن جانبها. تراجعت وتيرة نمو القروض الممنوحة للمقاولين الأفراد من 6,3% إلى 2,4%. نتيجة لتباطؤ قروض التجهيز من 30,9% إلى 14,9%. وانخفاض القروض المخصصة للإنعاش العقاري بنسبة 8,6%. أي بوتيرة أكبر مقارنة بالفصل السابق والبالغة 6,8%.

وحسب قطاع النشاط. يعكس تحسن القروض الممنوحة للشركات تسارع القروض الموجهة لقطاع "التجارة. وإصلاح السيارات والأدوات المنزلية" وارتفاع القروض المخصصة لقطاع "الفنادق والمطاعم" بنسبة 0,8% مقابل تراجعها بواقع 3,2%. وعلى العكس من ذلك. تباطأت القروض الممنوحة لقطاع "البناء والأشغال العمومية" من 3,8% إلى 0,4% والقروض المحولة لقطاع "الصناعات التحويلية" بنسبة 0,7% بعد ارتفاعها بنسبة 0,4% في الفصل السابق. وبالنسبة للقروض الممنوحة للخوادم. فقد تسارعت وتيرة نموها بشكل طفيف من 4,2% إلى 4,6%. وتنامت قروض السكن بنسبة 4,9% بعد 4,7% وقروض الاستهلاك بواقع 4,6% بدل 4,4%.

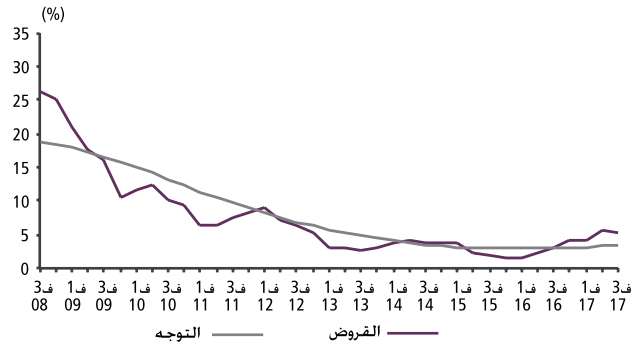
رسم بياني 10.3: مساهمة القطاعات المؤسسية في تغير الائتمان على أساس سنوي



المصدر: بنك المغرب

وبخصوص الديون المعلقة الأداء. فقد تزايدت بنسبة 3,2% مقابل 3,4% في الفصل السابق. وبقيت نسبتها إلى الائتمان البنكي شبه مستقرة في 7,6%. وتراجعت

رسم بياني 8.3: تغير الائتمان على أساس سنوي

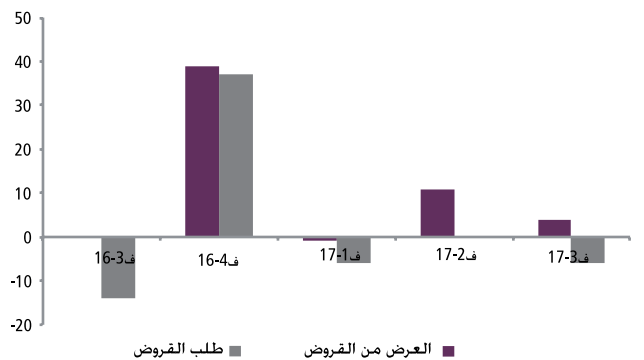


المصدر: بنك المغرب

وتسارعت وتيرة نمو القروض الموجهة للقطاع غير المالي. بشكل خاص. من 3,6% إلى 4,3%. مما يعكس بالخصوص تسارع القروض الممنوحة للمقاولات العمومية.

وقد سُجلت هذه التطورات في سياق يتسم بتحسّن شروط العرض لدى المقاولات وتشددها بالنسبة للخوادم. وحسب نتائج الاستقصاء حول شروط منح القروض الذي أجره بنك المغرب برسم الفصل الثالث من سنة 2017. قد يعزى هذا التليين إلى المنافسة بين البنوك. كما قد يؤدي بشكل خاص إلى تراجع الشروط المرتبطة بالضمانات. ومن جانب آخر. من المرجح أن الطلب ظل مستقرًا بالمقارنة مع الفصل السابق.

رسم بياني 9.3: تطور العرض والطلب (مؤشر الانتشار)



المصدر: بنك المغرب

وهكذا. سجل جاري القروض الممنوحة للمقاولات العمومية ارتفاعا كبيرا بنسبة 22,5% عوض 9,8%. مستفيدا من تسارع وتيرة نمو قروض التجهيز بواقع 32% بعد 9,8%. بينما شهدت تسهيلات الخزينة انخفاضا بنسبة 3,9%

2.3 أسعار الأصول

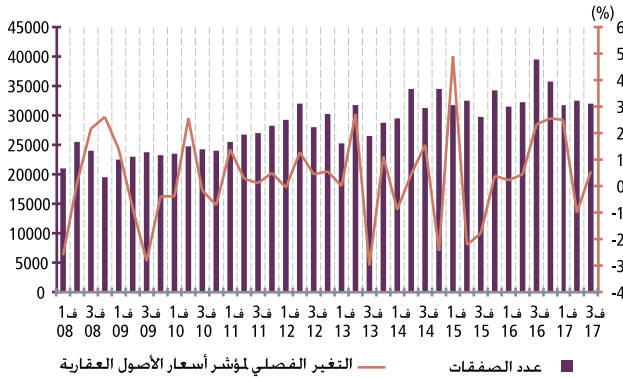
1.2.3 الأصول العقارية

خلال الفصل الثالث من سنة 2017، ارتفع مؤشر أسعار الأصول العقارية بنسبة 0,6% بعد انخفاضه بواقع 1% في الفصل السابق. ويعكس هذا التطور تزايد أسعار الأراضي بنسبة 1,3% وتراجع أسعار المحلات التجارية بنسبة 0,4%. فيما ظلت أسعار الشقق مستقرة من فصل إلى آخر.

وبالموازاة مع ذلك، انخفض عدد المعاملات بنسبة 1,4% على الصعيد الوطني بعد ارتفاعه بواقع 2,9%. وقد هم هذا التراجع بالخصوص الشقق بنسبة 2,4% والمحلات المهنية بنسبة 3,3%. أما المعاملات الخاصة بالأراضي، فارتفعت بنسبة 3,5%.

وفي أهم المدن، ارتفعت الأسعار بنسبة 3,6% في الرباط، و0,5% في مراكش، و0,2% في طنجة، و0,1% في الدار البيضاء. في المقابل، انخفضت الأسعار بنسبة 1,2% في مكناس و0,4% في فاس. وفي ما يتعلق بالمعاملات وباستثناء مدينة الجديدة التي ارتفع فيها عدد المعاملات بنسبة 27,6%، فقد عرفت تراجعا في باقي المدن الرئيسية الأخرى مع تسجيل نسبة انخفاض قدرها 32% في الرباط، و14,1% في مراكش، و8,2% في طنجة، و4,6% في مكناس، و4,4% في الدار البيضاء.

رسم بياني 12.3: تطور مؤشر أسعار الأصول العقارية و عدد المعاملات العقارية



المصدر: بنك المغرب والوكالة الوطنية للمحافظة العقارية والمسح الجرائد

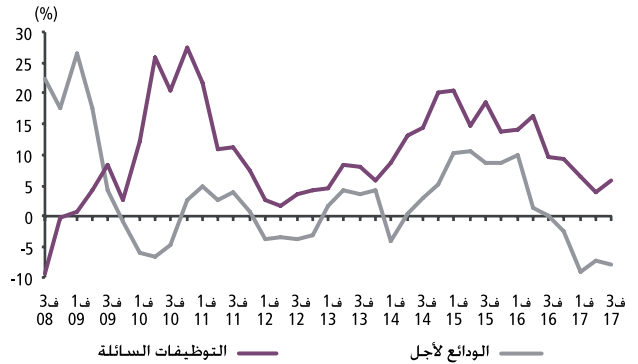
نسبة الديون المعلقة الخاصة بالشركات غير المالية الخاصة بواقع 0,3% بعد انخفاضها بنسبة 1,8% في الفصل السابق. بينما ارتفعت تلك الخاصة بالأسر بنسبة 10,4% عوض 11,6%.

وتشير أحدث المعطيات المتوفرة، والخاصة بشهر أكتوبر 2017، إلى شبه استقرار وتيرة نمو الائتمان البنكي في 5,2%. فقد تسارعت القروض المحولة للقطاع غير المالي بنسبة 5,2% مقابل 4,3% في الفصل الثالث. نتيجة بالخصوص لتلاشي أثر الانخفاض المسجل خلال نفس الفترة من السنة السابقة.

وبالنسبة للقروض الممنوحة للقطاع غير المالي من طرف باقي الشركات المالية غير البنوك، فقد تزايدت بنسبة 3,5% بعد 5,4% في الفصل السابق. ويعكس هذا التطور انخفاض القروض المحولة من طرف البنوك الحرة بواقع 9,7% بعد ارتفاعها بنسبة 10%. ونمو القروض المقدمة من طرف شركات التمويل بنسبة 5,6% بدلا من 5,1%.

وفي ما يتعلق بمجمعات التوظيفات السائلة، فقد تزايدت بنسبة 5,7% في الفصل الثالث عوض 4% في الفصل الثاني. بفعل تسارع نسبة نمو سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في سندات الاقتراض من 1,1% إلى 6,1%. ونسبة نمو سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في الأسهم والقيم المنقولة المتنوعة من 33,9% إلى 47,8%. وبالعكس، تراجعت نسبة النمو السنوي لسندات الخزينة من 3,1% إلى 1,2%.

رسم بياني 11.3: التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع لأجل



المصدر: بنك المغرب

خلال سنة 2016، وظلت المعاملات تهيمن عليها المعاملات المنجزة في السوق المركزية للأسهم. بحجم يبلغ 8,4 مليار مقابل 11 مليار في المتوسط خلال الفصلين الأولين من السنة.

وفي ظل هذه الظروف، سجلت رسملة البورصة ارتفاعا فصليا بنسبة 1,7% إلى 615,7 مليون درهم. مقابل 583,4 مليار مع متم سنة 2016.

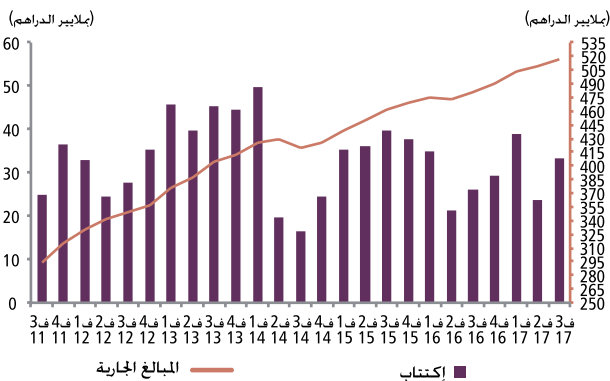
وتشير أحدث المعطيات المتاحة إلى ارتفاع شهري لمؤشر مازي بنسبة 1,6% في نهاية نونبر، وتزايد حجم المعاملات إلى 4,5 مليار. عوض 3,2 مليار في شهر أكتوبر.

2.2.2.3 سوق الدين السيادي

بلغت إصدارات الخزينة في السوق الداخلية خلال الفصل الثالث من سنة 2017، 33,2 مليار درهم. أي بنمو فصلي قدره 38,8%. وقد همت آجال الاستحقاق الطويلة في حدود 22%. والآجال المتوسطة في حدود 56%. والآجال القصيرة في حدود 22%. وقد أجزت هذه الإصدارات بأسعار فائدة مرتفعة بشكل طفيف.

وخلال شهر نونبر، لم تتجاوز إصدارات الخزينة 2,9 مليار درهم مقابل 9,7 مليار في المتوسط خلال الأشهر العشرة الأولى من السنة. وهمت في حدود 78% السندات لآجال طويلة. وتمت هذه الإصدارات بأسعار فائدة منخفضة بشكل طفيف مقارنة بشهر أكتوبر. وأخذا في الاعتبار مبلغ التسديدات البالغ 6,8 مليار درهم، وصل المبلغ الجاري لسندات الخزينة إلى 512,4 مليار في نهاية نونبر. أي بارتفاع بواقع 4,6% بالمقارنة مع نهاية دجنبر 2016.

رسم بياني 15.3: تطور المبلغ الجاري لسندات الخزينة



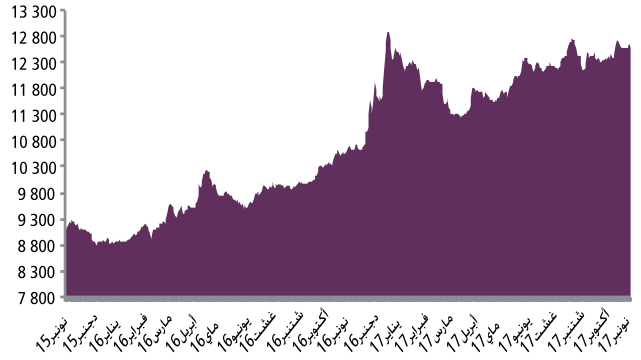
المصدر: بنك المغرب

2.2.3 الأصول المالية

1.2.2.3 الأسهم

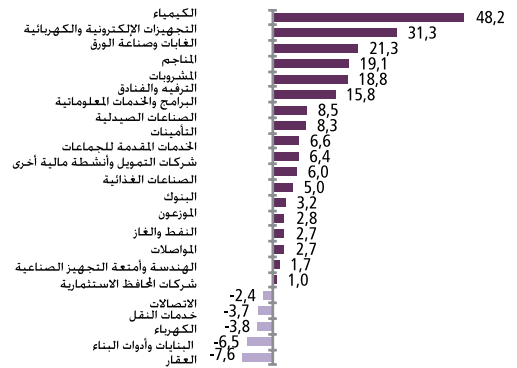
خلال الفصل الثالث من السنة، سجل مؤشر مازي ارتفاعا فصليا قدره 1% بعد نموه بواقع 5,6% في الفصل السابق. ليصل بذلك أداؤه منذ بداية السنة إلى 4,3%.

رسم بياني 13.3: التطور اليومي لمؤشر مازي



المصدر: بورصة الدار البيضاء

رسم بياني 14.3: تطور المؤشرات القطاعية في الفصل الثالث من سنة 2017 (%)



المصدر: بورصة الدار البيضاء

ويعزى هذا الأداء بالأساس إلى نمو مؤشرات قطاعات "البنوك" بنسبة 3,2% و"المعادن" بنسبة 19,1% و"الصناعات الفلاحية الغذائية" بواقع 5%. وفي المقابل، سجلت مؤشرات باقي القطاعات الرئيسية انخفاضات قدرها 2,4% بالنسبة لقطاع "الاتصالات"، و6,5% بالنسبة لقطاع "البناء ومواد البناء"، و7,6% بالنسبة لقطاع "العقار".

وبالنسبة لحجم المعاملات، فقد تراجع إلى 11,9 مليار درهم في الفصل الثالث مقابل 14,5 مليار في المتوسط في الفصلين الأولين، و18,2 مليار درهم في المتوسط الفصلي

3.2.2.3 سوق الدين الخاص

بلغت الإصدارات في سوق الدين الخاص حوالي 15 مليار درهم بعد 24,9 مليار في الفصل الثاني، وأجرت في حدود 98% في سوق سندات الدين القابلة للتداول.

وفي ما يتعلق بإصدارات المؤسسات غير المالية، فقد بلغت 1,3 مليار درهم بعد 5,4 مليار درهم في المتوسط خلال الفصلين الأولين من السنة. وأجرت هذه الإصدارات حصريا في سوق أوراق الخزينة.

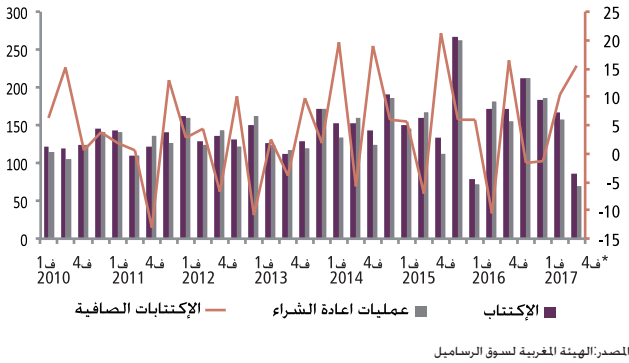
أما بالنسبة لإصدارات البنوك، فقد همت أساسا شهادات الإيداع لأجل قصير بمبلغ يناهز 10,6 مليار درهم مقابل ما متوسطه 8,2 مليار خلال الفصلين الأولين من السنة. أما شركات التمويل، فبلغت إصداراتها 1,3 مليار درهم.

وفي شهر نونبر 2017، بلغت إصدارات سندات الدين الخاص 2,7 مليار درهم، منها 2,4 مليار صادرة عن البنوك على شكل شهادات الإيداع. وأخذا في الاعتبار التسديدات، فقد وصل المبلغ الجاري لهذه السندات 173,6 مليار، أي بارتفاع قدره 8% مقارنة مع دجنبر 2016.

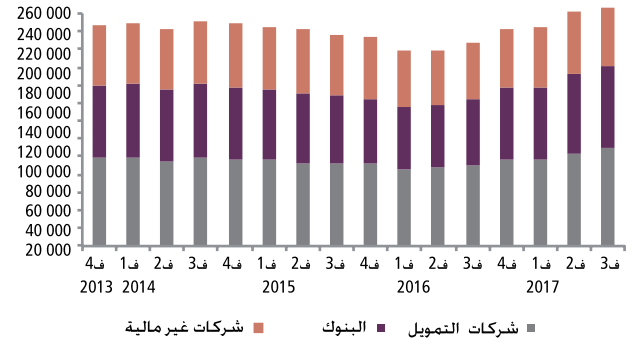
الجماعي في القيم المنقولة 392,2 مليار درهم في الفصل الثالث، أي بارتفاع قدره 5% مقارنة بالفصل الثاني. وقد هم هذا الارتفاع جميع فئات الأصول. وسجل صافي أصول مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة في الأسهم ارتفاعا بنسبة 13% مقابل 8,3% بالنسبة لصافي أصول مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة المختلفة، و8,9% بالنسبة لمؤسسات التوظيف الجماعي في السندات القصيرة الأجل، و3,5% للسندات المتوسطة والطويلة الأجل، و3,6% بالنسبة لصناديق مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة النقدية.

وتشير آخر البيانات المتوفرة، والمحصورة في 17 نونبر 2017، إلى اكتتابات صافية قدرها 15,5 مليار درهم وإلى أداء قدره 1,1% مقارنة بنهاية شتنبر، ليصل بذلك صافي أصول صناديق التوظيف الجماعي في القيم المنقولة إلى 410,4 مليار درهم، أي بارتفاع نسبته 4,6% بالمقارنة مع الفصل الثالث.

رسم بياني 17.3: تطور الاكتتابات وعمليات إعادة الشراء الخاصة بصناديق مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (بملايير الدراهم)



رسم بياني 16.3: تطور المبلغ الجاري لسندات الاقتراض حسب جهات الإصدار (بملايير الدراهم)



المصدر: ماروكبير وحسابات بنك المغرب

4.2.2.3 سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة²

خلال الفصل الثالث من سنة 2017، تراجعت الاكتتابات في سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة إلى 166,9 مليار درهم، فيما بلغت عمليات إعادة الشراء 156,5 مليار، مما يعني اكتتابات صافية قدرها 10,4 مليار. وأخذا في الاعتبار الارتفاع الفصلي لمؤشر الأداء بنسبة 1,3%، فقد بلغ صافي أصول صناديق مؤسسات التوظيف

2 معطيات حصرت في 17 نونبر 2017

4. توجهات السياسة المالية

باستثناء مداخيل الضريبة على الشركات والضريبة الداخلية للاستهلاك التي سجلت نسب إنجاز تفوق الوتيرة العادية. تراجعت العائدات الضريبية برسم الأشهر العشرة الأولى من سنة 2017 مقارنة مع قانون المالية. وبقيت المداخيل غير الضريبية في مستوى إنجاز ضعيف جدا. نتيجة بالأساس للتحصيل المحدود لمداخيل الاحتكار ولهيئات مجلس التعاون الخليجي، وبالنسبة للنفقات، بلغت وتيرة إنجاز الاستثمارات وفوائد الدين والدعم مستويات مرتفعة، بينما عرفت نفقات السلع والخدمات بعض التأخير مقارنة بالمستويات المبرمجة.

ومن سنة إلى أخرى، تسجل المالية العمومية تطورا إيجابيا، مع تحسن العجز بمبلغ 5,1 مليار إلى 30,4 مليار. وهذا التطور ناتج عن نمو العائدات بشكل أكبر من نمو النفقات، وعن تحسن الرصيد الإيجابي للحسابات الخاصة للخزينة بمبلغ 2,3 مليار ليصل إلى 6,3 مليار. وقد تحسنت المداخيل العادية، دون احتساب مداخيل الخوصصة، بنسبة 4,1%. تشمل نمو العائدات الضريبية وتقلص العائدات غير الضريبية. فقد ارتفعت الضرائب المباشرة بواقع 8%. نتيجة بالأساس لتحسن عائدات الضريبة على الشركات، فيما تزايدت الضرائب غير المباشرة، من جانبها، وإن بوتيرة أقل. وفي المقابل، تفاقمت النفقات الإجمالية بنسبة 2,2%. ارتباطا بالخصوص بنمو تكاليف المقاصة بنسبة 31,1%، والتحويلات لفائدة الجماعات الترابية بواقع 6,7%. بينما شهدت كتلة الأجور انخفاضا طفيفا.

وخلال الأشهر العشرة الأولى من سنة 2017، قلصت الخزينة مخزون نفقاتها قيد الإنجاز بمبلغ قدره 6 مليارات، مما رفع عجز الخزينة إلى 36,3 مليار، حيث تفاقم بواقع 1,5 مليار مقارنة بنفس الفترة من سنة 2016. وقد تمت تغطية هذه الحاجة إلى التمويل والتدفق الصافي الخارجي السلبي البالغ 1,2 مليار بواسطة موارد داخلية بمبلغ صاف قدره 37,6 مليار. وبذلك، يحتمل أن يكون المبلغ الجاري للدين العمومي المباشر قد ارتفع بنسبة 3,6% مقارنة بمستواه في نهاية دجنبر 2016. وبخصوص تكلفة التمويل في سوق سندات الخزينة، فقد عرف متوسط أسعار الفائدة المرجح ارتفاعا طفيفا في المتوسط.

1.4 المداخيل العادية

طرف مديرية نفقات المستخدمين بنسبة 7,3% إلى 6,9 مليار.

ومن جانبها، سجلت الضرائب غير المباشرة ارتفاعا بنسبة 5,9% إلى 89,3 مليار، ارتباطا بالخصوص بنمو عائدات الضريبة على القيمة المضافة بنسبة 6,7% إلى 66,8 مليار. كما تزايدت الضريبة على القيمة المضافة الداخلية بنسبة 7% إلى 24,2 مليار، اعتبارا لتسديد مبلغ 5,7 مليار مقابل 6,7 مليار في نهاية أكتوبر 2016. كما تحسنت عائدات الضريبة على القيمة المضافة المفروضة على الواردات بواقع 6,6% إلى 42,5 مليار، تعكس ارتفاع الضريبة على القيمة المضافة المفروضة على المنتجات الطاقية بنسبة 19,5% والضريبة على القيمة المضافة المفروضة على باقي المنتجات بنسبة 4,4%.

أبرز تنفيذ الميزانية خلال الأشهر العشرة الأولى من سنة 2017 تحسن المداخيل العادية دون احتساب مداخيل الخوصصة بنسبة 4,1%. لتصل إلى 202,3 مليار درهم. تشمل نمو العائدات الضريبية بنسبة 5,8% إلى 184,1 مليار وانخفاض العائدات غير الضريبية بنسبة 12,3% إلى 15,8 مليار. ويعكس التطور الإيجابي للناج الضريبي ارتفاع عائدات الضريبة على الشركات والضريبة على القيمة المضافة، وبدرجة أقل، نمو عائدات الضريبة الداخلية للاستهلاك والضريبة على الدخل.

وبالفعل، ارتفعت عائدات الضرائب المباشرة بنسبة 8% إلى 74,1 مليار، مما يعكس بالأساس نمو مداخيل الضريبة على الشركات بنسبة 13,7% إلى 39,6 مليار. كما حققت مداخيل الضريبة على الدخل مبلغ 32,7 مليار، أي بنمو بواقع 2,3%. لكن مع تراجع عائدات الضريبة على الدخل برسم الأرباح العقارية بنسبة 6,3% إلى 3,3 مليار، ومداخيل الضريبة على الدخل الخاصة بالأجور المؤداة من

جدول 1.4: تطور المدخلات العادية (بملايير الدراهم)

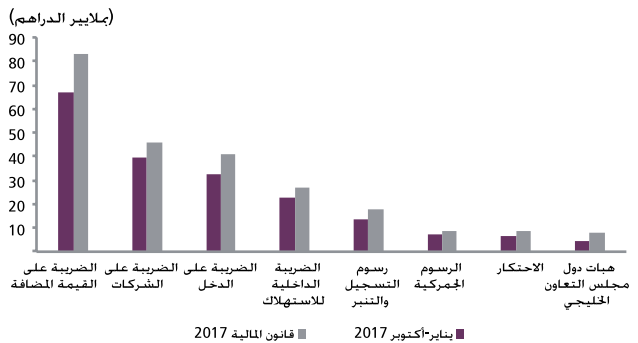
بنابر أكتوبر 2016	بنابر أكتوبر 2017	التغير بالنسبة للثوية	قانون المالية 2017	نسبة التنفيذ بالنسبة لقانون المالية (%)
194,4	202,3	4,1	251,4	80,5
174,1	184,1	5,8	225,8	81,5
68,6	74,1	8,0	89,4	82,9
34,8	39,6	13,7	45,6	86,9
32,0	32,7	2,3	40,9	80,0
84,3	89,3	5,9	109,4	81,6
62,6	66,8	6,7	82,8	80,6
21,8	22,6	3,6	26,6	84,8
7,6	7,2	-6,4	8,9	80,1
13,5	13,6	0,5	18,1	75,1
18,0	15,8	-12,3	22,3	70,9
7,2	6,8	-6,1	9,1	74,9
10,8	9,0	-16,4	13,2	68,1
3,3	4,6	40,3	8,0	57,4
2,3	2,4	3,4	3,3	73,0

* بما فيها 30% من عائدات الضريبة على القيمة المضافة التي يتم تحويلها إلى الجماعات الترابية.

المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية)، وإعادة معالجة الضريبة على القيمة المضافة من طرف بنك المغرب.

وحققت الضريبة الداخلية للاستهلاك، من جهتها، ما مجموعه 22,6 مليار أي بارتفاع قدره 3,6%. وارتفعت مداخيل الضريبة الداخلية للاستهلاك المفروضة على المنتجات الطاقية بنسبة 2,2% إلى 13 مليار. ومداخيل الضريبة الداخلية للاستهلاك المفروضة على التبغ بنسبة 4,9% إلى 8,2 مليار. وعلى العكس من ذلك، تراجعت عائدات الرسوم الجمركية بنسبة 6,4% إلى 7,2 مليار، فيما تحسنت واجبات التسجيل والتبوير بما قدره 0,5% إلى 13,6 مليار.

رسم بياني 1.4: إنجازات المدخلات العمومية الرئيسية بالنسبة لقانون المالية



المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية)، وإعادة معالجة الضريبة على القيمة المضافة، وحسابات بنك المغرب

وبلغت المدخلات غير الضريبية 15,8 مليار، أي بانخفاض قدره 12,3%. ويشمل هذا التطور ارتفاع هبات دول مجلس التعاون الخليجي بنسبة 40,3% إلى 4,6 مليار مقابل توقع بلغ 8 ملايير في قانون المالية. وتراجع المدخلات برسوم الاحتكار بنسبة 6,1% إلى 6,8 مليار. وتتأتى هذه الأخيرة أساسا من الوكالة الوطنية للمحافظة العقارية في حدود 1,5 مليار، واتصالات المغرب بمبلغ 1,4 مليار، والمكتب الشريف للفوسفاط بمبلغ 1,3 مليار، وبنك المغرب في حدود 488 مليون.

2.4 النفقات

بلغت النفقات الإجمالية في نهاية أكتوبر 2017، ما قدره 238,9 مليار. محققة نموا قدره 2,2% مقارنة مع نهاية أكتوبر 2016. ويعكس هذا التطور تزايد النفقات العادية بنسبة 2,5% إلى 191,1 مليار، ونفقات الاستثمار بنسبة 1% إلى 47,8 مليار. وارتفعت نفقات السلع والخدمات بواقع 0,1% لتبلغ 133,2 مليار. وتشمل تراجع نفقات المستخدمين بنسبة 0,5% إلى 87,3 مليار وارتفاع بنود باقي السلع والخدمات بواقع 1,4% إلى 46 مليار. وتشمل هذه الأخيرة التحويلات لفائدة الصندوق المغربي للتقاعد بمبلغ 10,5 مليار، أي دون تغيير مقارنة مع سنة 2016. وارتفاع التحويلات لفائدة مختلف المؤسسات العمومية بنسبة 3,2% إلى 15,9 مليار، وانخفاض التحويلات لفائدة الحسابات الخاصة للخزينة بنسبة 31,7% إلى 2,8 مليار.

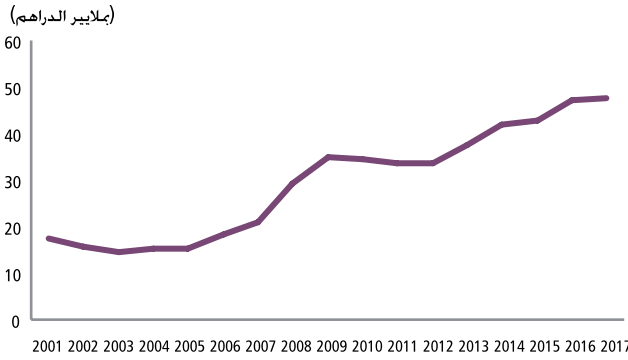
جدول 2.4 : تطور وتنفيذ النفقات العمومية (بملايير الدراهم)*

بنابر أكتوبر 2016	بنابر أكتوبر 2017	التغير بالنسبة للثوية	قانون المالية 2017	نسبة التنفيذ بالنسبة لقانون المالية (%)
233,8	238,9	2,2	290,4	82,3
186,5	191,1	2,5	234,8	81,4
133,1	133,2	0,1	167,8	79,4
87,7	87,3	-0,5	106,7	81,8
45,3	46,0	1,4	61,1	75,2
24,9	25,0	0,6	27,5	91,1
9,8	12,8	31,1	14,7	87,6
18,8	20,0	6,7	24,9	80,6
47,3	47,8	1,0	55,6	86,0

* بما فيها 30% من عائدات الضريبة على القيمة المضافة التي يتم تحويلها إلى الجماعات الترابية.

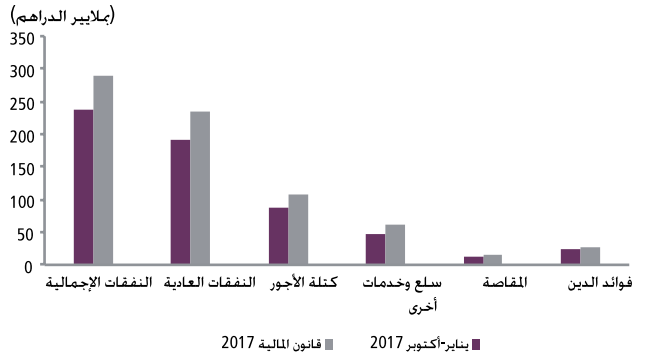
المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية)، وإعادة معالجة الضريبة على القيمة المضافة، وحسابات بنك المغرب

رسم بياني 4.4: نفقات الاستثمار المتراكمة من يناير إلى أكتوبر



المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية).

رسم بياني 2.4: تنفيذ النفقات مقارنة بقانون المالية



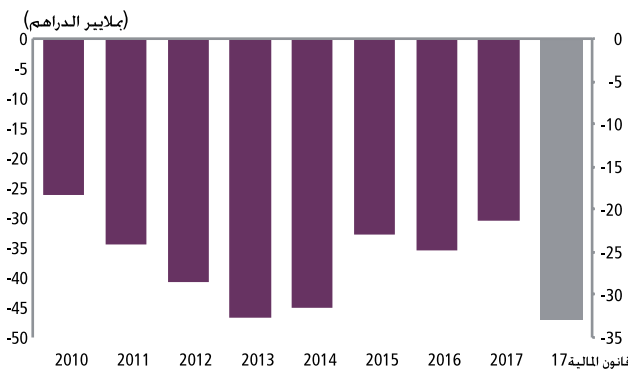
المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية)، وإعادة معالجة الضريبة على القيمة المضافة، وحسابات بنك المغرب.

وتزايدت نفقات الاستثمار بنسبة 1% لتبلغ 47,8 مليار أي بنسبة إنجاز قدرها 86% مقارنة مع قانون المالية. ويشمل هذا التطور ارتفاع نفقات الوزارات بنسبة 7,9% إلى 30,1 مليار، وانخفاض التكاليف المشتركة بواقع 5% إلى 17,1 مليار. ومن حيث الدينامية الشهرية، ارتفع التدفق المسجل في شهر أكتوبر بنسبة 58,8% مقارنة بالتدفق الخاص بأكتوبر 2016.

3.4 العجز وتمويل الخزينة

أخذا في الاعتبار تطور المداخيل، والنفقات ورصيد الحسابات الخاصة للخزينة الذي حقق نموا بنسبة 57,6% إلى 6,3 مليار، تحسن عجز الميزانية بمبلغ 5,1 مليار إلى 30,4 مليار في نهاية أكتوبر 2017. وقد قلصت الخزينة مخزون النفقات قيد الإنجاز بمبلغ 6 ملايين، مما رفع عجز الخزينة إلى 36,3 مليار، أي بتفاقم قدره 4,4% مقارنة مع نهاية أكتوبر 2016.

رسم بياني 5.4: رصيد الميزانية والتمويلات

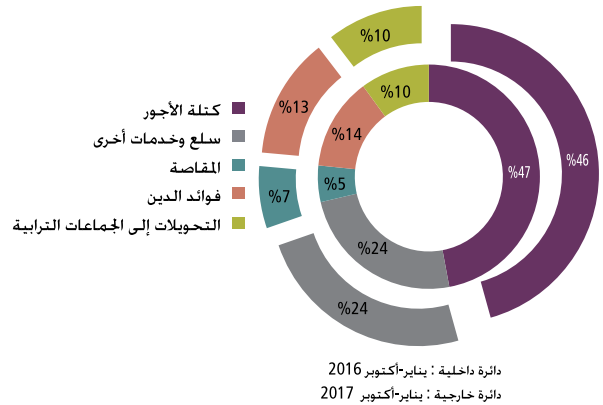


المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية).

وكان تدفق التمويل الصافي الخارجي سلبيا بمبلغ 1,2 مليار مقابل تدفق إيجابي قدره 2,4 مليار سنة 2016. وقد تمت

وبالإضافة إلى ذلك، شهدت تكاليف فوائد الدين، المنفذة في حدود 91,1%، ارتفاعا بواقع 0,6% إلى 25 مليار، نتيجة لتزايد فوائد الدين الداخلي بنسبة 0,8% إلى 21,9 مليار، بينما تراجعت فوائد الدين الخارجي بنسبة 0,4% إلى 3,1 مليار.

رسم بياني 3.4: بنية النفقات العادية



المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية، وإعادة معالجة الضريبة على القيمة المضافة، وحسابات بنك المغرب.

وفي ما يتعلق بتكاليف المقاصة، فقد تزايدت بنسبة 31,1% لتصل إلى 12,8 مليار. وحسب المعطيات الخاصة بصندوق المقاصة، يعزى هذا الارتفاع في معظمه إلى القفزة التي سجلها دعم غاز البوتان بنسبة 49,9% إلى 8,1 مليار، فضلا عن ارتفاع كميات الغاز المستهلكة بنسبة 2,8%. يعود سبب هذا الارتفاع إلى تزايد أسعار الغاز في الأسواق العالمية، بحيث انتقل من 303,9 دولار للطن في المتوسط خلال الأشهر العشرة الأولى من سنة 2016 إلى 416,8 دولار للطن في المتوسط خلال نفس الفترة من سنة 2017، أي بنمو قدره 37,2%.

وفي ما يتعلق بظروف تمويل الخزينة في سوق السندات. فقد ظلت مواتية إجمالاً، إذ لم يرتفع متوسط سعر الفائدة المرجح المطبق على السندات الصادرة من شهر يناير إلى غاية شهر أكتوبر 2017 سوى بمقدار 7 نقط أساس ليبلغ 3,06%. وهمت أقوى الارتفاعات أسعار الفائدة المطبقة على السندات لأجل 15 سنة بمقدار 30 نقطة أساس. تليها أسعار الفائدة المطبقة على السندات لأجل 5 سنوات ولأجل 10 سنوات بمقدار 13 نقطة أساس و12 نقطة أساس على التوالي. وفي المقابل. تراجعت أسعار الفائدة المطبقة على سندات الخزينة لأجل 30 سنة بمقدار 16 نقطة أساس.

جدول 4.4: آفاق مديونية الخزينة (بمليار الدرهم)

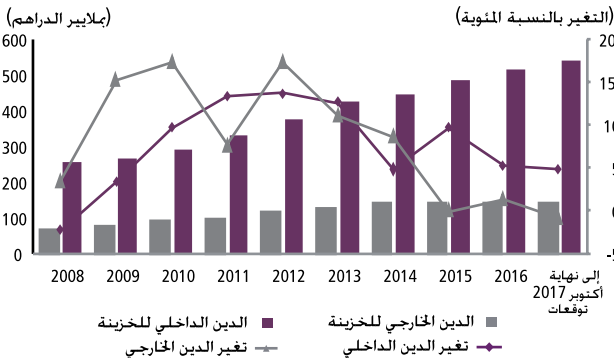
إلى أواخر أكتوبر 2017 توقعات*	2016	2015	2014	2013	2012	
141,6	142,8	140,8	141,1	129,8	116,9	الدين الخارجي للخزينة
-0,9	1,4	-0,2	8,7	11,1	17,4	التغير بالنسبة المئوية
539,5	514,6	488,4	445,5	424,5	376,8	الدين الداخلي للخزينة
4,8	5,4	9,6	5,0	12,6	13,7	التغير بالنسبة المئوية
681,0	657,4	629,2	586,6	554,3	493,7	المبلغ الجاري للدين المباشر
3,6	4,5	7,3	5,8	12,3	14,6	التغير بالنسبة المئوية

المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية).

* بالنسبة للدين إلى أواخر أكتوبر 2017. تستند التقديرات إلى تدفقات التمويل الداخلي والخارجية.

وعلى مستوى الدين العمومي المباشر. يرجح أن يكون مبلغه الجاري قد ارتفع بنسبة 3,6% شهرياً قبل انتهاء السنة المالية 2017 بالمقارنة مع متم دجنبر 2016. ويشمل هذا التطور ارتفاع مكونه الداخلي بنسبة 4,8% وتراجع مكونه الخارجي بواقع 0,9%.

رسم بياني 7.4: مديونية الخزينة



المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية). وتقديرات وحسابات بنك المغرب.

تغطية هذا التدفق الخارجي وكذلك الحاجة إلى التمويل بواسطة موارد داخلية بمبلغ صاف قدره 37,6 مليار. أي بارتفاع بمبلغ 5,8 مليار مقارنة بنفس الفترة من سنة 2016. وبالإضافة إلى اللجوء إلى الاقتراض الداخلي في حدود 24,9 مليار مقابل 16,2 مليار في نهاية أكتوبر 2016. استفادت الخزينة من موارد ذاتية بمبلغ 12,7 مليار. عوض 15,6 مليار في السنة السابقة.

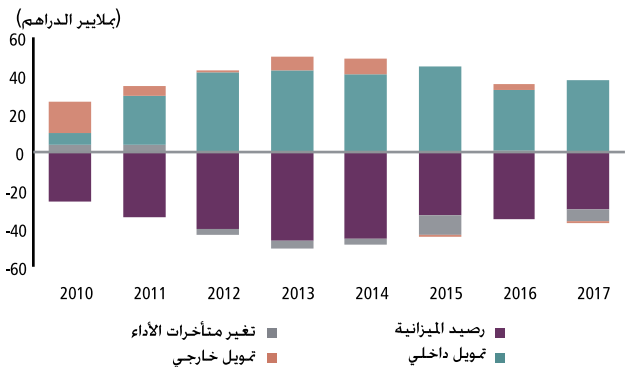
جدول 3.4: تمويل العجز (بمليار الدرهم)

يناير أكتوبر 2016	يناير أكتوبر 2017	قانون المالية 2017	الفارق المطلق لقانون المالية/يناير-أكتوبر 2017	
7,9	11,2	16,6	5,4	الرصيد عادي
4,0	6,3	6,0	-0,3	رصيد رسوم التسجيل والتنبر
-10,6	-5,3	-5,5	-0,2	الرصيد الأولي
-35,4	-30,4	-33,0	-2,6	رصيد الميزانية
0,6	-6,0	0,0	0,0	تغير متأخرات الأداء
-34,8	-36,3	-33,0	3,4	الحاجة إلى التمويل
31,8	37,6	20,5	-17,1	التمويل الداخلي
2,4	-1,2	12,5	13,7	التمويل الخارجي
0,6	0,0	0,0	0,0	الخصوصية

المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية). وحسابات بنك المغرب

وهم اللجوء إلى سوق الأذونات بالمزايدة مبلغاً صافياً قدره 26,3 مليار. مقابل 12,2 مليار في السنة السابقة. وأجرت الاكتتابات الصافية بواسطة سندات لأجل 5 سنوات ولأجل 52 أسبوعاً. في حدود 10,6 مليار لكلا الأجلين. وسندات لأجل 10 سنوات بمبلغ 6,9 مليار. وسندات لأجل 15 سنة بمبلغ 3,1 مليار. وبموازاة ذلك. همت التسديدات الصافية للسندات لأجل 26 أسبوعاً بمبلغ 5,9 مليار. والسندات لأجل سنتين بمبلغ 1,5 مليار.

رسم بياني 6.4: رصيد الميزانية المتراكمة من يناير إلى أكتوبر



المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية).

5. الطلب والعرض وسوق الشغل

تشير أحدث المعطيات المتعلقة بالحسابات الوطنية إلى تسارع النمو الوطني إلى 4,2% في الفصل الثاني، مقابل 1% خلال نفس الفترة من السنة الماضية. مع مساهمة إيجابية بمقدار 3,3 نقطة مئوية بالنسبة للطلب الداخلي، و0,9 نقطة مئوية بالنسبة للصادرات الصافية. وحسب آخر المعطيات المتوفرة خلال السنة، من المرجح أن يكون النمو قد تسارع إلى 4,1% في الفصل الثاني بعد 1,2% في السنة السابقة. مع ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 13,5% بعد انخفاضها بواقع 13,7%. وتحسن الناتج الداخلي الإجمالي غير الفلاحي بمقدار 3% مقابل 3,1%.

وفي سوق الشغل، شهد الاقتصاد الوطني ما بين الفصل الثالث من سنة 2016 والفصل الثالث من سنة 2017 خلق 89 ألف منصب شغل، 47 ألفا منها في القطاع الفلاحي. وأخذ في الاعتبار عدد الوافدين الجدد الباحثين عن العمل والبالغ 131 ألف شخص. سجلت نسبة البطالة ارتفاعا طفيفا، إذ انتقلت من 10,4% إلى 10,6% على الصعيد الوطني. ومن 14,5% إلى 14,9% في الوسط الحضري. وبخصوص تكاليف الشغل، تشير المعطيات الخاصة بالفصل الثالث إلى ارتفاع مؤشر الأجور في القطاع الخاص، على أساس سنوي، بنسبة 3,2% مقابل 1,6% سنة من قبل. وبواقع 3% بعد انخفاضه بنسبة 0,3% بالقيمة الحقيقية.

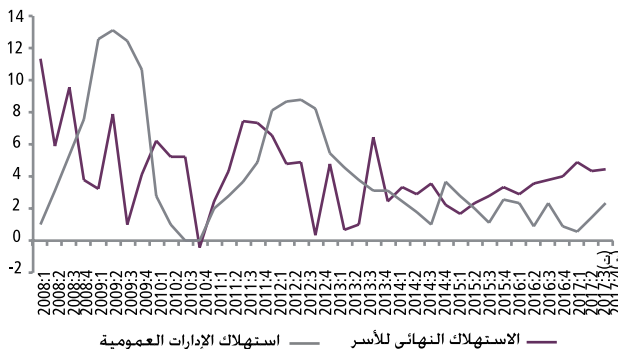
وفي ظل هذه الظروف، يرتقب أن يواصل الناتج الداخلي الإجمالي تطوره في مستوى قريب من إمكاناته خلال النصف الثاني من سنة 2017.

1.5 الطلب الداخلي

1.1.5 الاستهلاك

وبخصوص الاستهلاك النهائي للإدارات العمومية، فقد عرف تباطؤا من 2,4% إلى 0,6%. وبذلك انتقلت مساهمته في النمو من 0,5 نقطة مئوية إلى 0,1 نقطة مئوية. وفي النصف الثاني من السنة، يتوقع أن يشهد تطوره نموا بواقع 1,9%. ويرجح أن تكون تفقات التسيير قد ارتفعت بنسبة 4,7% ارتباطا بتزايد كل من نفقات المستخدمين والنفقات برسم باقي السلع والخدمات. ويرجح أن تظل مساهمة استهلاك الإدارات العمومية في النمو إيجابية.

الرسم بياني 1.5: تطور نفقات الاستهلاك النهائي الوطني (بالنسبة المئوية)



المصدر: اللدوية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب

خلال الفصل الثاني من سنة 2017، ارتفع الاستهلاك النهائي للأسر بنسبة 4,9% عوض 2,9% في نفس الفترة من السنة السابقة. مما رفع مساهمته في النمو إلى 2,8 نقطة مئوية بدلا من 1,6 نقطة.

وبناء على المؤشرات المتوفرة، يرتقب أن يستمر هذا التسارع خلال النصف الثاني من السنة مع تحقيق نمو قدره 4,4% عوض 3,6% سنة من قبل. ويرجح أن يكون هذا التسارع مدعوما بتحسين المداخيل الفلاحية وأوضاع سوق الشغل الذي شهد خلال الفصل الثالث إحداثا صافيا لما عدده 89 ألف منصب شغل بدل فقدان 73 ألف منصب في السنة السابقة.

وتعتبر هذه التطورات منسجمة مع نتائج استقصاء الظرفية لدى الأسر الذي أجزته اللدوية السامية للتخطيط، والتي تظهر تحسن مؤشر ثقة الأسر بواقع 85,5 نقطة مقابل 73,8 نقطة خلال الفصل ذاته من السنة الماضية.

غير أن وتيرة نمو قروض الاستهلاك ظلت معتدلة، حيث بلغت مع نهاية شتنبر 4,5% عوض 5,4% في السنة السابقة.

2.1.5 الاستثمار

فقد الاستثمار حيويته حيث تباطأت وتيرة نموه من 8,5% إلى 0,9% في الفصل الثاني من سنة 2017. وبذلك، تباطأت مساهمته في النمو من 2,7 نقطة مئوية إلى 0,3 نقطة.

وتظهر آخر المعطيات المتاحة تباطؤًا قويًا لواردات سلع التجهيز وأداء ضعيفا لقطاع البناء. وبالموازاة مع ذلك، انخفضت معاملات الأصول العقارية بنسبة 18,7%. أما الأسعار، فارتفعت بواقع 4,7% تشمل تزايد أسعار الأراضي بنسبة 5,9% وأسعار الأملاك المخصصة للاستعمال التجاري بنسبة 5,1% وأسعار الأملاك السكنية بمقدار 4%.

غير أن الوضعية النقدية بنهاية شتنبر تظهر نمو قروض التجهيز بنسبة 12,3% والقروض الممنوحة للمنعشين العقاريين بنسبة 1,1%. ومن جانب آخر، تشير النتائج الفصلية لاستقصاء الظرفية الذي ينجزه بنك المغرب والخاص بالفصل الثالث، إلى أن ثلثي أرباب الصناعات يعتبرون مناخ الأعمال طبيعيًا. وأن نفقات الاستثمار تشهد حالة ركود برأي نصف أرباب الصناعات.

وأخذًا في الاعتبار هذه التطورات، يرتقب أن يتواصل تباطؤ الاستثمار خلال النصف الثاني من السنة مع تسجيل تراجع متوقع قدره 1%.

2.5 الطلب الخارجي

خلال الفصل الثاني من سنة 2017، ساهمت الصادرات الصافية للسلع والخدمات في النمو في حدود 0,9 نقطة مئوية. عوض مساهمة سلبية قدرها 3,8 نقطة في السنة السابقة. وسجلت صادرات السلع والخدمات ارتفاعًا بواقع 6% مقابل 4,5%. بينما عرفت وتيرة نمو الواردات تباطؤًا من 12,6% إلى 2,7%.

وفي النصف الثاني من السنة، من المرجح أن تتسارع الصادرات، بفضل الأداء الجيد لمبيعات الفوسفات ومشتقاته، والمنتجات الفلاحية ومنتجات الصناعات الغذائية، وانتعاش النشاط الاقتصادي لدى الشركاء الرئيسيين. وبالنسبة للواردات، يتوقع أن تتباطأ ارتباطًا بتراجع الواردات غير الطاقية والمنتجات الغذائية، وبالتباطؤ القوي لمقتنيات سلع التجهيز.

وفي هذا السياق، وبعد تحقيق نمو قدره 4,2% في الفصل الثاني من سنة 2017، من المتوقع أن يبلغ نمو الناتج الداخلي الإجمالي حوالي 4,1% في النصف الثاني من السنة الجارية.

3.5 العرض

في النصف الثاني من السنة، من المرجح أن يكون النمو قد بلغ حوالي 4,1% مقابل 1,2% خلال نفس الفترة من السنة السابقة، مع تزايد القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 13,5% بعد تراجعها بواقع 13,7%. بفضل محصول الحبوب الجيد والبالغ 95,6 مليون قنطار.

كما يرحب أن تكون وتيرة الأنشطة غير الفلاحية تسارعت من 2,4% إلى 2,9%. فيما قد يكون الناتج الداخلي الإجمالي غير الفلاحي بلغ 3% مقابل 3,1%.

الرسم بياني 2.5: الناتج الداخلي الإجمالي حسب المكونات (أسعار متسلسلة، التغير بالنسبة المئوية)



المصدر: التدوينة السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب.

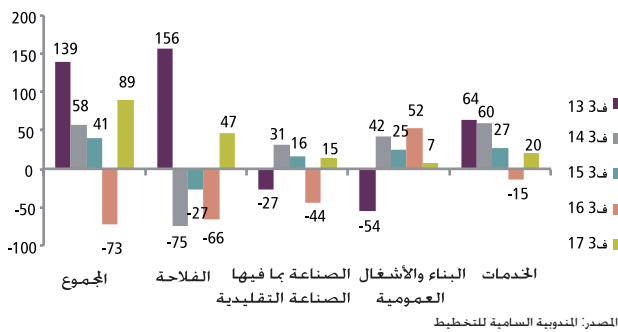
وعلى مستوى القطاع الثانوي، من المرتقب أن يكون النشاط قد واصل تحسنه في قطاع المعادن، مع نمو قدره 17,9% في النصف الثاني من السنة، مقابل 1% في السنة السابقة، مما يعكس التحسن المستمر للطلب الخارجي على الفوسفات ومشتقاته. كما يرحب أن يكون النشاط قد تزايد في الصناعات التحويلية بنسبة 2,1% بعد 1,2%. ومن جانبها، يرحب أن القيمة المضافة لقطاع الكهرباء والماء قد تباطأت من 4,8% إلى 2%. ارتباطًا بتباطؤ إنتاج الكهرباء.

وعلى العكس من ذلك، يرحب أن يكون قطاع البناء والأشغال العمومية قد واصل تطوره في مستوى ضعيف، مع نمو قدره 0,3% مقابل 1,2%. بالرغم من التحسن النسبي لمبيعات الإسمنت والمبلغ الجاري للقروض الممنوحة لهذا القطاع خلال الفصل الثالث.

89 ألف منصب شغل، منها 60 ألف منصب في المناطق القروية. وبذلك ارتفع عدد السكان النشيطين المشتغلين بنسبة 0,9%. بينما تراجعت نسبة التشغيل بمقدار 0,3 نقطة إلى 40,7% مع تراجع قدره 0,8 نقطة إلى 35,3% في الوسط الحضري، ونمو قدره 0,4 نقطة إلى 50% في المناطق القروية.

وحسب قطاعات النشاط، يعكس تحسن التشغيل بالأساس إحداث 47 ألف منصب شغل في قطاع الفلاحة، لاسيما بفضل محصول الحبوب الجيد. أما في القطاع غير الفلاحي، فتم إحداث 42 ألف منصب شغل، منها 20 ألف منصب في قطاع الخدمات و15 ألف منصب في قطاع الصناعة بما فيها الصناعة التقليدية، و7 آلاف منصب في قطاع البناء والأشغال العمومية.

رسم بياني 4.5: تطور عدد مناصب الشغل المحدثة حسب القطاعات (بالآلاف)



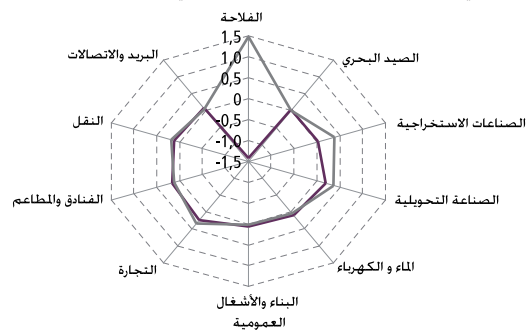
2.4.5 البطالة والتشغيل الناقص

في ظل هذه الظروف، تزايد عدد السكان النشيطين العاطلين عن العمل بنسبة 3,5% إلى 1,24 مليون شخص. وأخذ في الاعتبار تطور الساكنة النشيطة، انتقلت نسبة البطالة من 10,4% إلى 10,6% على الصعيد الوطني، مع ارتفاعها من 14,5% إلى 14,9% في الوسط الحضري، واستقرارها في 4,6% في الوسط القروي. وبالنسبة لفئة الشباب المتراوحة أعمارهم بين 15 و 24 سنة، بشكل خاص، ارتفع معدل البطالة في أوساطهم إلى 29,3% على المستوى الوطني، وإلى 45,2% في المدن.

وترافق ارتفاع نسبة البطالة بتزايد جديد للتشغيل الناقص، إذ ارتفعت نسبته من 9,7% إلى 9,9% على الصعيد الوطني، ومن 8,2% إلى 8,3% في الوسط الحضري ومن 11,5% إلى 11,8% في المناطق القروية².

2 يقصد بالساكنة التي توجد في وضعية التشغيل الناقص الأشخاص الذين سبق لهم العمل (1) خلال الأسبوع المرجعي أقل من 48 ساعة لكنهم مستعدون للعمل لساعات تكفي ومنتظرون ذلك، أو (2) أكثر من السقف المحدد ويبحثون عن عمل آخر أو مستعدون لتغيير العمل لأنه لا يتلاءم مع تكوينهم أو مؤهلاتهم أو لتضعف مستوى الأجر المقترح.

رسم بياني 3.5: مساهمات فروع النشاط في النمو (بالنقط المئوية)



المصدر: التنبؤية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب. — النصف الثاني من 2016 — النصف الثاني من 2017

وفي ما يتعلق بأنشطة القطاع الثالث، يرجح أن نموها قد تسارع إلى 4,3% بالنسبة لقطاع التجارة، وإلى 4,6% بالنسبة لخدمات النقل، بينما قد يكون تباطؤا إلى 5,5% بالنسبة لقطاع "الفنادق والمطاعم" وإلى 2,4% بالنسبة لقطاع "البريد والاتصالات".

وبالنسبة لمجموع سنة 2017، من المرتقب أن يتسارع نمو الناتج الداخلي الإجمالي بشكل ملموس إلى 4,1% بعد 1,2% سنة 2016، مدفوعا أساسا بتزايد القيمة المضافة الفلاحية بواقع 14,7% وبالتسارع الطفيف للأنشطة غير الفلاحية من 2,2% إلى 2,7%. وأخذا في الاعتبار التباطؤ الواضح للضرائب الصافية من الدعم، يرجح أن يتباطأ الناتج الداخلي الإجمالي غير الفلاحي من 3,1% إلى 2,7%.

4.5 سوق الشغل والطاقات الإنتاجية¹

1.4.5 النشاط والشغل

خلال الفصل الثالث من سنة 2017، ارتفع عدد السكان النشيطين البالغين من العمر 15 سنة فما فوق بنسبة 1,1% ليلبغ 11,64 مليون شخص. وقد هم هذا التطور كلا من الوسط الحضري والقروي، بتسجيل ارتفاعات قدرها 1,3% و1% على التوالي. واعتبارا لتزايد عدد الأشخاص الذين هم في سن النشاط بنسبة 1,7%، تراجعت نسبة النشاط بمقدار 0,3 نقطة إلى 45,5% على الصعيد الوطني. فقد انخفض بواقع 0,7 نقطة إلى 41,5% في المدن، بينما ارتفع بما قدره 0,4 نقطة إلى 52,4% في المناطق القروية.

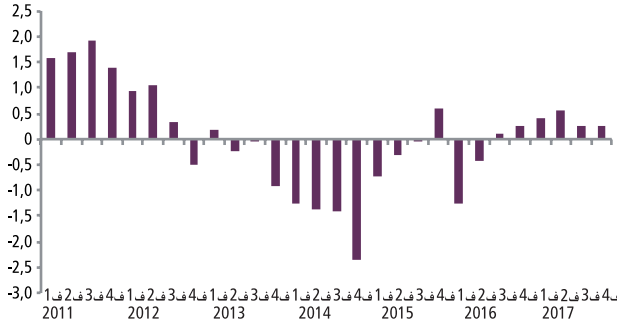
وبالموازاة مع ذلك، وبعد فقدانه لما عدده 73 ألف منصب شغل في السنة الماضية، سجل الاقتصاد الوطني إحداث

1 أجدد الإشارة إلى أن الأرقام الخاصة بالفصل الأول لسنة 2016 تم تعديلها من طرف التنبؤية السامية للتخطيط على أساس التوقعات الجديدة للسكان المبنية على بيانات إحصاء السكان لسنة 2014.

3.4.5 الإنتاجية والأجور

وإجمالاً، يرتقب أن يبقى الناتج الداخلي الإجمالي في مستوى قريب من إمكاناته خلال النصف الثاني من سنة 2017، حسب توقعات بنك المغرب.

رسم بياني 7.5: فجوة الناتج الإجمالي (بالنسبة المئوية)



المصدر: تقديرات بنك المغرب على أساس معطيات التدبيرة السامية للتخطيط.

جدول 1.5: تطور المؤشرات الرئيسية لسوق الشغل

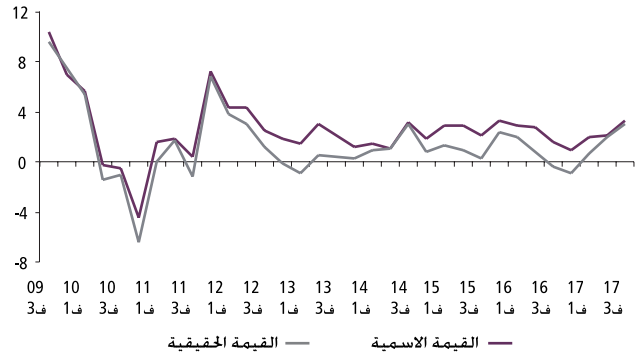
	ف 2016-3	ف 2017-3
معدل النشاط (بالنسبة المئوية)	45,8	45,5
الوسط الحضري	42,2	41,5
الوسط القروي	52,0	52,4
نسبة البطالة (بالنسبة المئوية)	10,4	10,6
الشباب البالغون ما بين 15 و 42 سنة	28,9	29,3
الوسط الحضري	14,5	14,9
الشباب البالغون ما بين 15 و 42 سنة	44,5	45,2
الوسط القروي	4,6	4,6
مناصب الشغل المجددة (بالآلاف)	-73	89
الوسط الحضري	-3	29
الوسط القروي	-70	60
القطاعات		
الفلاحة	-66	47
الصناعة بما فيها الصناعة التقليدية	-44	15
البناء والأشغال العمومية	52	7
الخدمات	-15	20
الإنتاجية الظاهرة للعمل غير الفلاحي (التغير بالنسبة المئوية)	2,4	2,1
مؤشر متوسط الأجور الاسمي	1,6	3,2
(التغير بالنسبة المئوية) الحقيقي	-0,3	3,0

المصدر: التدبيرة السامية للتخطيط، الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي وحسابات بنك المغرب.

تباطأت الإنتاجية الظاهرة للعمل في الأنشطة غير الفلاحية بشكل طفيف، إذ سجلت انخفاضا من 2,4% إلى 2,1%. ويعكس هذا التطور نمو القيمة المضافة غير الفلاحية بنسبة 2,8% مقابل 2,3%. وتزايد التشغيل غير الفلاحي بواقع 0,7% بعد تقلصه بنسبة 0,1%.

ومن جانبه، ارتفع متوسط الأجور، الذي يحتسب على أساس بيانات الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي، خلال الفصل الثالث بنسبة 3,2% بالقيمة الاسمية، وبنسبة 3% بالقيمة الحقيقية.

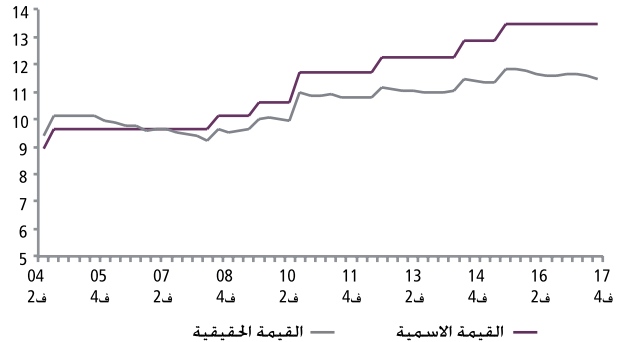
رسم بياني 5.5: مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص (التغير على أساس سنوي بالنسبة المئوية)



المصدر: الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي وحسابات بنك المغرب.

وبخصوص الحد الأدنى للأجور، فقد ظل مستقرا خلال الفصل الثالث في 13,46 درهم للساعة بالقيمة الاسمية. وأخذا في الاعتبار ارتفاع مؤشر أسعار الاستهلاك بنسبة 0,2%. فقد سجل الحد الأدنى للأجور بالقيمة الحقيقية، انخفاضا بمقدار 0,2% على أساس سنوي، ويرتقب أن ينخفض بنسبة 1,2% في الفصل الرابع.

رسم بياني 6.5: القيمة الاسمية والحقيقية للحد الأدنى للأجور بالساعة (درهم/ساعة)



المصدر: وزارة التشغيل والتكوين المهني وحسابات بنك المغرب.

6. تطور التضخم في الفترة الأخيرة

بعد أن بلغ مستوى ضعيفا قدره 0,2% خلال الفصل الثالث. ارتفع التضخم، الذي يقاس بتغير مؤشر أسعار الاستهلاك، إلى 0,6% في أكتوبر. منهايا بذلك المنحى التنازلي الذي بدأه منذ الفصل الأخير من سنة 2016. ويعزى هذا التسارع إلى تراجع تأثير تقلص أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان، وبدرجة أقل، إلى ارتفاع أسعار المحروقات وزيوت التشحيم. ارتباطا بارتفاع الأسعار العالمية للمنتجات النفطية، ومن جهة أخرى، تغيرت أسعار المنتجات المقننة بنفس الوتيرة المسجلة خلال الفصل الثالث، أي 1%. مما يعكس استمرار تأثير الارتفاعات السابقة لأسعار «الكهرباء» و«التبغ». أما التضخم الأساسي، فقد ارتفع بشكل طفيف، حيث انتقل من 1,2% إلى 1,3%.

وفي الفصل الرابع، من المرجح أن يرتفع التضخم بشكل ملموس إلى 1,2%. ويتوقع أن يعكس ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان، بعد ثلاثة فصول من الانخفاض، وارتفاع أسعار المحروقات وزيوت التشحيم. كما يرتقب أن تظل وتيرة نمو أسعار المنتجات المقننة، وكذلك التضخم الأساسي، دون تغيير مقارنة بالفصل السابق.

1.6 تطور التضخم

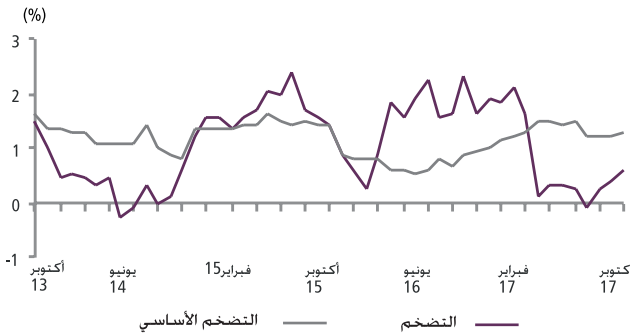
بدأ المنحى التنازلي للتضخم، الذي سجل منذ الفصل الأخير من سنة 2016، في الانعكاس. فبعد أن سجل مستوى ضعيفا قدره 0,2% في الفصل الثالث من سنة 2017، بلغ التضخم 0,6% في أكتوبر. ويعزى هذا التطور إلى تراجع حدة انخفاض أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان، وبدرجة أقل، إلى تسارع التضخم الأساسي ووتيرة نمو أسعار المحروقات وزيوت التشحيم. أما أسعار المنتجات المقننة، فقد ارتفعت، من جانبها، في شهر أكتوبر بنفس الوتيرة المسجلة في الفصل السابق.

فقد تراجعت أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان بنسبة 3,8% في أكتوبر بعد 6,3% في الفصل السابق، ارتباطا بالأساس بتراجع حدة انخفاض أسعار "الدواجن والأرانب" وتزايد أسعار "الخضر الطرية". وبموازاة ذلك، تزايدت أسعار المحروقات وزيوت التشحيم بنسبة 5,5% عوض 4,2%. بفعل ارتفاع الأسعار العالمية للمنتجات النفطية.

ومن جانبها، واصلت أسعار المنتجات المقننة نموها بنفس الوتيرة البالغة 1%. بفعل تأثير الارتفاعات السابقة لأسعار "الكهرباء" و"التبغ".

ومن جهة أخرى، انتقل التضخم الأساسي من 1,2% في الفصل الثالث إلى 1,3% في أكتوبر. مما يعكس تراجع حدة انخفاض أسعار بند شراء "السيارات" بواقع 0,7% عوض 1,4%. وتسارع وتيرة نمو أسعار "الأكريية المؤداة فعلا من طرف المكترين" من 1,7% إلى 1,8%.

رسم بياني 1.6: التضخم والتضخم الأساسي (على أساس سنوي)



المصدر: النجوية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

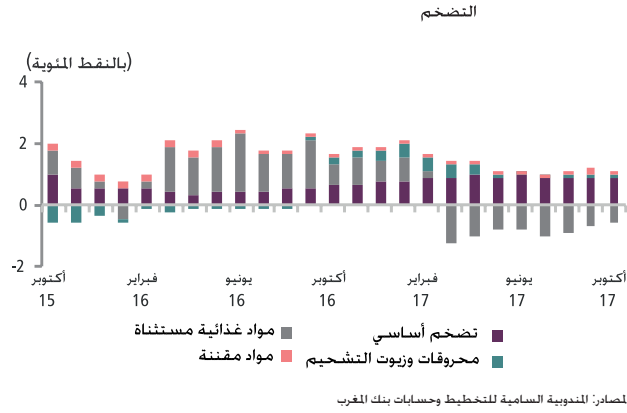
جدول 1.6: تطور التضخم ومكوناته

بالنسبة المئوية	على أساس شهري (%)			على أساس سنوي (%)		
	أكتوبر	سبتمبر	أغسطس	أكتوبر	سبتمبر	أغسطس
التضخم	0,3	0,8	-0,1	0,3	0,4	0,6
المنتجات الغذائية المتقلبة الأسعار	2,0	4,3	-1,5	-6,2	-5,1	-3,8
المحروقات وزيوت التشحيم	2,3	2,1	0,9	6,6	5,8	5,5
المواد المقننة	0,1	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0
التضخم الأساسي	-0,2	-0,1	0,2	1,2	1,2	1,3
المنتجات الغذائية	-0,2	0,3	0,2	1,3	1,5	1,5
الألبسة والأحذية	-0,1	0,2	0,3	1,5	1,6	1,6
السكن والماء والغاز والكهرباء ومحروقات أخرى ¹	0,2	0,1	0,3	1,2	1,2	1,5
الأثاث والأدوات المنزلية والصيانة العادية للمنزل	0,1	0,0	0,0	0,6	0,5	0,5
الصحة ¹	-0,2	0,0	0,4	2,3	2,3	2,7
التقل ²	0,1	0,1	0,2	-0,3	-0,2	0,1
المواصلات	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0
الترفيه والثقافة	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
التعليم	0,0	2,0	0,0	2,9	2,3	2,1
مطاعم وفنادق	0,5	0,4	-0,1	3,1	3,3	3,2
مواد وخدمات أخرى	0,1	0,3	-0,1	0,8	1,0	0,9

- باستثناء المنتجات المقننة
- باستثناء المحروقات وزيوت التشحيم و المواد المقننة
المصادر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

وبلغت مساهمة أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان في التضخم مستوى سلبيا في حدود 0,5 نقطة مئوية بدلا من 0,9 نقطة مئوية في المتوسط خلال الفصل الثالث من سنة 2017.

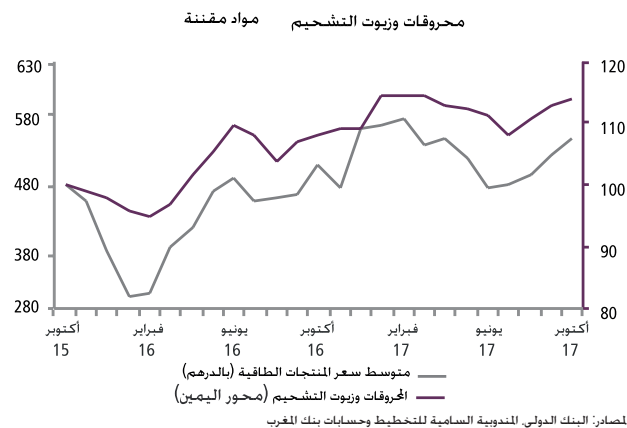
الرسم بياني 2.6: مساهمات أسعار المكونات الرئيسية في التضخم (على أساس سنوي)



ومن جانب آخر، ارتفعت أسعار المحروقات وزيوت التشحيم بنسبة 5,5% في أكتوبر بعد 4,2% في المتوسط خلال الفصل الثالث. في سياق يتسم بارتفاع متوسط سعر المنتجات النفطية بنسبة 11,4% وبشبه استقرار سعر صرف الدرهم مقابل الدولار.

أما أسعار المنتجات المقننة، فقد سجلت نموا بنسبة 1% في أكتوبر. أي بنفس الوتيرة المسجلة في الفصل الثالث. مدفوعة باستمرار تأثير ارتفاع أسعار "الكهرباء" بنسبة 2,7% في يناير 2017 وارتفاع أسعار "التبغ" بواقع 2% في يوليوز الماضي.

رسم بياني 3.6: تطور الأسعار الدولية للبرنت ومؤشر أسعار المحروقات وزيوت التشحيم



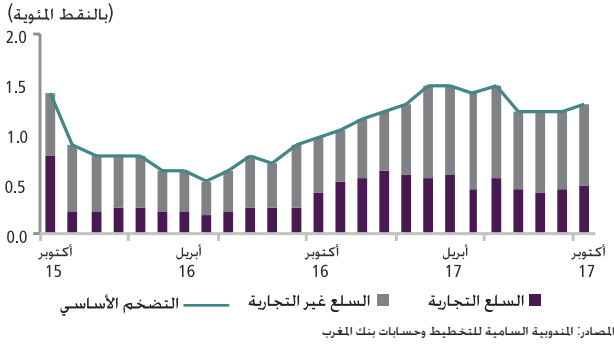
1.1.6 أسعار المنتجات المستثناة من التضخم الأساسي

خلال شهر أكتوبر، تواصل التراجع التدريجي لحدة انخفاض أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان خلال الفصل الثالث، وإن بوتيرة أسرع. فقد انتقلت نسبة تراجع هذه الأسعار من 7,5% في يوليوز إلى 6,2% في غشت وإلى 5,1% في شتنبر. قبل أن يعود إلى 3,8% في أكتوبر. ويعزى هذا التطور، من جهة، إلى تلاشي تأثير سنة الأساس المرتبط بالمستوى المرتفع خلال السنة السابقة لأسعار بعض هذه المنتجات، خاصة "الدواجن والأرناب" و"البيض" التي تراجعت بنسبة 1,1% و 10,9% عوض 9,1% و 14,5% على التوالي. كما يرجع سبب هذا التطور أيضا إلى ارتفاع أسعار منتجات أخرى، ولاسيما "الخضر الطرية" و"الأسماك الطرية". وبالفعل فقد تزايدت أسعار هذه المنتجات في شهر أكتوبر بواقع 4,6% و 1,8% مقابل 2,3% و 2,9%- على التوالي خلال الفصل الثالث.

2.1.6 التضخم الأساسي

ارتفاع «الأكبرية المؤداة فعلا من طرف المكترين» بنسبة 1,8% بعد 1,7%. وأسعار «اللحوم الطرية» بواقع 1,7% بعد 1,6%. وبذلك، بلغت مساهمتها في التضخم الأساسي 0,8 نقطة مئوية.

رسم بياني 5.6: مساهمة السلع التجارية وغير التجارية في التضخم الأساسي (بالنقط المئوية)



انتقل التضخم الأساسي من 1,2% في الفصل الثالث إلى 1,3% في أكتوبر. ويعزى ارتفاعه إلى التسارع الطفيف لكل من تضخم السلع التجارية وتضخم السلع غير التجارية.

جدول 2.6: مؤشرات أسعار السلع التجارية

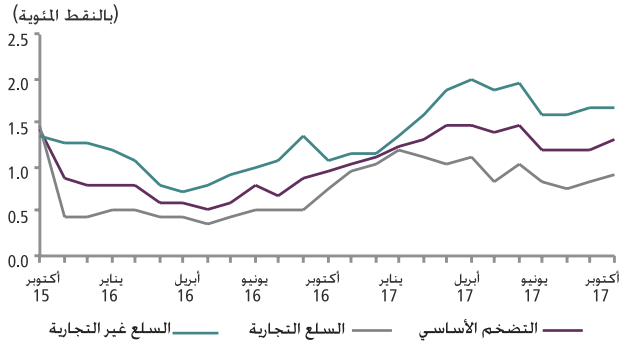
	التطور على أساس شهري (%)		التطور على أساس سنوي (%)	
	أكتوبر	شتنبر	أكتوبر	شتنبر
السلع التجارية	0,9	0,8	0,4	0,1
السلع غير التجارية	1,7	1,7	-0,1	0,6
التضخم الأساسي	1,3	1,2	0,2	-0,1

المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

وبالفعل، تزايدت أسعار السلع التجارية بنسبة 0,9% في أكتوبر بعد 0,8% في الفصل الثالث. ويعود التطور جزئيا، إلى تسارع أسعار بعض المنتجات الغذائية، خاصة منها "الزيوت" و"الزيوت والدهنيات" التي ارتفعت بنسبة 11,4% و8,6% عوض 9% و4,4% على التوالي. غير أن تأثير هذه الارتفاعات قد حد منه انخفاض أسعار "القطاني الجافة" بواقع 6,3% عوض نموها بنسبة 3,3%.

وبالإضافة إلى ذلك، ساهم تراجع حدة انخفاض أسعار بند شراء "السيارات" من 1,4% إلى 0,7% في ارتفاع أسعار المنتجات التجارية بوتيرة أسرع. وبذلك بلغت مساهمة هذه الأسعار في التضخم الأساسي 0,5 نقطة مئوية.

رسم بياني 4.6: تطور مؤشرات أسعار السلع التجارية وغير التجارية المحروقات وزيوت التشحيم (محور اليمين)



المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

وفي الوقت نفسه، انتقل تضخم السلع غير التجارية من 1,6% في الفصل الثالث إلى 1,7%. خاصة بفعل تأثير

2.6 آفاق التضخم على المدى القصير

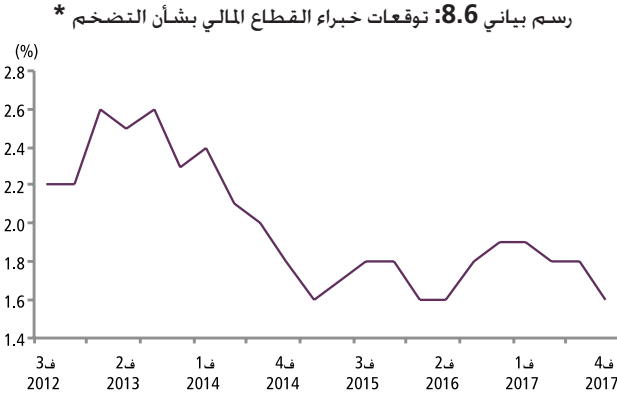
من المتوقع أن يتسارع التضخم بشكل محسوس خلال الفصل الرابع ليبلغ 1,2%. ليتزايد بذلك متوسطه لمجموع السنة إلى 0,7%.

ويعكس هذا التطور ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان بنسبة 1,6%. بعد ثلاثة فصول من الانخفاض، خاصة بسبب ضغوط على عرض بعض هذه المنتجات.

ويرتقب أن يساهم تسارع وتيرة نمو أسعار المحروقات وزيوت التشحيم من 4,2% إلى 6,8% ارتباطا بالتطور المتوقع لأسعار المنتجات النفطية في الأسواق العالمية، بدوره، وإن بدرجة أقل، في نمو التضخم خلال الفصل الرابع من سنة 2017.

ومن المرجح أن تتغير أسعار المنتجات المقننة بنفس الوتيرة المسجلة في الفصل السابق، أي 1%. وذلك في غياب تدابير تتعلق بأسعار هذه المنتجات.

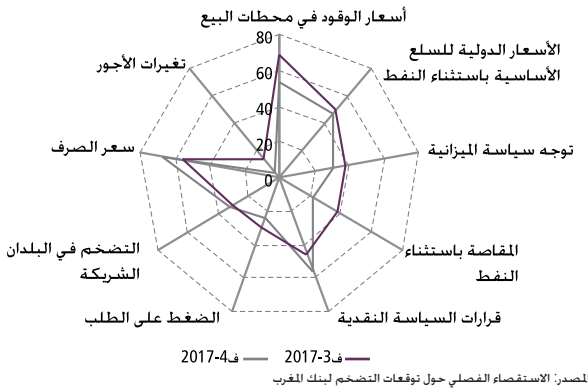
ويتوقع أن يبلغ التضخم الأساسي، من جانبه، 1,3% في الفصل الرابع وفي مجموع سنة 2017.



المصدر: الاستقصاء الفصلي حول توقعات التضخم لبنك المغرب
* ابتداء من الفصل الثاني 2016 تم رفع أفق التوقع إلى 8 فصول عوض 6 فصول من قبل

ويعتبر هؤلاء الخبراء أن تطور الأسعار في محطات البنزين، وسعر الصرف وأسعار السلع الأساسية غير الطاقية، تمثل أهم العوامل التي تحدد التطور المستقبلي للتضخم خلال هذه الفترة.

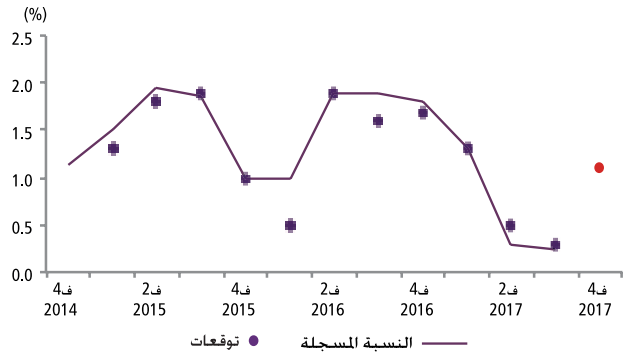
رسم بياني 9.6: العناصر المحددة للتطور المستقبلي للتضخم حسب توقعات خبراء القطاع المالي



4.6 أسعار الاستيراد والإنتاج

تواصل تباطؤ وتيرة تطور أسعار الاستيراد باستثناء الطاقة. فبعد أن ارتفعت بنسبة 3,7% في الفصل الثاني، تزايدت أسعار الاستيراد بواقع 2,3% في الفصل الثالث، قبل أن تنخفض بمقدار 0,6% في أكتوبر. أما أسعار المنتجات الغذائية المستوردة، فقد سجلت ارتفاعا كبيرا بنسبة 9,5% في أكتوبر عوض 1,3% في الفصل الثالث، مدفوعة بالأساس بتزايد أسعار "القمح" بمقدار 42% وهو الارتفاع الذي غطاه بشكل كبير انخفاض أسعار باقي أهم المنتجات الغذائية المستوردة، ولاسيما

رسم بياني 6.6: النسبة المتوقعة للتضخم على المدى القصير والنسبة المسجلة

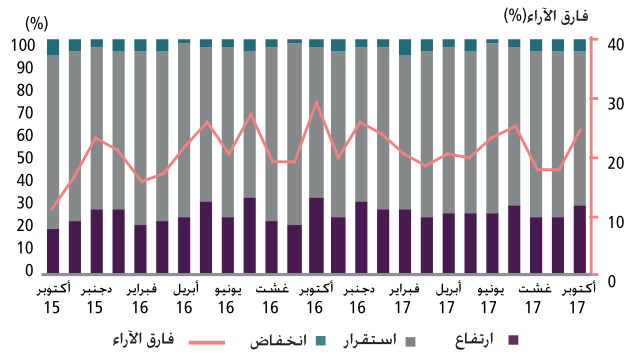


المصدر: المتدوية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

3.6 توقعات التضخم

تشير نتائج استقصاء الظرفية في القطاع الصناعي الذي ينجزه بنك المغرب، والخاص بشهر أكتوبر 2017، إلى أن 66% من أرباب الصناعات المستجوبين يتوقعون استقرار التضخم خلال الأشهر الثلاثة المقبلة، بينما يتوقع 29% منهم ارتفاعه و5% منهم تباطؤه.

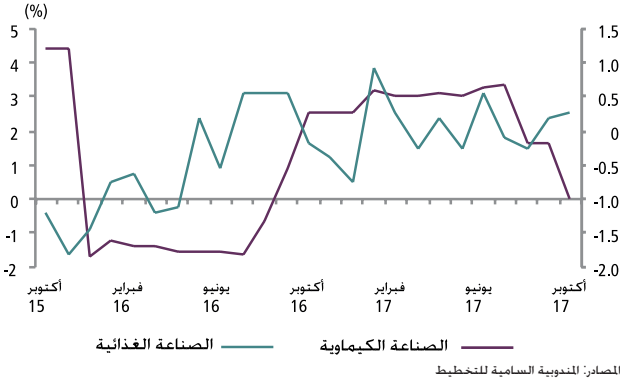
رسم بياني 7.6: توقعات أرباب المقاولات بشأن تطور التضخم خلال الأشهر الثلاثة المقبلة



ومن جهة أخرى، تشير نتائج الاستقصاء الذي أجره بنك المغرب حول توقعات التضخم برسم الفصل الرابع من سنة 2017، إلى أن الخبراء الماليين يتوقعون تباطؤ التضخم من 1,8% إلى 1,6% في أفق ثمانية فصول.

عوض تباطؤ ارتفاع أسعار إنتاج "الصناعة الكيماوية" من 2,2% إلى 0%.

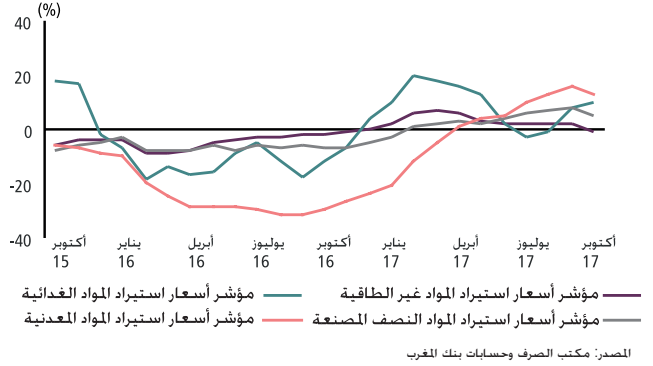
الرسم بياني 12.6: المؤشرات الرئيسية لأسعار الإنتاج الصناعي (على أساس سنوي)



المصدر: التدوينة السامية للتخطيط

"الذرة" التي تراجع أسعارها بنسبة 11,3%، و"الشاي" بنسبة 6,9% و"الزيوت النباتية الخام" بنسبة 3,4%.

رسم بياني 10.6: المؤشرات الرئيسية لأسعار الاستيراد (على أساس سنوي)

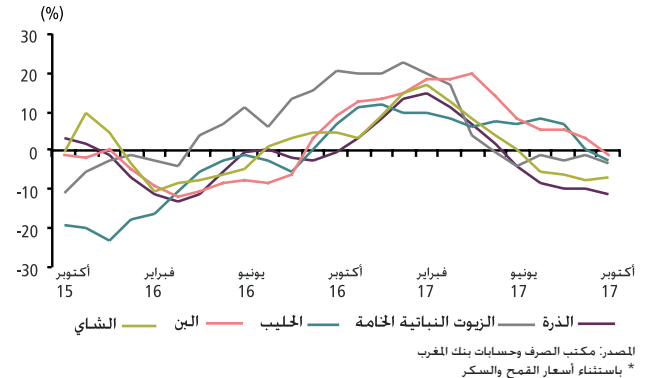


المصدر: مكتب الصرف وحسابات بنك المغرب

ومن جانبها، تزايدت أسعار استيراد المنتجات المعدنية بنسبة 12,4% في أكتوبر، أي بنسبة أقل قليلا من نسبة 12,8% المسجلة في الفصل السابق.

أما أسعار استيراد المنتجات نصف المصنعة، فقد ارتفعت بنسبة 4,9% عوض 7,1% في الفصل الثالث، نتيجة لارتفاع أسعار استيراد "الأسلاك والقضبان والصفائح المصنوعة من الحديد والصلب" بواقع 3% مقابل 3,6%. وانخفاض أسعار استيراد "الورق والورق المقوى" بنسبة 0,6% بعد أن كانت قد ارتفعت بمقدار 1,4%.

رسم بياني 11.6: تطور المكونات الرئيسية لمؤشر أسعار استيراد المنتجات الغذائية *



المصدر: مكتب الصرف وحسابات بنك المغرب
* باستثناء أسعار القمح والسكر

وبالنسبة لأسعار الإنتاج في الصناعات التحويلية، فقد سجلت تزايدا سنويا بنسبة 0,6% في الفصل الثالث وفي أكتوبر 2017. ويشمل هذا التطور تسارع وتيرة نمو أسعار إنتاج بند "صناعة التجهيزات الكهربائية" من 4,4% إلى 7,6%. وارتفاع وتيرة نمو أسعار إنتاج "الصناعات الغذائية" بواقع 0,3% مقابل انخفاضها بمقدار 0,1% ما

7. الآفاق على المدى المتوسط

ملخص

تواصل انتعاش النشاط الاقتصادي العالمي وتحسنت الآفاق الإيجابية على المدى المتوسط. لاسيما في منطقة الأورو. غير أن بعض عوامل المخاطر قد تؤثر على هذه التوقعات. ويتعلق الأمر على الخصوص بسياسات الإدارة الأمريكية الأكثر تقييدا في مجال التجارة والهجرة، وتزايد الضغوط الجيوسياسية، وكذلك هشاشة النظام المالي في بعض دول الاتحاد الأوروبي. في المقابل، من شأن تطبيق الحكومة الأمريكية المرتقب لسياسة مالية أكثر توسعا أن ينعش النمو الأمريكي والعالمي بشكل أكبر.

ففي الولايات المتحدة، من المرجح أن تظل الأوضاع النقدية تيسيرية، بالرغم من عودة السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى طبيعتها. كما يرتقب أن يدعم استهلاك الأسر النشاط الاقتصادي وأوضاع سوق الشغل على المدى المتوسط. وبموازاة ذلك، من المنتظر أن تستفيد منطقة الأورو من تحسن ثقة الفاعلين الاقتصاديين ومن الأوضاع النقدية والمالية التيسيرية، والتي يرتقب أن تنعش الاستثمار، ويرجح أن تستفيد الاقتصادات الصاعدة، من جانبها. من تحسن النشاط الاقتصادي في البلدان المتقدمة، وبشكل خاص، يتوقع أن يواصل الاقتصاد الروسي والاقتصاد البرازيلي تحسنهما. بعد تجاوز هذين البلدين للأزمة، بينما يرتقب أن يظل تباطؤ النمو المتوقع في الصين محدودا بفضل تدابير الدعم المالي، غير أن المستوى المرتفع للمديونية يشكل خطرا قد يؤدي إلى انخفاض توقعات النمو.

وفي أسواق السلع الأساسية، من المرجح أن تسجل أسعار السلع الغذائية، بنهاية سنة 2017، ارتفاعا معتدلا وأن تظل قريبة من هذه المستويات على المدى المتوسط. ومن جانبها، يتوقع أن ترتفع الأسعار العالمية للنفط بحوالي 26% سنة 2017. وبالرغم من تباطؤ التوقعات الخاصة بهذه الأسعار، فقد تمت مراجعتها نحو الارتفاع. ارتباطا على الخصوص بتزايد الضغوط الجيوسياسية، وبآفاق نمو عالمي أفضل مما كان متوقعا، وبتعمد العمل باتفاق الدول المنتجة للنفط بشأن خفض الإنتاج، وفي ظل هذه الظروف، وأخذا في الاعتبار انتعاش الطلب الداخلي، يرحب أن يتسارع التضخم في الولايات المتحدة وأن يبقى قريبا من المستوى المتهدف من طرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على المدى المتوسط. بينما يرتقب أن يتجه التضخم تدريجيا في منطقة الأورو نحو المستوى المستهدف من طرف البنك المركزي الأوروبي بنهاية أفق التوقع.

وعلى الصعيد الوطني، يرتقب أن يتواصل انتعاش الصادرات خلال سنة 2017 على المدى المتوسط. مع توقع ارتفاع ملحوظ لصادرات قطاع صناعة السيارات سنة 2019 ارتباطا ببدء الإنتاج في معمل بوجو. وبموازاة ذلك، من المتوقع أن تتزايد الواردات بوتيرة مستقرة تناهز 5%. تشمل تباطؤ مشتريات المنتجات الطاقية، بعد الارتفاع الكبير الذي سجلته سنة 2017، وانتعاش مقتنيات سلع التجهيز.

وبأخذ هذه التطورات في الاعتبار، وبافتراض تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة بحوالي 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي سنتي 2018 و2019، وتحصيل هبات من الشركاء مجلس التعاون الخليجي بمبلغ 8 ملايين درهم سنة 2017 و7 ملايين درهم سنة 2018 و2,5 مليار سنة 2019، من المتوقع أن تظل الاحتياطيات الدولية الصافية قريبة من مبلغ 240 مليار درهم إلى غاية نهاية 2019، مما يضمن تغطية حوالي 5 أشهر ونصف من واردات السلع والخدمات خلال السنتين المقبلتين.

وبخصوص الأوضاع النقدية، فقد أصبحت أكثر ليونة خلال سنة 2017، بفعل تأثير الإبقاء على التوجه التيسيري للسياسة النقدية وتراجع سعر الصرف الفعلي الحقيقي، المرتبط بدوره بانخفاض قيمة الأورو وبالمستوى الضعيف للتضخم بالمقارنة مع أبرز الشركاء والمنافسين التجاريين. وعلى المدى المتوسط، من المرجح أن يتواصل هذا التوجه، بفضل استمرار انخفاض سعر الصرف الفعلي الحقيقي، بالرغم من تراجع هذا الانخفاض مقارنة بسنة 2017. وفي ظل هذه الظروف، يتوقع أن يعرف الإقراض البنكي لفائدة القطاع غير المالي مع متم سنة 2017 ارتفاعا بنسبة 4,5% وأن يواصل تحسنه على المدى المتوسط بوتيرة قدرها 5% سنة 2018 وسنة 2019، ليتم بذلك الإبقاء على نفس التوقعات مقارنة مع تلك الخاصة بشنتبر.

وعلى مستوى المالية العمومية. وبعد التجاوز الطفيف الذي سجل سنة 2016، يرتقب أن يتواصل تعديل الميزانية. ومن المرجح أن يتراجع عجز الميزانية من 4,1% من الناتج الداخلي الإجمالي إلى 3,5% سنة 2017، وإلى 3,1% سنة 2018. وأن يبلغ حوالي 3% سنة 2019.

ومن المرجح أن يتسارع النمو الاقتصادي إلى 4,1% خلال هذه السنة. ما يعني تعديل التوقع الخاص به نحو الانخفاض مقارنة مع شهر شتنبر. ويعكس هذا التوقع ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 14,7% وانتعاش الأنشطة غير الفلاحية. وإن كان ضئيلاً، ومنتظر أن يكون هذا الانتعاش. من حيث الطلب. مدعوماً بانتعاش الصادرات الصافية. نتيجة لتحسن الطلب الخارجي وتراجع سعر الصرف الفعلي الحقيقي. وبالمثل، يرتقب أن يظل الطلب الداخلي قوياً بفعل تأثير تحسين استهلاك الأسر. بينما ينتظر أن يشهد الاستثمار تباطؤاً سريعاً، وعلى المدى المتوسط. من المتوقع أن يتباطأ النمو إلى 3% سنة 2018، وإلى 3,6% سنة 2019 مع فرضية تحقيق موسمين فلاحيين متوسطين. ويرجح أن تواصل الأنشطة غير الفلاحية تحسنها مع نمو قدره 3,4% سنة 2018 و3,6% سنة 2019. وبالنسبة للطلب، وبعد مساهمة إيجابية سنة 2017، يرجح أن تساهم الصادرات الصافية بشكل سلبي في النمو سنة 2018 وسنة 2019 وإن بدرجة أقل نتيجة لبدء الإنتاج في معمل بوجو. مع انتعاش الاستثمار بشكل خاص مع افتراض الإبقاء على وتيرة الاستثمار العمومي ومواصلة المشاريع الكبرى.

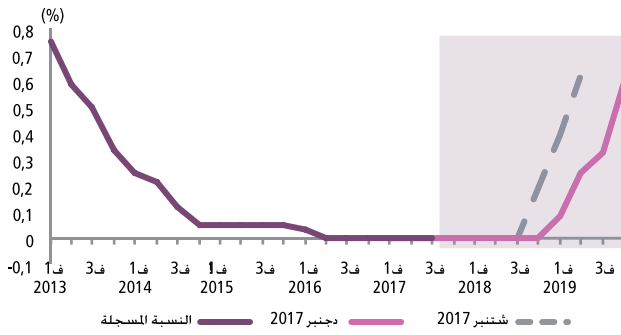
وفي سياق يتسم بالتحسن المنتظر للطلب الداخلي وتزايد التضخم المستورد، من المتوقع أن يتسارع التضخم الأساسي تدريجياً على المدى المتوسط. لينتقل من 0,8% سنة 2016 إلى 1,3% سنة 2017. قبل أن يصل بشكل تدريجي إلى 1,9% سنة 2019. ويرجح أن ترتفع أسعار المحروقات وزيوت التشحيم سنة 2017 وسنة 2018، بوتيرة أسرع مما كان متوقفاً في شتنبر. نتيجة لمراجعة توقعات الأسعار العالمية للنفط نحو الارتفاع. ومن جهة أخرى، ينتظر أن تسجل أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان خلال سنة 2017 انخفاضاً أقل بالمقارنة مع توقع شتنبر، ارتباطاً بارتفاع أكبر مما كان مرتقباً في الفصل الرابع من سنة 2017. وأخذاً في الاعتبار مجموع هذه العناصر، يرجح أن يبلغ التضخم 0,7% سنة 2017. قبل أن يتسارع إلى 1,5% سنة 2018 ثم يستقر في 1,6% سنة 2019. ودخل أفق التوقع، يرتقب أن يبلغ التضخم في المتوسط 1,5%.

1.7 الفرضيات الأساسية

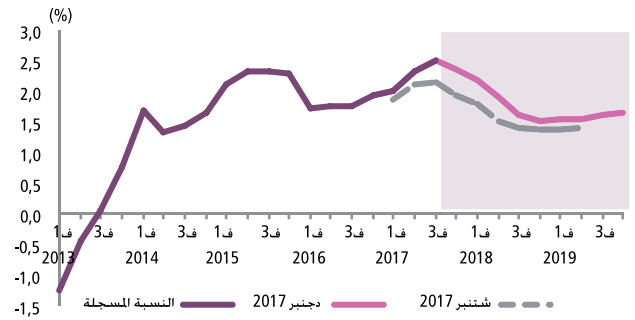
تعزيز انتعاش النشاط الاقتصادي العالمي

تواصل انتعاش النشاط الاقتصادي العالمي، مدعوماً بتحسين ثقة الفاعلين الاقتصاديين وبالأوضاع النقدية والمالية التيسيرية في البلدان المتقدمة. وبذلك، من المتوقع أن يتسارع النمو في منطقة الأورو إلى 2,3% سنة 2017، نتيجة لانتعاش الطلب الداخلي، وخاصة الاستثمار، قبل أن يتباطأ إلى 1,8% سنة 2018، ثم إلى 1,6% سنة 2019، بفعل تأثير خروج المملكة المتحدة من الاتحاد الأوروبي. وفي الولايات المتحدة، يرجح أن تؤدي استعادة تفاؤل الفاعلين الاقتصاديين، ارتباطاً بالإصلاحات الضريبية المتوقعة، إلى إنعاش النشاط الاقتصادي على المدى القصير، وعلى المدى المتوسط، من المرتقب أن تواصل هذه الدينامية، مدعومة باستهلاك الأسر في سياق يتسم باستمرار تليين الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي لسياسته النقدية، بالرغم من تواصل عملية إعادة السياسة النقدية إلى طبيعتها. وبذلك، ينتظر أن ينتقل النمو الأمريكي من 1,5% سنة 2016 إلى 2,2% سنة 2017 قبل أن يستقر عند 2,3% سنتي 2018 و2019. وعلى العكس من ذلك، ينتظر أن يواصل النمو في الصين تباطؤه، بفضل إعادة توازن الاقتصاد، وإن بوتيرة أقل سنة 2017 ارتباطاً بتدابير الدعم المالي. كما يرتقب أن يواصل النشاط الاقتصادي في البرازيل وروسيا تحسنه، بعد تجاوز هذين البلدين للأزمة، وفي ظل هذه الظروف، من المتوقع أن يتعزز الطلب الخارجي الموجه إلى المغرب على المدى المتوسط. إلا أن التوقعات تبقى محاطة بمخاطر كبيرة نحو الانخفاض أساساً بسبب السياسات الأمريكية الأكثر تقييداً في مجال التجارة والهجرة، وكذلك بسبب تنامي الضغوط الجيوسياسية والشكوك السياسية في إسبانيا، فضلاً عن ذلك، قد تؤثر هشاشة النظام المالي في بعض بلدان منطقة الأورو، وبشكل خاص في الصين، وكذا التباطؤ السريع للنمو في الصين، على توقعات النمو العالمي، وبالنسبة للمخاطر نحو الارتفاع، من المرجح أن يؤدي تنفيذ الإدارة الأمريكية لسياسة نقدية توسعية إلى انتعاش النمو الأمريكي والعالمي بقدر أكبر.

رسم بياني 2.7: سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي



رسم بياني 1.7: النمو في منطقة الأورو



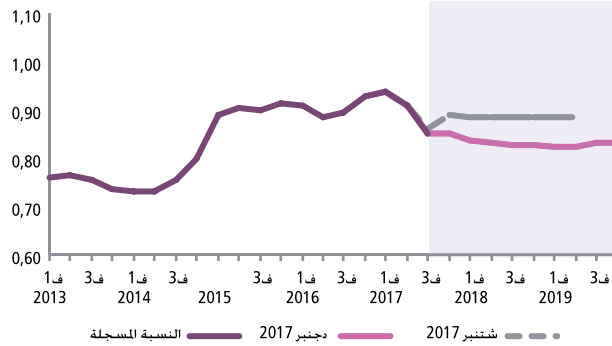
المصدر: نموذج التوقعات العالمية 1 أكتوبر 2017.

من المرجح أن يظل سعر الأورو مرتفعاً، بفضل تحسن الأسس الاقتصادية لبلدان منطقة الأورو

يرتقب أن يدفع الانتعاش المستمر للنشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى مواصلة عملية إعادة أسعار الفائدة على الأموال الفدرالية إلى طبيعتها، على المدى المتوسط، وستتمثل هذه العملية في إعادة استثمار الأداءات برسم المبلغ الأصلي على الأصول التي يملكها، في حدود مبلغ 10 ملايين دولار كل شهر، وهو المبلغ الذي سيتم رفعه تدريجياً إلى أن يصل إلى 50 مليار بعد مرور سنة واحدة، ومن المتوقع أن يبقى الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، من جهته، على برنامج الخاص بشراء الأصول إلى غاية متم شتنبر 2018، مع خفض وتيرته الشهرية إلى 30 مليار ابتداء من يناير 2018. كما يرتقب أن يبقى سعر الفائدة الرئيسي الخاص به دون تغيير إلى غاية الفصل الأول من سنة 2019.

وفي سياق يتسم بتحسين الأسس الاقتصادية لمنطقة الأورو، شهدت العملة الأوروبية الموحدة ارتفاعاً قوياً خلال الفصل الثالث، وينتظر أن تبقى قريبة من هذا المستوى على المدى المتوسط.

رسم بياني 3.7 : توقعات سعر صرف الدولار مقابل الأورو



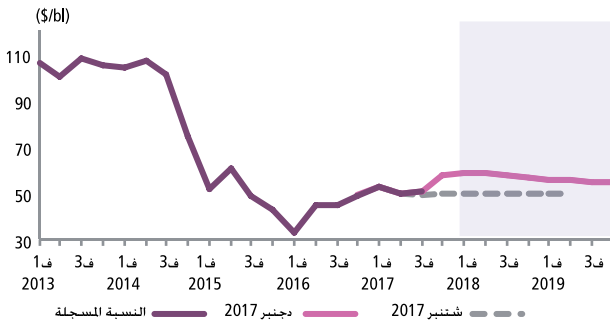
المصدر: نموذج التوقعات العالمية لتونبر 2017.

رفع التوقعات الخاصة بأسعار النفط وخفض تلك المتعلقة بالمنتجات الغذائية

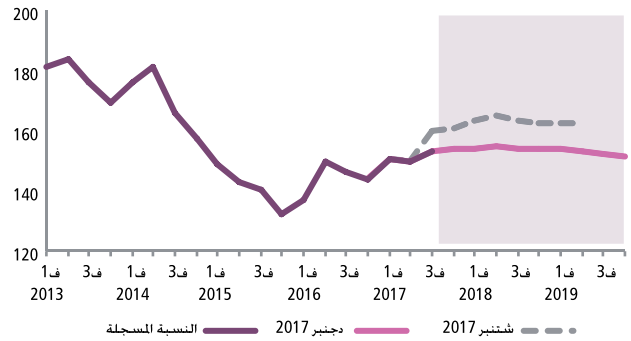
بعد بلوغه 42,8 دولار للبرميل سنة 2016، من المتوقع أن يصل سعر النفط في السوق العالمية متوسطا قدره 52,8 دولار للبرميل مع متم سنة 2017. قبل أن يرتفع إلى 57,8 دولار للبرميل سنة 2018 وينخفض إلى 55,3 دولار للبرميل سنة 2019. وقد تم رفع التوقعات مقارنة بالتوقع السابق. ارتباطا بالأساس بتحسّن الأفق الاقتصادي العالمية، وتنامي الشكوك الجيوسياسية في الشرق الأوسط، وكذا بتمديد اتفاق الدول المصدرة للنفط بشأن خفض الإنتاج إلى غاية نهاية سنة 2018. وبخصوص الأسمدة، ينتظر أن تبلغ أسعار الفوسفات ثنائي الأمونياك مع نهاية سنة 2017 متوسطا قدره 345 دولار للطن المتري، وأن يبقى مستقرا في هذا المستوى سنة 2018 قبل أن يرتفع بشكل طفيف إلى 353 دولار للطن المتري سنة 2019. وفي ما يتعلق بسعر الفوسفات الخام، فبعد انخفاضه سنة 2017 من 112 دولار للطن المتري إلى 91 دولار للطن المتري، يتوقع أن يظل مستقرا في حوالي 90 دولار للطن المتري. وقد تمت مراجعة هذه التوقعات بشكل طفيف نحو الانخفاض نتيجة لتواصل القدرات المفرطة في السوق، الصادرة بالخصوص عن المغرب والمملكة العربية السعودية. ويرجح أن تسجل أسعار المنتجات الغذائية مع نهاية السنة ارتفاعا معتدلا وأن تبقى قريبة من مستوياتها الحالية على المدى المتوسط. وقد تمت مراجعة التوقعات الخاصة بها نحو الانخفاض في أفق التوقع أخذا في الاعتبار بشكل خاص ارتفاع عرض القمح.

وفي ظل هذه الظروف، يرتقب أن يبلغ التضخم في الولايات المتحدة 2,1% سنة 2017، وأن يبقى قريبا من الهدف المحدد من طرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على المدى المتوسط. مع تسجيل نسب قدرها 2,2% سنة 2018 و2,4% سنة 2019². وفي منطقة الأورو، من المرجح أن يتجه التضخم³ تدريجيا نحو الهدف المحدد من قبل البنك المركزي الأوروبي في نهاية أفق التوقع، ليصل إلى 1,5% سنة 2017، و1,2% سنة 2018، ثم 1,7% سنة 2019.

رسم بياني 5.7 : سعر النفط الخام

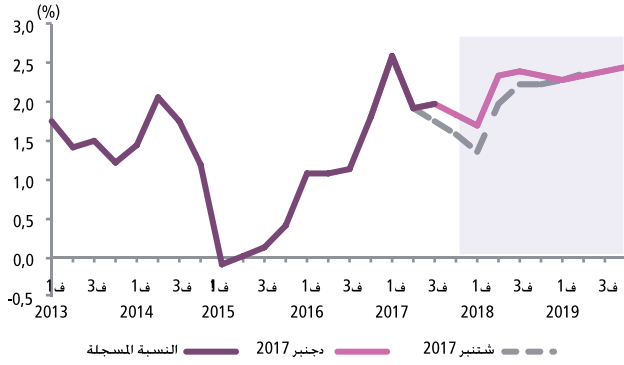


رسم بياني 4.7 : مؤشر أسعار السلع الأساسية الغذائية

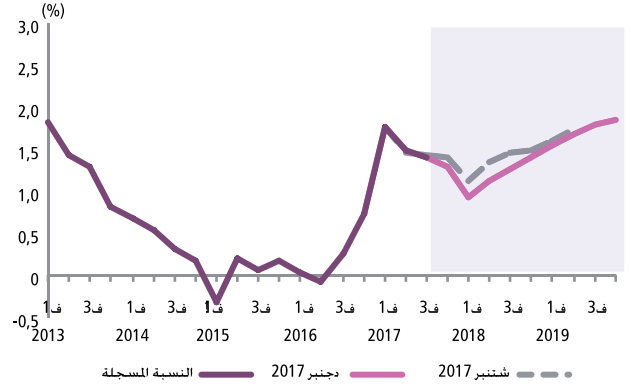


2 يتعلق الأمر بنسبة التضخم المتوقعة من قبل نموذج التوقع العالمي، والتي تقاس بالتغير السنوي لمؤشر أسعار الاستهلاك. ويرتقب الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، الذي يستند إلى مؤشر أسعار الاستهلاك الشخصي، في توقعاته الصادرة في 13 دجنبر بلوغ نسبة التضخم 1,7% في 2017، و1,9% في 2018 و2% في 2019.
3 توقعات نونبر 2017 لشبكة نموذج التوقع العالمي، ويرتقب البنك المركزي الأوروبي في توقعاته الصادرة في 14 دجنبر بلوغ نسبة التضخم 1,5% في 2017، و1,4% في 2018 و1,5% في 2019، ومن المتوقع أن يصل مكونه باستثناء المنتجات الطاقية والغذائية إلى 1% في 2017 وإلى 1,1% و1,5% في 2018 و2019 على التوالي.

رسم بياني 7.7: التضخم في الولايات المتحدة



رسم بياني 6.7: التضخم في منطقة الأورو



المصدر: نموذج التوقعات العالمية للونبر 2017.

تواصل ضبط أوضاع الميزانية

يظل توجه السياسة المالية متمحورا حول خفض العجز المالي وفقا للأهداف المحددة من قبل الحكومة. ومن المتوقع أن يتراجع العجز تدريجيا من 4,1% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2016 إلى حوالي 3% سنة 2019. وبالنسبة لسنة 2017، يرتقب أن يتم بلوغ الهدف المعدل البالغ 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي. ومقارنة مع التوقعات الخاصة بشنتنبر، تم إجراء تعديل طفيف على مستوى تكلفة المقاصة، بسبب إدراج الفرضيات الجديدة المتعلقة بأسعار الطاقة في الأسواق العالمية وبسعر الصرف.

وبالنسبة لسنة 2018، وأخذا في الاعتبار المعطيات الواردة في مشروع قانون المالية لسنة 2018، تمت مراجعة العجز بشكل طفيف نحو الانخفاض إلى 3,1% من الناتج الداخلي الإجمالي مقابل 3,2% الذي كان متوقعا في شنتنبر و3% حسب قانون المالية. وتم تعديل النفقات برسم باقي السلع والخدمات نحو الارتفاع، بينما تم تعديل المدخيل العادية نحو الانخفاض. ما يعكس تعديلا طفيفا نحو الارتفاع للمدخيل الضريبية وتقلصا للمدخيل غير الضريبية.

أما بالنسبة لسنة 2019، وبافتراض مواصلة السياسة الحالية التي تتمحور حول تعبئة الموارد والتحكم في النفقات، من المرجح أن يبلغ العجز حوالي 3% من الناتج الداخلي الإجمالي.

بلغ إنتاج الحبوب 96 مليون قنطار خلال الموسم الفلاحي 2016-2017 وسجلت باقي الزراعات أداء جيدا

حسب وزارة الفلاحة والصيد البحري والتنمية القروية والمياه والغابات، بلغ إنتاج الحبوب برسم الموسم الفلاحي 2016-2017 95,6 مليون قنطار، مقابل 33,5 مليون قنطار في الموسم السابق و73 مليون قنطار كمتوسط مسجل خلال السنوات الخمس الأخيرة. ويعزى هذا التطور إلى الظروف المناخية المواتية مع توزيع جيد للتساقطات في الزمان والمكان. وبخصوص الزراعات الأخرى، يتوقع أن يكون الإنتاج قد ارتفع بواقع 16,1% بالنسبة للحوامض، و3,4% بالنسبة للتمور و1,2% بالنسبة لزراعات قصب السكر، فيما ينتظر أن يكون إنتاج أشجار الزيتون قد انخفض.

وبالنسبة للموسمين الفلاحيين 2017-2018 و2018/2019، يتوقع بنك المغرب تحقيق إنتاج حبوب متوسط في الزراعات الرئيسية الثلاث قدره 70 مليون قنطار، وتواصل المنحى الملاحظ أخيرا بالنسبة لباقي الزراعات.

2.7 التوقعات الماكرو اقتصادية

تقلص عجز الحساب الجاري على مدى أفق التوقع

أخذاً في الاعتبار الإنجازات إلى غاية متم أكتوبر. من المتوقع أن يبلغ عجز الحساب الجاري 3,6% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2017. أي بتحسّن قدره 0,3 نقطة مئوية مقارنة بالتوقع الخاص بشهر شنتبر. ويرتقب أن يبقى هذا العجز مستقراً سنة 2018 وأن يتحسن إلى 3,3% سنة 2019. وينتظر أن تتواصل دينامية الصادرات. حسب توقعات بنك المغرب. خاصة مع الارتفاع الطفيف لصادرات صناعة السيارات سنة 2019. وبموازاة ذلك. من المرجح أن تنمو الواردات بوتيرة مستقرة في حوالي 5%. تشمل تباطؤ واردات المنتجات الطاقية وانتعاش مقتنيات سلع التجهيز خلال سنتي 2018 و2019.

وبالنسبة لعائدات الأسفار وتحويلات المغاربة المقيمين في الخارج. فيحتمل أن تسجل ارتفاعات قدرها 4% و3,8% على التوالي سنة 2018. و4% و3,6% سنة 2019. وأخذاً في الاعتبار تحصيل هبات صادرة عن دول مجلس التعاون الخليجي بمبلغ 8 مليارات سنة 2017. و7 مليارات درهم سنة 2018. و2,5 مليار سنة 2019. وبافتراض تدفق للاستثمارات الأجنبية المباشرة قدره حوالي 3,1% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2017. و3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2018 وسنة 2019. من المرجح أن تناهز الاحتياطات الدولية الصافية 239 مليار درهم سنة 2017. و238 مليار سنة 2018. و237 مليار درهم في متم سنة 2019. لتضمن بذلك تغطية 5 أشهر و24 يوماً من واردات السلع والخدمات في متم 2017. و5 أشهر ونصف سنتي 2018 و2019.

جدول 1.7: التوقعات الخاصة بمكونات ميزان الأداءات

الفارق (دجنبر/شنتبر)		النسب المتوقعة			النسب المسجلة					
2018	2017	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
2,0	2,6	8,3	6,7	9,1	2,7	8,6	8,8	-0,1	5,8	صادرات السلع* (التغير%)
0,8	0,7	4,5	6,1	5,2	9,9	-4,9	2,6	-1,5	8,2	واردات السلع* (التغير%)
0,3	1,4	4,0	4,0	4,9	5,0	-1,4	7,7	-0,4	-1,8	عائدات الأسفار (التغير%)
0,1	-0,6	3,6	3,8	2,4	4,3	0,3	3,7	-1,5	0,6	التحويلات الخاصة (التغير%)
0,4	0,3	-3,3	-3,6	-3,6	-4,4	-2,1	-5,7	-7,8	-9,5	رصيد الحساب الجاري (% من الناتج الداخلي الإجمالي)
-0,3	0,1	5,5	5,5	5,8	6,4	6,6	5,1	4,4	4,2	الاحتياطات الدولية الصافية بعدد الأشهر من واردات السلع والخدمات

* من منظور التجارة الخارجية

المصدر: مكتب الصرف وتوقعات بنك المغرب.

توجه تيسيري للسياسة النقدية واستمرار تحسّن القروض البنكية

تحسنت الأوضاع النقدية خلال سنة 2017 مع استمرار التوجه التيسيري للسياسة النقدية وتراجع سعر الصرف الفعلي الحقيقي. المرتبط بدوره بارتفاع سعر الأورو وبالمستوى المتدني للتضخم بالمغرب مقارنة مع البلدان الشريكة والمنافسة الرئيسية. وعلى المدى المتوسط. يرتقب أن تتواصل هذه الوضعية بفضل استمرار انخفاض سعر الصرف الفعلي الحقيقي بالرغم من تراجع حدة هذا الانخفاض مقارنة مع سنة 2017.

وأخذاً في الاعتبار مراجعة التوقعات الخاصة بالاحتياطات الدولية الصافية. تمت مراجعة عجز السيولة إلى 38,8 مليار درهم في متم سنة 2017. وعلى المدى المتوسط. ونتيجة بالأساس لتأثير توجه حجم النقد المتداول نحو الارتفاع. يرتقب أن يتفاهم العجز إلى 50,6 مليار في نهاية 2018 وإلى 62,7 مليار مع نهاية 2019.

وفي ظل هذه الظروف. من المرجح أن يسجل الإقراض البنكي للقطاع غير المالي مع متم السنة نمواً بنسبة 4,5%. وهو نفس التوقع بالمقارنة مع شهر شنتبر. ويرتقب أن يواصل تحسّنه على المدى المتوسط لينمو بوتيرة تبلغ حوالي 5% سنة 2018 وسنة 2019. وأخذاً في الاعتبار تطور باقي مقابلات الكتلة النقدية. من المحتمل أن يبلغ نمو المجمع النقدي م 4,9% سنة 2017. قبل أن يعود إلى وتيرة قريبة من 4% سنتي 2018 و2019.

جدول 2.7: توقعات نمو الكتلة النقدية والائتمان البنكي

الفارق (دجنبر/شتنبر)		النسب المتوقعة			النسب المسجلة				
2018	2017	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
0,0	0,0	5,0	5,0	4,5	3,9	0,3	3,8	1,7	القروض البنكية للقطاع غير المالي (التغير %)
-1,1	1,4	3,9	3,8	4,9	4,7	5,7	6,2	3,1	المجموع م3 (التغير %)
3,3	8,0	-62,7	-50,6	-38,8	-14,7	-16,5	-40,6	-68,4	فائض أو عجز السيولة، بملايير الدراهم

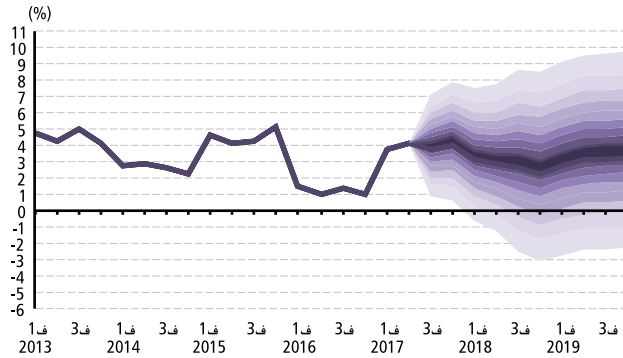
المصدر: بنك المغرب

ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية خلال سنة 2017 واستمرار التحسن البطيء للأنشطة غير الفلاحية

بعد أن بلغ 1,2% سنة 2016، يرجح أن يتسارع النمو الوطني إلى 4,1% سنة 2017. وقد تم تعديل هذا التوقع بشكل طفيف نحو الانخفاض مقارنة مع التوقع المعلن عنه في شتنبر. ويعكس هذا التطور ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية إلى 14,7% والانتعاش البطيء للأنشطة غير الفلاحية التي قد تنمو بواقع 2,7%. ومن حيث الطلب، يرتقب أن تساهم الصادرات الصافية بشكل إيجابي في النمو. مدعومة من جهة، بتحسين النشاط الاقتصادي لدى أبرز الشركاء التجاريين بقدر أكبر مما كان متوقعا. ومن جهة ثانية، بتراجع سعر الصرف الفعلي الحقيقي. أما بالنسبة للطلب الداخلي، فيرتقب أن يتسارع الاستهلاك النهائي للأسر كما كان متوقعا في شتنبر. نتيجة لارتفاع المداخل خاصة المداخل الفلاحية، بينما ينتظر أن تعرف دينامية الاستثمار تباطؤا أسرع مما كان متوقعا. كما يتضح من خلال التباطؤ السريع لواردات سلع التجهيز، وبخصوص استهلاك الإدارات العمومية، من المتوقع أن تحافظ على وتيرة نمو معتدلة ارتباطا بجهود التحكم في نفقات التسيير.

ومع افتراض تحقيق موسمين فلاحيين متوسطين، من المرجح أن يتباطأ النمو إلى 3% سنة 2018 وأن ينتقل إلى 3,6% سنة 2019. كما يتوقع أن تواصل الأنشطة غير الفلاحية تحسنها مع تحقيق نمو قدره 3,4% سنة 2018 و3,6% سنة 2019. وبالنسبة للطلب، وبعد مساهمة إيجابية سنة 2017، ينتظر أن تكون مساهمة الصادرات الصافية في النمو سلبية خلال سنة 2018، وأن تخف حدتها في سنة 2019 ارتباطا ببدء مرحلة الإنتاج في معمل بوجو. ومن جانبه، يرتقب أن يواصل الطلب الداخلي دعمه للنمو، لاسيما مع انتعاش الاستثمار بافتراض المحافظة على وتيرة مرتفعة للاستثمار العمومي وللمشاريع الكبرى.

رسم بياني 8.7: توقعات النمو في أفق التوقع، على أساس سنوي
(ف3-2017/ف4-2019)*



*الشكوك المحيطة بالتوقع المركزي مع فواصل ثقة تتراوح ما بين 10% و90%.
المصدر: بيانات التدبيرة السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب

جدول 3.7 : نمو الناتج الداخلي الإجمالي ومكوناته (%)

الفارق (دجنبر/شتنبر)		النسب المتوقعة			النسب المسجلة				
2018	2017	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
-0,1	-0,2	3,6	3,0	4,1	1,2	4,5	2,7	4,5	3,0
0,0	0,0	3,5	-1,0	14,7	-12,8	11,9	-2,2	17,2	-9,1
-0,1	-0,2	3,6	3,4	2,7	2,2	1,8	2,7	1,8	4,5
-0,3	-1,4	4,1	3,9	2,7	8,5	18,1	9,7	14,6	6,8

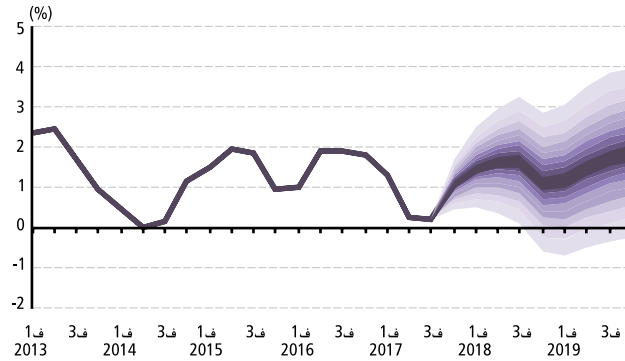
المصدر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب

وإجمالاً، وبعد أن ظلت في مستويات أدنى من إمكاناتها خلال سنة 2016، ينتظر أن تتطور دورة النشاط الاقتصادي الوطني بشكل عام في مستويات إيجابية خلال سنة 2017. بفعل تأثير تحسن المدخيل، لاسيما الفلاحية، والطلب الخارجي وكذلك التوجه التيسيري للسياسة النقدية.

يرتقب أن يتسارع التضخم الأساسي تدريجياً، مع بقائه في مستوى معتدل على المدى المتوسط

على المدى المتوسط. من المرتقب أن يتسارع التضخم الأساسي بشكل تدريجي، لينتقل من 0,8% سنة 2016 إلى 1,9% سنة 2019، لتبقى بذلك التوقعات دون تغيير مقارنة مع توقع شتنبر. وتعكس هذه الدينامية بالأساس الانتعاش المرتقب للطلب الداخلي وارتفاع التضخم المستورد، المتأثر بدوره بالانخفاض المرتقب لسعر الصرف الفعلي الحقيقي.

لرسم بياني 9.7 : توقعات التضخم خلال أفق التوقع (ف4/2017-ف4/2019)*



*الشكوك المحيطة بالتوقع المركزي مع فواصل ثقة تتراوح ما بين 10% و90%.

المصدر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب

جدول 4.7 : توقعات التضخم ومكوناته (على أساس سنوي)

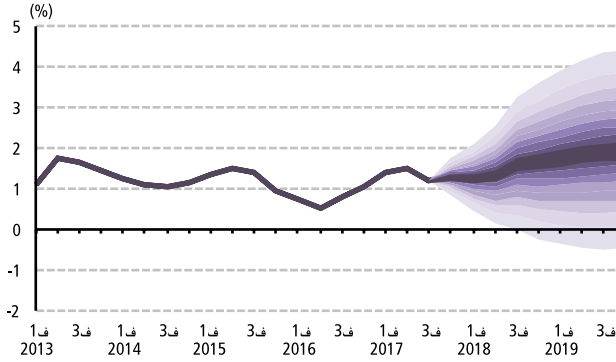
الفارق (دجنبر/شتنبر)		النسب المتوقعة			النسب المسجلة	
2018	2017	أفق 8 فصول			2016	2015
0,2	0,1	1,5	1,6	1,5	0,7	1,6
-0,1	-0,1	1,6	1,9	1,5	1,3	0,8

المصدر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب

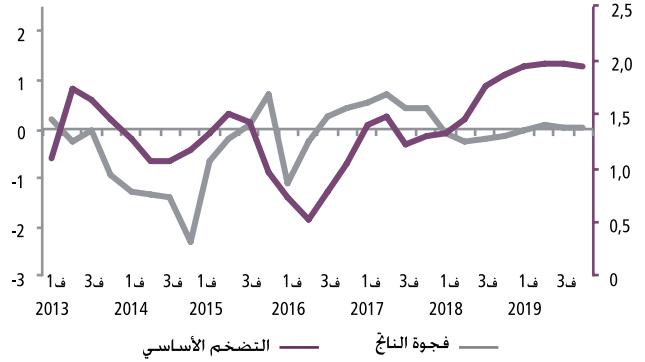
وبخصوص المنتجات المستثناة من التضخم الأساسي، من المرجح أن تسجل أسعار المحروقات وزيوت التشحيم ارتفاعاً خلال سنة 2017 بوتيرة أقوى من تلك التي كانت متوقعة في شهر شتنبر. نتيجة لارتفاع توقعات أسعار النفط في الأسواق العالمية، ومن جانبها، يرتقب أن تشهد أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان سنة 2017 انخفاضاً أقل مما كان متوقعاً في شهر شتنبر، ارتباطاً بالارتفاع الفصلي الكبير المتوقع في الفصل الرابع من سنة 2017.

وإجمالاً، يرجح أن يتباطأ التضخم إلى 0,7% سنة 2017، قبل أن يرتفع إلى 1,5% سنة 2018، ثم إلى 1,6% سنة 2019. وداخل أفق التوقع، يرتقب أن يبلغ التضخم 1,5% في المتوسط.

الرسم بياني 11.7: توقعات التضخم الأساسي خلال أفق التوقع (ف4/2017-ف4/2019)



رسم بياني 10.7: تطور التضخم الأساسي وفجوة الناتج



*الشكوك المحيطة بالتوقع المركزي مع فواصل ثقة تتراوح ما بين 10% و90%.

المصدر: بيانات الندوبية السامية للتخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب.

3.7 ميزان المخاطر

يُحيط بالسنااريو المركزي لتوقع النمو العديد من المخاطر. مع ميزان مخاطر متجه نحو الانخفاض بالنسبة للنمو ونحو الارتفاع بالنسبة للتضخم. فبالنسبة للمخاطر نحو الانخفاض المحيطة بأفاق النشاط الاقتصادي، فهي مرتبطة بتزايد الضغوط الجيوسياسية في الشرق الأوسط. والأزمة السياسية في إسبانيا، وكذلك بسياسات الإدارة الأمريكية التقييدية في مجال التجارة والهجرة، فضلاً عن ذلك، قد تؤثر هشاشة النظام المالي في بعض بلدان منطقة الأورو، وكذا التباطؤ السريع للنمو في الصين، بشكل سلبي على توقعات النمو العالمي. وعلى الصعيد الوطني، قد يؤدي تحقيق إنتاج من الجيوب أقل من المتوسط التاريخي إلى التأثير سلباً على النمو الوطني. وبالنسبة للمخاطر المتزايدة، من المرجح أن يؤدي تنفيذ الإدارة الأمريكية لسياسة مالية توسعية، وكذا تلبين الشروط المالية التي قد تترتب عن إلغاء القيود المالية في الولايات المتحدة بعد تعيين رئيس الاحتياطي الفدرالي الجديد، إلى انتعاش الطلب الداخلي بشكل أكبر، وبالتالي، النمو الأمريكي.

وبخصوص توقع التضخم، يمكن أن تؤدي المخاطر المرصودة إلى بلوغ التضخم مستوى أعلى مما كان متوقعاً. ويتعلق الأمر أساساً بارتفاع أسعار المنتجات الغذائية الطرية بقدر أكبر مما كان منتظراً، ارتباطاً بتأخر التساقطات المطرية، وبارتفاع أكبر لأسعار المنتجات الطاقية، بفعل تأثير تزايد الضغوط الجيوسياسية.

لائحة الرسوم البيانية

17.....	تطور بعض المؤشرات المرتفعة الوتيرة بالولايات المتحدة ومنطقة الأورو	رسم بياني 1.1
17.....	تطور مؤشرات أسواق البورصة الرئيسية في الاقتصادات المتقدمة	رسم بياني 2.1
18.....	: تطور نمو الناتج الداخلي الإجمالي ومكوناته	رسم بياني 1.1.1
19.....	: تطور القروض البنكية وتوزيعها	رسم بياني 2.1.1
20.....	: تطور مؤشري VIX و VSTOXX	رسم بياني 3.1
20.....	: تطور عائدات السندات الحكومية لأجل 10 سنوات	رسم بياني 4.1
20.....	: تطور الائتمان في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو	رسم بياني 5.1
20.....	: تطور سعر صرف الأورو مقابل الدولار	رسم بياني 6.1
21.....	: الأسعار الدولية للنفط بالدولار	رسم بياني 7.1
22.....	: تطور مؤشرات Dow Jones- UBS الخاصة بأسعار السلع الأساسية غير الطاقية	رسم بياني 8.1
22.....	: تطور الأسعار الدولية للفوسفات ومشتقاته	رسم بياني 9.1
22.....	: تطور التضخم في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو	رسم بياني 10.1
24.....	: تطور صادرات قطاع السيارات إلى نهاية شتبر	رسم بياني 1.2
25.....	: تطور تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج	رسم بياني 2.2
26.....	: تطور سعر الفائدة ما بين البنوك	رسم بياني 1.3
27.....	: بنية أسعار الفائدة في السوق الثانوية حسب آجال الاستحقاق	رسم بياني 2.3
27.....	: تطور تكلفة تمويل البنوك	رسم بياني 3.3
28.....	: تطور سعر صرف الدرهم	رسم بياني 4.3
28.....	: تطور أسعار الصرف الفعلية الإسمية والحقيقية	رسم بياني 5.3
28.....	: الفارق التقدي	رسم بياني 6.3
28.....	: مساهمات المقابلات الرئيسية في تغير الكتلة التقدي، على أساس سنوي	رسم بياني 7.3
29.....	: تغير الائتمان على أساس سنوي	رسم بياني 8.3
29.....	: تطور العرض والطلب	رسم بياني 9.3
29.....	: مساهمة القطاعات المؤسساتية في تغير الائتمان على أساس سنوي	رسم بياني 10.3
30.....	: التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع لأجل	رسم بياني 11.3
30.....	: تطور مؤشر أسعار الأصول العقارية و عدد المعاملات العقارية	رسم بياني 12.3
31.....	: التطور اليومي لمؤشر مازي	رسم بياني 13.3
31.....	: تطور المؤشرات القطاعية في الفصل الثالث من سنة 2017	رسم بياني 14.3
31.....	: تطور المبلغ الجاري لسندات الخزينة	رسم بياني 15.3
32.....	: تطور المبلغ الجاري لسندات الاقتراض حسب جهات الإصدار	رسم بياني 16.3
32.....	: تطور الاكتتابات وعمليات إعادة الشراء الخاصة بصناديق مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة	رسم بياني 17.3
34.....	: إنجازات المداخل العمومية الرئيسية بالنسبة لقانون المالية	رسم بياني 1.4
35.....	: تنفيذ النفقات مقارنة بقانون المالية	رسم بياني 2.4

35.....	: بنية النفقات العادية.....	رسم بياني 3.4
35.....	: نفقات الاستثمار المتراكمة من يناير إلى أكتوبر	رسم بياني 4.4
35.....	: رصيد الميزانية والتمويلات	رسم بياني 5.4
36.....	: رصيد الميزانية المتراكمة من يناير إلى أكتوبر	رسم بياني 6.4
36.....	: مديونية الخزينة.....	رسم بياني 7.4
37.....	: تطور نفقات الاستهلاك النهائي الوطني.....	رسم بياني 1.5
38.....	: الناتج الداخلي الإجمالي حسب المكونات	رسم بياني 2.5
39.....	: مساهمات فروع النشاط في النمو	رسم بياني 3.5
39.....	: تطور عدد مناصب الشغل المحدثة حسب القطاعات	رسم بياني 4.5
40.....	: مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص	رسم بياني 5.5
40.....	: القيمة الاسمية والحقيقية للحد الأدنى للأجور بالساعة	رسم بياني 6.5
40.....	: فجوة الناتج الإجمالي	رسم بياني 7.5
41.....	: التضخم والتضخم الأساسي.....	رسم بياني 1.6
42.....	: مساهمات أسعار المكونات الرئيسية في التضخم	رسم بياني 2.6
42.....	: تطور الأسعار الدولية للبرنت ومؤشر أسعار المحروقات وزيوت التشحيم	رسم بياني 3.6
43.....	: تطور مؤشرات أسعار السلع التجارية وغير التجارية.....	رسم بياني 4.6
43.....	: مساهمة السلع التجارية وغير التجارية في التضخم الأساسي	رسم بياني 5.6
44.....	: النسبة المتوقعة للتضخم على المدى القصير والنسبة المسجلة.....	رسم بياني 6.6
44.....	: توقعات أرباب المقاولات بشأن تطور التضخم خلال الأشهر الثلاثة المقبلة.....	رسم بياني 7.6
44.....	: توقعات خبراء القطاع المالي بشأن التضخم	رسم بياني 8.6
44.....	: العناصر المحددة للتطور المستقبلي للتضخم حسب توقعات خبراء القطاع المالي	رسم بياني 9.6
45.....	: المؤشرات الرئيسية لأسعار الاستيراد	رسم بياني 10.6
45.....	: تطور المكونات الرئيسية لمؤشر أسعار استيراد المنتجات الغذائية	رسم بياني 11.6
45.....	: المؤشرات الرئيسية لأسعار الإنتاج الصناعي	رسم بياني 12.6
48.....	: النمو في منطقة الأورو	رسم بياني 1.7
48.....	: سعر الفائدة الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي.....	رسم بياني 2.7
49.....	: توقعات سعر صرف الدولار مقابل الأورو	رسم بياني 3.7
49.....	: مؤشر أسعار السلع الأساسية الغذائية	رسم بياني 4.7
49.....	: سعر النفط الخام	رسم بياني 5.7
50.....	: التضخم في منطقة الأورو	رسم بياني 6.7
50.....	: التضخم في الولايات المتحدة	رسم بياني 7.7
52.....	: توقعات النمو في أفق التوقع، على أساس سنوي (ف3-2017/ف4-2019)	رسم بياني 8.7
53.....	: توقعات التضخم خلال أفق التوقع (ف4-2017/ف4-2019)	رسم بياني 9.7
54.....	: تطور التضخم الأساسي وفجوة الناتج	رسم بياني 10.7
54.....	: توقعات التضخم الأساسي خلال أفق التوقع (ف4-2017/ف4-2019).....	رسم بياني 11.7

لائحة الجداول

16	: النمط الفصلي للنمو	جدول 1.1
17	: تطور سعر الصرف	جدول 2.1
22	: التطور الأخير للتضخم في أبرز البلدان المتقدمة	جدول 3.1
23	: تطور الصادرات	جدول 1.2
23	: تطور صادرات الفوسفات ومشتقاته	جدول 2.2
24	: تطور الواردات	جدول 3.2
24	: تطور الواردات الرئيسية على أساس سنوي	جدول 4.2
24	: تطور مبادلات الخدمات	جدول 5.2
26	: تطور أسعار الفائدة على سندات الخزينة في السوق الأولية	جدول 1.3
27	: تطور أسعار الفائدة على القروض	جدول 2.3
27	: أسعار الفائدة على الودائع	جدول 3.3
34	: تطور المداخل العادية	جدول 1.4
34	: تطور وتنفيذ النفقات العمومية	جدول 2.4
36	: تمويل العجز	جدول 3.4
36	: آفاق مديونية الخزينة	جدول 4.4
40	: تطور المؤشرات الرئيسية لسوق الشغل	جدول 1.5
42	: تطور التضخم ومكوناته	جدول 1.6
51	: التوقعات الخاصة بمكونات ميزان الأداءات	جدول 1.7
52	: توقعات نمو الكتلة النقدية والائتمان البنكي	جدول 2.7
53	: نمو الناتج الداخلي الإجمالي ومكوناته	جدول 3.7
53	: توقعات التضخم ومكوناته	جدول 4.7

لائحة الإطارات

18	: تنامي المخاطر المالية في الصين	إطار 2.1
----	----------------------------------	----------