



## ◆ تقرير حول السياسة النقدية ◆

عدد 2015/36

وثيقة مقدمة لمجلس البنك  
المنعقد في 22 شتنبر 2015





## تقرير حول السياسة النقدية

عدد : 2015/36

وثيقة مقدمة لمجلس البنك

المنعقد في 22 شتنبر 2015

بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

## المحتويات

|    |  |
|----|--|
| 4  | لائحة الرسوم البيانية والجداول والإطارات         |
| 7  | بلاغ صحفي  |
| 10 | نظرة عامة  |
| 13 | 1. التوجه الإجمالي للعرض والطلب                  |
| 13 | 1.1 الإنتاج                                      |
| 17 | 2.1 الاستهلاك                                    |
| 17 | 3.1 الاستثمار                                    |
| 20 | 4.1 التجارة الخارجية                             |
| 22 | 2. الضغوط على الطاقات الإنتاجية وعلى سوق الشغل   |
| 22 | 1.2 الضغوط على الطاقات الإنتاجية                 |
| 23 | 2.2 الضغوط على سوق الشغل                         |
| 25 | 3. المحيط الدولي وأسعار الاستيراد                |
| 25 | 1.3 الأوضاع المالية والنشاط الاقتصادي عبر العالم |
| 30 | 2.3 أسعار السلع الأساسية والتضخم                 |
| 33 | 3.3 مؤشر قيم الوحدات عند الاستيراد في المغرب     |
| 35 | 4. الأوضاع النقدية وأسعار الأصول                 |
| 35 | 1.4 الأوضاع النقدية                              |
| 42 | 2.4 أسعار الأصول                                 |
| 45 | 5. تطور التضخم في الفترة الأخيرة                 |
| 45 | 1.5 تطور التضخم                                  |
| 47 | 2.5 السلع التجارية وغير التجارية                 |
| 48 | 3.5 السلع والخدمات                               |
| 48 | 4.5 مؤشر أسعار الإنتاج الصناعي                   |
| 49 | 5.5 تنبؤات التضخم                                |
| 50 | 6. آفاق التضخم                                   |
| 50 | 1.6 توقعات السيناريو الأساسي                     |
| 54 | 2.6 توقع التضخم وميزان المخاطر                   |

## لائحة الرسوم البيانية

- 14 ..... توقعات النمو ف2 2015 - ف2 2016 : رسم بياني 1.1
- 14 ..... تطور الناتج الداخلي الإجمالي ومكوناته، على أساس سنوي : رسم بياني 2.1
- 14 ..... نمو الناتج الداخلي الإجمالي الوطني غير الفلاحي والناتج الداخلي الإجمالي للبلدان الشريكة : رسم بياني 3.1
- 15 ..... مساهمة القطاع الأولي والثانوي والثالثي في النمو الإجمالي : رسم بياني 4.1
- 15 ..... تطور القيمة المضافة لقطاع البناء والأشغال العمومية ومجموع مبيعات الإسمنت : رسم بياني 5.1
- 16 ..... مساهمة قطاعات الأنشطة في النمو الإجمالي : رسم بياني 6.1
- 16 ..... تطور تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج : رسم بياني 7.1
- 17 ..... تطور قروض الاستهلاك : رسم بياني 8.1
- 17 ..... تطور قروض التجهيز : رسم بياني 9.1
- 17 ..... تطور المناخ العام للأعمال : رسم بياني 10.1
- 18 ..... أرصدة الميزانية : رسم بياني 1.1.1
- 18 ..... مداخيل عادية : رسم بياني 2.1.1
- 19 ..... نفقات إجمالية : رسم بياني 3.1.1
- 20 ..... تطور مجموع الصادرات : رسم بياني 11.1
- 20 ..... تطور صادرات قطاعي السيارات والنسيج و الجلد : رسم بياني 12.1
- 21 ..... تطور الواردات : رسم بياني 13.1
- 21 ..... تطور صادرات الفوسفات : رسم بياني 14.1
- 21 ..... تطور واردات النفط الخام : رسم بياني 15.1
- 22 ..... فجوة الناتج غير الفلاحي : رسم بياني 1.2
- 22 ..... نسبة استخدام الطاقات الإنتاجية في الصناعة : رسم بياني 2.2
- 22 ..... تطور تكلفة وحدة الإنتاج : رسم بياني 3.2
- 23 ..... تغير الإنتاجية الظاهرة للعمل : رسم بياني 4.2
- 23 ..... تطور مناصب الشغل المحدثة حسب القطاعات : رسم بياني 5.2
- 24 ..... تغير مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص من حيث القيمة الإسمية والحقيقية : رسم بياني 6.2
- 24 ..... الحد الأدنى للأجور من حيث القيمة الإسمية والحقيقية : رسم بياني 7.2
- 25 ..... تطور ربحية سندات الدولة لأجل 10 سنوات بمنطقة الأورو والولايات المتحدة : رسم بياني 1.3
- 25 ..... تطور سعر Libor-OIS : رسم بياني 2.3
- 25 ..... تطور أبرز مؤشرات البورصة في الاقتصادات المتقدمة : رسم بياني 3.3
- 26 ..... تطور مؤشر MSCI EM ومؤشر مازي : رسم بياني 4.3
- 26 ..... تطور مؤشر VIX و VSTOXX : رسم بياني 5.3
- 26 ..... تطور الائتمان في الولايات المتحدة الأمريكية وفي منطقة الأورو : رسم بياني 6.3
- 27 ..... تطور مؤشر بورصة شنغهاي : رسم بياني 1.1.3
- 27 ..... النمو الاقتصادي في الصين : رسم بياني 2.1.3
- 28 ..... تطور قيمة اليوان مقابل الدولار الأمريكي : رسم بياني 3.1.3

|    |  |
|----|--|
| 28 | رسم بياني 7.3 : تغير النمو في البلدان المتقدمة .....   |
| 28 | رسم بياني 8.3 : تغير النمو في البلدان الصاعدة .....  |
| 29 | رسم بياني 9.3 : تغير بعض المؤشرات العالية التردد بالولايات المتحدة وفي منطقة الأورو .....                  |
| 30 | رسم بياني 10.3 : الأسعار العالمية للبرنت بالدولار .....  |
| 31 | رسم بياني 11.3 : تطور مؤشر داوجونز- يو.بي. إس لأسعار السلع الأساسية غير الطاقة .....                       |
| 31 | رسم بياني 12.3 : تطور الأسعار العالمية للفوسفات ومشتقاته .....   |
| 31 | رسم بياني 13.3 : آفاق تطور مؤشرات أسعار السلع الأساسية .....   |
| 32 | رسم بياني 14.3 : تطور التضخم لدى أبرز البلدان الشريكة .....  |
| 33 | رسم بياني 15.3 : مؤشر أسعار استيراد المواد غير الطاقة على أساس فصلي .....                                  |
| 33 | رسم بياني 16.3 : مؤشر أسعار استيراد المواد الغير الطاقة على أساس سنوي .....                                |
| 34 | رسم بياني 17.3 : مؤشر أسعار استيراد المواد الطاقة على أساس فصلي .....                                      |
| 34 | رسم بياني 18.3 : مؤشر أسعار استيراد المواد الطاقة على أساس سنوي .....                                      |
| 35 | رسم بياني 1.4 : تطور سعر الفائدة ما بين البنوك .....   |
| 35 | رسم بياني 2.4 : تطور أسعار الفائدة على القروض .....  |
| 36 | رسم بياني 3.4 : بنية أسعار الفائدة المطبقة على سندات الخزينة في السوق الثانوية، حسب آجال الاستحقاق .....   |
| 36 | رسم بياني 4.4 : تغير المجموع م 3 .....   |
| 37 | رسم بياني 1.1.4 : التطور الفصلي لتأثير العوامل المستقلة للسيولة البنكية .....                              |
| 37 | رسم بياني 2.1.4 : التطور الشهري لتأثير العوامل المستقلة للسيولة البنكية .....                              |
| 37 | رسم بياني 3.1.4 : تغير الاحتياطات الإلزامية .....  |
| 37 | رسم بياني 4.1.4 : تدخلات بنك المغرب في السوق النقدية .....   |
| 38 | رسم بياني 5.1.4 : تطور معدل سعر الفائدة المتوسط المرجح في السوق القائمة بين البنوك وانحرافه المعياري ..... |
| 39 | رسم بياني 5.4 : الفارق النقدي .....  |
| 39 | رسم بياني 6.4 : مساهمات المقابلات الرئيسية في نمو الكتلة النقدية .....                                     |
| 39 | رسم بياني 7.4 : التغير السنوي لمكونات المجموع م 3 .....  |
| 39 | رسم بياني 8.4 : تغير القروض على أساس سنوي .....  |
| 40 | رسم بياني 9.4 : النمو السنوي لمختلف فئات القروض .....  |
| 40 | رسم بياني 10.4 : مساهمة مختلف القطاعات المؤسساتية في تطور القروض .....                                     |
| 41 | رسم بياني 11.4 : النمو السنوي للاحتياطات الدولية الصافية .....   |
| 41 | رسم بياني 12.4 : التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع لأجل .....                                       |
| 42 | رسم بياني 13.4 : تطور سعر صرف الدرهم .....   |
| 42 | رسم بياني 14.4 : تطور سعر الصرف الفعلي الإسمي والحقيقي للدرهم .....  |
| 42 | رسم بياني 15.4 : تغير مؤشر أسعار الأصول العقارية .....   |
| 43 | رسم بياني 16.4 : التطور اليومي لمؤشر مازي .....  |
| 43 | رسم بياني 17.4 : مساهمة المؤشرات القطاعية في نمو مازي منذ بداية السنة .....                                |
| 44 | رسم بياني 18.4 : تطور المبلغ الجاري لأذينات الخزينة .....  |
| 44 | رسم بياني 19.4 : تطور المبلغ الجاري لسندات الدين القابلة للتداول .....                                     |

|    |  |
|----|--|
| 44 | رسم بياني 20.4 : تطور بنية المبلغ الجاري لسندات الاقتراض حسب جهة الإصدار .....                       |
|    | رسم بياني 21.4 : تطور الاكتتابات وعمليات إعادة الشراء الخاصة بسندات صناديق مؤسسات التوظيف الجماعي    |
| 45 | في القيم المنقولة.....   |
| 46 | رسم بياني 1.5 : التضخم الكلي والتضخم الأساسي .....   |
| 47 | رسم بياني 2.5 : مساهمة أسعار أبرز المكونات في التضخم .....   |
| 47 | رسم بياني 3.5 : تطور مؤشرات أسعار السلع التجارية والسلع غير التجارية المدرجة في التضخم الأساسي ..... |
| 48 | رسم بياني 4.5 : مساهمة السلع التجارية والسلع غير التجارية في التضخم الأساسي .....                    |
| 48 | رسم بياني 5.5 : تطور أسعار السلع التجارية والسلع غير التجارية .....                                  |
| 48 | رسم بياني 6.5 : تطور تضخم السلع التجارية، والتضخم لدى شركاء المغرب التجاريين .....                   |
| 48 | رسم بياني 7.5 : مساهمة أسعار السلع والخدمات في التضخم .....  |
| 49 | رسم بياني 8.5 : تطور مؤشرات أسعار الإنتاج الصناعي .....  |
| 49 | رسم بياني 9.5 : تطور أسعار المواد الصناعية خلال الأشهر الثلاثة المقبلة.....                          |
| 49 | رسم بياني 10.5 : توقعات أرباب المقاولات حول التضخم خلال الأشهر الثلاثة المقبلة .....                 |
| 54 | رسم بياني 1.6 : توقع التضخم من ف 3 من سنة 2015 إلى ف 4 من سنة 2016 .....                             |

## لائحة الجداول

|    |  |
|----|--|
| 13 | جدول 1.1 : تطور الناتج الداخلي الإجمالي حسب فروع النشاط الرئيسية .....                               |
| 20 | جدول 2.1 : تطور الميزان التجاري حتى نهاية غشت .....  |
| 23 | جدول 1.2 : المؤشرات الفصلية للنشاط والتشغيل والبطالة .....   |
| 27 | جدول 1.3 : التطور الفصلي للنمو .....   |
| 29 | جدول 2.3 : آفاق النمو في العالم.....   |
| 30 | جدول 3.3 : تطور نسبة البطالة بالولايات المتحدة ومنطقة الأورو و البلدان الشريكة .....                 |
| 32 | جدول 4.3 : تطور التضخم في العالم .....   |
| 32 | جدول 5.3 : آفاق التضخم في العالم .....   |
| 36 | جدول 1.4 : أسعار الفائدة على الودائع .....   |
| 36 | جدول 2.4 : تطور عائدات سندات الخزينة في السوق الأولية .....  |
| 46 | جدول 1.5 : تطور التضخم ومكوناته .....  |
| 47 | جدول 2.5 : 2.5 : أسعار بيع المنتجات النفطية.....   |
| 47 | جدول 3.5 : تطور مؤشرات أسعار السلع التجارية والسلع غير التجارية المدرجة في مؤشر أسعار المستهلك ..... |
| 48 | جدول 4.5 : مؤشر أسعار السلع التجارية والسلع غير التجارية باستثناء المواد المتقلبة والمقننة.....      |
| 48 | جدول 5.5 : مؤشرات أسعار السلع والخدمات .....   |
| 54 | جدول 1.6 : توقع التضخم من ف 3 من سنة 2015 إلى ف 4 من سنة 2016 .....                                  |

## لائحة الإطارات

|    |   |
|----|---|
| 18 | الإطار 2.1 : تنفيذ الميزانية بنهاية يوليوز 2015 ..... |
| 27 | إطار 1.3 : تطور بورصة شنغهاي في الفترة الأخيرة .....  |
| 37 | إطار 1.4 : السيولة وتطبيق السياسة النقدية .....       |

## بلاغ صحفي

اجتماع مجلس بنك المغرب

الرباط في 22 شتنبر 2015

1. عقد مجلس بنك المغرب اجتماعه الفصلي الثالث للسنة يوم الثلاثاء 22 شتنبر 2015.
2. خلال هذا الاجتماع، تدارس المجلس التطورات التي شهدتها الوضعية الاقتصادية والنقدية والمالية وكذا توقعات التضخم في أفق الفصل الرابع من سنة 2016.
3. على الصعيد الدولي، سجل المجلس استمرار انتعاش النشاط الاقتصادي في البلدان المتقدمة، وإن بوتيرة أضعف من المتوقع. ففي منطقة الأورو، ارتفع الناتج الداخلي الإجمالي بنسبة 1,5% خلال الفصل الثاني مقابل 1,2% في الفصل الأول، ويرتقب، حسب توقعات البنك المركزي الأوروبي الخاصة بشهر شتنبر، أن يتزايد بنسبة 1,4% سنة 2015 و 1,7% سنة 2016. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، تباطأ النمو إلى 2,7%. فيما قام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، في اجتماعه لشهر شتنبر، برفع توقعاته متوسطة الأجل الخاصة بسنة 2015 إلى 2,1% وبخفض تلك الخاصة بسنة 2016 إلى 2,3%. موازاة مع ذلك، شهدت وضعية سوق الشغل مزيدا من التحسن، إذ تراجعت نسبة البطالة في منطقة الأورو إلى 10,9% في يوليوز وإلى 5,1% في غشت في الولايات المتحدة، وهو أدنى مستوى لها منذ أبريل 2008. وفي الدول الصاعدة الرئيسية، تشير المعطيات المتعلقة بالفصل الثاني إلى تحسن ملحوظ للنمو في الهند واستقرار وتيرته في الصين وتزايد حدة انكماش الناتج الداخلي الإجمالي في كل من روسيا والبرازيل. وفي سوق السلع الأساسية، شهد سعر النفط توجها نحو الانخفاض منذ شهر يونيو، مسجلا تراجعات شهرية بلغت 11,4% في يوليوز و 15,9% في غشت. وحسب توقعات البنك الدولي، يرتقب أن يصل متوسط سعر النفط مع متم السنة إلى 57,5 دولار للبرميل قبل أن يرتفع إلى 61,2 دولار سنة 2016. في ظل هذه الظروف، بلغ معدل التضخم بمنطقة الأورو 0,1% في غشت ومن المنتظر أن يظل في هذا المستوى إلى غاية نهاية السنة. حسب توقعات البنك المركزي الأوروبي، قبل أن يرتفع إلى 1,1% في سنة 2016. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، استقر معدل التضخم في 0,2% في غشت، ويتوقع الاحتياطي الفدرالي الأمريكي أن يصل متوسطه مع نهاية السنة إلى 0,4% ليرتفع مجددا إلى 1,7% في 2016.
4. في ما يتعلق بقرارات السياسة النقدية، أبقى البنك المركزي الأوروبي، خلال اجتماعه بتاريخ 3 شتنبر، على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير في 0,05%. كما قرر الرفع من سقف حصته في عمليات إعادة شراء السندات العمومية من 25% إلى 33%. من جهة أخرى، قرر الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، في اجتماعه المنعقد في 17 من هذا الشهر، الإبقاء على سعر فائدته المرجعي في نطاق يتراوح بين 0% و 0,25%. مؤكدا على أن لجنته للسياسة النقدية تتوقع أنه سيكون من الملائم رفع هذا النطاق عند تسجيل مزيد من التحسن في سوق الشغل وعندما تتكون لديها القناعة الكافية بتوجه التضخم نحو نسبة 2% المستهدفة على المدى المتوسط. وأوضحت اللجنة بشكل صريح، ولأول مرة، أن التطورات الاقتصادية والمالية الدولية الأخيرة قد تعيق نوعا ما النشاط الاقتصادي الأمريكي وقد تشكل ضغطا إضافيا على التضخم في اتجاه تخفيضه على المدى القصير. وفي ما يتعلق بالائتمان البنكي، فقد استقرت وتيرة نموه السنوية في الولايات المتحدة في 7,3% في غشت، بينما ارتفع في منطقة الأورو بنسبة 0,9% في يوليوز بعد 0,6% في الشهر السابق.
5. إن كافة هذه التطورات التي عرفتتها الوضعية الاقتصادية الدولية تشير إلى غياب ضغوط تضخمية خارجية.

6. على الصعيد الوطني، بلغت نسبة النمو 4,1% في الفصل الأول مقابل 2,8% سنة من قبل. نتيجة ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 12%، بعد انخفاضها بواقع 1,6%. وعلى العكس من ذلك، تراجعت نسبة نمو الناتج الداخلي الإجمالي غير الفلاحي من 3,4% إلى 3,1%. وأخذاً في الاعتبار هذه التطورات والمؤشرات المتاحة خلال السنة، ينتظر أن تصل نسبة النمو إلى 4,6% في سنة 2015 مقابل 2,4% في 2014. نتيجة بالخصوص لتحسن الأنشطة الفلاحية، في حين يرتقب أن تظل وتيرة نمو الناتج الداخلي الإجمالي غير الفلاحي محدودة في 3,3% بالنسبة لسنة 2016. ومع افتراض تسجيل موسم فلاحي عادي، ينتظر أن تتراجع نسبة النمو إلى 2,4% وأن يستقر الناتج غير الفلاحي في حدود 3,3%. وفي سوق الشغل، تشير معطيات الفصل الثاني إلى انخفاض معدل البطالة بمقدار 0,6 نقطة ليصل إلى 8,7%. ويعكس هذا التطور على الأرجح التراجع الملحوظ الذي عرفه معدل النشاط، والذي بلغ 0,9 نقطة، في حين لم تتجاوز مناصب الشغل التي تم إحداثها 38 ألف منصب. في ظل هذه الظروف، تبقى فجوة الناتج غير الفلاحي سلبية، مما يشير إلى غياب ضغوط تضخمية ناجمة عن الاقتصاد الحقيقي.
7. وفي ما يخص الحسابات الخارجية، تشير المعطيات المؤقتة، إلى غاية متم شهر غشت، إلى تراجع عجز الميزان التجاري بنسبة 20,4%. نتيجة بالأساس لانخفاض الفاتورة الطاقية بنسبة 30% ولاستمرار حيوية الصادرات، حيث تحسنت مبيعات قطاع السيارات بنسبة 19,1% كما انتعشت مبيعات الفوسفات ومشتقاته بنسبة 18,4%. أما تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، فقد تنامت بنسبة 5,5%. في حين تدنت مداخيل الأسفار بواقع 2,5% بالرغم من الارتفاع الهام بنسبة 16,6% الذي حققته في يوليو، استناداً إلى هذه التطورات ومع افتراض بلوغ متوسط سعر النفط 57,5 دولاراً للبرميل في سنة 2015 وعدم تجاوز هيئات مجلس دول التعاون الخليجي مبلغ 6 ملايين درهم، يتوقع أن يصل عجز الحساب الجاري إلى 2,8% مع متم 2015. وبخصوص عمليات الحساب المالي، بلغت مداخيل الاستثمارات الخارجية المباشرة خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة 24,2 مليار، مرتفعة بواقع 22,8% على أساس سنوي. في ظل هذه الظروف، ارتفعت احتياطات الصرف بنسبة 19,7% لتصل إلى 210,2 مليار في نهاية شهر غشت، أي ما يعادل 6 أشهر من واردات السلع والخدمات. كما يتوقع أن تعرف المزيد من التحسن لتضمن تغطية 6 أشهر ونصف من الواردات مع متم شهر دجنبر.
8. على صعيد المالية العمومية، عرفت النفقات الإجمالية إلى نهاية شهر يوليو تراجعاً بواقع 5% يعكس على الخصوص تدني نفقات المقاصة بنسبة 54,2%. في المقابل، تنامت كتلة الأجور بنسبة 0,6% كما ارتفعت نفقات الاستثمار بواقع 2,6% لتصل إلى 34,5 مليار، أي بنسبة إنجاز تصل إلى 70% من المبلغ المبرمج في قانون المالية، بموازاة ذلك، تراجعت الموارد الضريبية بنسبة 0,8%. إثر تدني مداخيل الضريبة على الشركات بنسبة 4,4%. أما المداخيل المتأتية من الهبات، فقد بلغت 1,3 مليار، مقابل 7,2 مليار خلال نفس الفترة من سنة 2014. وفي المجمل، أسفر تنفيذ الميزانية عن تقلص العجز المالي، دون احتساب عائدات الخوصصة، بمبلغ 10 مليار، مما يشير إلى إمكانية تحقيق نسبة العجز المستهدفة في إطار قانون المالية والمحددة في 4,3% من الناتج الداخلي الإجمالي.
9. في ما يتعلق بالمجال النقدي، تباطأت وتيرة نمو المجمع النقدي م3 من 6,2% في المتوسط خلال الفصل الثاني إلى 5,3% مع نهاية يوليو ويتوقع أن تصل إلى 5% في سنة 2015. وبالتالي، كان الفارق النقدي سلبياً، مما يشير إلى غياب ضغوط تضخمية ناشئة عن الأوضاع النقدية. وسجلت وتيرة نمو القروض البنكية استقراراً في نسبة 2,3%. يغطي تزايداً في حدة انخفاض تسهيلات الصندوق ما بين الفصل الثاني وشهر يوليو وتباطؤاً في قروض الاستهلاك والتجهيز وتسارعا في القروض العقارية. وأخذاً في الاعتبار هذه التغيرات ونتائج استقصاء بنك المغرب حول شروط منح القروض التي تشير إلى تراجع طلب المقاولات خلال الفصل الثاني، تمت مراجعة توقع نمو الائتمان في سنة 2015 نحو الانخفاض إلى حوالي 3%. وفي ما يتعلق بالسيولة البنكية، فقد ارتفعت خلال شهري يوليو وغشت بمبلغ 5,9 مليار في المتوسط مقارنة بالفصل الثاني، وتقلص بالتالي حجم تدخلات البنك الأسبوعية إلى 36,3 مليار

درهم في المتوسط. ومن جهتها. سجلت أسعار الفائدة على القروض في الفصل الثاني انخفاضات من فصل لآخر بلغت 9 نقط أساس بالنسبة لقروض الاستهلاك و7 نقط أساس لقروض التجهيز و6 نقط أساس للقروض العقارية. بينما ارتفعت أسعار الفائدة على تسهيلات الصندوق بما قدره 18 نقطة أساس. ليرتفع بذلك متوسط سعر الفائدة الإجمالي على القروض من 5,81% إلى 5,93%.

10. وعلى مستوى سوق الأصول. شهد مؤشر أسعار الأصول العقارية خلال الفصل الثاني انخفاضا بنسبة 0,4% على أساس فصلي. نتيجة تراجع أسعار العقارات السكنية بواقع 0,9%. في المقابل. ارتفع مؤشر أسعار الأراضي الحضرية بنسبة 1,4%. في حين ظلت أسعار العقارات المخصصة للاستعمال المهني شبه مستقرة في نفس مستواها المسجل خلال الفصل الأول. وعلى مستوى سوق البورصة. وبعد ارتفاعه بنسبة 6,8% خلال الفصل الأول. عاد مؤشر مازي ليتراجع من جديد. ليسجل منذ بداية السنة إلى متم غشت أداء سلبيا بلغ 2,9%.

11. وبخصوص تطور أسعار الاستهلاك. بلغت نسبة التضخم 1,7% في غشت بعد 2,4% في يوليوز. لاسيما بفعل تراجع وتيرة نمو أسعار السلع المقننة باستثناء الوقود وزيوت التشحيم من 4,8% إلى 2,2%. أما التضخم الأساسي. الذي يعكس التوجه الرئيسي للأسعار. فقد انتقلت نسبته من 1,4% إلى 1,5%. مع تسجيل تسارع طفيف في وتيرة ارتفاع أسعار السلع غير التجارية من 1,3% إلى 1,4% واستقرار في وتيرة أسعار السلع التجارية في نسبة 1,6%. على صعيد آخر. واصلت أسعار الإنتاج الصناعي منحها التنازلي. حيث انخفضت مجددا بنسبة 3,7% في يوليوز.

12. وبناء على مجمل هذه التطورات. يرتقب أن يظل التضخم متلائما مع هدف استقرار الأسعار. إذ يتوقع أن تصل نسبته إلى 1,8% سنة 2015 و1,5% في المتوسط خلال الفصول الستة القادمة.

13. وأخذا في الاعتبار كافة هذه التطورات وكذا الغموض التي ما زال يحيط بأفاق النمو الاقتصادي على الصعيدين الوطني والدولي. اعتبر مجلس البنك أن المستوى الحالي لسعر الفائدة الرئيسي المحدد في 2,5% يظل ملائما.

14. إلى جانب ذلك. قام المجلس بالمصادقة على ميثاق الحكامة المتعلق ببنك المغرب. والذي تم إعداده طبقا لأفضل الممارسات المعمول بها في هذا المجال.

## نظرة عامة

في سياق تزايد التقلبات في الأسواق المالية وانخفاض أسعار السلع الأساسية، تميز النشاط الاقتصادي العالمي باستمرار الانتعاش الطفيف في البلدان المتقدمة الرئيسية وتباطؤ النشاط في الاقتصادات الصاعدة. مع تباين في الأداء من بلد لآخر. فقد واصل النشاط الاقتصادي انتعاشه في منطقة الأورو بوتيرة أقل مما كان متوقعا. إذ ارتفع الناتج الداخلي الإجمالي بنسبة 1,5% على أساس سنوي بدلا من 1,2% في الفصل السابق. وفي الولايات المتحدة، بلغ النمو 2,7% بعد 2,9%. بفعل التباطؤ الحاد للاستثمار الخاص. وتراجع النمو في المملكة المتحدة من 2,9% إلى 2,6%. لاسيما بسبب التباطؤ الذي شهدته قطاعا البناء والخدمات. أما في اليابان. فقد تميز الوضع الاقتصادي بانخفاض هام من فصل لآخر في الصادرات والاستهلاك الخاص. وفي أسواق الشغل. سجل معدل البطالة انخفاضا شهريا من 5,3% إلى 5,1% في الولايات المتحدة في غشت ومن 11,1% إلى 10,9% في منطقة الأورو في يوليو. وهو أدنى مستوى له منذ مارس 2012. وفي البلدان الصاعدة الرئيسية. استقر النمو في الفصل الثاني في نسبة 7% في الصين وتحسن من 6,1% إلى 7,1% في الهند. وفي البرازيل وروسيا. تزايدت حدة انكماش الناتج المحلي الإجمالي. الذي بلغ نموه على التوالي 2,6% - بعد 1,6% و 4,6% - بدلا من 2,2% -.

من حيث الآفاق المستقبلية. قام صندوق النقد الدولي في يوليو بخفض توقعاته لنمو الاقتصاد العالمي بمقدار 0,2 نقطة إلى 3,3% بالنسبة لسنة 2015. وأبقى عليها بالنسبة لسنة 2016 في 3,8%. ويتوقع أن يصل النمو في البلدان متقدمة إلى 2,1% في عام 2015 و 2,4% في 2016. بينما يرتقب أن يرتفع الناتج الداخلي الإجمالي في الاقتصادات الصاعدة والنامية بنسبة 4,2% في 2015 و 4,7% في 2016. وفي ما يتعلق بسوق الشغل. أفاد صندوق النقد الدولي في توقعات شهر أبريل أن معدل البطالة قد يبلغ 5,4% في عام 2015 و 5% في عام 2016 في الولايات المتحدة. بينما قد يظل مرتفعا في منطقة الأورو في نسبة 11% و 10,5% على التوالي.

وفي ما يتعلق بأسواق البورصة. سجلت مؤشرات الاقتصاديات المتقدمة والصاعدة الرئيسية انخفاضا كبيرا في شهر غشت. فقد تراجع مؤشر أوروستوكس 50 بنسبة 2,8% من شهر لآخر وانخفض مؤشر داو جونز ومؤشر نيكاي 225 بنسبة 4,1% و 2,3% على التوالي. وفي أسواق البلدان الصاعدة. انخفض مؤشر MSCI EM بنسبة 8,8% على إثر انخفاض كل من مؤشر الصين بنسبة 8,4% ومؤشر تركيا بنسبة 10,3% ومؤشر الهند بنسبة 3,5%. في أسواق السندات. واصلت معدلات العائد انخفاضها في البلدان المتقدمة النمو. بحيث تراجع معدل العائد على السندات السيادية لمدة 10 سنوات بين شهري يوليو وغشت من 0,7% إلى 0,6% بالنسبة لألمانيا ومن 1,1% إلى 1% لفرنسا ومن 2,3% إلى 2,2% بالنسبة للولايات المتحدة. وعلى النقيض من ذلك. استقرت معدلات العائد على العموم في الصين والهند وارتفعت في البرازيل وتركيا. وفي أسواق العملات. ارتفعت قيمة الأورو مقابل عملات البلدان المتقدمة الكبرى بين شهري يوليو وغشت بنسبة 1,2% مقابل الدولار و 1,1% مقابل الجنيه الإسترليني و 0,9% مقابل الين الياباني. أما بالنسبة لعملات البلدان الصاعدة الرئيسية. فقد انخفضت قيمتها مقابل الدولار. إذ تراجع اليوان الصيني بنسبة 2,1% وبلغت قيمته في 12 غشت 6,4 يوان للدولار. وهو أدنى مستوى له منذ سنة 2011.

على صعيد قرارات السياسة النقدية. قرر البنك الفيدرالي الأمريكي في اجتماع شتنبر الإبقاء على سعر الفائدة الرئيسي في نطاق يتراوح بين 0% و 0,25%. مشيرا إلى أن لجنته للسياسة النقدية تتوقع أنه سيكون من الأنسب رفع هذا النطاق عند تسجيل مزيد من التحسن في سوق الشغل وعندما تتكون لديها القناعة بتوجه التضخم نحو نسبة 2% المستهدفة على المدى المتوسط. وعلى نفس المنوال. حافظ البنك المركزي الأوروبي. في اجتماعه بتاريخ 3 شتنبر على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير عند 0,05% وقرر الرفع من سقف حصته في عمليات إعادة شراء السندات العمومية من 25% إلى 33%. وفي البلدان الصاعدة. قرر البنك المركزي الصيني في 25 غشت خفض سعر الفائدة الرئيسي بمقدار 25 نقطة أساس ليصل إلى 4,6%. وقام في ثلاث مناسبات. بين 11 و 13 غشت. بخفض قيمة اليوان مقابل الدولار. ومن جهته. قرر البنك المركزي الهندي في 4 غشت الحفاظ على سعر الفائدة الرئيسي عند 7,25%. مع الإبقاء على التوجه التيسيري لسياسته النقدية.

في أسواق السلع. سجلت الأسعار على العموم توجهها نحو الانخفاض. ففي ما يخص المنتجات الطاقية. تراجع سعر البرنت في غشت بنسبة 53,6% على أساس سنوي وانخفض إلى 47,5 دولارا للبرميل في المتوسط. كما تراجع مؤشر

أسعار المعادن الأساسية بنسبة 27,2% وأسعار المنتجات الزراعية بنسبة 12,8%. في المقابل، ارتفع سعر الفوسفات ومشتقاته على أساس سنوي بنسبة 4,5% للفوسفات الخام و5,6% لكلوريد البوتاسيوم. غير أنه انخفض بنسبة 8,1% للفوسفات الثنائي الأمونيوم (DAP). وبنسبة 9% للفوسفات الثلاثي الصوديوم و15,2% لليوريا. أما بالنسبة لسعر القمح الصلب، فقد تراجع بنسبة 31,7% من سنة إلى أخرى.

في ظل هذه الظروف، استقر معدل التضخم في الولايات المتحدة عند 0,2% وانخفض في منطقة الأورو إلى 0,1% في عشت. وفي 3 شتنبر، قام البنك المركزي الأوروبي بخفض توقعات التضخم في منطقة الأورو إلى 0,1% لعام 2015 و1,1% لعام 2016. وفي المجمل، تشير كل هذه التطورات إلى غياب ضغوط تضخمية خارجية على المدى المتوسط.

على الصعيد الوطني، تظهر البيانات التي نشرتها المندوبية السامية للتخطيط، والتي تعتمد عام 2007 كسنة الأساس، إلى أن نسبة النمو في سنة 2014 بلغت 2,4%. تغطي انخفاضا في القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 2,5% وزيادة قدرها 3,1% في الأنشطة غير الفلاحية. وأخذا في الاعتبار المعطيات المتاحة خلال السنة، ينتظر أن تصل نسبة النمو في سنة 2015 إلى 4,6%. مدفوعة بشكل رئيسي بإنتاج قياسي من الحبوب يصل إلى 115 مليون قنطار، في حين لن يتجاوز نمو الناتج الداخلي الإجمالي غير الفلاحي 3,3%. بالنسبة لسنة 2016، ومع افتراض تسجيل موسم فلاحي متوسط، ينتظر أن تتراجع نسبة النمو إلى 2,4% وأن يستقر نمو الناتج الداخلي الإجمالي غير الفلاحي في حدود 3,3%.

في سوق الشغل، انخفض معدل البطالة في الفصل الثاني من 2015 بمقدار 0,6 نقطة ليصل إلى 7,8%. بعد ارتفاع قدره 0,7 نقطة في سنة 2014، وتراجع في المناطق الحضرية إلى 13,4% وفي الوسط القروي إلى 3,3%. ويعزى هذا الانخفاض إلى التراجع الملموس لمعدل النشاط بواقع 0,9، بينما لم يتجاوز عدد فرص الشغل المحدث 38000 منصب. وسجلت قطاعات الفلاحة والغابات والصيد على وجه الخصوص فقدان 58000 منصب على الرغم من إنتاج قياسي للحبوب بلغ 115 مليون قنطار.

في هذا السياق، تظل فجوة الناتج غير الفلاحي سلبية، مما يشير إلى غياب ضغوط تضخمية ناشئة عن الطلب على المدى المتوسط.

وفي ما يتعلق بالحسابات الخارجية، واصل العجز التجاري تحسنه، منخفضا بنسبة 20,4% إلى نهاية غشت مقارنة بنفس الفترة من سنة 2014. فقد سجلت الواردات تراجعا بنسبة 6,7%. لاسيما بفعل انخفاض قدره 30% في الفاتورة الطاقية. في حين ارتفعت الصادرات بنسبة 6,6% خصوصا بفضل تحسن مبيعات الفوسفات ومشتقاته بنسبة 18,4% ومبيعات قطاع صناعة السيارات بنسبة 19,1%. وفي ما يخص باقي بنود الحساب الجاري، ارتفعت تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج بنسبة 5,5%. بينما تقلصت مداخيل الأسفار بنسبة 2,5% إلى نهاية غشت بالرغم من ارتفاعها الهام بنسبة 16,1% في يوليوز. استنادا إلى هذه المعطيات ومع افتراض بلوغ متوسط سعر النفط 57,5 دولارا للبرميل في سنة 2015، وفق توقعات البنك الدولي، وعدم تجاوز هبات مجلس دول التعاون الخليجي مبلغ 6 ملايين درهم، مقابل 13 مليار درهم المتوقعة في قانون المالية، من المنتظر أن يصل عجز الحساب الجاري إلى 2,8% من الناتج الداخلي الإجمالي في نهاية عام 2015 بعد 5,6% في عام 2014. وأخذا في الاعتبار تطور التدفقات الصافية للاستثمارات الأجنبية المباشرة، التي زادت بنسبة 21,1%. وتطور المكونات الأخرى للحساب المالي، ارتفع المبلغ الجاري للاحتياطيات الدولية الصافية إلى 210,2 مليار درهم في نهاية غشت، أي ما يعادل ستة أشهر من واردات السلع والخدمات. ويتوقع أن تعرف المزيد من التحسن لتصل في نهاية السنة إلى 6 أشهر ونصف من الواردات.

أبرز تنفيذ الميزانية إلى نهاية يوليوز 2015 عجزا ماليا، دون احتساب مداخيل الخوصصة، قدره 23,6 مليار درهم، وهو ما يمثل انخفاضا بمبلغ 10,2 مليار مقارنة بنفس الفترة من سنة 2014. ويعزى ذلك أساسا إلى انخفاض نفقات المقاصة بأكثر من النصف، بينما لم تشهد نفقات التسيير إلا ارتفاعا طفيفا، وفي الوقت نفسه، تقلصت المداخيل العادية بنسبة 2,9%. بفعل تراجع العائدات الضريبية بنسبة 0,5% وغير الضريبية بنسبة 19,8%. وعلى وجه الخصوص، بلغت هبات دول مجلس التعاون الخليجي 944 مليون درهم في نهاية يوليوز 2015 مقابل 7,1 مليار في العام السابق. وبالتالي، كان الرصيد العادي للميزانية إيجابيا، بحيث بلغ 1,2 مليار درهم، مقابل رصيد سلبي قدره 3,3 مليار في نهاية يوليوز 2014. وفي ضوء هذه التطورات، من المنتظر أن يتم تحقيق نسبة عجز الميزانية المستهدفة في إطار قانون

المالية والمحددة في 4,3% من الناتج الداخلي الإجمالي. إذ من المتوقع أن يعوض الانخفاض في نفقات المقاصة تراجع المداخيل من الهبات.

على مستوى الأوضاع النقدية، تباطأت وتيرة نمو المجمع النقدي م3 من 6,2% في المتوسط خلال الفصل الثاني إلى 5,3% مع نهاية يوليوز. وبالتالي، كان الفارق النقدي سلبيا. مما يشير إلى غياب ضغوط تضخمية ناشئة عن الأوضاع النقدية. ولم تسجل وتيرة نمو القروض البنكية تغيرا هاما. بحيث بلغت 2,3%. وتغطي هذه النسبة تزايدا في حدة انخفاض تسهيلات الصندوق وتباطؤا في قروض الاستهلاك والتجهيز وتسارعا في القروض العقارية. وأخذا في الاعتبار هذه التغيرات، يتوقع أن يصل نمو الائتمان في سنة 2015 إلى حوالي 3%. وفي ما يتعلق بالقروض المعلقة الأداء، ظلت حصتها في مجموع القروض البنكية مستقرة في 7,2%. وبخصوص الأوضاع النقدية، ظل سعر الفائدة بين البنوك قريبا من سعر الفائدة الرئيسي. إذ بلغ 2,51% في المتوسط خلال شهري يوليوز وغشت. وبلغ متوسط سعر الفائدة المرجح على الودائع لمدة 6 و12 شهرا 3,68% في يوليوز. منخفضا بمقدار 3 نقط أساس مقارنة بالفصل الثاني 2015. أما بالنسبة لأسعار الفائدة على القروض، تشير بيانات الفصل الثاني إلى زيادة في سعر الفائدة المرجح قدرها 12 نقطة أساس عن الفصل السابق. وذلك نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة على تسهيلات الصندوق بما قدره 18 نقطة أساس بينما سجلت أسعار الفائدة على باقي فئات القروض انخفاضات بلغت 9 نقط أساس بالنسبة لقروض الاستهلاك و7 نقط أساس لقروض التجهيز و6 نقط أساس للقروض العقارية. . بينما، ليرتفع بذلك متوسط سعر الفائدة الإجمالي على القروض من 5,81% إلى 5,93%. وفي ما يتعلق بسعر صرف الدرهم، فقد انخفض في الفصل الثاني 2015 بنسبة 0,76% من حيث القيمة الاسمية و1,89% من حيث القيمة الحقيقية بسبب فارق التضخم الذي كان في صالح المغرب.

في سوق الأصول، سجلت أسعار العقار في الفصل الثاني انخفاضا بنسبة 0,4%. يغطي تراجعا نسبته 0,9% في أسعار العقارات السكنية وزيادة قدرها 1,4% في أسعار الأراضي الحضرية وشبه ركود في أسعار العقارات المخصصة للاستعمال المهني. وانخفض عدد المعاملات بنسبة 0,5% نتيجة تدني مبيعات العقارات المخصصة للاستعمال المهني بنسبة 9,2% وارتفاع المعاملات الخاصة بالعقارات السكنية والأراضي الحضرية بنسبة 0,3% و0,2% على التوالي. وفي ما يتعلق بسوق الأسهم، انخفض المؤشر الرئيسي لبورصة الدار البيضاء بنسبة 2,4% خلال الفترة من يوليوز إلى غشت. بعد هبوطه بنسبة 6,7% في الفصل الثاني. ليصل أدأؤه السلبي منذ بداية السنة إلى 2,9%. وواصل حجم التداول اتجاهه التنزلي، إذ بلغ متوسطه الشهري في السوق المركزية 1,8 مليار درهم في شهري يوليوز وغشت. مقابل 2,3 مليار خلال النصف الأول من السنة و2,6 مليار في المتوسط في سنة 2014.

وواصل معدل التضخم الاتجاه التصاعدي المسجل منذ بداية السنة. بحيث بلغ 2,4% في يوليوز مقابل 1,5% في الفصل الأول و2% في الفصل الثاني من 2015. وذلك نتيجة بالأساس لنمو أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأسعار التي انتقلت مساهمتها في التضخم من 0,3 إلى 0,5 ثم إلى 1 نقطة مئوية. وساهم في هذه الزيادة كذلك رفع أسعار التبغ انطلاقا من يونيو. ومن جانبه ارتفع التضخم الأساسي من 1,3% إلى 1,5% ما بين الفصلين الأول والثاني. قبل أن يعود إلى 1,4% في يوليوز. وبلغ معدل تضخم السلع غير التجارية 1,3% في المتوسط بين أبريل ويوليوز. مقابل 1,1% في الفصل الأول. وارتفع معدل تضخم السلع التجارية من 1,6% إلى 1,7% قبل أن يعود إلى 1,6% في يوليوز. وفي الوقت نفسه، واصلت أسعار الإنتاج في الصناعات التحويلية منحها التنزلي الذي بدأ منذ أوائل عام 2013. مسجلة انخفاضا سنويا قدره 3,7% في يوليوز بعد 2,7% في يونيو. بفعل تزايد حدة تراجع أسعار الإنتاج في قطاع "التكويك والتكرير" من 27,5% إلى 32%.

بناء على مجموع هذه التطورات، يتوقع أن يظل التضخم منسجما مع هدف استقرار الأسعار مع ميزان للمخاطر محايد. ويرتقب أن يبلغ 1,8% في 2015 و1,3% في 2016. وأن يصل إلى 1,5% في المتوسط خلال الفصول الستة المقبلة وإلى 1,2% في نهاية أفق التوقع. أي الفصل الرابع من سنة 2016.

## 1. التوجه الإجمالي للعرض والطلب

بلغت نسبة النمو على الصعيد الوطني 4,1% في الفصل الأول من 2015، مقابل 2,8% في الفترة نفسها من السنة الماضية. وتحقق هذا النمو بفضل تحسن القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 12%. بينما شهدت القيمة المضافة غير الفلاحية نموا متواضعا بنسبة 2% مقابل 2,9%. وفي الفصلين الثاني والثالث، يُرتقب أن يتحسن النمو الوطني بنسبة 5% في المتوسط. بفضل انتعاش القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 15,4%. بينما يُتوقع أن يصل نمو القيمة المضافة غير الفلاحية إلى 3,4%. وبالنظر إلى تطور دون التوقعات للقيمة المضافة غير الفلاحية في الفصل الأول ووتيرة بعض المؤشرات خلال السنة، تمت مراجعة توقعات نمو الناتج الداخلي الإجمالي غير الفلاحي لسنة 2015 نحو الانخفاض بمقدار 0,2 نقطة إلى 3,3%. وبالموازاة مع ذلك، تمت مراجعة توقعات نمو القيمة المضافة الفلاحية نحو الارتفاع بمقدار 0,2 نقطة إلى 15,2%. إثر إعادة تقييم الإنتاج من الحبوب في 115 مليون قنطار. وإجمالاً، يُرتقب أن يبلغ النمو الوطني 4,6% سنة 2015، أي بانخفاض 0,2 نقطة مقارنة مع النسبة المصرح بها في يونيو. أما فيما يتصل بالطلب، فيُرتقب أن يتعزز استهلاك الأسر، مدعوماً بنمو المداخل الفلاحية، وتحسُّن تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج. واعتدال التضخم. ومن المحتمل أن يفتقر الاستثمار إلى الدينامية إذ سيعاني من فقدان الزخم ومن حالة الترقب التي تميز قطاع البناء والأشغال العمومية والشكوك حول نمو الطلب الخارجي. أما في سنة 2016، فيُتوقع أن يتباطأ النمو الوطني إلى 2,4%. مما يعكس انكماش القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 6%. وذلك بناء على فرضية العودة إلى المستوى العادي للإنتاج الحبوب بمقدار 70 مليون قنطار. وبالنظر إلى التباطؤ القوي في نمو الضرائب الصافية من الدعم، يُرتقب أن يحافظ النشاط غير الفلاحي على وتيرة نمو بنسبة 3,3%. وتظل المخاطر التي تحيط بالأفاق المستقبلية على المدى المتوسط مرتبطة على وجه الخصوص بتباطؤ النمو في البلدان الشريكة وبانعكاس وتيرة أسعار المواد الأولية.

### 1.1 الإنتاج

جدول 1.1 : تطور الناتج الداخلي الإجمالي حسب فروع النشاط الرئيسية. على أساس سنوي (الأسعار المتسلسلة للسنة السابقة، 2007 سنة الأساس)

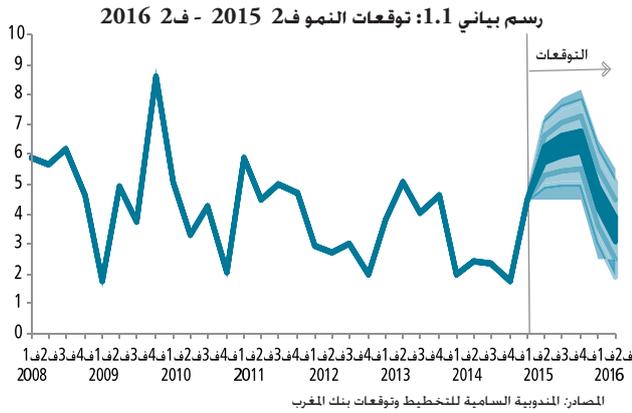
| قطاعات الأنشطة                           | 2015  |      | 2014  |      | 2013  |      |      |      |      |
|--|-------|------|-------|------|-------|------|------|------|------|
|  | ف III | ف II | ف III | ف II | ف III | ف II |      |      |      |
| الفلاحة                                  | 15,5  | 15,2 | 12,0  | -1,3 | -3,5  | -3,6 | -1,6 | 17,4 | 19,8 |
| القيمة المضافة غير الفلاحية              | 2,4   | 2,2  | 2,0   | 0,8  | 1,7   | 2,5  | 2,9  | 1,4  | 1,6  |
| الصناعة الاستخراجية                      | -3,0  | -3,2 | -10,9 | -3,5 | 2,5   | 6,2  | 12,3 | -0,7 | -2,3 |
| الصناعة التحويلية                        | 1,7   | 1,7  | 1,8   | -0,5 | 1,1   | 1,5  | 1,7  | 0,2  | -0,8 |
| الكهرباء والماء                          | 1,7   | 1,6  | 10,1  | 3,6  | 3,1   | 6,3  | 5,1  | 20,2 | 16,1 |
| البناء والأشغال العمومية                 | 1,4   | 1,3  | 1,3   | 0,9  | 1,0   | 1,7  | 2,1  | 2,0  | 1,9  |
| التجارة                                  | 2,9   | 2,6  | 2,7   | -0,4 | -0,6  | 2,4  | 2,3  | -1,8 | -0,6 |
| الفنادق والمطاعم                         | -1,6  | -1,8 | -1,0  | -0,3 | 1,9   | 3,3  | 4,8  | 5,0  | 3,5  |
| النقل                                    | 0,7   | 0,4  | 0,6   | 5,3  | 5,1   | 6,4  | 5,4  | 1,6  | 2,7  |
| البريد والاتصالات                        | 4,7   | 4,5  | 4,7   | 6,2  | 6,3   | 5,7  | 7,2  | 1,5  | 1,5  |
| الإدارة العمومية والضمان الاجتماعي       | 2,6   | 2,5  | 2,1   | 2,3  | 2,4   | 2,6  | 3,0  | 0,9  | 2,2  |
| خدمات أخرى *                             | 2,0   | 2,3  | 2,1   | 0,3  | 1,6   | 2,0  | 2,5  | 2,2  | 2,3  |
| الضريبة على المنتجات صافية من الدعم      | 10,5  | 11,0 | 13,0  | 19,0 | 13,9  | 11,8 | 8,1  | 15,0 | 22,0 |
| الناتج الداخلي الإجمالي باستثناء الفلاحة | 3,5   | 3,4  | 3,1   | 2,7  | 3,0   | 3,4  | 3,4  | 2,6  | 3,4  |
| الناتج الداخلي الإجمالي                  | 5,1   | 4,9  | 4,1   | 2,2  | 2,2   | 2,6  | 2,8  | 4,3  | 5,3  |

(\*) بما في ذلك الأنشطة المالية والتأمينات والخدمات المقدمة إلى المقاولات والحواص والتعليم والصحة والعمل الاجتماعي. المصادر: الندوة السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب

تسارع النمو الوطني إلى 4,1% في الفصل الأول من 2015 مقابل 2,8% في الفترة نفسها من السنة الماضية. ونتج ذلك عن تحسن القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 12%. وشهدت القيمة المضافة غير الفلاحية نموا متواضعا بنسبة 2% مقابل 2,9%.

وفي الفصل الثاني من 2015، من المتوقع أن يكون النمو الوطني قد بلغ 4,9% وأن يصل إلى 5,1% في الفصل الثالث. بفضل انتعاش القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 15,2% و15,5% على التوالي. وبالنظر على الخصوص إلى الأفاق الإيجابية فيما يتعلق بتطور الصناعات الغذائية والوتيرة الجيدة للصناعات الميكانيكية، من المتوقع أن ترتفع القيمة المضافة غير الفلاحية إلى 2,2% و2,4% على التوالي. ونتيجة لارتفاع الضرائب على المنتجات الصافية من الدعم بحوالي 11%. يُرتقب أن يبلغ نمو الناتج الداخلي الإجمالي غير الفلاحي 3,4% في الفصل الثاني وأن يحافظ على نفس المستوى تقريبا في الفصل الثالث.

وفيما يتعلق بالقطاع الفلاحي، تستند التقديرات الحديثة الصادرة عن وزارة الفلاحة إلى إعادة تقييم إنتاج الحبوب نحو الارتفاع ليبلغ 115 مليون قنطار في

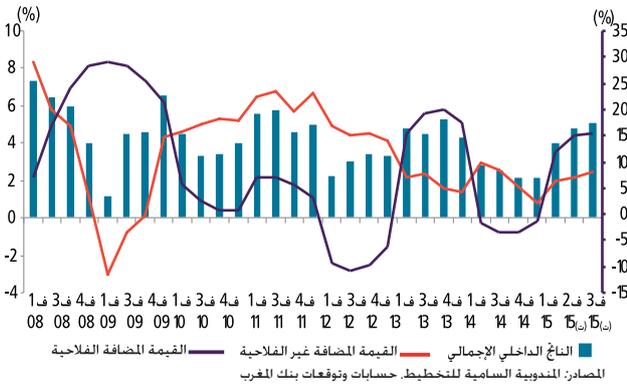


موسم 2014-2015، مقابل تقدير أولي حدد في 110 مليون قنطار. وبالتالي، يحقق إنتاج الحبوب ارتفاعا بنسبة 70,4% مقارنة مع السنة الماضية. وبنسبة 53,4% مقارنة مع متوسط السنوات الخمس الأخيرة. واستفاد الموسم الحالي من ظروف مناخية ملائمة، ومن ارتفاع الحجم التراكمي للتساقطات بحوالي 26% مقارنة مع السنة الماضية ومن التوزيع الجيد للتساقطات في الزمان والمكان. وبالتالي حقق هذا الموسم مستوى قياسيا في 56 مليون قنطار من القمح اللين، و35 مليون قنطار من الشعير و24 مليون قنطار من القمح الصلب.

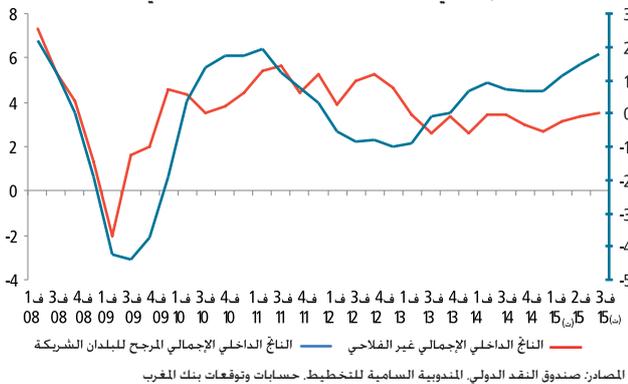
وفيما يتصل بالأنشطة الثانوية، يرتقب أن تبلغ القيمة المضافة للصناعات التحويلية نسبة نمو مماثلة لمستوى الفصل الأول، أي 1,7% في الفصلين الثاني والثالث من 2015. ورغم أن هذه النسبة مرتفعة عن النسبة المحققة في الفترة نفسها من السنة الماضية، إلا أنها لا ترقى إلى دينامية هذا القطاع على المدى الطويل. وتشير نتائج الاستقصاء الشهري حول الظرفية الذي ينجزه بنك المغرب عن القطاع الصناعي إلى ارتفاع نسبة استخدام الطاقات الإنتاجية إلى 71% في الفصل الثاني مقابل 65% في الفصل الأول. وتبين المؤشرات عالية التردد، والتي تقدم معلومات عن الفصل الثالث، وجود تطورات متضاربة مما يبرز وجود شبه استقرار في نمو القطاع. وأسفر الاستقصاء الشهري حول الظرفية في القطاع الصناعي لشهر يوليو عن انخفاض في الإنتاج والمبيعات من شهر لآخر، إذ بلغت نسبة استخدام الطاقات الإنتاجية 73% مقابل 75% شهرا قبل ذلك. وفي السياق ذاته، شهدت مبيعات الكهرباء ذات الجهد العالي جدا والعالي والمتوسط شبه ركود بنهاية يوليو 2015. وفي المقابل، تبين مؤشرات التجارة الخارجية تطورا إيجابيا بالنظر لاسيما إلى تحسن نشاط الصناعة الغذائية والأداء الجيد لقطاع السيارات، الذين ارتفعت صادراتهما، بالأسعار الجارية، بنسبة 16,1% و15% على التوالي بنهاية غشت 2015.

وفيما يتعلق بصناعة التعدين، يرتقب أن يتقلص تراجع قيمتها المضافة في الفصل الثاني إلى 3,2% مقابل 10,9% في الفصل السابق. ويعكس هذا التطور تباطؤ انخفاض الإنتاج التجاري للفوسفات، الذي تراجع إلى 7,1% في الفصل الثاني بعد انكماشه بنسبة 12,3% في الفصل الذي سبقه. وعلى نفس

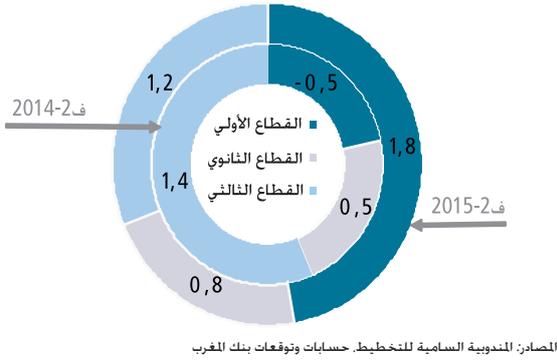
رسم بياني 2.1: تطور الناتج الداخلي الإجمالي ومكوناته، على أساس سنوي (أسعار متسلسلة 2007)



رسم بياني 3.1: نمو الناتج الداخلي الإجمالي الوطني غير الفلاحي والناتج الداخلي الإجمالي للبلدان الشريكة، على أساس سنوي



رسم بياني 4.1: مساهمة القطاع الأولي والثانوي والثالثي في النمو الإجمالي بالنقط المئوية



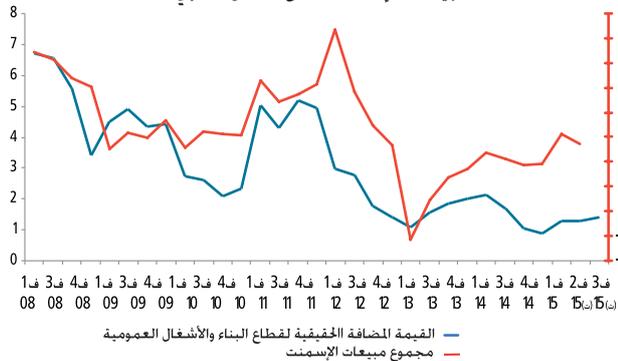
المصدر: المندوبية السامية للتخطيط، حسابات وتوقعات بنك المغرب

المنوال. شهد حجم الصادرات ارتفاعا بنسبة 1,7% مقابل انخفاض بنسبة 25,4%. ويرتقب أن تستمر هذه الوتيرة في الفصل الثالث. حيث ستخفص القيمة المضافة للقطاع بنسبة 3%. وتشير المعطيات المتاحة الخاصة بشهر يوليوز إلى تراجع بنسبة 9% و14,5% في حجم إنتاج الفوسفات وصادراته على التوالي.

وبعد ارتفاعها بنسبة 10,1% في الفصل الأول من 2015. يرتقب أن تشهد القيمة المضافة لفرع الكهرباء والماء تباطؤا في وتيرتها التصاعدية إلى 1,6% في الفصل الثاني. ويعزى هذا التطور إلى تباطؤ ارتفاع الإنتاج الصافي المحلي للكهرباء إلى 5,1% في الفصل الثاني. وبدرجة أقل، إلى تباطؤ ارتفاع المبيعات إلى 0,7% بعد نموها بنسبة 8,2% و1,5% على التوالي في الفصل السابق. وفي الفصل الثالث. يرتقب أن يصل نمو القيمة المضافة للقطاع إلى 1,7% أخذا بعين الاعتبار على الخصوص تحسن الإنتاج الصافي المحلي بنسبة 10,4% والمبيعات الإجمالية بنسبة 9,9% في يوليوز 2015.

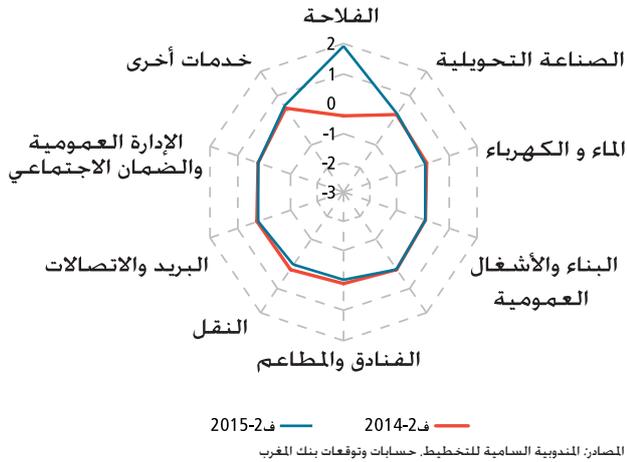
أما قطاع البناء. فقد استقر نمو قيمته المضافة في 1,3% في الفصل الثاني و 1,4% في الفصل الثالث من 2015. وبعد أن شهدت مبيعات الإسمنت ارتفاعا طفيفا بنسبة 0,6% في الفصل الأول تراجعت بنسبة 3% في الفصل الثاني. وشهد شهر غشت ارتفاعا بنسبة 17,2% صاحبه وتيرة تصاعدية في التراكم بنسبة 1,4%. وبالموازاة مع ذلك، تواصل تراجع القروض الممنوحة للمنعشين العقاريين حيث بلغت نسبتها 4,9% في يوليوز بعد انخفاض متوسط بنسبة 7,6% في الفصل الثاني.

رسم بياني 5.1: تطور القيمة المضافة لقطاع البناء والأشغال العمومية ومجموع مبيعات الإسمنت، على أساس سنوي



المصدر: الجمعية المهنية لمنجي الإسمنت، المندوبية السامية للتخطيط، حسابات وتوقعات بنك المغرب

رسم بياني 6.1 : مساهمة قطاعات الأنشطة في النمو الإجمالي



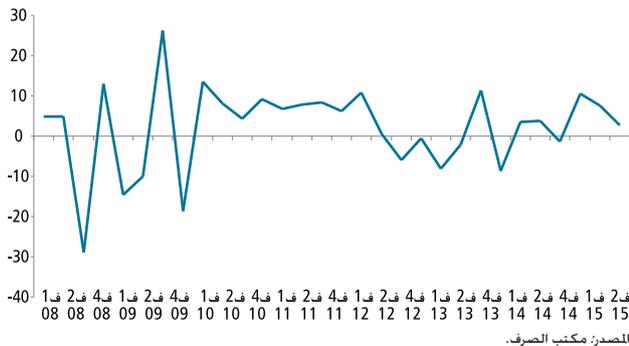
دام طيلة الفصل الماضي في حين تواصل انخفاض مشتركى الهاتف الثابت بنسبة 12,4%.

وبالنسبة للنشاط السياحي، تراجعت القيمة المضافة لفئة الفنادق والمطاعم بنسبة 1,8% في الفصل الثاني، بعد انكماش بنسبة 1% في الفصل السابق. وتؤكد هذه الأرقام مؤشرات المبادلات الخارجية للفصل الثاني التي تبين انخفاضا بنسبة 8,4% في عائدات الأسفار بعد تقلصها بنسبة 5% في الفصل السابق. إضافة إلى ذلك، نلاحظ تفاقما من فصل لآخر في انخفاض عدد الوافدين على المراكز الحدودية وفي عدد ليالي المبيت، بنسبة 0,5% إلى 4,8% و 8,5% إلى 13,4% على التوالي، حسب معطيات وزارة السياحة. ومع ذلك، تشير نفس الوزارة إلى ارتفاع بنسبة 14,6% و 16,3% في يوليو 2015 في عدد الوافدين وليالي المبيت، على التوالي، بالموازاة مع تراجع وتيرة انخفاض مداخل الأسفار إلى 2,5% بنهاية غشت مقابل 3,1% بنهاية يوليو، حسب مكتب الصرف. وفي ظل هذه الظروف، يُرتقب أن يشهد تراجع القيمة المضافة لقطاع السياحة بعض الانخفاض إلى 1,6% في الفصل الثالث.

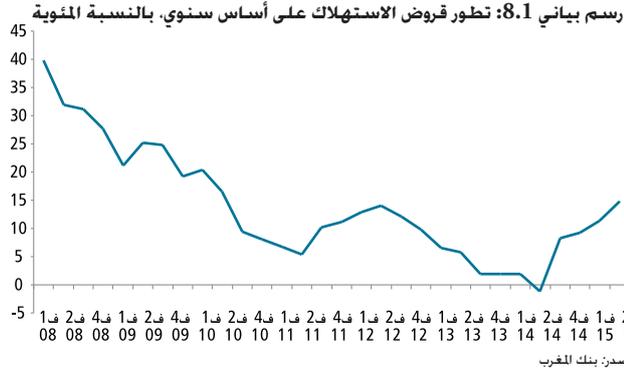
أما القيمة المضافة لفرعي التجارة والنقل، والتي تعتمد على أداء باقي الفئات، فيرتقب أن ترتفع بنسبة 2,6% و 0,4% على التوالي في الفصل الثاني، ثم 2,9% و 0,7% في الفصل الثالث.

وإجمالا، تمت مراجعة توقعات النمو لسنة 2015 بشكل طفيف نحو الانخفاض مقارنة مع تلك الواردة في التقرير الأخير عن السياسة النقدية. وبالتالي، يتوقع أن يبلغ النمو 4,6% مقابل تقدير أولي في 4,8% بنهاية يونيو 2015. ويُفسّر هذا التعديل بإعادة تقدير النمو غير الفلاحي نحو الانخفاض إلى 3,3% عوض 3,5%. وفي المقابل، تمت مراجعة ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بشكل طفيف نحو الأعلى إلى 15,2% مقابل 15%. نتيجة إعادة تقدير الإنتاج المتوقع من الحبوب في 115 مليون قنطار. وبالنسبة لسنة 2016، وبناء على فرضية العودة إلى موسم فلاحى عادي، يُرتقب أن يتباطأ النمو إلى 2,4%. يصاحبه مع ذلك ارتفاع طفيف في القيمة المضافة غير الفلاحية بنسبة 3,5%.

رسم بياني 7.1: تطور تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج على أساس سنوي، بالنسبة المئوية



## 2.1 الاستهلاك



يُرتقب أن يستفيد الاستهلاك النهائي للأسر من الانعكاسات الإيجابية ذات الصلة بتحسين المداخيل الفلاحية بعد موسم فلاحى جيد. فقد تواصلت في الفصل الثاني الوتيرة التصاعدية لمؤشر ثقة الأسر. بعد أن ارتفعت منذ الفصل الرابع من 2014.

ومن جهة أخرى، يَرتقب أن يستفيد استهلاك الأسر من الارتفاع شبه المستمر منذ يونيو 2014 في تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج. فقد بلغ إجمالي هذه التحويلات بنهاية غشت 42,1 مليار درهم، أي أنها ارتفعت بنسبة 5,5% على أساس سنوي. ومع ذلك، تشير المعطيات النقدية إلى ارتفاع بنسبة 5,7% في قروض الاستهلاك بنهاية يوليو، في تراجع ملحوظ مقارنة مع الارتفاع بنسبة 14,8% المسجل بنهاية يونيو.

وإضافة إلى ذلك، يُتوقع أن يتواصل تأثير استهلاك الأسر بضعف انتعاش الأنشطة غير الفلاحية، مما سيؤدي إلى خلق عدد محدود من فرص الشغل.

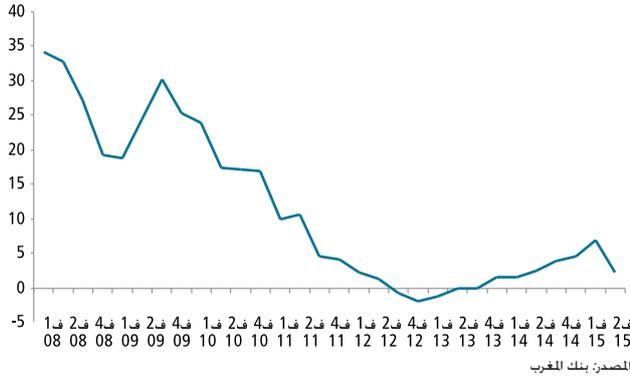
أما عن الاستهلاك العمومي، فتشير وضعية التكاليف والموارد الخاصة بالخرينة بنهاية يوليو 2015 إلى تباطؤ وتيرة نمو نفقات التشغيل، التي انتقلت من 5% إلى 0,5% في ظرف سنة. ويغطي هذا التطور تباطؤا في وتيرة نمو تكاليف المستخدمين من 1,3% إلى 0,8%. واستقرارا في نفقات باقي السلع والخدمات بعد أن ارتفعت بنسبة 12,8% في السنة الماضية.

## 3.1 الاستثمار

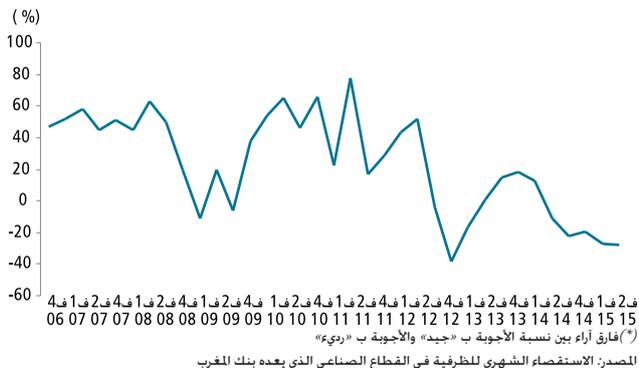
فيما يتعلق بالاستثمار، تبين المؤشرات المتاحة تطورا متفاوتا برسم سنة 2015.

فقد حافظت قروض التجهيز على وتيرة تصاعدية في حوالي 2% في المتوسط بين أبريل ويوليو 2015، وهي وتيرة في تباطؤ مقارنة بنسبة 5,6% المسجلة في الأشهر الثلاثة الأولى من السنة. ويُفسّر هذا الوضع عموما بتحقيق أثر أساس مواتي خلال الفصل الأول، والذي اندثر في الأشهر الأربعة الأخيرة. وبناء عليه، يُرتقب أن يستفيد الاستثمار في الفصول المقادمة من الانخفاض الملحوظ في الفصول الثلاثة الأخيرة في معدلات الفائدة المدينة على قروض التجهيز والتي انخفضت من 6,01% في الفصل الثالث من 2014 إلى 5,04% في الفصل الثاني من 2015.

رسم بياني 9.1: تطور قروض التجهيز على أساس سنوي



رسم بياني 10.1: تطور المناخ العام للأعمال\*

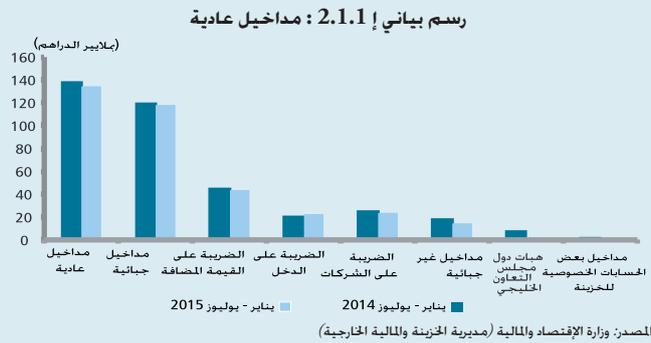
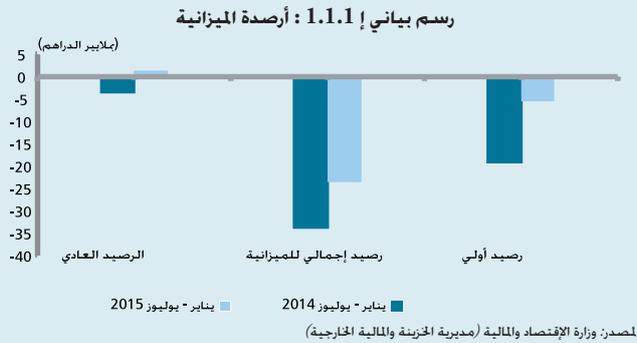


ومن جهة أخرى، وبغض النظر عن الواردات الاستثنائية من الطائرات بمبلغ 3,6 مليار درهم، لا تزال واردات سلع التجهيز تشهد وتيرة تصاعدية بنهاية غشت بنسبة 7,2%، أو 3,9 مليار، مما يعكس على وجه الخصوص ارتفاعا بمبلغ 1,7 مليار في الواردات برسم «الأجهزة الكهربائية لقطاع الاتصالات». وبالموازاة مع ذلك، شهد تدفق الاستثمارات المباشرة الخارجية بنهاية غشت ارتفاعا بنسبة 22,8% في المداخيل، أي 24,2 مليار درهم، و29,5% في النفقات، أي 5,1 مليار، أي أن التدفق الصافي ارتفع بنسبة 21,1%.

وفيما يتعلق باستثمار الخزينة، فقد تباطأت وتيرة نموه بنهاية يوليو، مع ارتفاع بنسبة 2% مقارنة مع 25,3% في السنة السابقة.

وبناء على المعطيات المتاحة، كانت مساهمة الاستثمار في النمو شبه منعدمة برسم سنة 2015، بعد مساهمة سلبية بنسبة 1,1 نقطة مئوية سنة 2014. وإجمالاً، يظل تطور الاستثمار متأثراً بحالة الترقب المستمر لدى الفاعلين الاقتصاديين، لاسيما بسبب الشكوك المتعلقة بتطور الطلب الخارجي.

## الإطار 2.1 : تنفيذ الميزانية بنهاية يوليو 2015



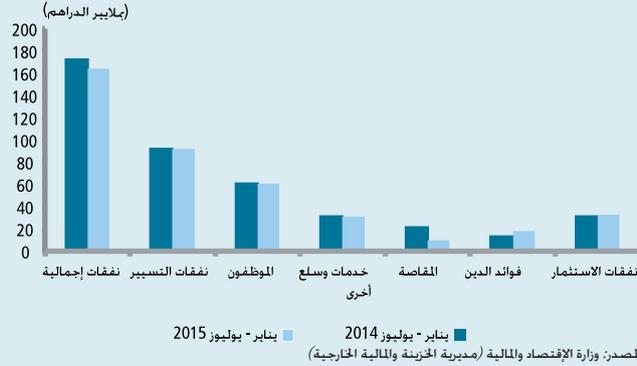
تظهر وضعية تكاليف وموارد الخزينة بنهاية يوليو 2015 وجود عجز في الميزانية، دون احتساب مداخيل الخوصصة، يبلغ 23,6 مليار درهم، منخفضا بمبلغ 10,2 مليارات درهم مقارنة مع نفس الفترة من 2014. ووجاء ذلك نتيجة الانخفاض الملحوظ في النفقات مقارنة مع المداخيل. فقد انخفضت النفقات الإجمالية بنسبة 4,6% إلى 164,5 مليار درهم، لاسيما ارتباطا بتراجع تكاليف المقاصة بأكثر من النصف تقريبا. في حين شهدت نفقات التشغيل ارتفاعا طفيفا، وبالموازاة مع ذلك، انخفضت المداخيل العادية بنسبة 2,9% إلى 133,6 مليار درهم، مما يعكس تراجع المداخيل الضريبية بنسبة 0,5% إلى 118 مليار درهم وتراجع المداخيل غير الضريبية بنسبة 19,8% إلى 14,1 مليار، وترتبط هذه التوتيرة أساسا بانخفاض مداخيل هبات مجلس التعاون الخليجي التي بلغت 944 مليون درهم بنهاية يوليو 2015 مقابل 7,1 مليار في السنة الماضية. وبيدو الرصيد العادي إيجابيا في مبلغ 1,2 مليار مقارنة مع رصيد سلبي في مبلغ 3,3 مليار بنهاية يوليو 2014. ومن جهة أخرى، كان رصيد الحسابات الخاصة للخزينة إيجابيا في مبلغ 7,2 مليار مقابل 941 مليون في السنة الماضية، مما ساهم بما مقداره 6,3 مليار في تقليص العجز مقارنة مع 2014.

ويعكس تطور الواردات الضريبية نمو الضرائب المباشرة والرسوم الجمركية في حين انخفضت الضرائب غير المباشرة ورسوم التسجيل والتبوير. فقد ارتفع عائد الضرائب المباشرة بنسبة 1,6% إلى 46,7 مليار، ويشمل أساسا ارتفاعا بنسبة 7,1% في مداخيل الضريبة على الدخل لتصل إلى 21,9 مليار وتراجعا بنسبة 3,3% إلى 23,7 مليار في عائدات الضريبة على الشركات.

وُفَسَّرَ انخفاض مداخل الضريبة على الشركات بتحصيل مداخل استثنائية مرتبطة بتفويت شركة مركز الحليب وجزء من رأسمال شركة اتصالات المغرب سنة 2014. وانخفضت مداخل الضرائب غير المباشرة بنسبة 2,2% إلى 57,3 مليار درهم. في حين تراجعت مداخل الضريبة على القيمة المضافة بنسبة 2,3% إلى 43,4 مليار درهم. وتشمل شبه استقرار في 16,7 مليار في الضريبة على القيمة المضافة الداخلية وانخفاضا بنسبة 3,7% إلى 26,7 مليار درهم في الضريبة على القيمة المضافة المفروضة على الواردات. وتم تحصيل 13,9 مليار من الضريبة الداخلية للاستهلاك. أي بانخفاض بلغ 1,7% مما يعكس انخفاض جميع فئات تكنولوجيا المعلومات والاتصال. أما مداخل الرسوم الجمركية فقد ارتفعت بنسبة 3,9% إلى 4,5 مليار. في حين انخفضت مداخل رسوم التسجيل والتنبر بنسبة 2,6% إلى 9,5 مليار. وهو ما يعزى إلى تحقيق عائد بمبلغ 1,4 مليار درهم بنهاية يوليو 2014 إثر تفويت جزء من رأسمال اتصالات المغرب. وفيما يتعلق بتطور المداخل غير الضريبية. فإلى جانب انخفاض الهبات القادمة من مجلس التعاون الخليجي. تشمل أساسا ارتفاعا بنسبة 15,7% إلى 5,9 مليار في مداخل الاحتكار. من بينها 1,7 مليار من مداخل منح رخص الجيل الرابع. و1,6 مليار درهم من اتصالات المغرب. ومليار درهم من المكتب الشريف للفوسفات. و496 مليون من بنك المغرب.

وبالنسبة للنفقات الإجمالية. فيشمل انخفاضها ارتفاع نفقات الاستثمار بنسبة 2% إلى 32 مليار. وانخفاض النفقات العادية بنسبة 6,1% إلى 132,4 مليار وذلك إثر تخفيف عبء المقاصة بنسبة 56,4% إلى 9,3 مليار. ومن جهة أخرى. ارتفعت نفقات التشغيل بنسبة 0,5% إلى 92,1 مليار. وشملت ارتفاع كتلة الأجور بنسبة 0,8% إلى 60,4 مليار واستقرار نفقات باقي السلع والخدمات في مبلغ 31,7 مليار. وإلى جانب ذلك. ارتفعت التكاليف من حيث فوائد الدين بنسبة 22,4% إلى 18 مليار. مما يعكس ارتفاعا بنسبة 23,9% إلى 15,8 مليار في نفقات فوائد الدين الداخلي و12,5% إلى 2,2 مليار في فوائد الدين الخارجي. وخلال الأشهر السبعة الأولى من 2015. قلصت الخزينة من حجم متأخرات الأداء بمبلغ 8,4 ملايير لتصل إلى 5 ملايير.

رسم بياني ! 3.1.1 : نفقات إجمالية



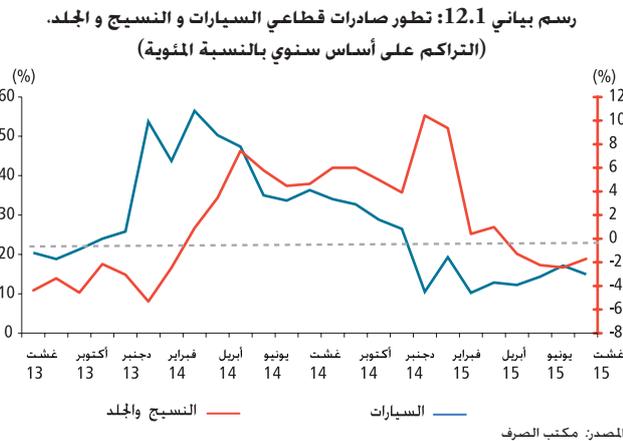
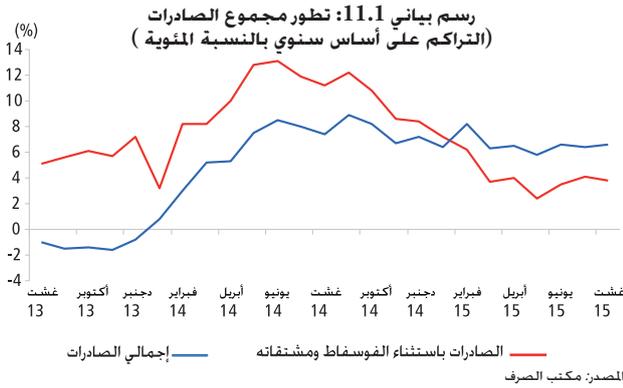
وفي ظل هذه الظروف. بلغت الحاجة إلى التمويل 32,1 مليار. أي أنها تفاقمت بمبلغ 1,2 مليار مقارنة مع نهاية يوليو 2014. وتمت تغطية كل من العجز في الصندوق والتدفق الصافي الخارجي السلبي الذي يصل إلى 1,6 مليار درهم. باللجوء إلى السوق الداخلية بمبلغ 33,6 مليار. أي بارتفاع بقيمة 12,2 مليار. من بينها 28,2 مليار تم الحصول عليها من خلال عمليات المزايمة مقابل 11,6 مليار في السنة الماضية.

## 4.1 الحسابات الخارجية

جدول 2.1: تطور الميزان التجاري حتى نهاية غشت

| تغيرات غشت 2015/2014 |         | تغيرات غشت 2014/2013 |        | غشت 2014 | غشت *2015 | (بملايين الدراهم)                  |
|----------------------|---------|----------------------|--------|----------|-----------|------------------------------------|
| %                    | المبلغ  | %                    | المبلغ |          |           |                                    |
| 6,6                  | 8 830   | 8,7                  | 10 648 | 133 620  | 142 450   | الصادرات الإجمالية                 |
| 18,4                 | 4 679   | -5,7                 | -1 532 | 25 431   | 30 110    | صادرات الفوسفات ومشتقاته           |
| 11,8                 | 3 011   | 8,4                  | 1 977  | 25 488   | 28 499    | الزراعة والصناعة الغذائية          |
| 15,0                 | 3 972   | 36,3                 | 7 076  | 26 551   | 30 523    | السيارات                           |
| -1,4                 | -75     | 16,7                 | 755    | 5 274    | 5 199     | الصناعة الإلكترونية                |
| -1,1                 | -53     | -2,9                 | -139   | 4 661    | 4 608     | صناعة الطيران                      |
| -1,7                 | -390    | 4,6                  | 1 007  | 22 747   | 22 357    | النسيج والجلد                      |
| -6,7                 | -17 839 | 2,3                  | 6 061  | 264 324  | 246 485   | الواردات الإجمالية                 |
| -30,0                | -19 717 | -1,7                 | -1 146 | 65 814   | 46 097    | المنتجات الطاقية                   |
| 0,9                  | 1 878   | 3,8                  | 7 207  | 198 510  | 200 388   | الواردات باستثناء المنتجات الطاقية |
| -14,8                | -4 376  | 16,4                 | 4 164  | 29 487   | 25 111    | المواد الغذائية                    |
| -1,2                 | -562    | 8,1                  | 3 527  | 46 912   | 46 350    | سلع الاستهلاك                      |
| 5,4                  | 735     | 9,9                  | 1 220  | 13 604   | 14 339    | المواد الخام                       |
| 4,2                  | 2 317   | 0,7                  | 392    | 54 853   | 57 170    | المواد نصف المصنعة                 |
| 7,2                  | 3 871   | -4,0                 | -2 233 | 53 493   | 57 364    | سلع التجهيز                        |
| -20,4                | -26 669 | -3,4                 | -4 587 | 130 704  | 104 035   | العجز التجاري                      |

(\*) معطيات مؤقتة  
المصدر: مكتب الصرف.

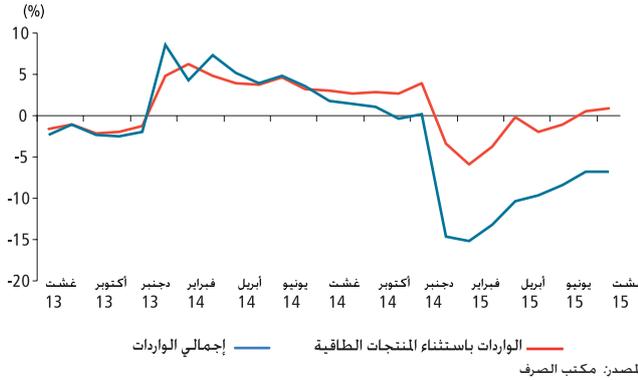


انخفض العجز التجاري بنهاية الأشهر الثمانية الأولى من 2015 بنسبة 20,4% مقارنة مع الفترة نفسها من 2014. ليصل إلى 104 مليار درهم. وتنعكس هذه الوتيرة انخفاض الواردات بنسبة 6,7% إلى 246,5 مليار درهم وارتفاع الصادرات بنسبة 6,6% إلى 142,5 مليار درهم. وتحسن بذلك معدل التغطية بمقدار 7,2 نقط مئوية إلى 57,8%.

ويعكس تراجع الواردات أساسا انخفاض مشتريات المحروقات بنسبة 30%. ارتباطا بانكماش مشتريات زيت النفط الخام بنسبة 46,9%. وانكماش مشتريات الغازوال والوقود بنسبة 29,4%. وانخفاض مشتريات غاز النفط بنسبة 31,9%. وانخفضت الفاتورة الغذائية بنسبة 14,8% نتيجة انكماش الإمدادات من القمح بنسبة 27,8%. وفي المقابل. تراجعت مشتريات سلع الاستهلاك تراجعا طفيفا بنسبة 1,2% إلى 46,4 مليار. وعلى العكس. ارتفعت واردات سلع التجهيز بنسبة 7,2% إلى 57,4 مليار درهم. مما يعكس أساسا ارتفاع مقتنيات الطائرات والأجهزة الكهربائية. وفيما يتعلق بباقي فئات الاستخدام. ارتفعت مشتريات المنتجات شبه النهائية بنسبة 4,2% إلى 57,2 مليار درهم. ومشتريات المنتجات الخام بنسبة 5,4% إلى 14,3 مليار.

ويشير ارتفاع الصادرات إلى استمرار الأداء الجيد لقطاعات الفوسفات ومشتقاته وصناعة السيارات والصناعة الغذائية عند التصدير. فقد ارتفعت مبيعات المكتب الشريف للفوسفات بنسبة 18,4% إلى 30,1 مليار درهم. إلى جانب ذلك. ارتفعت مبيعات قطاع السيارات بنسبة 15%. لاسيما بالنظر إلى ارتفاع صادرات إنتاج السيارات بنسبة 19,1%. أما صادرات القطاع الفلاحي والصناعة الغذائية فقد ارتفعت بنسبة 11,8%. وتنعكس على وجه الخصوص ارتفاع مبيعات الصناعة الغذائية بنسبة 16,1%. وفي المقابل. لا يزال أداء مبيعات قطاع النسيج والجلد سلبيا للشهر الرابع على التوالي. إذ انخفضت بنسبة 1,7% بنهاية غشت 2015. ويعزى هذا التراجع أساسا إلى انخفاض مبيعات الملابس الداخلية بنسبة 5,5%. في حين شهدت مبيعات الملابس الجاهزة شبه استقرار. أما في باقي القطاعات. فقد شهدت مبيعات

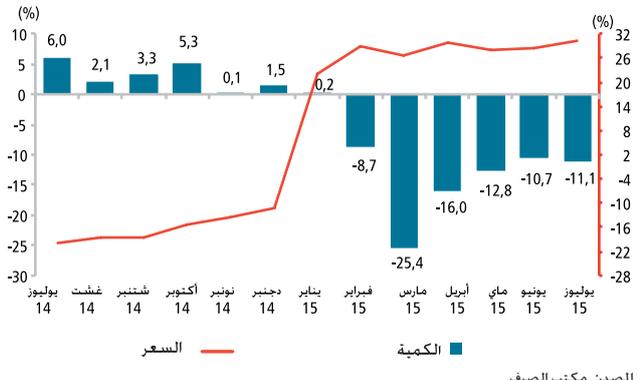
رسم بياني 13.1: تطور الواردات.  
(التراكم على أساس سنوي بالنسبة المئوية)



صناعة الطائرات والصناعة الإلكترونية تراجعاً بنسبة 1,1% إلى 4,6 مليار و1,4% إلى 5,2 مليار درهم. على التوالي.

وفيما يتعلق بباقي بنود الحساب الجاري، فقد ارتفعت تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج بنسبة 5,5% بعد ارتفاع طفيف بنسبة 0,9% شهر غشت 2014. ورغم الانتعاش الذي حققته عائدات الأسفار في يوليوز بنسبة 16,1%، فقد شهدت انخفاضا بنسبة 2,5% بنهاية غشت.

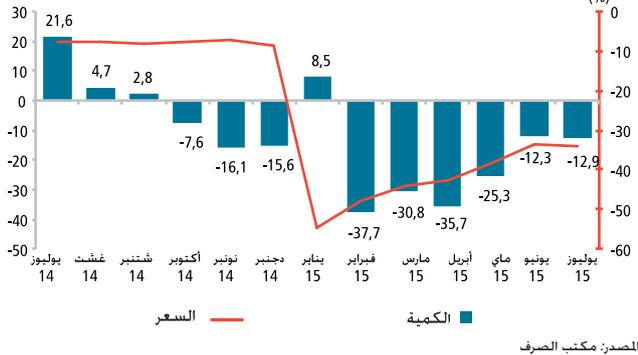
رسم بياني 14.1: تطور صادرات الفوسفات.  
(على أساس سنوي بالنسبة المئوية)



وبناء على هذه التطورات، يُرتقب أن يبلغ عجز الحساب الجاري 2,8% من الناتج الداخلي الإجمالي بنهاية 2015، مقابل 3,5% المتوقعة بنهاية يونيو 2015. ويعكس هذا التوقع الجديد مراجعة نحو الانخفاض ف لفرضية سعر البرميل، من 65 دولار إلى 57,5 دولار، والهبات الممنوحة من دول مجلس التعاون الخليجي إلى 6 ملايين مقابل 13 مليار درهم.

أما بالنسبة للحساب المالي، فقد بلغ التدفق الصافي للاستثمارات المباشرة الأجنبية 19,1 مليار درهم، بارتفاع بنسبة 21,1% مقارنة مع نهاية غشت 2014. نتيجة ارتفاع المداخل برسم تدفقات الاستثمارات بمبلغ 4,5 مليار درهم، وهي أعلى من مبالغ الاستثمار الموجهة إلى الخارج والتي بلغت 1,2 مليار درهم.

رسم بياني 15.1: تطور واردات النفط الخام.  
(على أساس سنوي بالنسبة المئوية)



وفي ظل هذه الظروف، تحسن جاري الاحتياطات الدولية بنسبة 19,7% بنهاية غشت 2015، على أساس سنوي، لبلغ 210,2 مليار درهم. وبالنظر إلى التطور المرتقب في الحساب الجاري وحساب الرأسمال، يُحتمل أن يسجل جاري الاحتياطات الدولية المزيد من التحسن سنة 2015 ليصل إلى ما يعادل 6 أشهر ونصف من واردات السلع والخدمات بنهاية هذه السنة.

## 2. الضغوط على الطاقات الإنتاجية وعلى سوق الشغل

خلال الفصلين الثالث والثالث من سنة 2015، يرتقب أن تواصل الأنشطة غير الفلاحية تطورها بأقل من إمكاناتها. حسب تقديرات بنك المغرب، وتشير نتائج الاستقصاء إلى تدني نسبة استعمال الطاقات الإنتاجية في الصناعة خلال شهر يوليوز بنقطتين مئويتين مقارنة بيونيو، لتصل إلى 73%. إلى جانب ذلك، لا تزال وضعية السوق تشهد، خلال الفصل الثاني، تراجع نسبة النشاط بواقع 0,9 نقطة مئوية لتصل إلى 48% وتدني عدد مناصب الشغل المحدثة من 39 ألف السنة الماضية إلى 38 ألف منصب فقط. في ظل هذه الظروف، انخفضت نسبة البطالة بمقدار 0,6 نقطة مئوية إلى 8,7%. مقابل 9,3% سنة من قبل. وفي ما يتعلق بتكاليف الشغل، تنامي مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص، على أساس سنوي، بنسبة 5,8% بالقيمة الاسمية خلال الفصل الثاني و3,7% بالقيمة الحقيقية.

وإجمالاً، يتضح من خلال تحليل مختلف المؤشرات غياب ضغوط تضخمية مهمة على الأسعار خلال الفصول المقبلة، مما يعكس استمرار وجود جزء من الطاقات غير المستخدمة داخل الاقتصاد.

### 1.2 الضغوط على الطاقات الإنتاجية

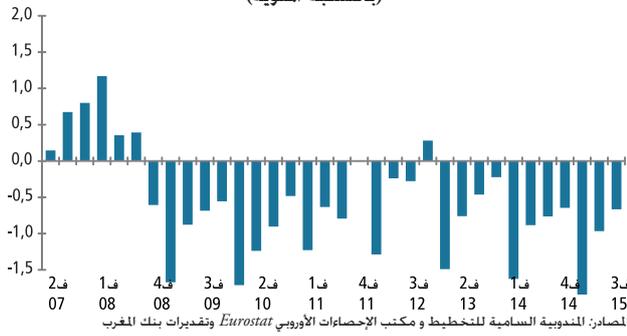
حسب تقديرات بنك المغرب، يحتمل أن تواصل فجوة الناتج تسجيل قيم سلبية خلال الفصلين الثاني والثالث من سنة 2015 (رسم بياني 1.2)، وهو ما يشير إلى استمرار اعتدال الضغوط التضخمية الناتجة عن الطلب.

وحسب المعطيات الواردة في الاستقصاء الشهري للظرفية الصناعية، شهدت نسبة استعمال الطاقات الإنتاجية، شهري يونيو ويوليوز، تراجعاً بواقع نقطتين مئويتين لتصل إلى 73% (رسم بياني 2.2). وقد همّ هذا التغير كافة الفروع، خاصة منها الصناعات الكيماوية وشبه الكيماوية، بفعل تراجع نسبة استخدام الطاقات في أنشطة التكرير.

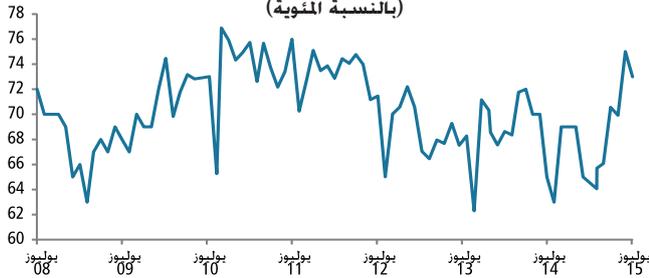
موازاة مع ذلك، وحسب نفس الاستقصاء، يحتمل أن تكون تكلفة وحدة الإنتاج قد شهدت، خلال الفصل الثاني من سنة 2015، ارتفاعاً على العموم يشمل تراجعها في الصناعات الميكانيكية وصناعات التعدين وتزايدها في باقي الفروع (رسم بياني 3.2). وحسب المكونات، يهّم هذا التغير، على السواء، تكاليف المواد الأولية والتكاليف المالية ونفقات الأجور.

وخلال نفس الفصل، عرف مؤشر الإنتاجية الظاهرة للعمل في الأنشطة غير الفلاحية تباطؤاً في وتيرة نموه على أساس سنوي، من 1,8% إلى 0,7%

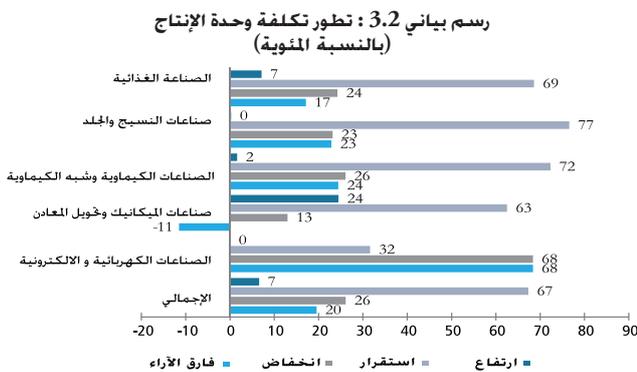
رسم بياني 1.1: فجوة الناتج غير الفلاحي (بالنسبة المئوية)



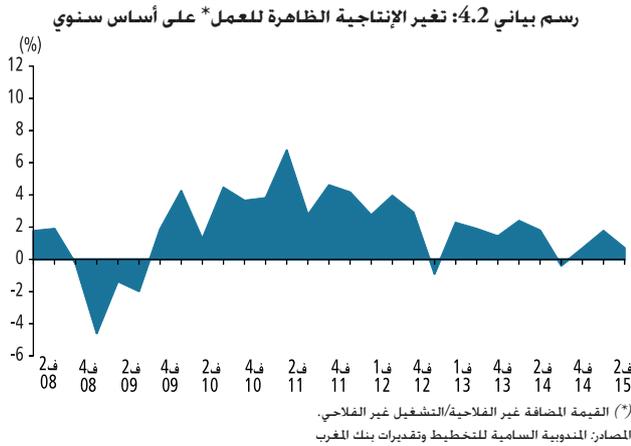
رسم بياني 2.2: نسبة استخدام الطاقات الإنتاجية في الصناعة (بالنسبة المئوية)



رسم بياني 3.2: تطور تكلفة وحدة الإنتاج (بالنسبة المئوية)



\* فارق الآراء: الفارق بين نسبة المقاولات التي ترى أن النشاط قد سجل ارتفاعاً وتلك التي ترى انخفاضاً في النشاط. المصدر: الاستقصاء الشهري للظرفية الذي يعده بنك المغرب



رسم بياني 5.2: تطور مناصب الشغل المحدثة حسب القطاعات (بالآلاف)



جدول 1.2: المؤشرات الفصيلة للنشاط والتشغيل والبطالة

| ف-2015                          |        | ف-2014  |        | ف-2013  |        | بالآلاف / %                                    |
|---------------------------------|--------|---------|--------|---------|--------|--|
| المجموع                         | الحضري | المجموع | الحضري | المجموع | الحضري |  |
| <b>السكان النشيطون والتشغيل</b> |        |         |        |         |        |  |
| 11.970                          | 5.545  | 6.425   | 12.005 | 5.598   | 6.407  | السكان النشيطون <sup>1</sup>                   |
| 48,0                            | 57,2   | 42,2    | 48,9   | 58,2    | 42,9   | نسبة المشاركة في اليد العاملة (%) <sup>2</sup> |
| 10.929                          | 5.362  | 5.567   | 10.891 | 5.396   | 5.495  | السكان النشيطون المشتغلون                      |
| 43,9                            | 55,3   | 36,6    | 44,4   | 56,1    | 36,8   | نسبة التشغيل (%) <sup>3</sup>                  |
| <b>البطالة</b>                  |        |         |        |         |        |  |
| 1.041                           | 183    | 858     | 1.114  | 202     | 912    | السكان النشيطون العاطلون عن العمل              |
| 8,7                             | 3,3    | 13,4    | 9,3    | 3,6     | 14,2   | نسبة البطالة (%) <sup>4</sup>                  |
| حسب الأعمار                     |        |         |        |         |        |  |
| 20,5                            | 8,5    | 38,6    | 19,2   | 8,3     | 36,4   | . 15 - 24 سنة                                  |
| 11,9                            | 3,4    | 18,5    | 13,4   | 4,0     | 20,2   | . 25 - 34 سنة                                  |
| 5,1                             | 1,8    | 7,3     | 5,6    | 1,7     | 8,2    | . 35 - 44 سنة                                  |
| حسب الشهادات                    |        |         |        |         |        |  |
| 3,6                             | 1,9    | 6,6     | 4,1    | 2,0     | 7,7    | . بدون شهادات                                  |
| 16,0                            | 8,9    | 18,1    | 16,9   | 9,9     | 19,0   | . حاملو الشهادات                               |

(1) السكان البالغون 15 سنة فما فوق

(2) السكان النشيطون البالغون 15 سنة فما فوق/مجموع السكان البالغون 15 سنة فما فوق

(3) السكان النشيطون المشتغلون البالغون 15 سنة فما فوق/مجموع السكان البالغون 15 سنة فما فوق

(4) السكان النشيطون العاطلون عن العمل البالغون 15 سنة فما فوق/السكان النشيطون البالغون 15 سنة فما فوق

المصدر: الندوبية السامية للتخطيط

(رسم بياني 4.2). ويعزى هذا التغير إلى تباطؤ نسبة نمو القيمة المضافة غير الفلاحية من 2,5% إلى 2,2% وتسارع نمو التشغيل في القطاع غير الفلاحي من 0,7% إلى 1,5%.

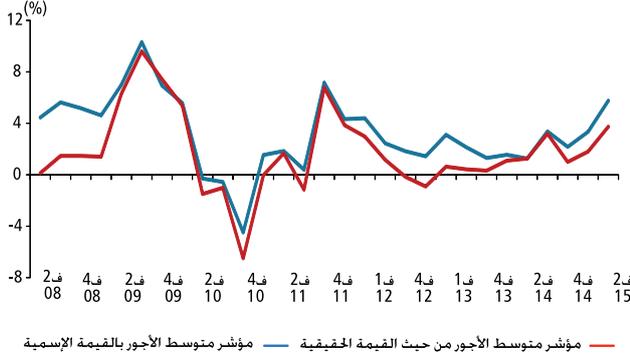
## 2.2 الضغوط على سوق الشغل

مع متمّ الفصل الثاني. شهدت الساكنة النشيطة البالغة من العمر 15 سنة فما فوق تراجعاً بنسبة 0,3%، سُجل فقط في المناطق القروية بنسبة 0,9%. في حين ارتفعت في المناطق الحضرية بنسبة 0,3%. وأخذاً في الاعتبار التطور الديمغرافي. واصلت نسبة النشاط تدهورها بوتيرة أكثر حدة لتصل إلى 48% مقابل 48,9% في السنة المنصرمة.

وتزايد عدد مناصب الشغل المحدثة إلى 38 ألف منصب، حيث تم إحداث 72 ألف منصب في المناطق الحضرية مقابل خسارة 34 ألف منصب في المناطق القروية (رسم بياني 5.2). وحسب القطاعات، يعتبر قطاع الخدمات أهم مُشغل لليد العاملة بما قدره 66.000 منصب. بعد أن لم يتجاوز عدد المناصب المحدثة فيه خلال الفصل السابق 4.000 منصبا. ويليه قطاع البناء والأشغال العمومية بواقع 16 ألف منصب. بعد فصلين من الفتور، ثم القطاع الصناعي، بما في ذلك الصناعة التقليدية، بواقع 14 ألف منصب. حوالي 12 ألف منها في المحيط القروي. في المقابل، سجل قطاع الزراعة والغابات والصيد خسارة 58 ألف منصب. بالرغم من إنتاج 115 مليون قنطار من الحبوب.

بذلك، تزايدت الساكنة النشيطة بنسبة 0,3%، نتيجة لتناميها في المحيط الحضري بواقع 1,3% وتراجعها في القرى بنسبة 0,6%. وواصلت نسبة التشغيل منحها التنزلي من 44,4% إلى 43,9% على المستوى الوطني، ومن 36,8% إلى 36,6% على الصعيد الحضري، ومن 56,1% إلى 55,3% في المناطق القروية (جدول 1.2).

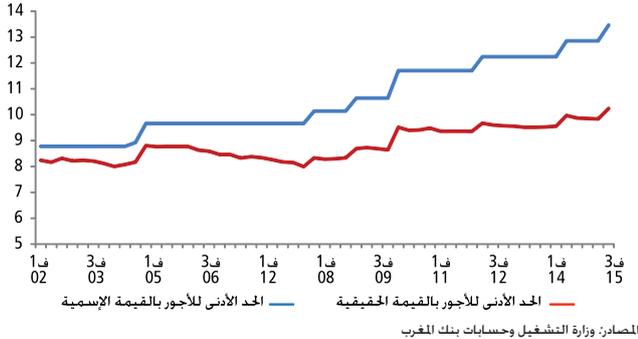
رسم بياني 6.2: تغير مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص من حيث القيمة الاسمية والحقيقية. (على أساس سنوي)



المصدر: الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي وحسابات بنك المغرب

في ظل هذه الظروف، تراجعت نسبة البطالة من 9,3% السنة الماضية إلى 8,7%. وقد همّ هذا التغير المحيطين الحضري والقروي على السواء. إذ انخفضت البطالة بواقع 0,8 نقطة إلى 13,4% وبمقدار 0,3 نقطة إلى 3,3%. وقد سجل هذا التراجع لدى كافة الفئات العمرية باستثناء الشباب الذين تتراوح أعمارهم بين 15 و 24 سنة. حيث تفاقمت نسبة بطالتهم من 19,2% إلى 20,5% على المستوى الوطني ومن 36,4% إلى 38,6% في المدن (جدول 1.2).

رسم بياني 7.2: الحد الأدنى للأجور من حيث القيمة الاسمية والحقيقية (درهم/ساعة)



المصدر: وزارة التشغيل وحسابات بنك المغرب

وبخصوص تكاليف الأجور، ارتفع مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص، على أساس سنوي، بنسبة 5,8% بالقيمة الاسمية و3,7% بالقيمة الحقيقية خلال الفصل الثاني (رسم بياني 6.2).

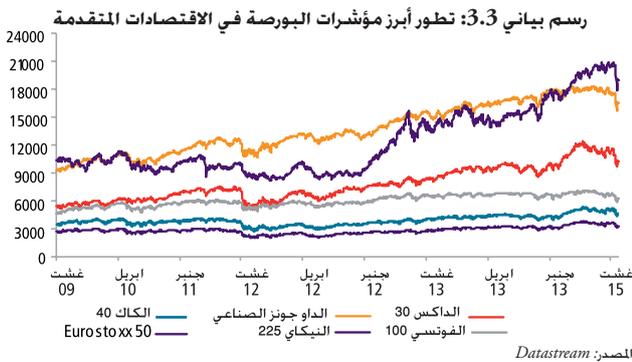
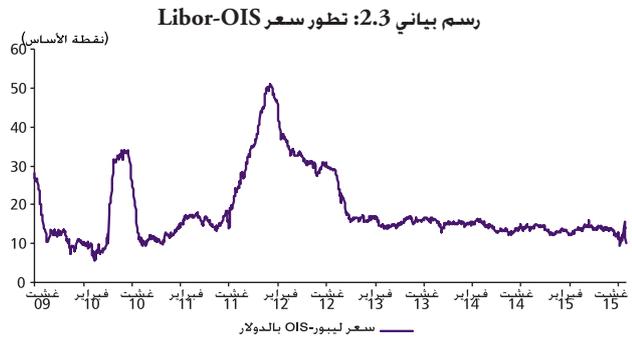
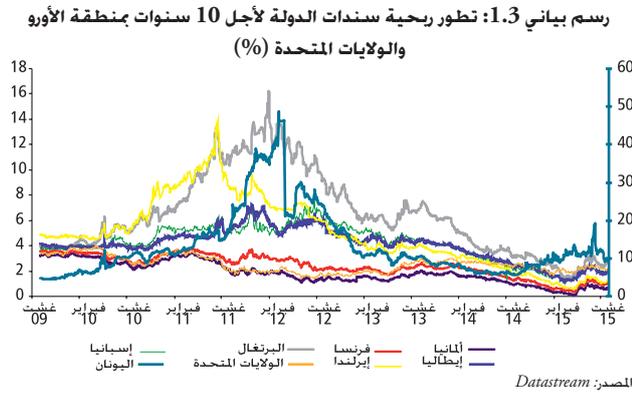
من جهة أخرى، سجل الحد الأدنى للأجور عن الساعة ارتفاعاً على أساس سنوي، بلغت نسبته 3% بالقيمة الحقيقية. ومن المنتظر أن ينتج عن قرار الرفع من هذا الحد بنسبة 5% بالقيمة الاسمية ليصل إلى 13,46 درهم/للساعة، ارتفاعه بنسبة 2,7% بالقيمة الحقيقية خلال الفصل الثالث من سنة 2015 مقابل 4,8% السنة المنصرمة (رسم بياني 7.2).

### 3. المحيط الدولي وأسعار الاستيراد

تشير آخر المعطيات الخاصة بالأوضاع الدولية إلى استمرار الانتعاش المعتدل في أبرز الدول المتقدمة وتباطؤ عام للنشاط في الاقتصادات الصاعدة. مع وجود بعض التغيرات المتناقضة من بلد لآخر. بذلك، واصل النشاط الاقتصادي انتعاشه في منطقة الأورو مع تراجع نسبة البطالة إلى أدنى مستوى لها منذ مارس 2012. وفي الولايات المتحدة الأمريكية سُجل تباطؤ في النمو بالرغم من تدني نسبة البطالة. أما على صعيد البلدان الصاعدة الرئيسية، فقد استقرت نسبة النمو في الصين، في حين تراجعت بشكل ملحوظ في الهند وازدادت حدة انكماش الناتج الداخلي الإجمالي في كل من البرازيل وروسيا، في الأسواق المالية. وفي سياق يتسم على الخصوص بتزايد الشكوك حول الاقتصاد الصيني، فقد سُجل تدني مؤشرات البورصة في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة على السواء. في هذا الصدد، اتخذ البنك المركزي الصيني مجموعة من الإجراءات بما فيها اللجوء مرة أخرى إلى تقليص سعره الرئيسي بغية دعم النشاط الاقتصادي. وتراجع سعر اليوان الصيني أمام الدولار ليصل إلى أدنى مستوى له منذ 4 سنوات، نتيجة تخفيض قيمته لثلاث مرات. وفي الأسواق الدولية للمواد الأولية، شهدت الأسعار على العموم توجهها نحو الانخفاض، مع تدني سعر البرنت بشكل واضح. وفي ظل هذه الظروف، تزايدت نسبة التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال شهر يوليو، فيما ظلت مستقرة في منطقة الأورو خلال شهر غشت. وتشير كل هذه العوامل إلى استمرار غياب الضغوط التضخمية الخارجية المصدر.

### 1.3 الأوضاع المالية والنشاط الاقتصادي عبر العالم

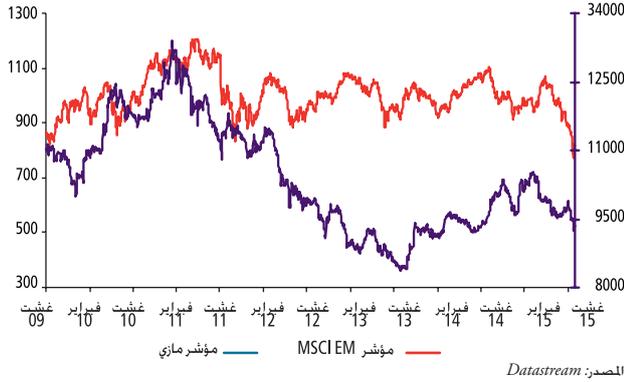
#### 1.1.3 الأوضاع المالية



عرفت أبرز مؤشرات البورصة بالاقتصادات المتقدمة والصاعدة انخفاضات ملحوظة. ففي الفترة بين شهري يوليو وغشت، تراجع مؤشر EUROSTOXX50 بنسبة 2,8%. ومؤشر داكس 30 بنسبة 4,2%. ومؤشر FTSE100 بنسبة 3% ومؤشر الكاك 40 بواقع 1,4%. كما تدنى مؤشر الداوجونز ومؤشر نيكاي 225 بنسبة 4,1% و2,3% على التوالي. ومن حيث التقلب، انتقل مؤشر VSTOXX من 23,6 نقطة أساس إلى 25,1 نقطة أساس. ومؤشر VIX من 14,5 نقطة إلى 19,4. وعلى مستوى الاقتصادات الصاعدة، تقلص مؤشر MSCI EM بنسبة 8,8% تشمل استمرار تدني المؤشر بنسبة 8,4% في الصين و تراجعها في تركيا بنسبة 10,3%. وفي الهند بواقع 3,5%.

على مستوى أسواق السندات، واصلت الأسعار انخفاضها في الدول المتقدمة. فبين شهري يوليو وغشت، تراجعت الربحية لأجل 10 سنوات من 0,7% إلى 0,6% بالنسبة لألمانيا ومن 1,1% إلى 1% في فرنسا ومن 2,1% إلى 2% في إسبانيا ومن 2% إلى 1,8% في إيطاليا. ثم من 13,6% إلى 10,3% في اليونان. وعرفت ربحية سندات الخزينة الأمريكية لنفس الأجل توجهها مماثلاً إذ بلغت 2,2% في شهر غشت، مقابل 2,3% في يوليو.

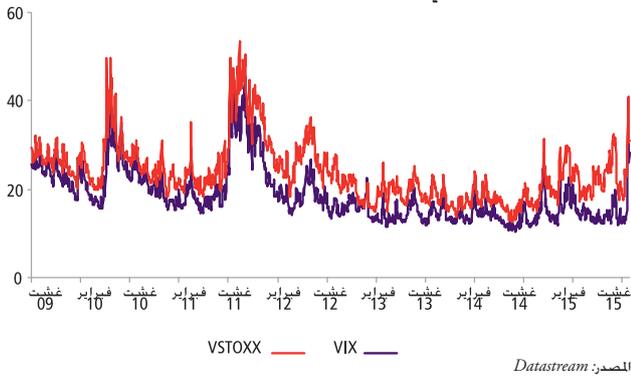
رسم بياني 4.3: تطور مؤشر MSCI EM ومؤشر مازي



أما في أبرز الاقتصادات الصاعدة فقد سجلت ربيحات السندات لأجل 10 سنوات تطورات متباينة. واستقرت نسبتها في 3,5% في الصين و7,8% في الهند. في حين ارتفعت في البرازيل من 12,8% إلى 13,7% وفي تركيا من 9,3% إلى 9,8%.

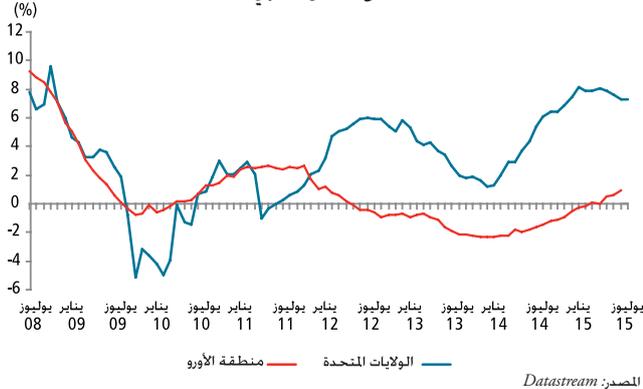
وفي الأسواق النقدية، بلغ سعر الفائدة ما بين البنوك (Euribor) لأجل 3 أشهر -0,03% في غشت مقابل -0,02% في الشهر الذي قبله، فيما ارتفع سعر الفائدة ما بين البنوك (Libor) لنفس الأجل من 0,29% إلى 0,32%. من جهة أخرى، انتقل فارق (Libor-OIS) بالدولار من 12,9 نقطة أساس إلى 11,9 نقطة. وبخصوص الائتمان البنكي، استقرت وتيرة تطوره السنوي في الولايات المتحدة الأمريكية في نسبة 7,3% شهر غشت، في حين ارتفعت في منطقة الأورو بنسبة 0,9% في يوليو، مقابل 0,6% في الشهر الذي قبله.

رسم بياني 5.3: تطور مؤشر VIX و VSTOXX



في ما يتعلق بأسواق الصرف، تنامي سعر الأورو أمام أبرز العملات الأجنبية، إذ ارتفع بنسبة 1,2% مقابل الدولار وبنسبة 1,1% مقابل الجنيه الإسترليني، و0,9% مقابل الين الياباني. أما بخصوص تطور أسعار أبرز الدول الصاعدة مقارنة بالدولار، فقد تراجع سعر الريال البرازيلي بنسبة 8,9% والروبية الهندية بنسبة 2,4% والليرة التركية بنسبة 5,8%. من جهة أخرى، تدنى اليوان الصيني بواقع 2,1% ليبلغ بتاريخ 12 غشت، 6,4 يوان للدولار الواحد، وهو أدنى مستوى له منذ 2011.

رسم بياني 6.3: تطور الائتمان في الولايات المتحدة الأمريكية وفي منطقة الأورو على أساس سنوي



في هذا السياق، عمدت البنوك المركزية لأبرز الدول المتقدمة إلى عدم تغيير سعر فائدتها الرئيسي، فقد قرر البنك الفيدرالي الأمريكي، يوم 17 شتنبر، الإبقاء على سعر الفائدة بين 0% و0,25%. مع إعادة التأكيد على أن هذا النطاق ملائم لدعم التطور المستمر نحو بلوغ الحد الأقصى للتشغيل ونسبة تضخم في 2%. من جهة أخرى، قرر البنك المركزي الأوروبي، خلال اجتماعه يوم 3 شتنبر، الإبقاء على سعر فائدته الرئيسي في حدود 0,05%. ونفس القرار اتخذته البنك المركزي لإنجلترا بتاريخ 10 شتنبر، حيث أبقى على سعر فائدته الرئيسي في 0,5%.

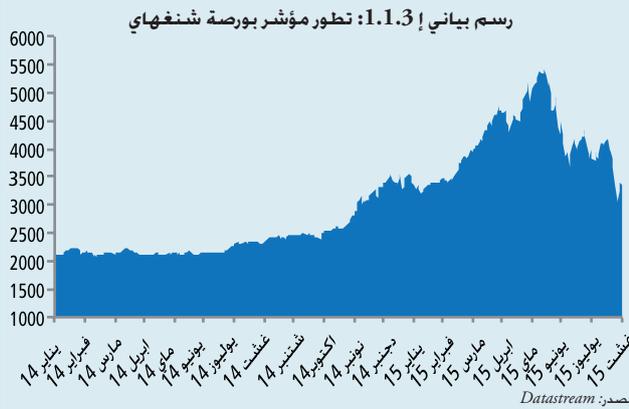
جدول 1.3: التطور الفصلي للنمو على أساس سنوي

| 2015 |      | 2014 |      | 2013 |      |      |      |                  |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------------------|
| 2ف   | 1ف   | 4ف   | 3ف   | 2ف   | 1ف   | 4ف   | 3ف   |                  |
| 2,7  | 2,9  | 2,5  | 2,9  | 2,6  | 1,7  | 2,5  | 1,5  | الولايات المتحدة |
| 1,5  | 1,2  | 0,9  | 0,8  | 0,7  | 1,1  | 0,6  | -0,1 | منطقة الأورو     |
| 1,0  | 0,9  | 0,1  | 0,2  | -0,2 | 0,7  | 1,0  | 0,8  | فرنسا            |
| 1,6  | 1,1  | 1,5  | 1,2  | 1,4  | 2,3  | 1,3  | 0,5  | ألمانيا          |
| 0,7  | 0,1  | -0,4 | -0,5 | -0,3 | -0,2 | -0,9 | -1,4 | إيطاليا          |
| 3,1  | 2,7  | 2,0  | 1,6  | 1,2  | 0,6  | 0,0  | -1,0 | إسبانيا          |
| 2,6  | 2,9  | 3,4  | 3,0  | 3,0  | 2,7  | 2,4  | 1,6  | المملكة المتحدة  |
| 0,9  | -0,8 | -0,8 | -1,4 | -0,5 | 2,1  | 2,3  | 2,4  | اليابان          |
| 7,0  | 7,0  | 7,2  | 7,2  | 7,4  | 7,3  | 7,6  | 7,9  | الصين            |
| 7,1  | 6,1  | 6,8  | 8,4  | 7,4  | 5,3  | 6,6  | 7,5  | الهند            |
| -2,6 | -1,6 | -0,2 | -0,6 | -1,2 | 2,7  | 2,1  | 2,4  | البرازيل         |
| 4,2  | 2,6  | 2,6  | 2,3  | 2,2  | 4,5  | 4,7  | 4,4  | تركيا            |
| -4,6 | -2,2 | 0,4  | 0,9  | 0,7  | 0,6  | 2,1  | 1,3  | روسيا            |

المصدر: Datastream

وبخصوص البلدان الصاعدة، قام البنك المركزي الصيني، يوم 25 غشت، بتقليص سعر فائده الرئيسي بواقع 25 نقطة أساس إلى 4,6%، وهو خامس تقليص له منذ نونبر 2014. وعمل البنك أيضا ثلاث مرات، بين 11 و13 غشت، على تقليص قيمة اليوان مقابل الدولار. أما البنك المركزي الروسي، فقد قرر خلال اجتماعه بتاريخ 11 شتنبر الإبقاء على سعر فائده الرئيسي في حدود 10%. من جهة أخرى، قرر البنك المركزي للبرازيل، يوم 2 شتنبر، عدم تغيير سعر فائده الرئيسي، وتركه في 14,25%. كما قرر البنك المركزي الهندي، بتاريخ 4 غشت، الإبقاء على سعر فائده في 7,25%. مشيراً أنه من الحذر عدم تغيير الوضع الحالي في هذه الظروف، مع الحفاظ على التوجه المرن للسياسة النقدية.

### إطار 1.3: تطور بورصة شانغهاي في الفترة الأخيرة



بعد أن بلغت نسبة أدائه 53% سنة 2014، وبعد ارتفاعه بنسبة 42% خلال الأشهر الخمس الأولى من السنة، سجل مؤشر شانغهاي منحنى تنازلي إذ تراجع بنسبة 37,9% في الفترة الممتدة بين 12 يونيو و31 غشت. وبتاريخ 24 غشت على الخصوص، عرف المؤشر تراجعاً يومياً بنسبة 8,5% بعد نشر المؤشر المؤقت لمدراء المشتريات<sup>1</sup> الخاص بالقطاع الصناعي لشهر غشت، والذي بلغ 47,1، وهو أدنى مستوى له منذ سنة 2009.

ويحتمل أن يكون هذا التدنّي مرتبباً بالشكوك التي حوّط بأفاق النمو الاقتصادي في الصين. فبعد أن بلغت نسبة النمو 7,4% سنة 2014، يتوقع صندوق النقد الدولي أن تتراجع إلى 6,8% سنة 2015 و6,3% سنة 2016. وحسب الخبراء الاقتصاديين للصندوق، يعزى هذا التراجع إلى تباطؤ الاستثمار، وذلك في سياق الانتقال إلى نموذج نمو أكثر توازناً. علاوة على ذلك، فإن الارتفاعات المفترطة التي شهدتها مؤشر شانغهاي بين نونبر 2014 ويونيو 2015 لم تكن تعكس أساس الاقتصاد. بل إنها تأتي بالأحرى نتيجة للإجراءات التي اتخذتها الحكومة لإعادة توجيه توفير الأسر من سوق العقار نحو السوق المالية. مع السماح لباقي الوحدات بالولوج إلى السوق ورفع بعض القيود المفروضة على الاستثمار في البورصة.



<sup>1</sup> يتم حساب مؤشر مدراء المشتريات انطلاقاً من استقصاءات شهرية تجريها مؤسسة Markit Economics لدى مدراء المشتريات في المقاولات العاملة في قطاع الصناعات التحويلية والخدمات، ومنذ مارس 2015، يتطور هذا المؤشر في مستوى أدنى من 50 نقطة، الذي يساوي تطوراً شهرياً منعدماً.

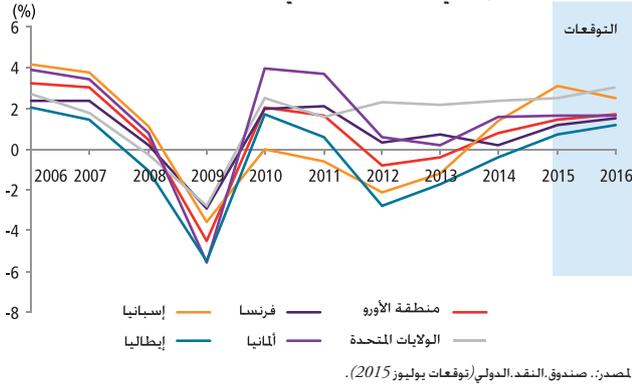
وقد كان للانخفاضات الأخيرة التي عرفتها بورصة شنغهاي تأثير على الأسواق في العديد من البلدان إذ زادت من تخوفات المستثمرين بخصوص ضعف الطلب الصيني وتأثيره على نمو بلدهم وعلى أسعار المواد الأولية، خاصة النفط. وفي الأسواق الآسيوية، بلغت نسب التراجع، خلال شهر غشت، 8,2% في اليابان و5,7% في تايوان و6,4% في ماليزيا. أما في أسواق البلدان المتقدمة، فقد تراجع مؤشر NASDAQ بنسبة 6,9%، ومؤشر CAC40 بنسبة 8,5% و FTSE 100 بنسبة 6,7%.

في هذا السياق، اتخذ البنك المركزي الصيني مجموعة من القرارات بهدف إعطاء دفعة للطلبات على القروض، خاصة الموجهة منها للاستهلاك. فقد قام البنك المركزي، بتاريخ 27 غشت، وللمرة الرابعة هذه السنة، بتخفيض سعر فائدته الرئيسي بمقدار 25 نقطة أساس ليبلغ 4,60%. كما عمل على تقليص نسبة الاحتياطي الإلزامي بواقع 0,5 نقطة أساس بالنسبة للبنوك التقليدية وبنقطة أساس واحدة للبنوك وتعاونيات الائتمان القروية. وذلك من أجل دعم القطاع الفلاحي. وبواقع 3,5 نقطة لمقاولات القروض الإيجارية وشركات تمويل شراء السيارات، من أجل ضمان انتعاش الاستهلاك.

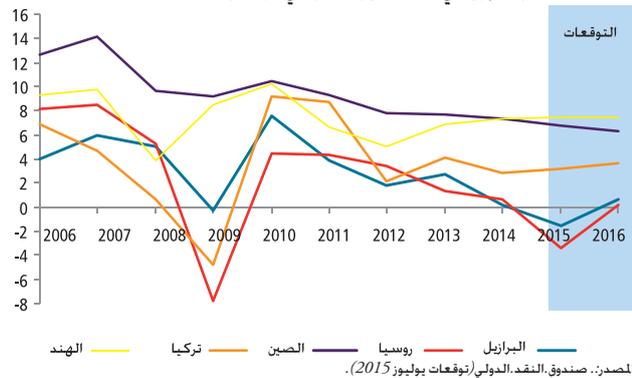


على مستوى سياسة الصرف، أصدر البنك المركزي الصيني، يوم 11 غشت، قرارا بتخفيض قيمة العملة الوطنية عن طريق تغيير طريقة حساب القيمة المرجعية لليوان مقابل الدولار الأمريكي. إن هذه المقاربة الجديدة، التي تدخل في إطار الانتقال التدريجي إلى اقتصاد السوق، تأخذ في الاعتبار العرض والطلب على اليوان في سوق الصرف وكذا مدى تغير بعض العملات الأخرى. وقد كان البنك المركزي الصيني قد فسر اتخاذ هذا الإجراء بالمستوى المرتفع لليوان، الناتج عن الفائض الكبير للميزان التجاري للصين.

رسم بياني 7.3: تغير النمو في البلدان المتقدمة (%)



رسم بياني 8.3: تغير النمو في البلدان الصاعدة (%)

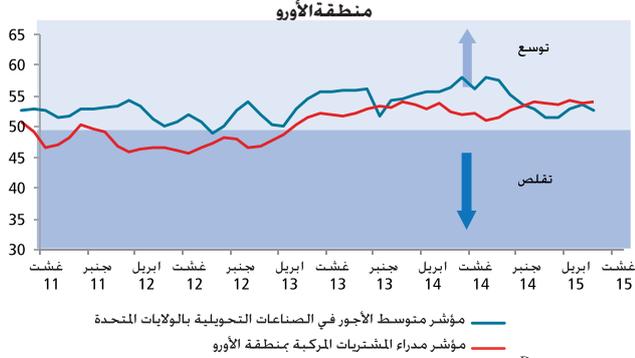


### 2.1.3 النشاط الاقتصادي عبر العالم

خلال الفصل الثاني من سنة 2015، سجلت الوضعية الاقتصادية تباطؤًا طفيفًا للنمو على أساس سنوي في الولايات المتحدة الأمريكية وفي المملكة المتحدة. مقابل تحسنه في بلدان منطقة الأورو وتراجعها في الدول الصاعدة.

في منطقة الأورو، واصل النمو انتعاشه المعتدل، إذ بلغ 1,5% عوض 1,2% في الفصل السابق. وتسارع النمو في إسبانيا من 2,7% إلى 3,1% وفي ألمانيا من 1,1% إلى 1,6% وفي إيطاليا من 0,1% إلى 0,7%. في حين ارتفع النمو بشكل طفيف في فرنسا، إذ انتقل من 0,9% إلى 1%. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، تددت نسبة النمو من 2,9% إلى 2,7% على أساس سنوي. متأثرة بالتراجع القوي للاستثمار الخاص. كما انخفضت هذه النسبة في المملكة المتحدة من 2,9% إلى 2,6%. نتيجة تباطؤ أنشطة البناء والخدمات. أما في اليابان، فقد تنامي الناتج الداخلي الإجمالي بنسبة 0,9% على أساس سنوي بعد أربع فصول متتالية من الانكماش، في حين يتبين أن هذه النسبة في تراجع ملحوظ بنسبة 0,3% من فصل آخر.

رسم بياني 9.3: تغير بعض المؤشرات العالية التردد بالولايات المتحدة وفي



على مستوى أبرز الدول الصاعدة، استقرت نسبة النمو في الصين خلال الفصل الثاني. مقابل ارتفاعها في الهند من 6,1% إلى 7,1%. وفي البرازيل وروسيا. تزايدت حدة انكماش الناتج الداخلي الإجمالي لتصل بالتوالي إلى -2,6% و-4,6% مقابل -1,6% و-2,2% في الفصل الذي قبل. وفي تركيا. تشير المعطيات إلى تحسن وتيرة النمو السنوي للناتج الداخلي الإجمالي إلى 4,2% في الفصل الثاني عوض 2,6% في الفصل الأول.

وبخصوص المؤشرات العالية التردد. عرف مؤشر مدراء المشتريات المركب لمنطقة الأورو ارتفاعا ملحوظا من 53,9 نقطة في يوليو إلى 54,1 نقطة في غشت. في المقابل، انخفض مؤشر مدراء المشتريات الخاص بالقطاع الصناعي في الولايات المتحدة من 52,7 إلى 51,1 نقطة.

ومن حيث الآفاق. قام صندوق النقد الدولي في شهر يوليو بخفض توقعاته للنمو العالمي لسنة 2015 بواقع 0,2 نقطة لتصل إلى 3,3% في حين أبقى على توقعاته لسنة 2016 دون تغيير في 3,8%. ومن المتوقع أن يصل النمو في الدول المتقدمة إلى 2,1% سنة 2015 و2,4% سنة 2016. بخلاف ما هو وارد في التوقعات الصادرة في شهر أبريل. بذلك. يرتقب أن تصل نسبة ارتفاع الناتج الداخلي الإجمالي. بين سنتي 2015 و2016 على التوالي إلى 2,5% و3% في الولايات المتحدة و0,8% و1,2% في اليابان و1,5% و1,7% في منطقة الأورو. وقد أظهرت توقعات البنك المركزي الأوروبي. الصادرة في 3 شتنبر. أن نسبة النمو في هذه المنطقة ستصل إلى 1,4% سنة 2015 و1,7% سنة 2016 و1,8% سنة 2017.

وفي الاقتصادات الصاعدة والنامية. يرتقب أن يرتفع الناتج الداخلي الإجمالي بنسبة 4,2% سنة 2015 و4,7% سنة 2016. أي دون تغير يذكر مقارنة بتوقعات شهر أبريل. في 2015 و2016. من المنتظر أن تصل نسبة النمو إلى 6,8% ثم 6,3% في الصين. مقابل 7,5% في الهند. فيما يتوقع أن ينكمش بنسبة 3,4% في روسيا قبل أن يتنامى بواقع 0,2%.

جدول 2.3: آفاق النمو في العالم

| التوقعات %                       |           |                    |      |                  |      |
|----------------------------------|-----------|--------------------|------|------------------|------|
| منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية |           | صندوق النقد الدولي |      | اللجنة الأوروبية |      |
| 2016                             | 2015      | 2016               | 2015 | 2016             | 2015 |
| 3,6                              | 3,0       | 3,8                | 3,3  | 3,9              | 3,5  |
| 2,6                              | 2,4       | 3,0                | 2,5  | 3                | 3,1  |
| 1,9                              | 1,6       | 1,7                | 1,5  | 1,9              | 1,5  |
| 2,0                              | 1,6       | 1,7                | 1,6  | 2                | 1,9  |
| 1,4                              | 1,0       | 1,5                | 1,2  | 1,7              | 1,1  |
| 1,3                              | 0,7       | 1,2                | 0,7  | 1,4              | 0,6  |
| غير متوفر                        | غير متوفر | 2,5                | 3,1  | 2,6              | 2,8  |
| 2,3                              | 2,4       | 2,2                | 2,4  | 2,4              | 2,6  |
| 1,2                              | 0,6       | 1,2                | 0,8  | 1,4              | 1,1  |
| 6,5                              | 6,7       | 6,3                | 6,8  | 6,8              | 7    |
| 7,3                              | 7,2       | 7,5                | 7,5  | 7,9              | 7,6  |
| -0,7                             | -2,8      | 0,7                | -1,5 | 1,3              | -0,9 |
| غير متوفر                        | غير متوفر | 3,6                | 3,1  | 3,7              | 3,2  |
| غير متوفر                        | غير متوفر | 0,2                | -3,4 | 0,2              | -3,5 |

المصادر: اللجنة الأوروبية (ماي 2015) و صندوق النقد الدولي (يوليو 2015) ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (سبتمبر 2015).

جدول 3.3: تطور نسبة البطالة بالولايات المتحدة ومنطقة الأورو و البلدان الشريكة

|                  | غشت 2015  | يوليوز 2015 | يونيو 2015 | ماي 2015 | 2014 | 2013 |
|------------------|-----------|-------------|------------|----------|------|------|
| الولايات المتحدة | 5,1       | 5,3         | 5,3        | 5,4      | 6,2  | 7,4  |
| منطقة الأورو     | غير متوفر | 10,9        | 11,1       | 11,1     | 11,6 | 12,0 |
| فرنسا            | غير متوفر | 10,4        | 10,3       | 10,3     | 10,3 | 10,3 |
| إيطاليا          | غير متوفر | 12,0        | 12,5       | 12,4     | 12,7 | 12,1 |
| ألمانيا          | غير متوفر | 4,7         | 4,7        | 4,7      | 5,0  | 5,2  |
| إسبانيا          | غير متوفر | 22,2        | 22,4       | 22,5     | 24,5 | 26,1 |
| المملكة المتحدة  | غير متوفر | غير متوفر   | غير متوفر  | 5,6      | 6,1  | 7,6  |

المصدر: مكتب الإحصاءات الأوروبي Eurostat

وتبقى آفاق النمو محاطة بالمخاطر خاصة منها الضغوط على الأسواق المالية، وتراجع النمو المحتمل، وتدني أسعار المواد الأساسية واستمرار ارتفاع سعر الدولار.

### 3.1.3 سوق الشغل

في شهر غشت من سنة 2015، تراجعت نسبة البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 5,1%. بعد أن بلغت 5,3% في الشهر الذي قبله، وهو أدنى مستوى منذ أبريل 2008. وفي منطقة الأورو، تشير المعطيات الخاصة بشهر يوليوز إلى تدني نسبة البطالة من 11,1% إلى 10,9%. وهو أقل مستوى عرفته منذ شهر مارس 2012. وعلى مستوى البلدان الشريكة، ارتفعت نسبة البطالة في فرنسا لتصل إلى 10,4% مقابل 10,3% في يونيو. وظلت دون تغيير في ألمانيا في حدود 4,7%. في المقابل، تراجعت هذه النسبة من 12,5% إلى 12% في إيطاليا ومن 22,4% إلى 22,2% في إسبانيا. أما في المملكة المتحدة، فتشير المعطيات المتوفرة الخاصة بشهر ماي إلى استقرار نسبة البطالة في 5,6% مقارنة بالشهر السابق.

على مستوى التوقعات القصيرة الأمد الخاصة بالدول المتقدمة، فإن تقديرات اللجنة الأوربية، الصادرة في شهر ماي، تتماشى على العموم مع توقعات صندوق النقد الدولي لشهر أبريل. ذلك أنها تترقب، لسنتي 2015 و2016 على التوالي، أن تبلغ نسبة البطالة 5,4% و5% في الولايات المتحدة الأمريكية و11% و10,5% في منطقة الأورو. وفي الدول الشريكة، من المنتظر أن تتراجع هذه النسبة على التوالي إلى 10,3% و10% في فرنسا، وإلى 4,6% و4,4% في ألمانيا، وإلى 22,4% و20,5% في إسبانيا، في حين يتوقع أن تستقر في 12,4% في إيطاليا.

### 2.3 أسعار السلع الأساسية والتضخم

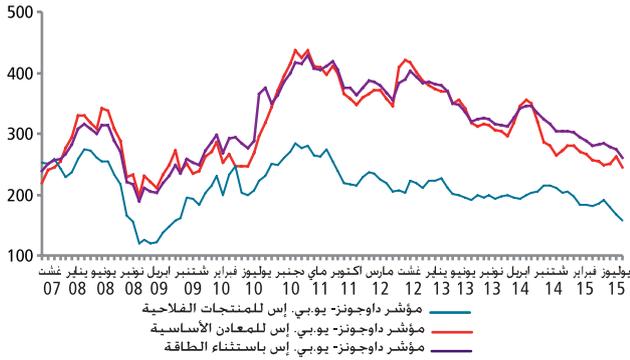
خلال الأشهر الثلاثة الأخيرة، انخرطت أسعار السلع الأساسية على العموم في انخفاض على أساس سنوي. وارتفع التضخم في الولايات المتحدة في شهر يوليوز بينما يشير التقدير الأول لشهر غشت إلى استقراره بمنطقة الأورو.

رسم بياني 10.3: الأسعار العالية للبرنت بالدولار



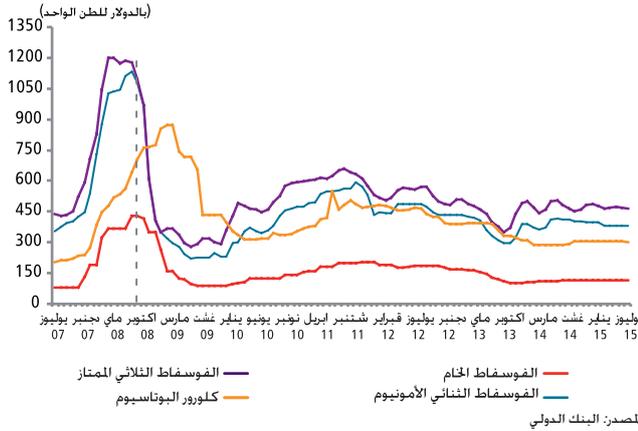
المصدر: Datastream

رسم بياني 11.3 : تطور مؤشر داوجونز- يوبي. إس لأسعار السلع الأساسية غير الطاقية (أساس 100 = 2006)



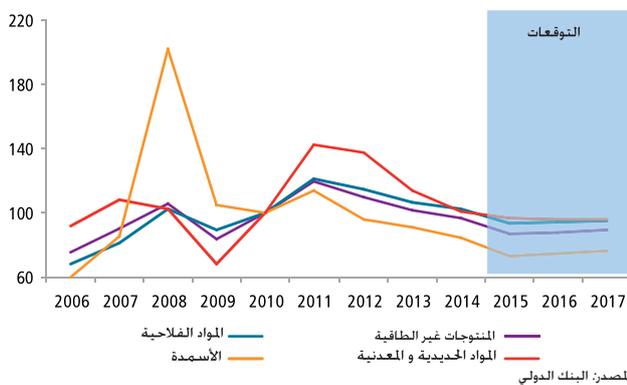
المصدر: Datastream

رسم بياني 12.3 : تطور الأسعار العالمية للفوسفات ومشتقاته



المصدر: البنك الدولي

رسم بياني 13.3 : آفاق تطور مؤشرات أسعار السلع الأساسية



المصدر: البنك الدولي

### 1.2.3 أسعار السلع الأساسية الطاقية

عرف سعر البرنت انخفاضا شهريا بنسبة 16,4% في غشت، ليصل في المتوسط إلى 47,5 دولار للبرميل. مقابل 56,8 دولار في الشهر السابق. ويعزى هذا التطور على الخصوص إلى الفائض في العرض وتباطؤ نمو النشاط الاقتصادي في أبرز البلدان الصاعدة، لاسيما الصين. أكبر ثاني مستهلك للنفط. وعلى أساس سنوي، انخفض سعر البرنت بنسبة 53,6%. لينتقل من 102,4 دولار للبرميل إلى 47,5 دولار.

وفي ما يتعلق بآفاق تطور سعر النفط، راجع البنك الدولي، في يوليو، تقديراته نحو الارتفاع إلى 57,5 و 61,2 دولار للبرميل في 2015 و 2016. على التوالي. وبالمثل، يتوقع صندوق النقد الدولي في تحيين تقرير آفاق الاقتصاد العالمي لشهر يوليو بلوغ سعر البرميل 58,9 دولار في 2015، بينما راجع تقديره الخاص بسنة 2016 نحو الانخفاض من 65,6 إلى 64,2 دولار.

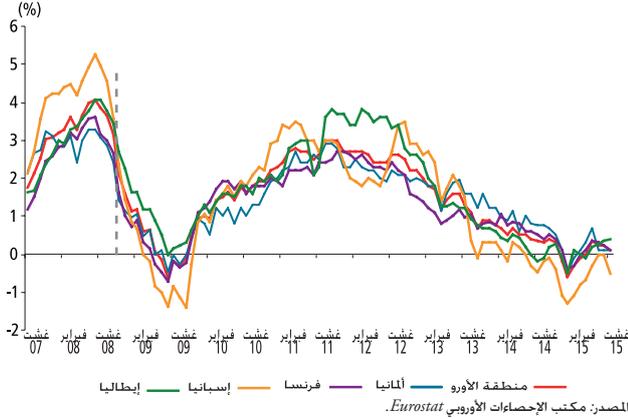
وبخصوص سعر البرنت، راجعت اللجنة الأوروبية في ماي توقعاتها نحو الارتفاع إلى 59,4 دولار للبرميل في 2015 و 66 دولار في 2016. مقابل 53 دولار و 61,5 دولار المتوقعة سابقا.

### 2.2.3 أسعار السلع الأساسية غير الطاقية

سجلت أسعار المنتجات غير الطاقية انخفاضا على أساس سنوي خلال شهر غشت. هكذا، تراجع مؤشر داوجونز الخاص بها بنسبة 17,5%. نتيجة لتدني مؤشر أسعار المعادن الأساسية بنسبة 27,2% ومؤشر أسعار المنتجات الفلاحية بنسبة 12,8%.

وفي ما يتعلق بالسوق العالمية للفوسفات ومشتقاته، بلغ سعر الخام 115 دولار للطن في غشت. أي أنه بقي دون تغيير للشهر الحادي عشر على التوالي. كما بقيت أسعار الفوسفات الثلاثي الممتاز (TSP) واليوريا مستقرة عند 380 و 273 دولار للطن. أما سعر كلورور البوتاسيوم، فقد سجل تراجعاً شهرياً بنسبة 0,7% في غشت. وفي المقابل، بلغ سعر الفوسفات ثنائي الأمونياك DAP

رسم بياني 14.3 : تطور التضخم لدى أبرز البلدان الشريكة



464 دولار للطن. منخفضا بشكل طفيف بنسبة 1,1% من شهر إلى آخر. وعلى أساس سنوي. ارتفع سعر كل من الفوسفات الخام و كلورور البوتاسيوم بنسبة 4,5% و 5,6% على التوالي. وبالمقابل. تراجع أسعار الفوسفات ثنائي الأمونياك (DAP) بنسبة 8,1% والفوسفات الثلاثي الممتاز (TSP) بنسبة 9%. واليوربا بنسبة 15,2%. وفي ما يتصل بسعر القمح الصلب. فقد انخفض بنسبة 8,9% على أساس شهري و 31,7% من سنة إلى أخرى.

### 3.2.3 التضخم عبر العالم

في الولايات المتحدة. استقر التضخم في غشت في 0,2%. بينما انخفض بشكل طفيف في اليابان من 0,4% إلى 0,3% ما بين شهري يونيو ويوليو. وبمنطقة الأورو. انخفض التضخم في غشت من 0,2% إلى 0,1%. وفي أبرز البلدان الشريكة. ارتفع التضخم من 0,3% إلى 0,4% في إيطاليا. واستقر في 0,1% في ألمانيا. بينما تراجع من 0,2% إلى 0,1% في فرنسا ومن 0,1% إلى 0% في المملكة المتحدة. ومن جهته. تدنى مؤشر الأسعار بنسبة 0,5% في إسبانيا بعد فترة ركود في الشهر السابق. وعلى صعيد البلدان الصاعدة والنامية الرئيسية. انتقلت نسبة التضخم من 1,6% في يوليو إلى 2% في غشت في الصين. ومن 9,6% إلى 9,5% بالبرازيل. بينما بلغت في روسيا 15,6% في يوليو مقابل 15,3% في الشهر السابق.

جدول 4.3: تطور التضخم في العالم. على أساس سنوي

| بالنسبة المؤية   | 2015 | 2015  | 2015 | 2015      |
|------------------|------|-------|------|-----------|
|                  | ماي  | يوليو | غشت  | غشت       |
| الولايات المتحدة | 0,0  | 0,1   | 0,2  | 0,2       |
| منطقة الأورو     | 0,3  | 0,2   | 0,1  | 0,1       |
| ألمانيا          | 0,7  | 0,1   | 0,1  | 0,1       |
| فرنسا            | 0,3  | 0,3   | 0,2  | 0,1       |
| إسبانيا          | -0,3 | 0,0   | 0,0  | -0,5      |
| إيطاليا          | 0,2  | 0,2   | 0,3  | 0,4       |
| المملكة المتحدة  | 0,1  | 0,0   | 0,1  | 0,0       |
| اليابان          | 0,5  | 0,4   | 0,3  | غير متوفر |

المصدر: مكتب الإحصاءات الأوروبي Eurostat و Datastream

جدول 5.3: آفاق التضخم في العالم. على أساس سنوي

| صندوق النقد الدولي | اللجنة الأوروبية | منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية | 2015 | 2016 | 2015 | 2016             |
|--------------------|------------------|----------------------------------|------|------|------|------------------|
| 1,5                | 0,1              | 2,2                              | 0,4  | 2,0  | 1,4  | الولايات المتحدة |
| 1,0                | 0,1              | 1,5                              | 0,1  | 1,0  | 0,6  | منطقة الأورو     |
| 1,3                | 0,2              | 1,8                              | 0,3  | 1,7  | 1,2  | ألمانيا          |
| 0,8                | 0,1              | 1,0                              | 0,0  | 0,9  | 0,5  | فرنسا            |
| 0,7                | -0,7             | 1,1                              | -0,6 | 0,5  | 0,1  | إسبانيا          |
| 0,8                | 0,0              | 1,8                              | 0,2  | 0,6  | 0,0  | إيطاليا          |
| 1,7                | 0,1              | 1,6                              | 0,4  | 2,1  | 1,8  | المملكة المتحدة  |
| 0,9                | 1,0              | 0,9                              | 0,5  | 1,6  | 1,8  | اليابان          |

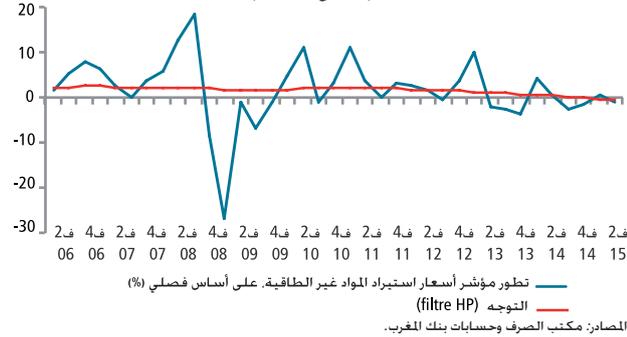
المصدر: صندوق النقد الدولي (أبريل 2015) ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (يونيو 2015) واللجنة الأوروبية (ماي 2015).

جدول 6.3 : تطور مؤشر أسعار الاستيراد

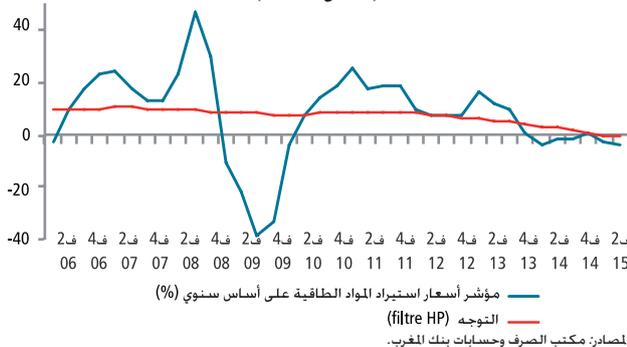
| التغير السنوي % |         | التغير الفصلي % |         |         |         |   |
|-----------------|---------|-----------------|---------|---------|---------|---|
| 2 ف2015         | 1 ف2015 | 4 ف2014         | 2 ف2015 | 1 ف2015 | 4 ف2014 |   |
| -30,5           | -35,9   | -13,2           | 10,0    | -27,6   | -11,9   | مؤشر أسعار استيراد المواد الطاقية                 |
| -33,6           | -40,5   | -14,1           | 16,6    | -32,9   | -14,4   | متوسط السعر الأحادي للنفط الخام*                  |
| -26,3           | -30,9   | -12,5           | 2,6     | -21,4   | -9,9    | متوسط السعر الأحادي للغازوال والفويل              |
| -28,1           | -31,2   | -14,5           | -10,2   | -17,0   | -4,0    | متوسط السعر الأحادي لغاز البترول                  |
| -4,4            | -2,9    | 0,7             | -0,9    | 0,5     | -1,4    | مؤشر أسعار استيراد المواد غير الطاقية             |
| -3,2            | 2,1     | -12,9           | 0,5     | 13,6    | -8,2    | مؤشر أسعار استيراد المواد الغذائية                |
| -2,7            | 2,0     | -23,0           | 4,7     | 21,9    | -15,2   | متوسط السعر الأحادي للقمح                         |
| -8,5            | -0,5    | -4,0            | -4,5    | 11,8    | -3,7    | متوسط السعر الأحادي للذرة                         |
| -0,2            | 20,8    | 33,5            | -2,9    | 1,7     | -0,2    | مؤشر أسعار استيراد المواد المعدنية                |
| 10,1            | 44,0    | 68,5            | -0,3    | 4,2     | 4,0     | متوسط السعر الأحادي للكبريت                       |
| -13,4           | -2,6    | 3,4             | -6,9    | -1,8    | -5,6    | متوسط السعر الأحادي للحديد والصلب                 |
| -4,7            | -3,7    | 7,4             | 0,2     | -1,6    | -1,4    | مؤشر أسعار استيراد المواد نصف المصنعة             |
| 18,3            | -12,0   | 6,1             | 20,8    | -3,7    | 12,7    | متوسط السعر الأحادي للأسمدة الطبيعية والكيميائية  |
| -13,4           | -1,6    | 13,3            | -6,9    | -1,8    | -5,6    | متوسط السعر الأحادي للمواد المرققة بالحديد والصلب |

\* ملحوظة: يتم حساب المؤشرات على أساس الأسعار الأحادية بالدرهم. متوسط البيع الأحادي  
المصدر: مكتب الصرف وحسابات بنك المغرب.

رسم بياني 15.3 : مؤشر أسعار استيراد المواد غير الطاقية على أساس فصلي (أساس: 1996)



رسم بياني 16.3 : مؤشر أسعار استيراد المواد غير الطاقية على أساس سنوي (أساس: 1996)



### 3.3 مؤشر قيم الوحدات عند الاستيراد بالمغرب

على أساس فصلي. سجل مؤشر أسعار استيراد المواد غير الطاقية انخفاضا بنسبة 0,9% في الفصل الثاني من 2015 بعد ارتفاعه بنسبة 0,5% في الفصل السابق. ويشمل هذا الانخفاض تراجع مؤشر أسعار استيراد المنتجات المعدنية بنسبة 2,9% وارتفاع مؤشري أسعار المنتجات الغذائية والمواد نصف المصنعة بنسبة 0,5% و0,2% على التوالي.

ويعزى تراجع أسعار المنتجات المعدنية من جهة إلى الانخفاض الجديد الذي سجله متوسط سعر الوحدة عند استيراد الحديد والصلب بنسبة 6,9%. ومن جهة أخرى. إلى تراجع متوسط سعر الكبريت بعد ارتفاعه بنسبة 4,2% في الفصل الأول من سنة 2015.

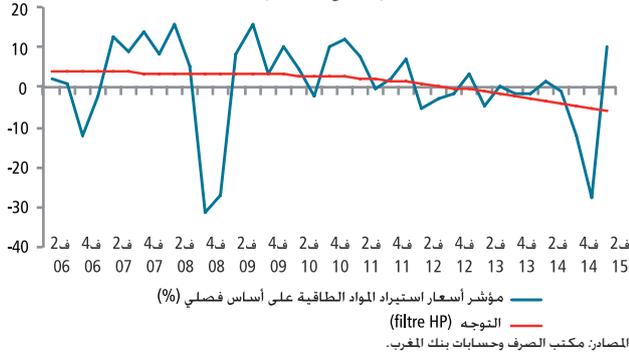
وفي ما يخص المنتجات الغذائية. يعزى تطور مؤشر أسعار الاستيراد بالأساس إلى ارتفاع متوسط سعر الوحدة عند استيراد القمح بنسبة 4,7% مقابل 21,9% في الفصل الأول من سنة 2015. وعلى العكس من ذلك. انخفض متوسط سعر الوحدة عند استيراد الذرة بنسبة 4,5%. في حين كان قد تزايد بنسبة 11,8% في الفصل السابق.

وبخصوص المنتجات نصف المصنعة. ارتفع سعر وحدة الأسمدة الطبيعية والكيميائية بنسبة 20,8% بعد تراجعها بنسبة 3,7%. بينما تدنى سعر وحدة المواد المرققة من الحديد والصلب بنسبة 6,9%. مسجلا انخفاضا أقوى من 1,8% المسجلة في الفصل السابق.

وفي ما يتعلق بالمنتجات الطاقية. ارتفع مؤشر الأسعار بنسبة 10% في الفصل الثاني من سنة 2015. بعد سلسلة من الانخفاضات بدأت في الفصل الثالث من سنة 2014. ويعكس هذا الارتفاع تزايد سعر وحدة النفط الخام بنسبة 16,6%. بعد انخفاضه بنسبة 32,9% وتساعد سعر الغازوال والفويل بنسبة 2,6% بعد تراجعها بنسبة 21,4% في الفصل الأول من سنة 2015.

على أساس سنوي. انخفض من جديد مؤشر أسعار الاستيراد باستثناء الطاقة بنسبة 4,4% في الفصل الثاني من سنة

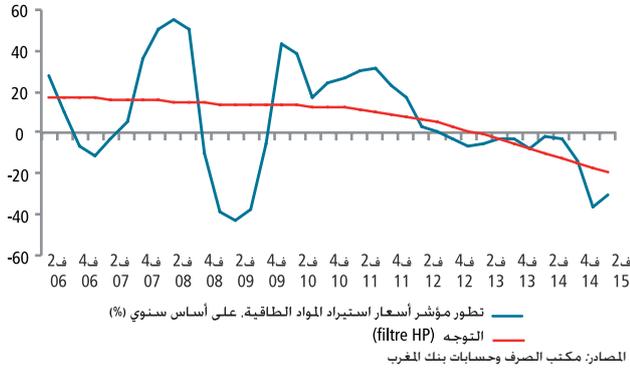
رسم بياني 17.3 : مؤشر أسعار استيراد المواد الطاقية على أساس فصلي (أساس: 1996)



2015، وذلك نتيجة لتفاقم تدني مؤشر المواد نصف المصنعة من 3,7% إلى 4,7%. على إثر انخفاض متوسط سعر المواد المرققة من الحديد والصلب بنسبة 13,4% بعد تراجع قدره 1,6% في الفصل الأول من سنة 2015.

ومن جهته، سجل مؤشر أسعار استيراد المنتجات المعدنية انخفاضا طفيفا بنسبة 0,2%. يشمل تراجع متوسط سعر وحدة الحديد والصلب بنسبة 13,4% ونمو متوسط سعر وحدة الكبريت بنسبة 10,1%.

رسم بياني 18.3 : مؤشر أسعار استيراد المواد الطاقية على أساس سنوي (أساس: 1996)



وبالمثل، انخفض مؤشر أسعار استيراد المنتجات الغذائية بنسبة 3,2% في الفصل الثاني من 2015، بعد ارتفاعه بنسبة 2,1%. بفعل تدني سعر وحدة القمح بنسبة 2,7%. عوض تزايد بنسبة 2% في الفصل الأول من سنة 2015. أما الذرة، فقد تراجع متوسط سعر وحدتها بنسبة 8,5% في الفصل الثاني من سنة 2015 مقابل 0,5% في الفصل السابق.

أما المنتجات النفطية، فقد خف منحائها التنازلي خلال الفصل الثاني من سنة 2015، حيث سجلت انكماشاً بنسبة 30,5% بدل 35,9%. وهم هذا التطور المنتجات الرئيسية، لاسيما النفط الخام الذي بلغ انخفاض متوسط سعر وحدته 33,6% في الفصل الثاني من 2015، عوض 40,5% في الفصل السابق.

## 4. الأوضاع النقدية وأسعار الأصول

في يوليوز 2015، تباطأت وتيرة نمو المجمع م3 لتنتقل من 6,2% في المتوسط في الفصل الثاني إلى 5,3%. ليبقى بذلك الفارق النقدي في مستوى سلبي. وبخصوص الائتمان البنكي، الذي يعتبر المصدر الرئيسي للإنشاء النقدي، لم تعرف نسبة نموه السنوي تغيرا هاما. حيث بلغت 2,3%. ويشمل هذا التطور، حسب الغرض، تفاقم انخفاض تسهيلات الخزينة. وتباطؤ نمو قروض الاستهلاك والتجهيز وتسارع القروض العقارية. وفي ما يتصل بالأوضاع النقدية، ظل سعر الفائدة ما بين البنوك متماشيا مع سعر الفائدة الرئيسي. حيث بلغ 2,51% في المتوسط خلال شهري أبريل وغشت 2015. وعلى مستوى أسعار الفائدة على الودائع، بلغ متوسط سعر الفائدة المرجح على الودائع من 6 إلى 12 شهرا 3,68% في يوليوز، منخفضا بثلاث (3) نقط أساس مقارنة بالفصل الثاني من سنة 2015. وبالنسبة لأسعار الفائدة على القروض، تشير المعطيات الأخيرة إلى ارتفاع متوسط سعر الفائدة المرجح بما قدره 12 نقطة أساس. ليصل بذلك إلى 5,93% في المتوسط في الفصل الثاني من 2015. نتيجة لتزايد سعر الفائدة المطبق على تسهيلات الخزينة بما قدره 18 نقطة أساس. وفي ما يخص سعر الصرف الفعلي للدرهم، فقد تدنى في الفصل الثاني من سنة 2015 بنسبة 0,76% بالقيمة الاسمية وبنسبة 1,89% بالقيمة الحقيقية نظرا لفارق التضخم الذي كان ملائما للمغرب.

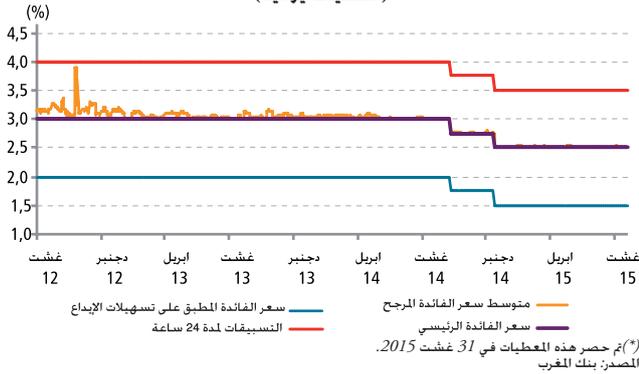
وفي سوق الأصول، انخفض مؤشر أسعار الأصول العقارية بنسبة 0,4% من فصل إلى آخر. نتيجة لتدني أسعار العقارات السكنية بنسبة 0,9%. وارتفاع أسعار الأراضي الحضرية بنسبة 1,4% وشبه استقرار أسعار العقارات الموجهة للاستعمال التجاري. وبموازاة ذلك، سجل عدد المعاملات انخفاضا بنسبة 0,5% من فصل إلى آخر نتيجة لتراجع مبيعات الأصول المخصصة للاستعمال التجاري بنسبة 9,2%. وفي ما يخص باقي الأصول، فقد ارتفعت المعاملات بنسبة 0,3% بالنسبة للأموال السكنية وبنسبة 0,2% بالنسبة للأراضي الحضرية. وفي سوق البورصة، سجل المؤشر المرجعي لبورصة الدار البيضاء انخفاضا جديدة خلال شهري يوليوز وغشت. حيث وصل أدأوه السلبي منذ بداية السنة إلى 2,9%. وبالنسبة لحجم المعاملات، فقد بلغ 26,3 مليار درهم منذ بداية السنة مقابل 25,8 مليار خلال نفس الفترة من السنة الماضية.

وفي المجموع، تشير هذه التطورات إلى غياب أية ضغوط تضخمية على المدى المتوسط ناجمة عن الأوضاع النقدية وعن أسعار الأصول العقارية.

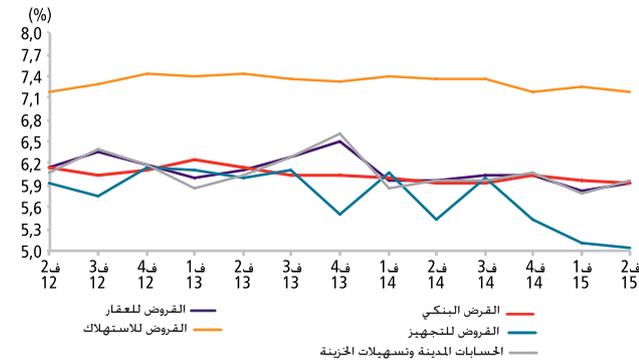
## 1.4 الأوضاع النقدية

### 1.1.4 أسعار الفائدة

رسم بياني 1.4: تطور سعر الفائدة ما بين البنوك\* (معطيات يومية)



رسم بياني 2.4: تطور أسعار الفائدة على القروض



قرر مجلس بنك المغرب، في اجتماعه المنعقد في 16 يونيو 2015، الإبقاء على سعر الفائدة الرئيسي عند 2,5%. وبذلك، بلغ متوسط سعر الفائدة المرجح ما بين البنوك 2,51% في المتوسط ما بين أبريل وغشت 2015، ليبقى ملائما لسعر الفائدة الرئيسي.

وفي ما يخص أسعار الفائدة على القروض، واصل متوسط سعر الفائدة المرجح على الودائع من 6 إلى 12 شهرا منحاه التنازلي ليصل إلى 3,68% في يوليوز، مقابل 3,71% في الفصل الثاني من 2015. وحسب آجال الاستحقاق، تراجعت ربحية الودائع لمدة 6 أشهر بما قدره 6 نقط أساس إلى 3,54% وانتقلت أسعار الفائدة على الودائع لمدة سنة من 3,83% إلى 3,80%.

وفي ما يتصل بأسعار الفائدة على القروض، تشير نتائج الاستقصاء الذي أنجزه بنك المغرب لدى البنوك برسم الفصل

جدول 1.4: أسعار الفائدة على الودائع (التوظيفات لأجل) (%)

|                | 2015 |      |      | 2014 |      |      | 2013 |      |      |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                | 2 ف  | 1 ف  | 4 ف  | 3 ف  | 2 ف  | 1 ف  | 4 ف  | 3 ف  |      |
| 6 أشهر         | 3,54 | 3,6  | 3,64 | 3,71 | 3,69 | 3,68 | 3,51 | 3,59 | 3,55 |
| 12 شهرا        | 3,8  | 3,83 | 3,85 | 3,94 | 3,86 | 3,91 | 3,86 | 3,92 | 3,83 |
| المتوسط المرجح | 3,68 | 3,71 | 3,76 | 3,85 | 3,8  | 3,81 | 3,71 | 3,79 | 3,73 |

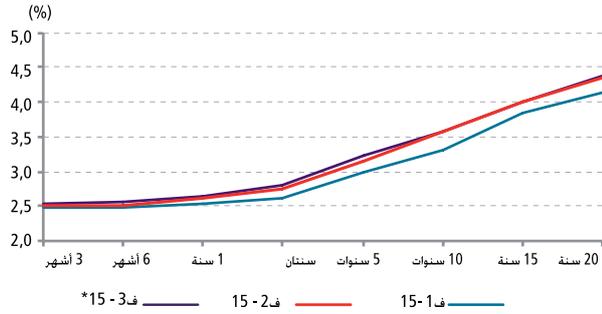
المصدر: بنك المغرب

جدول 2.4: تطور عائدات سندات الخزينة في السوق الأولية (%)

|          | 2015 |      |      |      | 2014 |      |      |      | 2013 |      |      |      |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|          | 3 ف* | 2 ف  | 1 ف  | 4 ف  | 3 ف  | 2 ف  | 1 ف  | 4 ف  | 3 ف  | 2 ف  | 1 ف  | 4 ف  |
| 13 أسبوع | 2,52 | 2,54 | 2,48 | 2,68 | 2,97 | 3,08 | 3,30 | 3,48 | 2,52 | 2,54 | 2,48 | 2,68 |
| 26 أسبوع | -    | 2,56 | 2,50 | 2,79 | -    | 3,15 | 3,45 | 3,74 | -    | 3,15 | 3,45 | 3,74 |
| 52 أسبوع | 2,56 | 2,67 | 2,53 | 2,83 | 3,14 | 3,25 | 3,63 | 4,13 | 2,56 | 2,67 | 2,53 | 2,83 |
| سنتان    | 2,67 | 2,86 | 2,59 | 3,02 | -    | 3,35 | 4,04 | 4,69 | 2,67 | 2,86 | 2,59 | 3,02 |
| 5 سنوات  | 3,14 | 3,24 | 2,98 | 3,33 | 3,80 | 3,91 | 4,62 | 5,08 | 3,14 | 3,24 | 2,98 | 3,33 |
| 10 سنوات | 3,17 | 3,66 | 3,30 | 3,75 | -    | 4,47 | 5,43 | 5,60 | 3,17 | 3,66 | 3,30 | 3,75 |
| 15 سنة   | 4,05 | 4,07 | 3,89 | 4,30 | -    | 5,15 | 5,87 | 5,85 | 4,05 | 4,07 | 3,89 | 4,30 |
| 20 سنة   | 4,45 | -    | 4,20 | 4,60 | 5,57 | 5,66 | 5,96 | -    | 4,45 | -    | 4,20 | 4,60 |
| 30 سنة   | 5,00 | 5,01 | 5,0  | 5,69 | -    | -    | -    | -    | 5,00 | 5,01 | 5,0  | 5,69 |

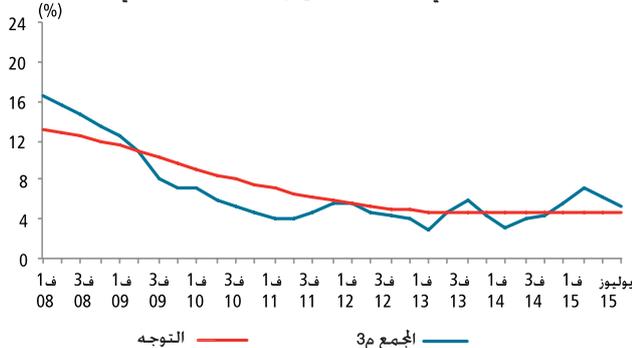
(\*) يطابق الفصل الثالث من سنة 2015 متوسط العطايات الخاصة بشهر يوليو و غشت 2015.

رسم بياني 3.4: بنية أسعار الفائدة المطبقة على سندات الخزينة في السوق الثانوية، حسب آجال الاستحقاق



(\*) يطابق الفصل الثالث من سنة 2015 المتوسط اليومي للمعطايات الخاصة بالفترة من فاتح يوليو إلى 2 شتنبر 2015.

رسم بياني 4.4: تغير المجموع م 3 على أساس سنوي



المصدر: بنك المغرب

الثاني من سنة 2015، إلى ارتفاع متوسط سعر الفائدة الإجمالي بما قدره 12 نقطة أساس إلى 5,93%. نتيجة لتزايد سعر الفائدة المطبق على تسهيلات الخزينة بما قدره 18 نقطة أساس. وبالمقابل، سجلت أسعار الفائدة المطبقة على فئات القروض الأخرى انخفاضا بما قدره 7 نقط أساس بالنسبة للقروض التجهيز إلى 5,04%. و 6 نقط بالنسبة للقروض العقارية إلى 5,92% و 9 نقط بالنسبة لقروض الاستهلاك إلى 7,18%.

وبخصوص سندات الخزينة، انخرطت أسعار الفائدة في السوق الأولية إجمالاً في التدني خلال الفصل الثالث، مع انخفاضا بلغت 9 نقط أساس بالنسبة للسندات لأجل 52 أسبوعاً، و 14 نقطة بالنسبة للسندات لسنتين، و 9 نقط بالنسبة للسندات لأجل 5 سنوات، و 27 نقطة بالنسبة لأسعار الفائدة المطبقة على سندات الخزينة لأجل 10 سنوات. وقد لوحظ نفس التطور على مستوى السوق الثانوية، خاصة بالنسبة للأجال المتوسطة.

## 2.1.4 النقد والائتمان والتوظيفات السائلة

### تطور المجموع م 3

تشير المعطيات الخاصة بشهر يوليو 2015 إلى تباطؤ وتيرة النمو السنوي للكتلة النقدية، هكذا، ظل الفارق النقدي في مستوى سلبي، مما يشير إلى غياب ضغوط تضخمية ذات مصدر نقدي على المدى المتوسط.

وتراجع النمو السنوي للمجموع م 3 من 6,2% في المتوسط في الفصل الثاني إلى 5,3% في يوليو 2015، نتيجة على الخصوص للتأثير السلبي لتسارع نسبة نمو الموارد ذات الطابع النقدي<sup>1</sup> من 4,9% إلى 8,7%. ولم تعرف نسبة النمو السنوي للائتمان البنكي أي تغير هام حيث بلغت 2,3%. وبالمقابل، تزايدت الاحتياطات الدولية الصافية بنسبة 15,6% عوض 14,8%. وتعززت الديون الصافية على الإدارة المركزية بنسبة 19,1% بعد 5,1%.

1 تشمل المصادر غير النقدية التي يؤثر ارتفاعها سلباً على الكتلة النقدية، الرأسمال واحتياطات مؤسسات الإيداع والالتزامات غير النقدية لمؤسسات الإيداع الأخرى، خاصة الودائع المقننة وودائع الضمان، والقروض التابعة وشهادات الإيداع التي تفوق مدتها المتبقية سنتين، وكذا السندات.

### إطار 1.4 : السيولة وتطبيق السياسة النقدية

خلال الفصل الثاني من سنة 2015، أثرت العوامل المستقلة إيجابيا على سيولة البنوك بواقع 9,5 مليار درهم. نتيجة للعمليات الخاصة بالموجودات الخارجية.

وبالفعل، أدت هذه الأخيرة إلى ضخ سيولة بمبلغ 15,5 مليار درهم. ناجمة بالخصوص عن إصدار المكتب الشريف للفوسفات لسندات اقتراض في الأسواق الدولية. بمبلغ مليار دولار.

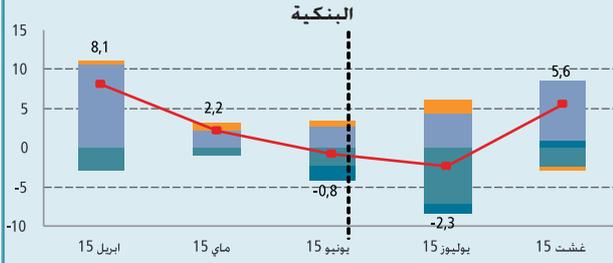
وقد خفف تزايد تداول العملة الائتمانية وعمليات الخزينة من التأثير التوسعي للعمليات على الموجودات الخارجية الصافية. فقد بلغت السحوبات الصافية للعملة الائتمانية 6,4 مليار درهم.

وبالإضافة إلى ذلك، كان لعمليات الخزينة تأثير تضييقي على السيولة بمبلغ 1,6 مليار درهم نتيجة بالخصوص للفرق بين :

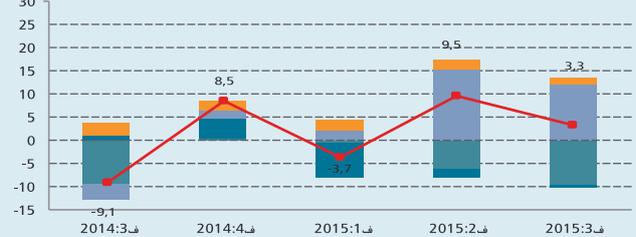
- من جهة، اكتتابات البنوك في سندات الخزينة بالمزايدة (32,4 مليار درهم) وعائدات منح التراخيص الخاصة باستغلال تكنولوجيا 4G البالغة 2 مليار درهم، والريحية المؤداة من طرف اتصالات المغرب (1,5 مليار درهم) والعائدات الضريبية والرسوم الجمركية؛
- ومن جهة أخرى، تسديد مستحقات الدين الداخلي لفائدة النظام البنكي (27,4 مليار درهم). وأداء أجور الموظفين (16,5 مليار درهم). ومعاشات المتقاعدين (5,7 مليار درهم). وتسديد نفقات المقاصة (1,8 مليار درهم).

ومن جهة أخرى، كان للعمليات المنجزة من طرف زبناء بنك المغرب، باستثناء الخزينة، تأثير إيجابي على السيولة بمبلغ يناهز ملياري درهم.

رسم بياني 2.1.4: التطور الشهري لتأثير العوامل المستقلة للسيولة البنكية

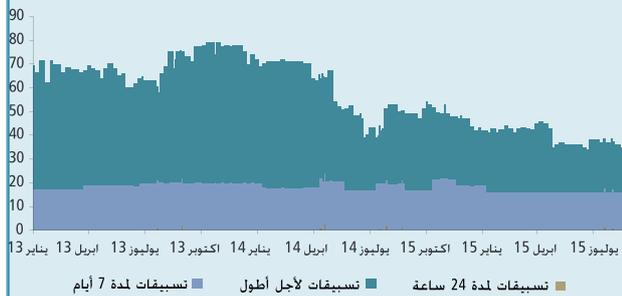


رسم بياني 1.1.4: التطور الفصلي لتأثير العوامل المستقلة للسيولة البنكية (بمليار الدرهم)



■ التداول النقدي ■ الخزينة ■ الموجودات الخارجية الصافية ■ عوامل أخرى ■ التأثير العام للعوامل

رسم بياني 4.1.4: تدخلات بنك المغرب في السوق النقدية (بمليار الدرهم)



رسم بياني 3.1.4: تغير الاحتياطات الإلزامية (بمليار الدرهم)



وخلال الفصل الثالث من سنة 2015\*، تحسنت سيولة البنوك بمبلغ 3,3 مليار درهم ارتباطا دائما بتأثير العمليات الخاصة بالموجودات الخارجية الصافية.

وساهمت مبيعات الأوراق البنكية الأجنبية، التي تسارعت وتيرتها خلال فترة الصيف، بشكل كبير في تحسن السيولة بمبلغ 12,1 مليار درهم.

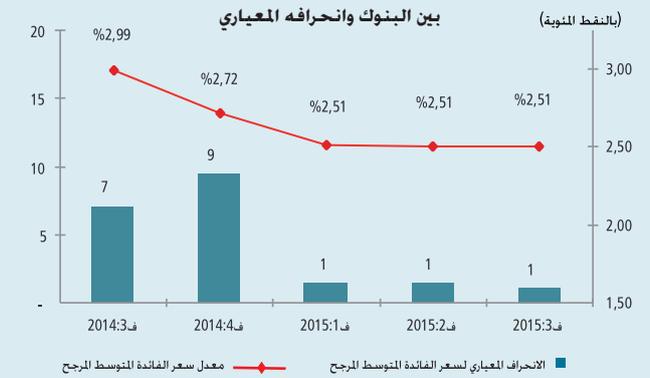
وعلى غرار الفصل السابق، قلص التزايد الهام في تداول العملة الائتمانية بمبلغ 9,8 مليار درهم من التأثير التوسعي للعمليات الخاصة بالموجودات الخارجية.

ومن جهتها، لم يكن لعمليات الخزينة تأثير ملموس على السيولة (تأثير تقييدي بمبلغ يناهز 400 مليون درهم) نتيجة للتعويض شبه التام بين:

- اكتتابات البنوك في سندات الخزينة بالمزايدة (20,3 مليار درهم) والعائدات الضريبية والجمركية؛
- ومن جهة أخرى، تسديد مستحقات الدين الداخلي لفائدة النظام البنكي (18,3 مليار درهم)، وأداء أجور الموظفين (5,7 مليار درهم)، وتسديد معاشات المتقاعدين (3,9 مليار درهم)، ونفقات المقاصة (3,7 مليار درهم).

وأخيرا، ساهمت العوامل الأخرى في تحسن السيولة البنكية بمبلغ 1,4 مليار درهم.

رسم بياني 5.1.4: تطور معدل سعر الفائدة المتوسط المرجح في السوق القائمة

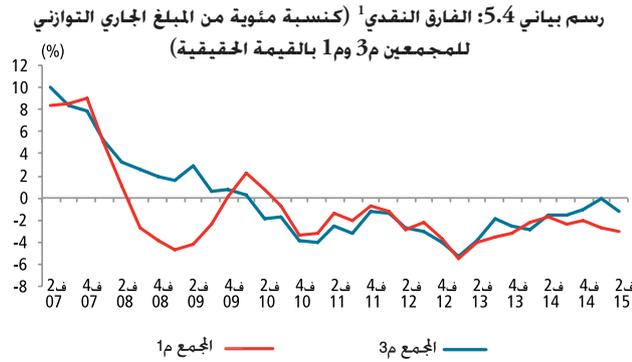


وأخذا بعين الاعتبار التأثير التوسعي للعوامل المستقلة والملاحظ طيلة الفصل الثالث، بلغ المبلغ الجاري لتدخلات بنك المغرب 34 مليار درهم في نهاية غشت، منخفضا بما قدره 4 ملايين مقارنة بنهاية الفصل السابق.

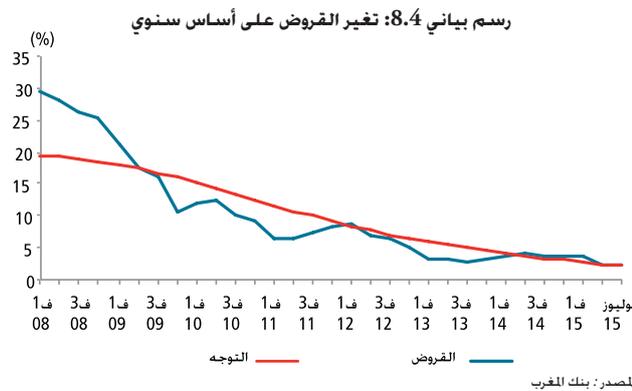
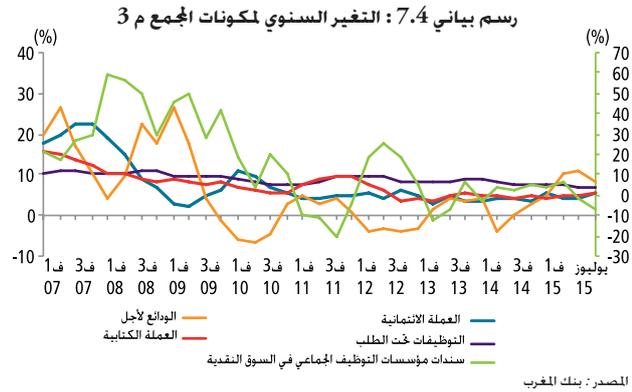
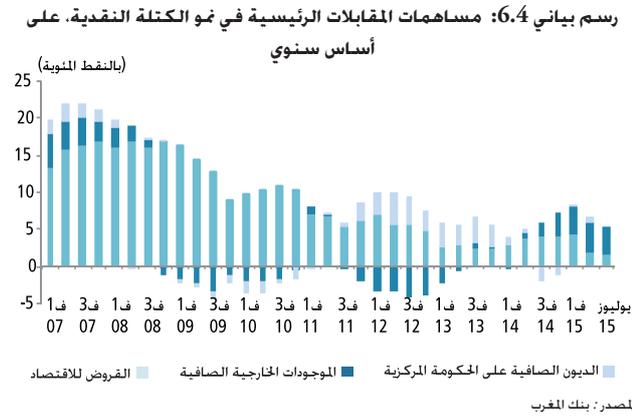
وهم هذا الانخفاض المبلغ الجاري للتسبيقات لمدة 7 أيام، التي وصلت إلى 18 مليار، مقابل استقرار المبلغ الجاري لعمليات القروض المضمونة لسنة في 16 مليار درهم.

وظل متوسط سعر الفائدة اليومي المرجح ما بين البنوك في مستويات قريبة من سعر الفائدة الرئيسي، أي 2,51% في المتوسط، مع تقلب محدود في نقطة أساس واحدة.

\*يشتمل الفصل الثالث من سنة 2015 فقط الفترة الممتدة من 1 يوليوز إلى 27 غشت 2015.



(1) يساوي الفارق النقدي بالقيمة الحقيقية الفارق بين مستوى مخزون النقد المسجل ومستوى التوازن ويساوي هذا الأخير الذي يتم خديده على أساس المعادلة الكمية للنقد. النسبة الحقيقية لتطور النشاط الاقتصادي المحتمل بالقيمة الحقيقية. ناقص متوسط وتيرة تراجع سرعة تداول النقود



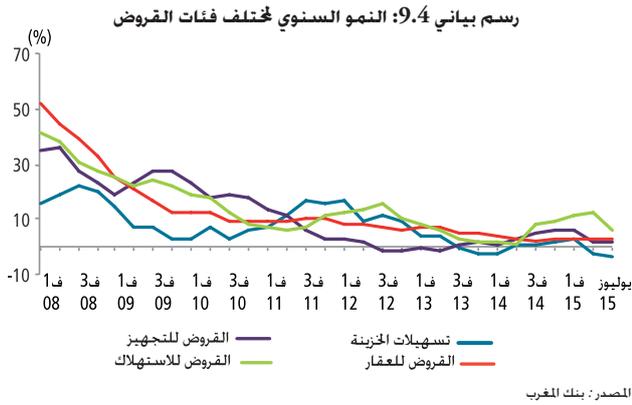
وعلى مستوى المكونات الرئيسية للمجمع م3، تقلصت نسبة النمو السنوي للودائع لأجل من 10,6% في الفصل الثاني إلى 8,3% في يوليوز ونسبة نمو الودائع تحت الطلب من 7,2% إلى 6,8%. وفي الوقت نفسه، عرفت سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة النقدية انخفاضا بنسبة 6,5%. وهو تراجع أقوى مقارنة بنسبة 1,5% في الفصل الثاني. وفي المقابل سجلت الودائع تحت الطلب لدى البنوك زيادة بنسبة 5,2% بدلا من 4,8% في حين أن العملة الائتمانية تزايدت بوتيرة مماثلة تقريبا لتلك المسجلة في الفصل السابق وهي 5,2%.

ويشير تحليل توزيع الأصول النقدية الرئيسية حسب القطاعات المؤسسية إلى تباطؤ من 10,6% إلى 8,9% في وتيرة نمو وودائع الأسر لأجل ومن 4,1% إلى 3,2% في نمو وودائعها تحت الطلب. أما بالنسبة للشركات غير المالية الخاصة، وعلى الرغم من انخفاض شهري بواقع 3%. عرفت وودائعها تحت الطلب زيادة سنوية بنسبة 12,8% بدلا من 6,6% فيما تسارع نمو وودائعها لأجل من 17,1% إلى 18,6%. مما يعني استمرار التحسن المسجل منذ بداية سنة 2015. وعلى صعيد القطاع العام، ورغم انخفاض شهري بنسبة 4,1%. نمت الودائع تحت الطلب بنسبة 16% على أساس سنوي مقابل 13,2%. في حين أن الودائع لأجل قد انكششت بنسبة 15,6% مقابل زيادة بنسبة 4% في الفصل السابق.

## الائتمان

تشير البيانات الخاصة بشهر يوليوز 2015 إلى غياب أي تغيير ملموس في المعدل السنوي لنمو الائتمان البنكي مقارنة بالفصل الثاني، حيث بلغ متوسط نسبة النمو 2,3%.

وحسب الغرض الاقتصادي، تزايد انخفاض تسهيلات الخزينة ليصل إلى 3,9% مقابل 2,1% في الفصل السابق. وفي نفس الوقت، تراجع النمو السنوي لقروض التجهيز من 2,3% إلى 1,6% فيما تباطأ نمو قروض الاستهلاك من 12,7%



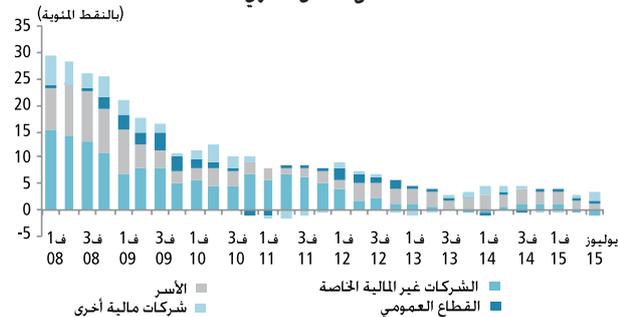
إلى 5,7%<sup>1</sup>. وفي المقابل، تزايدت القروض العقارية بنسبة 3% مقابل 2,6%. وهذا التطور يشمل تقلصا في انخفاض القروض الممنوحة للمنعشين العقاريين من 7,6% إلى 4,9% وتباطؤا في قروض السكن من 6,2% إلى 6%. أما القروض المالية، وعلى الرغم من انخفاضها بنسبة 5,1% من شهر لآخر، فقد تعززت بنسبة 12,5% على أساس سنوي، مقابل 3,3% في الفصل الثاني. وبخصوص الديون المعلقة الأداء، فقد تقلصت وتيرة نموها من 15,2% في الفصل الثاني إلى 10,9% واستقرت نسبتها إلى الائتمان البنكي في مستوى 7,2%.

وحسب القطاعات المؤسسية، وبعد تسجيل زيادة قدرها 1,7% في الفصل الثاني، استقرت القروض المقدمة للقطاع الخاص مقارنة بمستواها في يوليو 2014. ويعكس هذا التطور تزايداً في انخفاض القروض الممنوحة للشركات غير المالية الخاصة من 1% إلى 2,7% وتباطؤاً في نمو القروض الممنوحة للأسر من 5% إلى 3,5%. وفي المقابل، سجلت القروض الممنوحة للقطاع العام زيادة قدرها 11% على أساس سنوي، مقابل 8,2%. فيما تعززت القروض الممنوحة للمؤسسات المالية بنسبة 14,5% بدلا من 4,9% في الفصل الثاني.

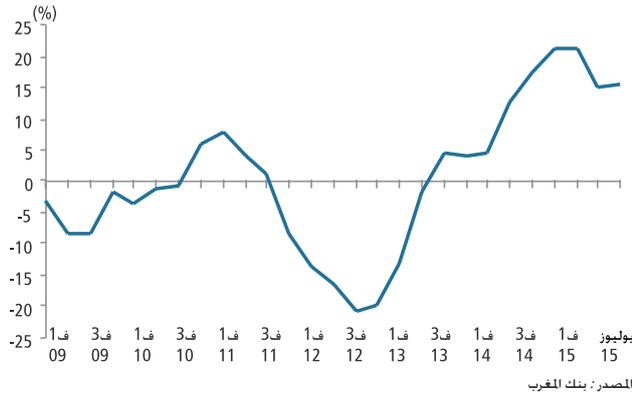
وحسب قطاعات النشاط، تشير البيانات المتعلقة بالفصل الثاني إلى انخفاض أكبر في نمو القروض المخصصة للصناعات التحويلية من -4,6% إلى -9,3% وتلك الموجهة لقطاع "البناء والأشغال العامة" من -1% إلى -5,3%. وفي الوقت نفسه، سجلت القروض المقدمة لقطاع "التجارة وتصليح السيارات والأدوات المنزلية" تراجعا بنسبة 2,8% بعد زيادة قدرها 4,7% في الفصل السابق فيما تقلصت نسبة نمو القروض الموجهة لفرع "الكهرباء والغاز والماء" من 24,6% إلى 12,2%. وفي المقابل، سجلت القروض الممنوحة "للأنشطة المالية" زيادة قدرها 10,4% مقابل

1 يفسر هذا التطور أساسا بتعدد أثر عملية الاندماج والضم التي قام بها أحد البنوك لفرعه المتخصص في قروض الاستهلاك في يوليو 2014.

رسم بياني 10.4: مساهمة مختلف القطاعات المؤسسية في تطور القروض. على أساس سنوي



رسم بياني 11.4: النمو السنوي للاحتياطيات الدولية الصافية



2,1% وتلك المخصصة لقطاع "النقل والاتصالات" ارتفاعا بنسبة 17,3% مقابل 6,4% في الفصل الأول من سنة 2015.

### باقي مصادر الإنشاء النقدي

بالنسبة للاحتياطيات الدولية الصافية. وبعد ارتفاعها بنسبة 14,8% في الفصل الثاني. تزايدت بنسبة 15,6% في يوليو لتصل إلى 198,8 مليار درهم أو ما يعادل 5 أشهر و28 يوما من واردات السلع والخدمات.

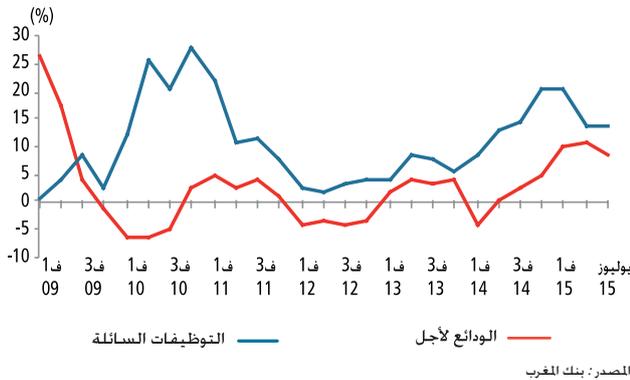
وفي ما يتعلق بالديون الصافية على الحكومة المركزية. فقد تنامت بنسبة 19,1% في يوليو مقابل 5,1% في الفصل الثاني. مما يعكس بالخصوص الأثر الأساس المرتبط بالانخفاض الحاد المسجل في السنة السابقة. وحسب الجهة الحائزة. ارتفعت محافظ البنوك المكونة من سندات الخزينة بنسبة 0,1% مقابل انخفاض بواقع 3,2% خلال الفصل الثاني. أما بالنسبة لمؤسسات التوظيف الجماعي النقدية. فقد ارتفعت سندات الخزينة الموجودة في حوزتها بنسبة 76,7% مقابل 88,6%. وفي ما يخص التزامات مؤسسات الإيداع الأخرى. فقد تقلص مبلغها الجاري من 14,9 مليار درهم في المتوسط إلى 15,5 مليار.

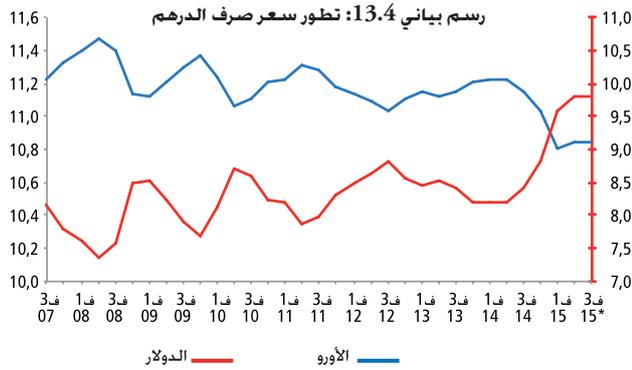
### التوظيفات السائلة

في يوليو 2015. بقيت نسبة النمو السنوي لمجمعات التوظيفات السائلة دون تغيير تقريبا مقارنة بالفصل الثاني. في مستوى 13,6%. ويغطي هذا التطور تسارعا في نسبة نمو مجمع ت.س.1 وتباطؤ في نمو الفئتين الأخرين من التوظيفات السائلة.

فقد سجلت السندات المدرجة في مجمع ت.س.1 زيادة بنسبة 10,3% في يوليو. بدلا من 10% في الفصل السابق. بالتزامن مع تسارع وتيرة نمو المبلغ الجاري لسندات الخزينة من 8,6% إلى 9,2%. ومقابل ذلك. تراجع نسبة نمو سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في سندات الافتراض المدرجة في مجمع ت.س.2 من 21,5% إلى 20,2% وبالنسبة

رسم بياني 12.4: التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع لأجل





(\*) يطابق الفصل الثالث من سنة 2015 المتوسط العددي للمعطيات الخاصة بالفترة من فاتح يوليوز إلى 26 غشت 2015.  
المصدر: بنك المغرب

لسندات مؤسسات التوظيف الجماعي في الأسهم وسندات الاقتراض من 16% إلى 15,8%.

## سعر الصرف

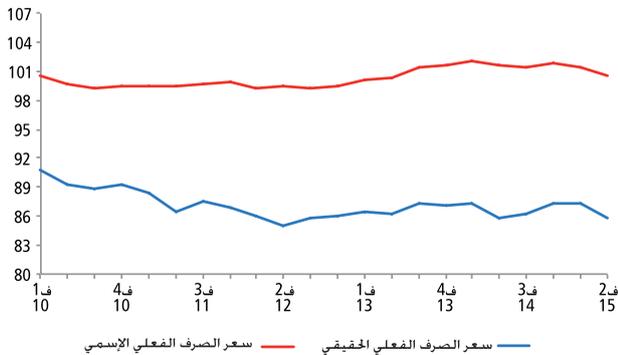
في نهاية الفصل الثالث<sup>1</sup> ومقارنة بالفصل السابق، ظلت قيمة العملة الوطنية دون تغيير تقريبا مقابل الأورو والدولار الأمريكي.

أما بالنسبة لسعر الصرف الفعلي للدرهم<sup>2</sup> فقد تقلص خلال الفصل الثاني من سنة 2015 بنسبة 0,76% من حيث القيمة الاسمية وبواقع 1,89% من حيث القيمة الحقيقية بسبب فارق التضخم في المغرب.

## 2.4 أسعار الأصول

### 1.2.4 الأصول العقارية

رسم بياني 14.4: تطور سعر الصرف الفعلي الإسمي والحقيقي للدرهم (2000=100 سنة أساس)



المصدر: صندوق النقد الدولي وحسابات بنك المغرب

من فصل لآخر. انخفض مؤشر أسعار الأصول العقارية بنسبة 0,4% نتيجة بالأساس لتقلص أسعار العقارات السكنية بنسبة 0,9%. في حين أن أسعار الأراضي ارتفعت بواقع 1,4%. أما بالنسبة للعقارات المعدة للاستخدام المهني، فلم تعرف أسعارها تغيرات تذكر.

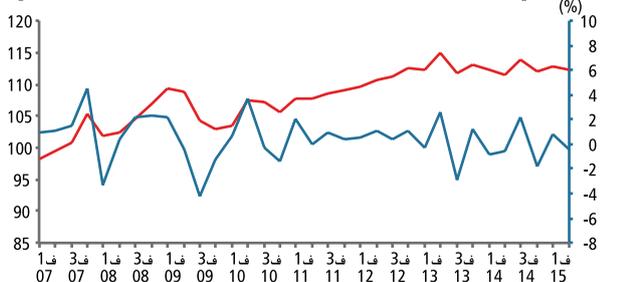
وبخصوص المعاملات، فقد تراجعت بنسبة 0,5% من فصل لآخر ارتباطا بانخفاض بوتيرة 9,2% في المعاملات المتعلقة بالعقارات المعدة للاستخدام المهني. وفي المقابل، تزايدت نسبة نمو المبيعات المتعلقة بالعقارات السكنية والأراضي الحضرية من 0,3% إلى 0,2% على التوالي.

وحسب المدن الرئيسية، سجلت الأسعار انخفاضات بنسبة 7,6% في الجديدة و2,5% في مكناس و1,6% في الدار البيضاء بينما سجلت زيادات بنسبة 1,4% و1% في الرباط وطنجة. على التوالي. ومن حيث المبيعات، فقد شهدت تراجعا بوتيرة 30,2% في طنجة و8,8% بالدار البيضاء و5,1% في مراكش فيما تزايدت بنسبة 8,9% بمكناس و8% بالجديدة و2,8% بأكادير.

1 يطابق الفصل الثالث من السنة المعدل الحسابي للبيانات الخاصة بالفترة الممتدة من 1 يوليوز إلى 26 غشت 2015.

2 محسوبا انطلاقا من أسعار الصرف الثنائية مقابل أبرز شركاء ومناقصي المغرب.

رسم بياني 15.4: تغير مؤشر أسعار الأصول العقارية (على أساس فصلي)



مؤشر أسعار الأصول العقارية — تغير مؤشر أسعار الأصول العقارية على أساس فصلي

## 2.2.4. الأصول المالية

## 1.2.2.4 الأسهم

بعد تراجع بنسبة 6,7% في الفصل الثاني. سجل مؤشر مازي انخفاضا بوتيرة 2,4% في نهاية غشت 2015. مما جعل تقلصه منذ بداية العام يصل إلى 2,9%. ويعزى هذا التدني بالخصوص إلى تراجع المؤشرات القطاعية الخاصة بقطاع "العقار" بنسبة 16,7% و"المعادن" بنسبة 8,2% والبنوك بنسبة 3,4%. وفي المقابل، تصاعد مؤشر "الاتصالات" بنسبة 3,2% مقارنة بالفصل السابق.

وفي هذه الظروف، بلغت نسبة السعر إلى الأرباح في نهاية غشت 18,2 مقابل 18,5 في أواخر دجنبر 2014 فيما تقلصت نسبة السعر إلى القيمة الدفترية لتصل إلى 2,27.

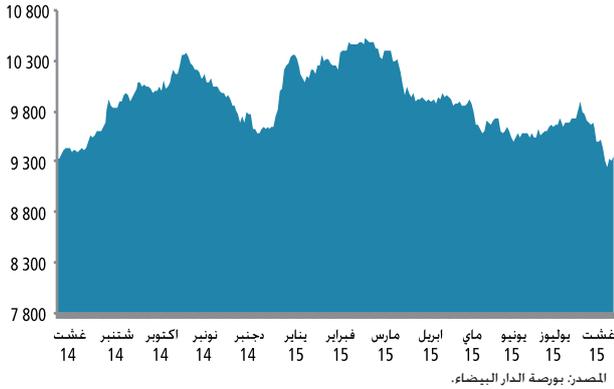
أما الحجم الشهري للمعاملات، فقد بلغ 3,3 مليار درهم في المتوسط خلال شهري يوليوز وغشت، وهو مستوى مماثل للمتوسط المسجل خلال النصف الأول من السنة. وخلال الفترة نفسها، بلغ متوسط الحجم الشهري للعمليات المنجزة في السوق المركزية 1,8 مليار درهم، في انخفاض بنسبة 11% مقارنة مع الفصل السابق فيما بلغت المبادلات في سوق الكتل 252,3 مليون.

أما رسملة البورصة، فقد انخفضت بوتيرة 2,1% في الفترة من يوليوز إلى غشت لتصل إلى 476,6 درهم.

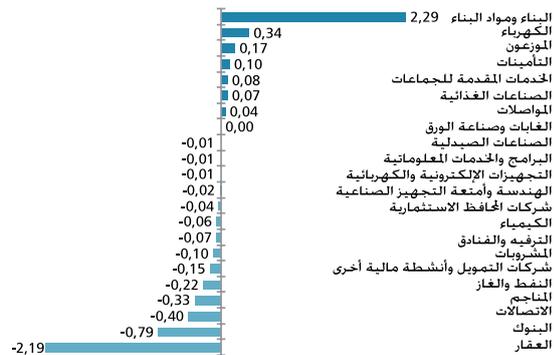
## 2.2.2.4 سندات الخزينة

في سوق الديون السيادية، بلغت إصدارات الخزينة 14 مليار درهم في المتوسط خلال شهري يوليوز وغشت مقابل 11,9 مليار كمتوسط شهري خلال النصف الأول من السنة. وقد همت نسبة 65% من الإصدارات الآجال المتوسطة وبلغت نسبة الفائدة المطبقة عليها 3,04% في المتوسط مقابل 3,0% خلال النصف الأول

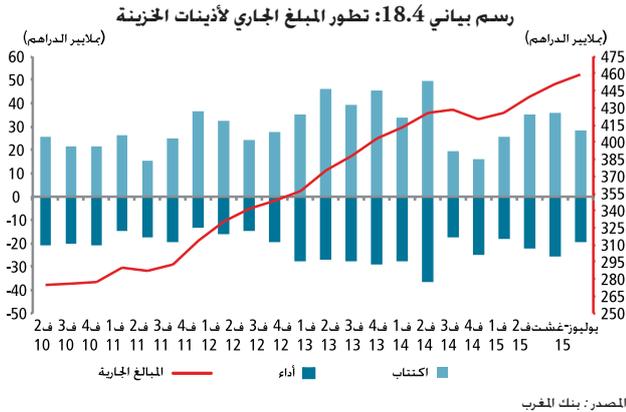
رسم بياني 16.4 : التطور اليومي لمؤشر مازي



رسم بياني 17.4: مساهمة المؤشرات القطاعية في نمو مازي منذ بداية السنة (بالنسبة المئوية)



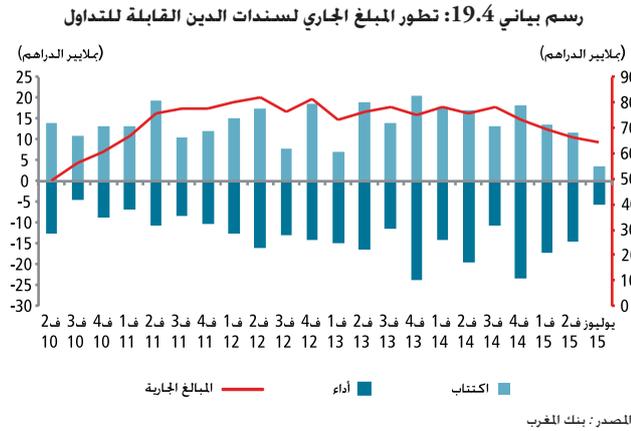
المصدر: بورصة الدار البيضاء



من السنة. أما الآجال الطويلة، فقد مثلت 31% من اقتراضات الخزينة وبلغ متوسط سعر الفائدة المطبق عليها 4,14%. في انخفاض بواقع 13 نقطة أساس مقارنة بالأشهر الستة الأولى من السنة. وأخذا بعين الاعتبار التسديدات التي تمت خلال شهري يوليوز وغشت، والتي بلغت 19,2 مليار درهم، وصل المبلغ الجاري لسندات الخزينة إلى 459,3 مليار في نهاية غشت، في ارتفاع بواقع 7,8% مقارنة بنهاية دجنبر.

#### 3.2.2.4 سندات الدين الأخرى

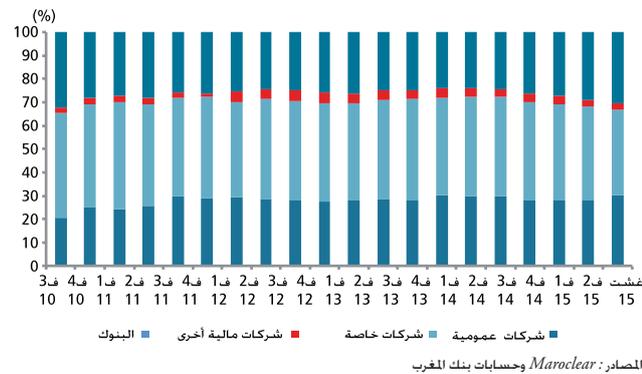
بلغ مجموع إصدارات سندات الدين القابلة للتداول 3,7 مليار درهم في يوليوز مقابل متوسط بقيمة 4,2 مليار خلال النصف الأول من السنة. أما شهادات الإيداع، التي همت على الخصوص المدى القصير، فقد وصلت إلى 1,5 مليار درهم مقابل متوسط يبلغ 2,3 مليار خلال النصف السابق من السنة. وطبقت عليها أسعار فائدة تتراوح بين 3,09% و3,50% مقابل نطاق يتراوح ما بين 2,52% و3,75% ستة أشهر من قبل. وفي ما يخص إصدارات سندات شركات التمويل، فقد بلغ مجموعها 675 مليون درهم بعد معدل بقيمة 466 مليون دولار خلال الأشهر الستة السابقة وكانت مصحوبة بأسعار فائدة تراوحت معدلاتها بين 3,53% و3,85% مقابل نسب تراوحت بين 3,31% و4,32%.



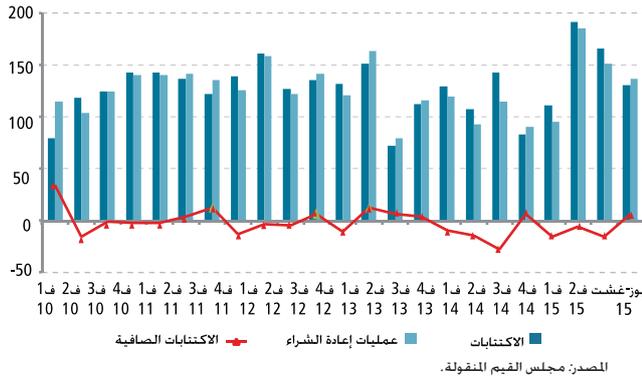
وفي ما يتعلق بالاككتابات في أوراق الخزينة، فقد بلغت 1,6 مليار مقابل متوسط بقيمة 1,4 مليار خلال النصف الأول من السنة فيما تراوحت أسعار الفائدة المتوسطة ما بين 3,85% و4,50% مقابل نطاق يتراوح ما بين 3,75% و5,75%. وأخذا بعين الاعتبار التسديدات البالغة قيمتها 5,7 مليار درهم، وصل المبلغ الجاري لسندات الدين القابلة للتداول إلى 64,6 مليار درهم، في انخفاض بنسبة 12% مقارنة بنهاية دجنبر.

وفي سوق سندات الاقتراض، بلغت الإصدارات خلال شهري يوليوز وغشت 4,2 مليار درهم، وأنجز 76% منها من قبل الشركات غير المالية التي مثلت الشركات الخاصة 53% منها. ووصل مبلغ الاقتراضات المنجزة منذ بداية السنة

رسم بياني 20.4: تطور بنية المبلغ الجاري لسندات الاقتراض حسب جهة الإصدار (بالنسبة المئوية)



رسم بياني 21.4: تطور الاكتتابات وعمليات إعادة الشراء الخاصة بسندات صناديق مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (بملايير الدراهم)



إلى 11,4 مقابل 9,7 مليار خلال نفس الفترة من سنة 2014. مما جعل المبلغ الجاري للاقتراضات السندية يصل إلى 99,1 مليار. في ارتفاع بنسبة 3,5% مقارنة بنهاية دجنبر.

#### 4.2.2.4 سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

ما بين شهري يوليوز و غشت، بلغت الاكتتابات في مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة 65,4 مليار درهم كمتوسط شهري مقابل 59,6 مليار درهم خلال النصف الأول من سنة 2015. وموازة مع ذلك، بلغ مجموع عمليات إعادة الشراء 68,5 مليار مقابل 56,1 مليار درهم. وفي هذه الظروف، تقلص مؤشر الأداء الخاص بمؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة بنسبة طفيفة بلغت 0,2% مقارنة بالنصف الأول من سنة 2015.

وفي المجموع، بلغ صافي أصول مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة حتى نهاية غشت 311,8 مليار درهم، بانخفاض قدره 1,5% مقارنة بمستواه في نهاية يونيو. وحسب نوعية هذه المؤسسات، انخفض صافي الأصول بواقع 10,5% بالنسبة لمؤسسات التوظيف الجماعي في سندات الاقتراض القصيرة الأجل و 8,9% بالنسبة لمؤسسات التوظيف الجماعي النقدية و 2,2% بالنسبة لمؤسسات التوظيف الجماعي في الأسهم. وفي المقابل، تحسن المبلغ الجاري لسندات الاقتراض المتوسطة والطويلة الأجل بنسبة 4,8% فيما تزايد هذا المبلغ بواقع 1,3% بالنسبة لمؤسسات التوظيف الجماعي في الأسهم وسندات الاقتراض.

## 5. تطور التضخم في الفترة الأخيرة

تماشياً مع التحليلات والتوقعات المنشورة في التقرير الأخير حول السياسة النقدية. سجل التضخم تسارعا واضحا منذ بداية السنة. نتيجة بالأساس لتنامي أسعار المنتجات الغذائية ذات الأسعار المتقلبة. الذي زاد من حدته رفع أسعار التبغ. وهكذا. فقد انتقل التضخم من 1,5% في الفصل الأول من سنة 2015 إلى 2% في الفصل الثاني و 2,4% في يوليو. ومن جهة أخرى. انتقل التضخم الأساسي من 1,3% إلى 1,5% ما بين الفصلين الأول والثاني من السنة. قبل أن يتراجع إلى 1,4% في يوليو. وقد هتم هذا التطور تضخم السلع التجارية وكذا السلع غير التجارية. فقد انتقل تضخم السلع غير التجارية من 1,1% في الفصل الأول إلى 1,3% في الفصل الثاني وفي يوليو. أما تضخم السلع التجارية. فقد ارتفع من 1,6% إلى 1,7% قبل أن يندنى إلى 1,6% في يوليو.

ومن جهة أخرى. تزايدت حدة تراجع أسعار «المحروقات وزيوت التشحيم» من 10,6% في ماي ويونيو إلى 13,7% في يوليو. بما يعكس تقلص الأسعار الدولية للمنتجات النفطية. كما انعكس هذا التطور أيضا على مستوى أسعار الإنتاج في صناعة «التكويك والتكرير» التي تدنت بنسبة 4% في يوليو. ونتيجة لذلك. تراجع مؤشر أسعار الإنتاج في الصناعات التحويلية بنسبة 0,6% في يوليو مقابل ارتفاعات بوتيرة 0,6% في ماي و 0,2% في يونيو. وعلى أساس سنوي. تزايدت حدة تدني أسعار الإنتاج الصناعي من 2,7% في يونيو إلى 3,7% في يوليو.

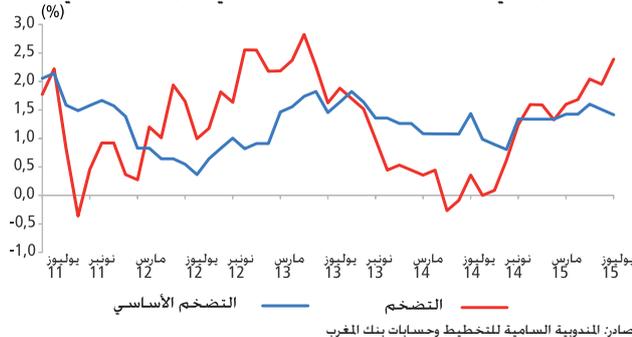
### 1.5 تطور التضخم

جدول 1.5: تطور التضخم ومكوناته

| على أساس شهري (%) |          | على أساس سنوي (%) |          |
|-------------------|----------|-------------------|----------|
| ماي 15            | يونيو 15 | يوليو 15          | يوليو 15 |
| 0,2               | 0,1      | 0,5               | 2,4      |
| 0,2               | -0,7     | 3,7               | 2,0      |
| 5,1               | 0,9      | -0,4              | -13,7    |
| 0,0               | 0,4      | 0,1               | 4,8      |
| 0,4               | 0,3      | 0,2               | 1,4      |
| 0,2               | 0,1      | 0,1               | 2,0      |
| 0,1               | 0,0      | 0,4               | 0,6      |
| 0,1               | 0,1      | 0,0               | 1,0      |
| -0,1              | 0,0      | 0,0               | 0,1      |
| 0,1               | 0,0      | -0,2              | 0,6      |
| 0,1               | 0,0      | 0,1               | 0,1      |
| 0,0               | 0,2      | 0,0               | 0,2      |
| 0,5               | 0,0      | 0,0               | 0,5      |
| 0,0               | 0,0      | 0,0               | 0,0      |
| 0,2               | 0,5      | 0,0               | 2,4      |
| 0,2               | 0,0      | 0,0               | 0,7      |

(\*) باستثناء المواد المقننة  
المصادر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

رسم بياني 1.5: التضخم والتضخم الأساسي. على أساس سنوي



المصادر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

تأكد التوجه التصاعدي للأسعار المسجل منذ بداية السنة بشكل أكبر خلال الأشهر الأخيرة. فقد بلغ التضخم 2,4% في يوليو مقابل 1,5% في الفصل الأول و 2% في الفصل الثاني. ويعزى هذا التوجه إلى تزايد على مستوى المواد الغذائية ذات الأسعار المتقلبة وكذلك. بدرجة أقل. رفع أسعار بعض المواد المقننة باستثناء المحروقات وزيوت التشحيم. وبالمقابل. تزايدت حدة انخفاض أسعار المحروقات وزيوت التشحيم في يوليو مما يعكس تقلص أسعار المنتجات النفطية. أما بالنسبة للتضخم الأساسي. فقد سجل تسارعا طفيفا خلال الفصل الثاني قبل أن ينخفض في يوليو إلى مستوى قريب من المستوى المسجل في الفصل الأول.

وهكذا. انتقل ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية ذات الأسعار المتقلبة من 2,8% في يونيو إلى 7,6% في يوليو. لا سيما ارتباطا بتزايد أسعار الحوامض بنسبة 64,1% مقابل 28,1% في يونيو. ومن جهة أخرى. سجلت أسعار المنتجات المقننة باستثناء المحروقات وزيوت التشحيم تسارعا واضحا في ارتفاعها الذي انتقل من 3,5% في ماي إلى 4,9%

في يونيو و4,8% في يوليو. ويعزى هذا التسارع إلى تنامي أسعار التبغ على إثر اعتماد منتجات جديدة في بداية يونيو وتبديد أثر تقليص أسعار بعض الأدوية خلال سنة 2014.

وبالمقابل. احتد تراجع أسعار «المحروقات وزيوت التشحيم» من 10,6% في يونيو إلى 13,7% في يوليو نتيجة تقلص الأسعار الدولية للمنتجات النفطية.

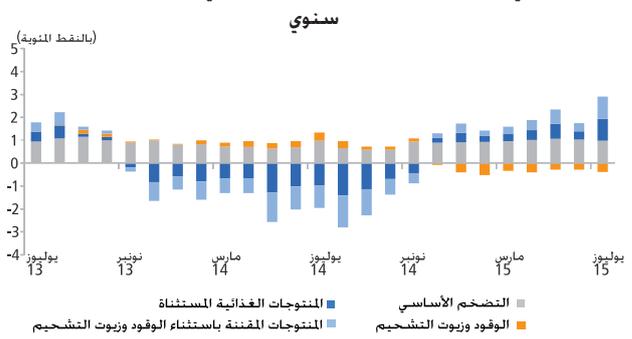
وباستثناء المنتجات النفطية ذات الأسعار المتقلبة والمنتجات ذات الأسعار المقننة. سجل التضخم الأساسي انخفاضا طفيفا. حيث انتقل من 1,6% في ماي إلى 1,5% في يونيو ثم 1,4% في يوليو. مما يعكس على الخصوص تباطؤ وتيرة ارتفاع أسعار المواد الغذائية. لا سيما المصنوعة من الحبوب.

جدول 2.5: أسعار بيع المنتجات النفطية

| ابتداء من   |             |             |           |             |             | المنتجات (درهم/لتر)      |
|-------------|-------------|-------------|-----------|-------------|-------------|--------------------------|
| 16 يونيو 15 | 16 يوليو 15 | 16 أغسطس 15 | 16 غشت 15 | 15 أشتبر 15 | 16 يونيو 15 |                          |
| 11,1        | 11,12       | 11,24       | 10,88     | 10,53       | 9,78        | الوقود الممتاز           |
| 9,10        | 9,03        | 8,84        | 8,55      | 8,20        | 7,90        | غازوال 50                |
| 4133,62     | 4085,4      | 3926,59     | 3723,96   | 3368,2      | 2889,59     | الفيول الصناعي (درهم/طن) |

المصدر: وزارة الطاقة والمعادن

رسم بياني 2.5: مساهمة أسعار أبرز المكونات في التضخم. على أساس سنوي



المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

## 2.5 السلع التجارية وغير التجارية

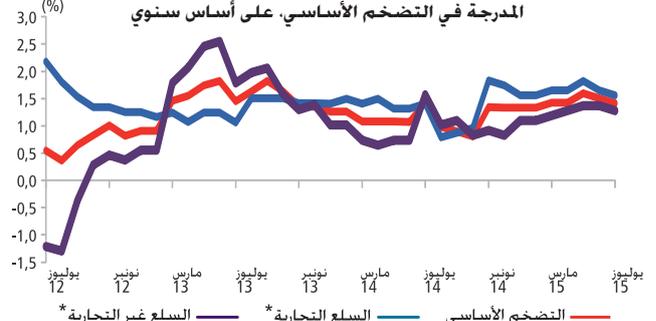
يظهر تحليل تطور أسعار السلع بعد تقسيمها إلى تجارية وغير تجارية أن التباطؤ الطفيف في التضخم الأساسي خلال الأشهر الثلاثة الأخيرة من السنة همّ فئتين اثنتين. فقد تراجع تضخم السلع التجارية من 1,8% في ماي إلى 1,6% في يونيو ويوليو. نتيجة بالخصوص لانخفاض وتيرة ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية المصنوعة من الحبوب. وتقلصت مساهمتها في التضخم الأساسي من 1 نقطة مئوية في ماي إلى 0,8 نقطة مئوية في يوليو. ومن جهة أخرى. تراجعت الوتيرة السنوية لنمو أسعار السلع غير التجارية من 1,4% في يونيو إلى 1,3% في يوليو. لا سيما على إثر تقلص ارتفاع أسعار اللحوم الطرية من 0,7% إلى 0,5%. وبقيت مساهمتها في التضخم الأساسي مستقرة في 0,6 نقطة مئوية.

جدول 3.5: تطور مؤشرات أسعار السلع التجارية والسلع غير التجارية المدرجة في مؤشر أسعار الاستهلاك

| التطور على أساس سنوي (%) |          |        | التطور على أساس شهري (%) |          |        | السلع التجارية (مؤشر أسعار استهلاك السلع التجارية)         |
|--------------------------|----------|--------|--------------------------|----------|--------|--|
| يوليو 15                 | يونيو 15 | ماي 15 | يوليو 15                 | يونيو 15 | ماي 15 |  |
| 1,6                      | 1,6      | 1,8    | 0,0                      | -0,1     | 0,2    | السلع التجارية (مؤشر أسعار استهلاك السلع التجارية)         |
| 1,3                      | 1,4      | 1,4    | 0,2                      | 0,2      | 0,1    | السلع غير التجارية (مؤشر أسعار استهلاك السلع غير التجارية) |

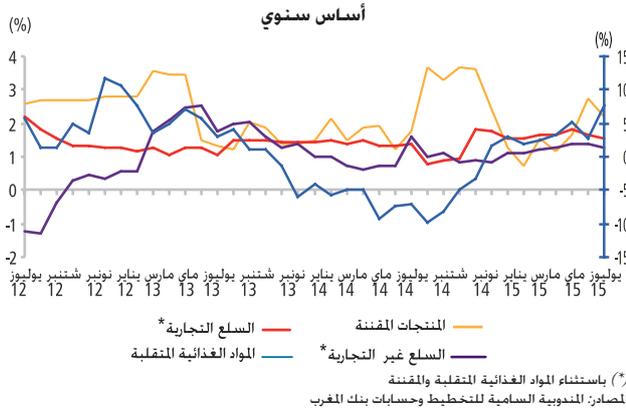
المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

رسم بياني 3.5: تطور مؤشرات أسعار السلع التجارية\* والسلع غير التجارية\* المدرجة في التضخم الأساسي. على أساس سنوي



المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

رسم بياني 5.5: تطور أسعار السلع التجارية\* والسلع غير التجارية\* . على

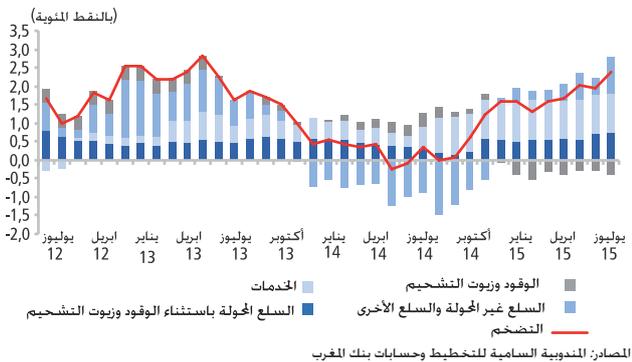


جدول 4.5: مؤشر أسعار السلع التجارية والسلع غير التجارية باستثناء المواد المتقلبة والمقتنة

| المساهمة في التضخم على أساس سنوي | المساهمة في التضخم حسب التغير الشهري | يونيو 15 | يوليو 15 | المنتجات المستثناة من مؤشر التضخم الأساسي |
|----------------------------------|--------------------------------------|----------|----------|---|
| 1,4                              | 0,9                                  | 0,5      | 0,0      | المنتجات الغذائية المتقلبة                |
| 1,0                              | 0,4                                  | 0,5      | -0,1     | المنتجات المقتنة                          |
| 0,5                              | 0,6                                  | 0,0      | 0,1      | السلع التجارية*                           |
| 0,6                              | 0,6                                  | 0,0      | 0,0      | السلع غير التجارية*                       |

(\*) باستثناء المواد الغذائية الثقيلة والمقتنة  
المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

رسم بياني 7.5 : مساهمة أسعار السلع والخدمات في التضخم. على أساس سنوي

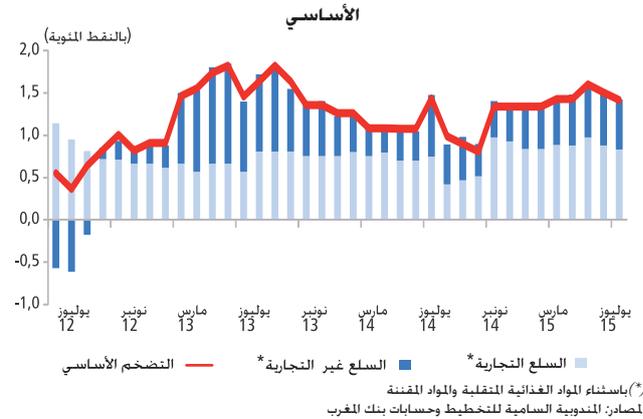


جدول 5.5 : مؤشرات أسعار السلع والخدمات

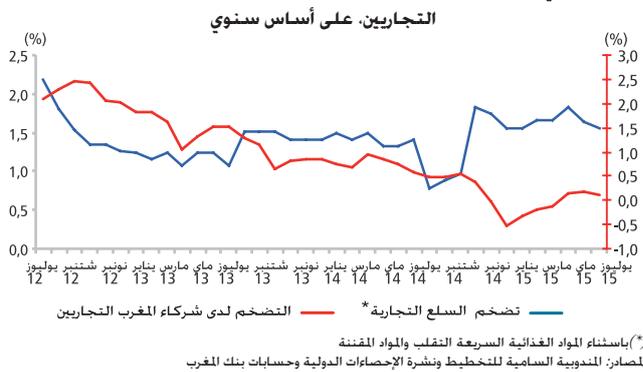
| التطور على أساس سنوي (%) | التطور على أساس شهري (%) | ماي 15 | يونيو 15 | يوليو 15 | السلع المحولة*              |
|--------------------------|--------------------------|--------|----------|----------|-----------------------------|
| 1,8                      | 1,7                      | 1,3    | 0,0      | 0,2      | الخدمات                     |
| 3,1                      | 3,2                      | 3,2    | 0,0      | 0,1      | السلع غير المحولة وسلع أخرى |
| 4,5                      | 2,0                      | 3,2    | 2,4      | -0,3     | الوقود وزيت التشحيم         |
| -13,7                    | -10,6                    | -10,6  | -0,4     | 0,9      |                             |

(\*) باستثناء الوقود وزيت التشحيم  
المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

رسم بياني 4.5: مساهمة السلع التجارية\* والسلع غير التجارية\* في التضخم الأساسي



رسم بياني 6.5 : تطور تضخم السلع التجارية\*. والتضخم لدى شركاء المغرب التجاريين. على أساس سنوي

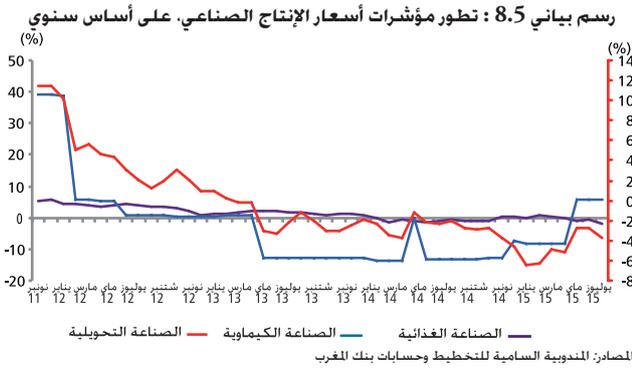


### 3.5 السلع والخدمات

يشير توزيع السلة المعتمدة في حساب مؤشر أسعار الاستهلاك إلى سلع وخدمات إلى أن تسارع التضخم خلال الشهرين الأخيرين يعود بالأساس إلى السلع غير المحولة التي انتقل تزايدها من 2% في يونيو إلى 4,5% في يوليو. وهكذا انتقلت مساهمتها في التضخم من 0,4 نقطة مئوية إلى 1 نقطة مئوية. ومن جهة أخرى. بقيت نسب ارتفاع أسعار المواد المحولة والخدمات شبيهة مستقرة في مستوى 1,8% و3,1%. على التوالي. وبالمقابل. واصلت أسعار المحروقات وزيت التشحيم تراجعها الذي بدأ منذ دجنبر 2014 بوتيرة 13,7% في يوليو.

### 4.5 مؤشر أسعار الإنتاج الصناعي

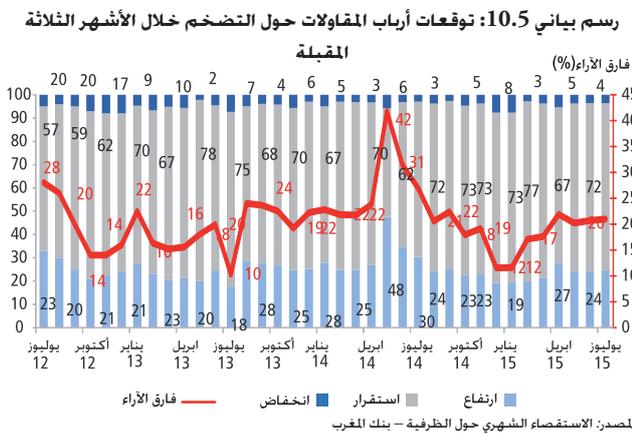
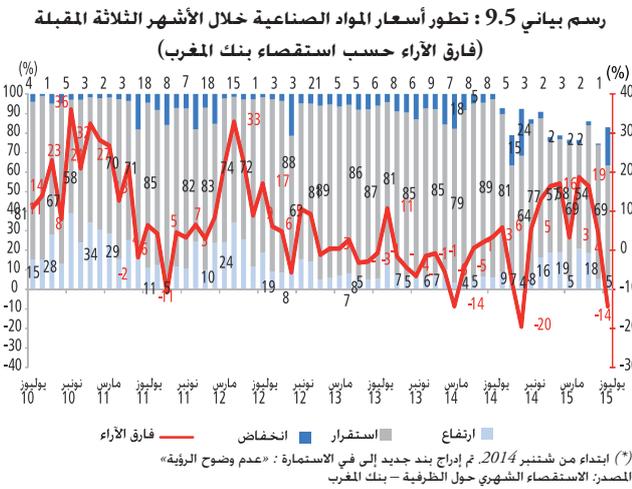
عرفت أسعار الإنتاج في الصناعات التحويلية انخفاضا شهريا بنسبة 0,6% خلال شهر يوليو. بعد الارتفاعات



التي سجلت في ماي ويونيو. بنسب بلغت 0,6% و 0,2% على التوالي. ويعزى هذا التطور بالخصوص إلى انخفاض أسعار فرع «التكويك والتكرير» بنسبة 4%. مما يعكس تراجع الأسعار الدولية للنفط الخام. وعلى أساس سنوي. احتد تدني أسعار الإنتاج الصناعي خلال الشهرين الأخيرين. حيث انتقل من 2,7% في يونيو إلى 3,7% في يوليو. نتيجة انخفاض بنسبة 32% في أسعار فرع «التكويك والتكرير» مقابل 27,5% شهرا من قبل وكذلك. بدرجة أقل. تقلص أسعار الصناعات الغذائية بنسبة 1,7% مقابل 0,6% في يونيو. وبالمقابل. تزايدت أسعار إنتاج المعدات الكهربائية بنسبة 1,9% مقابل تراجع بوتيرة 0,3% شهرا من قبل. أما نمو أسعار العربات ذات محرك والمقطورات وشبه المقطورات. فقد تسارع من 1% إلى 1,9%.

## 5.5 توقعات التضخم

تظهر نتائج استقصاء الظرفية في القطاع الصناعي الذي يعده بنك المغرب والخاص بشهر يوليو 2015 أن أرباب المقاولات الصناعية يتوقعون انخفاضا طفيفا في أسعار المنتجات الصناعية خلال الأشهر الثلاثة المقبلة. وبالفعل. فإن 20% من أرباب المقاولات يرتقبون تراجع الأسعار. فيما 5% فقط منهم يتوقعون ارتفاعها (رسم بياني 9.5). ويرى 58% من الذين تم استقصاؤهم. أن أسعار هذه المنتجات لن تعرف تغييرات كبرى.



وفي ما يتعلق بتوقعات التضخم خلال الأشهر الثلاثة المقبلة. تشير نتائج الاستقصاء إلى توجه المستوى العام للأسعار نحو الارتفاع. بالفعل. فقد بلغت النسبة المئوية لأرباب المقاولات الذين يتوقعون تسارع وتيرة التضخم 25% في يوليو. مقابل 4% منهم الذين يتوقعون تباطؤه خلال نفس الفترة (رسم بياني 10.5).

## 6. آفاق التضخم

يعرض هذا الجزء التطور الأكثر احتمالاً للتضخم (التوقع المركزي) خلال الفصول الستة المقبلة، كما يبرز المخاطر الرئيسية المرتبطة به (میزان المخاطر). فسيناريو التوقع المركزي رهين بالفرضيات والتطورات المرتقبة بالنسبة لمجموعة من المتغيرات التي تؤثر على النشاط الاقتصادي وعلى التضخم. ويأخذ هذا السيناريو بالاعتبار رفع الحد الأدنى للأجور بنسبة 5% الذي دخل حيز التنفيذ ابتداءً من شهر يوليو 2015 وفقاً للقرارات التي اتخذتها الحكومة في إطار الحوار الاجتماعي. والطرق الجديدة للفوترة وللمقتضيات الخاصة بتسعيرة الكهرباء والماء الصالح للشرب والتطهير السائل المنصوص عليها في الجريدة الرسمية عدد 6275 مكرر. ومع افتراض عدم تحقق أهم عوامل المخاطر التي تم خديدها، من المرتقب أن يبلغ متوسط التضخم في أفق الفصول الستة المقبلة حوالي 1,5%. وهو مستوى قريب من المتوسط المتوقع في إطار التقرير الأخير حول السياسة النقدية (1,4%). وخلال سنة 2015، ينتظر أن يرتفع مؤشر الأسعار عند الاستهلاك في المتوسط بنسبة 1,8%. أي بارتفاع طفيفاً مقارنة مع التوقعات الصادرة في مارس. أما بالنسبة لسنة 2016، فمن المتوقع تسجيل نسبة متوسطة قدرها 1,3%. وبالنسبة للتوقعات الخاصة بهذا التقرير، فإن ميزان المخاطر مستقر إجمالاً بالنظر إلى الشكوك المحيطة بسرعة تعافي النشاط الاقتصادي لدى أبرز البلدان الشريكة وتطور أسعار السلع الأساسية الطاقية.

### 1.6 فرضيات السيناريو الأساسي

#### 1.1.6 المحيط الدولي

الأولية وتأثيره على مداخيل البلدان المصدرة لهذه المنتجات، وأخيراً، التوترات الجيوسياسية المستمرة والتي ما فتئت تتزايد في بعض المناطق.

وفيما يتعلق بالتحليلات الدقيقة، بلغت نسبة النمو الاقتصادي في منطقة الأورو 1,5% خلال الفصل الثاني من 2015. بارتفاع طفيف مقارنة بالفصل الأول من نفس السنة (1,2%). وتعزى هذه الدينامية إلى تسارع وتيرة النمو الاقتصادي في إسبانيا (3,1% في الفصل الثاني 2015 مقابل 2,7% في الفصل الأول). والتطور الإيجابي للنشاط في ألمانيا (1,6% في الفصل الثاني مقابل 1,1% في الفصل الأول) وفي فرنسا (1% في الفصل الثاني مقابل 0,9% في الفصل الأول). وكذا التوجه الإيجابي للنمو في إيطاليا (0,7% في الفصل الثاني مقابل 0,2% في الفصل الأول).

ويعزى انتعاش النشاط الاقتصادي في منطقة الأورو إلى الأداء الجيد للاستهلاك والاستثمار. وبالفعل، خلال الفصل الثاني من 2015، سجلت ارتفاعات على مستوى تجارة التجزئة والتسجيلات الجديدة للسيارات. وعلى نفس المنوال، ورغم كون انخفاض الإنتاج الصناعي عدا البناء يعكس الطابع التدريجي للتعافي الاقتصادي واستمرار بعض مناحي الضعف، فإن المؤشرات الصادرة مؤخراً والمتعلقة بالإنتاج الصناعي لسلع التجهيز تشير إلى دينامية إيجابية للاستثمار. وتؤكد هذه التطورات النتائج الأخيرة للمؤشر المركب لمرداء

لا يزال الاقتصاد العالمي ينمو بوتيرة معتدلة. وتستمد هذه الدينامية قوتها من لدن البلدان المتقدمة فيما يعرف بالنشاط الاقتصادي فتورا تدريجياً في العديد من البلدان الصاعدة. وفي الولايات المتحدة، ورغم موجة البرد التي شلت بعض المدن الكبرى مع بداية السنة وارتفاع قيمة الدولار، فإن الانتاج يواصل نموه الإيجابي مدعوماً بقوة الطلب الداخلي والأداء الجيد لسوق الشغل. وفي منطقة الأورو، وبالرغم من تجدد المخاوف بشأن الأزمة اليونانية، فإن التعافي التدريجي للنشاط الاقتصادي يواصل الاستفادة من دعم السياسة النقدية، والتقدم المحرز في ما يتعلق بإصلاح الميزانية العمومية، وبالاعتدال الهام في أسعار الطاقة وكذا انخفاض قيمة الأورو.

وفيما يتعلق بالبلدان الصاعدة، وبالرغم من كون الاقتصاد الصيني لا يزال يسجل نسب نمو إيجابية، إلا أن مخاطر تباطؤ نمو اقتصادها تزايدت وأصبحت تلقي بظلالها على الأسواق المالية. وإلى جانب ذلك، سجلت العديد من البلدان الصاعدة الأخرى تباطؤاً على مستوى اقتصادياتها نتيجة تشديد الأوضاع المالية الخارجية، وانخفاض أسعار المواد

2015. غير أنه وخلافا للسنة السابقة، واكب هذا الانخفاض تحسن في المؤشرات الأخرى لسوق الشغل حيث تراجعت بشكل كبير نسبة العاملين العاطلين منذ 6 أشهر. وارتفعت مجددا نسبة المشاركة في سوق الشغل واستمر عدد مناصب الشغل المحدثة في النمو ليقترّب من مستواه ما قبل الأزمة.

وبخلاف الأشهر الأخيرة، بدأت نسبة التضخم تتجه نحو الارتفاع في الولايات المتحدة حيث انتقلت من 0,1- % في مارس 2015 إلى 0,2 % خلال شهري يوليو وأغسطس. ويعكس هذا التوجه نمو أسعار المواد الغذائية (1,6%) والخدمات (2,6%) الذي عوض بشكل كبير تراجع أسعار المواد الطاقية (15- %).

وبالنظر لمجموع هذه التطورات، تراهن آخر توقعات صندوق النقد الدولي، الصادرة في يوليو، على بلوغ نسبة النمو في منطقة الأورو 1,5% في 2015 و1,7% في 2016. وفيما يتعلق بالولايات المتحدة، يتوقع صندوق النقد الدولي أن تصل نسبة النمو إلى 2,5% في 2015 و3% في 2016. ومقارنة بالنسب الواردة في التقرير حول السياسة النقدية لشهر يونيو، تمت مراجعة توقعات نمو الاقتصاد الأمريكي نحو الانخفاض (كانت التوقعات تشير إلى 3,1% في 2015 و2016). فيما لم تعرف التوقعات الخاصة بمنطقة الأورو تغيرات كبرى (كانت التوقعات تشير إلى 1,5% في 2015 و1,6% في 2016).

وظلت الشكوك المحيطة بتطور النشاط الاقتصادي العالمي دون تغيير تقريبا ومتوجهة إجمالا نحو الانخفاض. وبالفعل، ينظر بشكل متزايد إلى ارتفاع التقلب في الأسواق المالية كأحد أبرز المخاطر المؤثرة على آفاق النمو. فمن جهة، من شأن تباطؤ النمو الاقتصادي في الصين أن يؤدي إلى المزيد من الاضطرابات في السوق المالية الصينية وأن تنتقل عدواه إلى أسواق مالية دولية أخرى. ومن ناحية أخرى، وبالرغم من أن الأزمة اليونانية كانت لها آثار محدودة على بلدان أخرى في منطقة الأورو بالنظر إلى إعادة جدولة ديونها وإلى الإجراءات التي اتخذتها المؤسسات

المشترية والمؤشر الخاص بالمناخ الاقتصادي (ESI) التي شهدت تحسنا خلال الفصل الثاني. أخيرا، واصلت صادرات منطقة الأورو نموها في الفصل الثاني من 2015 بفضل دينامية الطلب في الولايات المتحدة والبلدان المتقدمة الأخرى التي عوضت اعتدال الطلب القادم من البلدان الصاعدة.

وفيما يتعلق بسوق الشغل، ورغم الانخفاض الطفيف لمعدل البطالة إلى 10,9% خلال شهر يوليو مقابل 11,2% في مارس، يظل هذا المؤشر في مستوى مرتفع مع استمرار تسجيل تفاوتات من بلد لآخر. وبالفعل، فقد تراجعت البطالة في إسبانيا (من 22,9% في مارس إلى 22,2% في يوليو) وفي إيطاليا (من 12,6% إلى 12%) وسجلت شبه استقرار خلال نفس الفترة في ألمانيا (من 4,8% إلى 4,7%) وفي فرنسا (من 10,3% إلى 10,4%).

ولا يزال التضخم في منطقة الأورو مستقرا في مستويات منخفضة. فبعد أن كانت الأرقام سلبية في بداية السنة، استقرت نسبة التضخم في 0,2% خلال شهري يونيو ويوليو، وبلغت 0,1% في أغسطس. ويعزى هذا التطور إلى ارتفاع أسعار المواد الغذائية (1,3%) والخدمات (1,2%) التي عوضت تراجع أسعار المنتجات الطاقية (7,2- %).

وفيما يتعلق بالاقتصاد الأمريكي، وبعد بلوغ نسبة النمو 2,9% خلال الفصل الأول من 2015 رغم الحركات الاجتماعية في موانئ غرب البلاد وموجة البرد، ظل النشاط الاقتصادي متماسكا في الفصل الثاني حيث يتوقع أن تصل نسبة النمو فيه إلى 2,7%. ويعزى ذلك إلى حيوية الاستهلاك الخاص والأداء الجيد للصادرات وللاستثمار عدا في قطاع البناء اللذان عوضا التباطؤ المسجل على مستوى إعادة تشكيل المخزونات والاستثمار في قطاع العقار.

وتستمر النتائج الجيدة للاقتصاد الأمريكي في الانعكاس إيجابا على سوق الشغل حيث استقر معدل البطالة في 5,1% شهر أغسطس مقابل 5,5% في مارس

التضخم 0,1% في 2015، و1,1% في 2016. ما يمثل انخفاضا مقارنة مع المستويات المعلن عنها في السابق (كانت التوقعات تشير إلى 0,3% و1,5%). وعلى المدى المتوسط، ترتبط المخاطر المتعلقة بتطور التضخم في منطقة الأورو بالشكوك المحيطة بالنشاط الاقتصادي، وبأسعار السلع الأساسية الطاقية وكذا بتطورات سعر الصرف.

وفي ظل هذه الظروف، وتماشيا مع التوقعات الأخيرة للمؤسسات المالية الدولية، من المتوقع أن تعرف أسعار استيراد المواد غير الطاقية انخفاضا سنة 2015، يليه شبه استقرار خلال سنة 2016، ويعزى هذا التطور إلى استقرار العرض على الصعيد الدولي واعتدال آفاق النمو في البلدان الصاعدة التي تعتبر أهم مستورد للمواد الأساسية غير الطاقية.

### 2.1.6 المحيط الوطني

انسجاما مع التوقعات الواردة في التقرير حول السياسة النقدية الصادر في يونيو، تظل آفاق نمو الاقتصاد الوطني لسنة 2015 مواتية إجمالا، ويعكس هذا التوجه على الخصوص الأداء الاستثنائي للقطاع الفلاحي إلى جانب التحسن الطفيف للأنشطة غير الفلاحية.

وقد صرحت وزارة الفلاحة والصيد البحري أنه سيتم تحقيق إنتاج استثنائي من الحبوب سنة 2015 حيث سيبلغ المحصول 115 مليون قنطار، بدلا من 110 مليون قنطار التي تم الإعلان عنها في السابق في إطار التقرير الأخير حول السياسة النقدية. ويعزى هذا الأداء بالأساس إلى الظروف المناخية المواتية التي تميزت بتساقطات مطرية هامة وموزعة بشكل جيد من حيث الزمان والمكان. وفي هذا السياق، يتنظر أن ترتفع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 15% في سنة 2015، بعد انكماشها بواقع 2,5% في السنة المنصرمة. أما بالنسبة لسنة 2016، فقد تم الإبقاء ضمن السيناريو المركزي على فرضية موسم فلاحى متوسط بإنتاج من الحبوب يصل إلى 70 مليون قنطار.

الأوروبية وصندوق النقد الدولي، فإن الارتفاع المسجل في عائدات السندات السيادية لبعض بلدان منطقة الأورو من شأنه إضعاف احتمالات حدوث انتعاش أكبر لهذه الاقتصاديات. إضافة إلى ذلك، وفي سياق عودة السياسة النقدية إلى طبيعتها، فإن ارتفاعا أعلى من التوقعات في أسعار الفائدة الأمريكية على المدى الطويل قد يؤدي إلى تغير عكسي في اعتدال أقساط المخاطر، خاصة في البلدان الصاعدة، وفي نفس الإطار، فإن التباينات على مستوى السياسة النقدية، وآفاق النمو الاقتصادي وتطور الوضعيات الخارجية من شأنها زيادة حدة التقلبات في أسواق الصرف، أخيرا، فإن حالات عدم الاستقرار الجيوسياسية في روسيا وأوكرانيا وفي الشرق الأوسط وبعض البلدان في إفريقيا قد تؤدي إلى تزايد التوترات وإلى اضطرابات كبيرة على مستوى التجارة والأسواق المالية.

وفي هذا السياق، وفي إطار هذا التوقع، تم اعتماد معدل نمو متوسط مرجح بالنسبة لأبرز الشركاء التجاريين (ألمانيا وإسبانيا وفرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة) في حدود 1,6% بالنسبة لسنة 2015 و1,9% لسنة 2016، وبالمقارنة مع التقرير حول السياسة النقدية لشهر يونيو، تمت مراجعة التوقعات الخاصة بنسبة 2016 نحو الارتفاع بالنظر إلى آفاق النمو الأكثر إيجابية في منطقة الأورو) حيث كانت نسبة 1,7% (هي المتوقعة). وتجدر الإشارة إلى أن حساب هذه النسب يتم على أساس متوسط مرجح بحصص كل بلد من هذه البلدان في تجارتنا الخارجية.

وفي ما يتعلق بتوقعات التضخم، توقع الاحتياطي الفدرالي، في تقريره الأخير حول السياسة النقدية في شهر يوليو، أن تتراوح نسب التضخم ما بين 0,6% و0,8% في 2015، وما بين 1,6% و1,9% في 2016 وهي نسب مماثلة لتلك الواردة في تقرير مارس، من جهته، أورد البنك المركزي الأوروبي، في توقعاته الماكرو اقتصادية الأخيرة لمنطقة الأورو، بلوغ نسبة

قطاعات المعادن والسياحة خلال الفصل الأول من السنة الجارية. وفيما يتعلق بالنمو الإجمالي سنة 2015 من المتوقع أن يبلغ هذا الأخير 4,6%. وفي سنة 2016، ومع افتراض تحقيق موسم فلاحى متوسط وتحسن طفيف في القيمة المضافة غير الفلاحية، من المرجح أن يبلغ النمو 2,4%. وترتبط أهم الشكوك المحيطة بهذه التوقعات على الخصوص بمدى انتعاش الطلب الخارجي وبالتطورات المستقبلية لأسعار المواد الأولية لا سيما الطاقة.

وفي ما يتعلق بسوق الشغل، تشير أحدث الأرقام إلى انخفاض معدل البطالة على المستوى الوطني حيث انتقل من 9,3% في الفصل الثاني من سنة 2014 إلى 8,7% في الفصل الثاني من سنة 2015. مما يعكس تراجعها من 14,2% إلى 13,4% في الوسط الحضري ومن 3,6% إلى 3,3% في الوسط القروي. وتشمل هذه التطورات إحداث 38.000 منصب شغل جديده همت بالأساس قطاع الخدمات (66.000 منصب) والبناء والأشغال العمومية (16.000) والصناعة (14.000) فيما سجلت قطاعات الفلاحة والغابة والصيد البحري خسارة 58.000 منصب.

ومن جهة أخرى، ووفقا للنتائج الأخيرة لاستقصاء الظرفية الذي ينجزه بنك المغرب، يتوقع أرباب المقاولات الصناعية تحسنا طفيفا في عدد المستخدمين في جميع الفروع الصناعية خلال الفصل الجارى. باستثناء الصناعات الكيماوية وشبه الكيماوية التي تتوقع تسجيل شبه استقرار وفرع النسيج والجلد الذي يترقب انخفاض عدد العاملين فيه. وفي ظل هذه الظروف، وأخذا بعين الاعتبار الزيادة في الحد الأدنى للأجور بنسبة 5% في شهر يوليوز 2015، يعتمد السيناريو المركزي لهذا التوقع فرضية أن يظل مستوى الحد الأدنى للأجور في 13,46 درهم للساعة.

وفي الأخير، فإن توقعات سعر النفط لاتزال تشير إلى بقائه في مستويات معتدلة خلال سنتي 2015 و2016. وبالفعل، يتوقع البنك الدولي، في نشرته

وبدورها، ينتظر أن تعرف وتيرة نمو النشاط غير الفلاحي في سنة 2015 تحسنا طفيفا مقارنة بسنة 2014. ويعزى هذا التطور إلى الانتعاش المعتدل للنشاط الاقتصادي في أبرز البلدان الشريكة للمملكة. والانخفاض الهام في أسعار المواد الأولية الطاقية والدينامية المواتية للطلب الداخلي.

ويرتقب أن يسجل الاستهلاك النهائي للأسر تطورا إيجابيا كما يتضح من خلال تنامي قروض الاستهلاك (5,7% مع متم يوليوز) وانتعاش تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج (5,5% مع متم غشت). وقد دعم هذا التطور أيضا الارتفاع المتوقع في المداخيل الفلاحية والحفاظ على القدرة الشرائية نتيجة للتطور المعتدل للأسعار ولاسيما أسعار المنتجات الطاقية.

وفي ما يتعلق بالاستثمار الخاص، وأخذا بعين الاعتبار المؤشرات المتقدمة، يتوقع أن ييسجل استقرارا نسبيا خلال هذه السنة. وبالفعل، فإن تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة (21,1% مع متم غشت) وواردات سلع التجهيز عدا المشتريات من الطائرات (1,7% مع متم غشت) تشير إلى انتعاش طفيف. غير أن استمرار انخفاض القروض الممنوحة للمنعشين العقاريين (4,9% مع متم يوليوز) وتراجع وتيرة النمو السنوي لقروض التجهيز (1,6% مع متم يوليوز) لا تزال تذكى الشكوك حول مدى قوة انتعاش الاستثمار الخاص. أما بالنسبة للاستثمار العمومي، وبالنظر إلى الغلاف المالي المبرمج (5,2% من الناتج الداخلي الإجمالي) وإلى نسبة التنفيذ مع متم يوليوز (57%)، فيرتقب أن تظل مساهمته في دينامية الاستثمار الكلي محدودة.

وبناء على مجموع هذه التطورات، يرتقب أن تبلغ نسبة نمو الناتج الداخلي الإجمالي غير الفلاحي 3,3%. ما يعني مراجعة التوقعات الواردة في التقرير السابق حول السياسة النقدية بشكل طفيف نحو الانخفاض. وتعزى هذه المراجعة بالأساس إلى ضعف حيوية

من استنباط نطاق توقعات ممثل على شكل رسم بياني مروحي. ويتعلق الأمر بتقييم احتمالي لمناطق الشكوك المحيطة بالتوقع المركزي (انظر الرسم البياني 1.6).

تبدو المخاطر المحيطة بالسيناريو المركزي لهذا التوقع

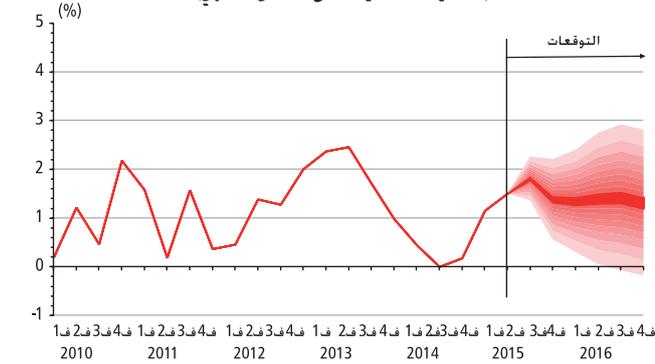
جدول 1.6 : توقع التضخم من ف 3 من سنة 2015 إلى ف 4 من سنة 2016

| أفق التوقع         | المتوسط |      | 2016 |     |     |     | 2015 |     |     |     |
|--------------------|---------|------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
|                    | 2016    | 2015 | ف 4  | ف 3 | ف 2 | ف 1 | ف 4  | ف 3 | ف 2 | ف 1 |
| التوقع المركزي (%) | 1,5     | 1,3  | 1,8  | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,5  | 1,6 | 2,0 | 2,0 |

(معطيات فصلية على أساس سنوي)

معتدلة إجمالاً نتيجة الشكوك المحيطة بقوة الانتعاش الاقتصادي لدى البلدان الشريكة الرئيسية وتطور أسعار السلع الأولية الطاقية. ومن شأن تحقق أحد أو عدد من هذه المخاطر أن يؤدي إلى انحراف مستوى التضخم مقارنة بالتوقع المركزي. مع قيمة متضمنة (باحتمال 90%) داخل نطاق التوقعات الممثل في الرسم البياني المروحي.

رسم بياني 1.6 : توقع التضخم من ف 3 من سنة 2015 إلى ف 4 من سنة 2016 (معطيات فصلية على أساس سنوي)



(\*) يمثل هذا الرسم البياني منطقة الثقة المتعلقة بتوقع التضخم الناتج عن السيناريو الأساسي (أحمر داكن). كما يبرز مناطق الثقة التي تتراوح بين 10% و 90%. فكلما أضيفت منطقة من نفس اللون، إلى كل جانب من جانبي التوقع المركزي. كلما ارتفع نسبة 10% احتمال بلوغ التضخم مستوى يوجد ضمن النطاق الذي خدده هذه المناطق، فمثلاً إذا أخذنا بعين الاعتبار النطاق الذي خدده المنطقة الخامسة حول التوقع المركزي، فهذا يعني أن احتمال خرق التوقع المحدد في هذا النطاق يعادل 50%.

الصادرة في يوليو. أن يصل سعر البرميل إلى 57,5 دولار سنة 2015 و61,2 دولار في 2016. وبدوره، يتوقع صندوق النقد الدولي في نشرته المحينة شهر يوليو أن يبلغ سعر النفط 58,87 دولار في 2015 و64,22 دولار في 2016. وترتبط الشكوك المحيطة بهذه التوقعات إجمالاً بتعديل العرض لدى أهم البلدان المنتجة، وبانتعاش الطلب العالمي بشكل أقوى مما كان متوقعاً. وكذا باحتمال تأجج التوترات الجيوسياسية.

وبناء عليه، وأخذاً بعين الاعتبار هذه التطورات، يتوقع أن يظل سعر الغازوال بمحطات الوقود معتدلاً خلال ما تبقى من أفق التوقع.

## 2.6 توقع التضخم وميزان المخاطر

ظلت التوقعات الخاصة بالتضخم في أفق الفصول الستة القادمة شبه مستقرة مقارنة بتلك الواردة في تقرير السياسة النقدية لشهر يونيو. وعلى المدى القصير، تم إجراء تعديل طفيف نحو الارتفاع. حيث ينتظر أن يبلغ التضخم 1,8% خلال النصف الثاني من سنة 2015، مقابل 1,4% المتوقعة في إطار التقرير السابق. وبالنسبة لمجموع سنة 2015، يرتقب أن تصل نسبة التضخم إلى 1,8% في المتوسط بدلاً من 1,5% المعلن عنها في السابق. وفيما يتعلق بسنة 2016، يتوقع أن يصل متوسط نسبة التضخم إلى حوالي 1,3%. أخيراً، من المنتظر أن يبلغ التوقع المركزي في أفق الفصول الستة المقبلة 1,5%، وهي نسبة قريبة من تلك المتوقعة في الفصل السابق (1,4%).

وقد تم إنجاز هذه التوقعات على أساس الفرضيات الأكثر احتمالاً. لكن هذا لا ينفي وجود عدة مصادر شك ناجمة سواء عن التطور المستقبلي للمتغيرات الخارجية أو عن النماذج المستعملة في التوقع، والتي قد تؤثر على مستوى التضخم المتوقع إما نحو الارتفاع أو الانخفاض. ويمكن تحليل ميزان المخاطر

بنك المغرب  
بنك المغرب

بنك المغرب  
بنك المغرب

الإيداع القانوني : 2007/0033

بنك المغرب

الإدارة المركزية

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

الهاتف : 05 / 45 41 57 537 (212)

الفاكس : 11 41 57 537 (212)

البريد الإلكتروني : [deri@bkam.ma](mailto:deri@bkam.ma)

الموقع على الأنترنت : [www.bkam.ma](http://www.bkam.ma)

بنك المغرب