



تقرير حول  
السياسة النقدية  
عدد 49 / 2018

وثيقة مقدمة لمجلس البنك المنعقد في  
18 دجنبر 2018

الإيداع القانوني : 2018/0033

بنك المغرب

الإدارة المركزية

277. شارع محمد الخامس - ص. ب. 445 -

الرباط

الهاتف : 05 / 04 537 57 41 (212)

الفاكس : 11 537 57 41 (212)

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

[www.bkam.ma](http://www.bkam.ma)

 @BankAlMaghrib

# المحتويات

5	تمهيد
6	بلاغ صحفي
9	نظرة عامة
14	1. التطورات الدولية
14	1.1 النشاط الاقتصادي والتشغيل
15	2.1 الأوضاع النقدية والمالية
19	3.1 أسعار السلع الأساسية والتضخم
22	2. الحسابات الخارجية
22	1.2 تطور الميزان التجاري
23	2.2 باقي بنود ميزان المعاملات الجارية
24	3.2 الحساب المالي
25	3. النقد والائتمان وسوق الأصول
25	1.3 الأوضاع النقدية
29	2.3 أسعار الأصول
32	4. توجهات السياسة المالية
32	1.4 المداخل العادية
33	2.4 النفقات
34	3.4 العجز وتمويل الخزينة
36	5. الطلب والعرض وسوق الشغل
36	1.5 الطلب الداخلي
37	2.5 الطلب الخارجي
37	3.5 العرض
38	4.5 سوق الشغل والطاقات الإنتاجية
40	6. تطور التضخم في الفترة الأخيرة
40	1.6 تطور التضخم
42	2.6 آفاق التضخم على المدى القصير
42	3.6 توقعات التضخم
43	4.6 أسعار الاستيراد والإنتاج
44	7. الآفاق على المدى المتوسط
44	ملخص
46	1.7 الفرضيات الأساسية
49	2.7 التوقعات الاقتصادية الكلية
53	3.7 ميزان المخاطر
54	لائحة الرسوم البيانية
56	لائحة الجداول
56	لائحة الإطارات

بنك المغرب  
بنك المغرب  
بنك المغرب

## تهيد

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

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

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

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

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

### أعضاء مجلس بنك المغرب

الوالي، الرئيس

المدير العام

مندوب الحكومة

مديرة الخزينة والمالية الخارجية، ممثلة الوزارة المكلفة بالمالية

السيد عبد اللطيف بلمدني

السيد محمد بنعمور

السيدة مريم بن صالح شقرون

السيد بسيم جاي حكيمي

السيد مصطفى مساوي

# البلاغ الصحفي

اجتماع مجلس بنك المغرب

الرباط، في 18 دجنبر 2018

1. عقد مجلس بنك المغرب يوم الثلاثاء 18 دجنبر اجتماعه الفصلي الأخير برسم سنة 2018.
2. وخلال هذا الاجتماع، تدارس التطورات الأخيرة التي ميزت الظرفية الاقتصادية وكذا التوقعات الماكرو اقتصادية التي أعدها البنك في أفق الفصول الثمانية المقبلة.
3. وبناء على هذه التقييمات، لاسيما تلك الخاصة بمسار التضخم والنمو على المدى المتوسط، اعتبر المجلس أن المستوى الحالي لسعر الفائدة الرئيسي المحدد في 2,25% لا يزال ملائما وقرر إبقائه دون تغيير.
4. وسجل المجلس أن التضخم، بعد أن عرف تسارعا مهما خلال النصف الأول من السنة، تراجع من 2,5% في يونيو إلى 1,1% في أكتوبر، متأثرا أساسا بتراجع أثمان المواد الغذائية المتقلبة الأسعار. ومن المتوقع أن يبلغ متوسط التضخم بنهاية السنة 2% بعد 0,7% في 2017، وأن يتراجع إلى 1% في 2019 ثم 1,2% في 2020. ومن المرتقب أن يواصل التضخم الأساسي، الذي يقيس التوجه الرئيسي للأسعار، تطوره في مستويات معتدلة، ليبلغ متوسطه 1,1% خلال السنة الحالية و1% في 2019 ثم 1,6% في 2020.
5. على الصعيد الدولي، يظل الاقتصاد العالمي قويا، إلا أن وتيرة نموه مرشحة للتباطؤ في سياق يتسم باستمرار الشكوك المرتبطة أساسا بالتوترات التجارية والسياسية والجيوسياسية، وبمواصلة البلدان المتقدمة الرئيسية إعادة سياساتها النقدية إلى مسارها الطبيعي. ومن المتوقع أن يبلغ النمو في الولايات المتحدة 2,9% في 2018، مدعوما أساسا بالتدابير التوسعية المتخذة على مستوى الميزانية، قبل أن يتباطأ إلى 2,1% في 2019 و1,8% في 2020. وفي منطقة الأورو، يرتقب أن يصل النمو إلى 1,9% هذه السنة، وإلى 1,6% في 2019 وأن يسجل انتعاشا طفيفا إلى 1,8% في 2020. وبخصوص أسواق الشغل، يتوقع أن تستمر الأوضاع الجيدة في الولايات المتحدة، بمعدل بطالة يناهز 4%. أما في منطقة الأورو، فمن المرتقب أن تتحسن الوضعية بشكل أفضل، حيث سيستمر معدل البطالة في التراجع ليبلغ 8% في 2020. وفي البلدان الصاعدة الرئيسية، من شأن تباطؤ النمو الاقتصادي في الصين، الناجم عن تأثير التدابير الهادفة إلى إعادة التوازن لاقتصادها، أن يتواصل وإن بوتيرة أقل سرعة، وذلك بفعل التوجه التوسعي لسياساتها المالية والنقدية، وعليه، يتوقع أن يتراجع النمو من 6,6% هذه السنة إلى 6,1% في 2020. وفي الهند، يرتقب أن يرتفع النمو بشكل ملموس إلى 7,7% بنهاية السنة، مدفوعا بالطلب الداخلي، قبل أن يسجل انخفاضا طفيفا خلال السنتين المقبلتين، ليصل إلى 7,5% في سنة 2020. أما في البرازيل وروسيا، فيتوقع أن يواصل النشاط الاقتصادي تحسنه في سنة 2019، قبل أن يسجل بعض التباطؤ في 2020.
6. وفي سوق السلع الأساسية، وبعد أن بلغت في شهر أكتوبر أعلى مستوياتها منذ أربع سنوات، توجهت أسعار النفط نحو الانخفاض، مسجلة انخفاضا شهريا بنسبة 19% بالنسبة للبرنت في شهر نونبر، وبالنسبة لمجموع السنة، من المرتقب أن يبلغ متوسط سعر البرنت 72,2 دولارا للبرميل، مرتفعا بما قدره 32,8% مقارنة بسنة 2017. ثم يتوقع أن ينخفض بعد ذلك إلى 65,7 دولارا للبرميل في سنة 2019 وإلى 63,9 دولارا للبرميل في سنة 2020. وبخصوص الفوسفات ومشتقاته، واصلت الأسعار نموها في شهر نونبر، مع ارتفاعات على أساس سنوي بنسبة 15,6% إلى 92,5 دولار للطن المتري بالنسبة للخام و19,2% إلى 410,2 دولار للطن المتري بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونياك

- و28,5% إلى 379 دولار للطن المتري بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز. وبالنسبة للسنتين المقبلتين. من المتوقع أن تنخفض الأسعار بشكل طفيف عن مستوياتها الحالية.
7. عومن المرتقب أن ينهي التضخم السنة بارتفاع يصل إلى 1,8% في منطقة الأورو. نتيجة تزايد أسعار المنتجات الطاقية. وأن يواصل تطوره في مستوى أدنى من الهدف الذي حدده البنك المركزي الأوروبي على المستوى المتوسط. ليبلغ 1,5% في 2019 و1,4% في 2020. وفي الولايات المتحدة، يرتقب أن يظل التضخم في مستوى قريب من هدف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي المحدد في 2%.
8. وعلى صعيد قرارات السياسة النقدية. قرر البنك المركزي الأوروبي خلال اجتماعه المنعقد في 13 شتنبر الإبقاء على أسعار فائده الرئيسية دون تغيير. مشيراً إلى أنه لا يزال يتوقع بقاءها في مستوياتها الحالية على الأقل إلى غاية صيف 2019. وإلى ما بعد هذا التاريخ إن اقتضى الحال لأجل ضمان توجه دائم للتضخم نحو مستويات منخفضة لكن قريبة من 2% على المدى المتوسط. كما أكد على أن مشترياته الصافية المندرجة في إطار برنامج شراء الأصول ستنتهي في دجنبر 2018. وعلى نفس المنوال. قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي خلال اجتماعه المنعقد شهر نونبر. إبقاء النطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي دون تغيير في 2%-2,25%. مذكراً أن الرفع التدريجي في أسعار الفائدة مستقبلاً سيكون متسقاً مع التوسع المستمر للنشاط الاقتصادي. والظروف الجيدة في سوق الشغل ومع تضخم قريب من الهدف المحدد على المدى المتوسط.
9. على الصعيد الوطني. تشير معطيات المندوبية السامية للتخطيط الخاصة بالفصل الثاني إلى أن مستوى النشاط الاقتصادي جاء دون التوقعات. وأخذاً في الاعتبار ما تحقق والمؤشرات المتاحة خلال السنة. يتوقع بنك المغرب أن تصل نسبة النمو إلى 3,3% في 2018 مقابل 4,1% سنة 2017. إذ من المنتظر أن تتنامى القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4,6% بدلا من 15,4%. فيما يرتقب أن ترتفع وتيرة نمو الأنشطة غير الفلاحية بشكل طفيف من 2,7% إلى 3,1%. وعلى المدى المتوسط. ينتظر أن يتسارع النمو غير الفلاحي إلى 3,4% في 2019 و3,7% في 2020. في حين يتوقع. بناء على فرضية عودة الإنتاج المتوسط من الحبوب إلى 80 مليون قنطار. أن تتراجع القيمة المضافة الفلاحية بواقع 0,8% سنة 2019. ثم أن ترتفع بنسبة 3,3% سنة 2020. وإجمالاً. ينتظر أن يتراجع الاقتصاد الوطني إلى 3,1% في 2019 قبل أن يرتفع إلى 3,6% في 2020.
10. وفي سوق الشغل. تواصل التحسن النسبي المسجل على مستوى إحداث مناصب الشغل. بإضافة 122 ألف منصب ما بين الفصل الثالث من 2018 ونفس الفصل من 2017. تركزت بالأساس في قطاع الخدمات. وأخذاً في الاعتبار دخول ما قدره 58 ألف باحث إضافي عن الشغل خلال نفس الفترة. فقد انخفضت نسبة النشاط من جديد من 45,5% إلى 45%. وفي ظل هذه الظروف. تراجع معدل البطالة من 10,6% إلى 10% إجمالاً ومن 14,9% إلى 14,3% في المدن. أما بالنسبة للشباب الحضرين المتراوحة أعمارهم ما بين 15 و24 سنة على الخصوص. فقد تراجعت هذه النسبة من 45,2% إلى 44,7%.
11. على مستوى الحسابات الخارجية. استمر الأداء الجيد للصادرات خلال الأحد عشر شهراً الأولى من السنة. بارتفاع بنسبة 9,7% على أساس سنوي. مستفيداً على الخصوص من دينامية قطاعي السيارات والفوسفات ومشتقاته. من جهة أخرى. ونتيجة ارتفاع الفاتورة الطاقية ومشتريات سلع التجهيز. تزايدت الواردات بنسبة 8,8%. وظلت مداخيل الأسفار شبه مستقرة. فيما انخفضت تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج بنسبة 1,7%. ومع افتراض التوصل بهيات مجلس التعاون الخليجي المرتقب بلوغها 4,8 مليار درهم في 2018 ومليارين في 2019. ينتظر أن يرتفع عجز الحساب الجاري ليصل إلى 4,4% من الناتج الداخلي الإجمالي مع متم هذه السنة بدلا من 3,6% في 2017. وينتظر أن يتراجع هذا العجز بشكل تدريجي ليستقر في 3,7% في 2019 و3,2% في 2020. حيث يتوقع أن تواصل الصادرات ديناميتها بفضل تزايد مبيعات قطاع السيارات. وأن تعرف الواردات تباطؤاً واضحاً نتيجة الانخفاض المنتظر في الفاتورة

الطاقية. أما بخصوص العمليات المالية، فمن المتوقع أن يبلغ تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة ما يعادل 4,1% من الناتج الداخلي الإجمالي هذه السنة و3,4% من الناتج الداخلي الإجمالي خلال السنتين المقبلتين. وأخذاً في الاعتبار افتراضات الخزينة المرتقبة من الخارج، يتوقع بنك المغرب أن ينتقل مبلغ الاحتياطيات الدولية الصافية من 240,9 مليار درهم في نهاية 2017 إلى 230,4 مليار مع نهاية السنة الحالية. ثم إلى 239 مليار بنهاية 2019 و235,7 مليار بنهاية 2020. وسيتمكن هذا المبلغ من تغطية ما يفوق بشكل طفيف 5 أشهر من واردات السلع والخدمات.

12. وعلى مستوى الأوضاع النقدية، يرتقب أن يبقى سعر الصرف الفعلي الحقيقي شبه مستقر إجمالاً خلال السنة. ومن المتوقع أن ترتفع قيمته بنسبة 1,6% في 2019 قبل أن تتراجع بنسبة 0,8% في 2020. وظلت أسعار الفائدة على القروض مستقرة إجمالاً في الفصل الثالث في 5,35%. مع تسجيل انخفاض بواقع 30 نقطة أساس مقارنة بالفصل السابق فيما يخص القروض المقدمة للأفراد وارتفاع بواقع 6 نقاط على مستوى القروض الممنوحة للمقاولات. وتباطأت وتيرة نمو القروض البنكية المقدمة للقطاع غير المالي لتصل إلى 2,2% في متم أكتوبر. مع تراجع واضح لتوتيرة نمو القروض الممنوحة للمقاولات الخاصة والعمومية على حد السواء. وقد تمت مراجعة نسبة نمو هذه القروض نحو الانخفاض إلى 3,5% في 2018 وإلى 3,3% في 2019. قبل أن ترتفع إلى 4,3% في 2020.

13. وعلى مستوى المالية العمومية، سجل تنفيذ الميزانية في متم أكتوبر عجزاً قدره 34,5 مليار درهم، متفاقماً بواقع 4,1 مليار مقارنة بنفس الفترة من سنة 2017. وسجلت الموارد العادية نمواً بنسبة 1,7%. يشمل تحسن المداخيل الضريبية وتراجع الهبات. بموازاة ذلك، ارتفعت النفقات الإجمالية بنسبة 2,4% لتعكس بالأساس ارتفاع تكاليف المقاصة وتزايد النفقات برسم باقي السلع والخدمات. في ظل هذه الظروف، ومع افتراض تحقق تدفق الهبات المنتظرة من مجلس التعاون الخليجي، أبقى بنك المغرب على توقعاته الخاصة بعجز ميزانية 2018 في نسبة 3,7% من الناتج الداخلي الإجمالي. ومن المتوقع أن يتطور العجز في حدود هذا المستوى على المدى المتوسط. ليصل إلى 3,8% في 2019 و3,6% في 2020.

14. وفي الأخير، حدد المجلس تواريخ عقد اجتماعاته لسنة 2019 في 19 مارس و18 يونيو و24 شتنبر و17 دجنبر.



## نظرة عامة

في سياق يتسم باستمرار التوترات التجارية، والشكوك المرتبطة بخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي، وتشديد السياسات النقدية، وكذا تزايد الضغوط على الأسواق الصاعدة، تظهر آخر المعطيات إجمالاً علامات تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي. فقد تباطأ النمو في منطقة الأورو من 2,2% في الفصل الثاني إلى 1,6% في الفصل الثالث، متأثرة على الخصوص بتباطؤ كبير في ألمانيا. وعلى العكس من ذلك، تسارع النمو إلى 3% في الولايات المتحدة، مستفيداً من تأثيرات التدابير المالية على الاستهلاك والاستثمار، كما تزايد النمو مجدداً إلى 1,5% في المملكة المتحدة.

وفي أبرز البلدان الصاعدة، تؤثر التوترات التجارية والمستويات المرتفعة للديون على النمو في الصين، حيث تباطأ إلى 6,5% في الفصل الثالث مقابل 6,7% في الفصل السابق. وفي باقي البلدان، تباطأ النمو من 8% إلى 6,9% في الهند، وتسارع من 0,9% إلى 1,3% في البرازيل. وفي روسيا، تشير البيانات الخاصة بالفصل الثاني إلى تحسن النمو من 1,3% إلى 1,9%.

وظلت الأوضاع في أسواق الشغل إيجابية على العموم، حيث بقيت نسبة البطالة في شهر نونبر مستقرة في 3,7% في الولايات المتحدة، مع خلق 155 ألف منصب شغل، وبقيت مستقرة للشهر الثالث على التوالي عند 8,1% خلال شهر أكتوبر في منطقة الأورو.

وعلى مستوى أسواق البورصة، أجهت مؤشرات أبرز الاقتصادات المتقدمة نحو الانخفاض ما بين أكتوبر ونونبر، مع تسجيل أداءات سلبية على الخصوص قدرها 1,5% بالنسبة للدواجونز و 1,8% بالنسبة لمؤشر EUROSTOXX50. وفي ما يتعلق بالاقتصادات الصاعدة، ارتفع مؤشر MSCI EM بنسبة 0,3%، وهي نسبة تعكس بالخصوص ارتفاعاً بنسبة 4,7% بالنسبة لمؤشر الهند، و 1,7% بالنسبة لمؤشر الصين، و 7,6% بالنسبة لمؤشر تركيا، بعد انخفاضه بواقع 47% خلال الشهور العشرة الأولى من السنة.

وفي سوق الدين السيادي، عرفت عائدات السندات تطورات متباينة في البلدان المتقدمة، فقد تراجعت عائدات السندات لأجل 10 سنوات في شهر نونبر إلى 3,1% في الولايات المتحدة، وإلى 0,4% في ألمانيا، وإلى 3,4% في إيطاليا، وبالنسبة لهذه الأخيرة، يعزى هذا التراجع بالخصوص إلى الإعلان عن إمكانية خفض النسبة المستهدفة للعجز المالي برسم سنة 2019. أما بالنسبة لباقي بلدان منطقة الأورو، وباستثناء اليونان التي ارتفعت فيها عائدات سندات الخزينة بنفس الأجل إلى 5%، بقيت هذه العائدات مستقرة في 0,8% في فرنسا و 1,6% في إسبانيا.

وفي أسواق الصرف، وبسبب تأثيره بتباطؤ النمو في منطقة الأورو وبالوضع المالي في إيطاليا، انخفضت قيمة الأورو ما بين أكتوبر ونونبر بنسبة 0,9% مقابل الدولار إلى 1,14، وفقدت نسبة 0,4% مقابل الجنيه الإسترليني و 0,5% مقابل الين الياباني. أما بالنسبة لعملات أبرز البلدان الصاعدة، فقد ظلت قيمة الريال البرازيلي واليوان الصيني مستقرة مقابل الدولار، بينما ارتفعت قيمة الليرة التركية والروبية الهندية بنسبة 7,2% و 1,8% على التوالي، وبخصوص الائتمان البنكي، فقد تباطأت وتيرة نموه السنوي في شهر أكتوبر لتصل إلى 3,4% في الولايات المتحدة وإلى 3,3% في منطقة الأورو.

وفي أسواق السلع الأساسية، بعد أن شهدت مستويات قياسية في بداية شهر أكتوبر، أجهت أسعار النفط نحو الانخفاض، لتعكس بالأساس المخاوف من وفرة العرض، وبشكل خاص، فقد بلغ سعر البرنت 65,2 دولار للبرميل في المتوسط في شهر نونبر، متراجعا بنسبة 19% مقارنة مع شهر أكتوبر، ومتزايداً بواقع 4,2% على أساس سنوي، وبالنسبة للمنتجات غير الطاقية، فقد تراجعت أسعارها بنسبة 7,1% على أساس سنوي بالنسبة للمعادن والخامات وبنسبة 3,9% بالنسبة للمنتجات الفلاحية، وفي ما يتعلق بالفوسفات ومشتقاته، فقد ارتفعت الأسعار على أساس سنوي بنسبة 15,6%

بالنسبة للفوسفات الخام لتصل إلى 92,5 دولار للطن في المتوسط. و28,5% بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز إلى 379 دولار للطن. و19,2% للفوسفات ثنائي الأمونيك إلى 410,2 دولار للطن. و9,1% بالنسبة لليوريا إلى 305,6 دولار للطن.

وفي ظل هذه الأوضاع. تباطأ التضخم. الذي يقاس بتغير مؤشر الأسعار عند الاستهلاك. خلال شهر نونبر إلى 1,9% في منطقة الأورو. وإلى 2,2% في الولايات المتحدة.

وفي ما يتعلق بقرارات السياسة النقدية. قرر البنك المركزي الأوروبي خلال اجتماعه المنعقد بتاريخ 13 دجنبر الإبقاء على أسعار فائده الرئيسة دون تغيير. مشيراً إلى أنه لا يزال يتوقع بقاءها في مستوياتها الحالية على الأقل إلى غاية صيف 2019. وفي جميع الأحوال. طوال المدة اللازمة لضمان توجه دائم للتضخم نحو مستويات أدنى. لكن قريبة من 2% على المدى المتوسط. كما أكد أن مشترياته الصافية المدرجة في إطار برنامج شراء الأصول ستنتهي في دجنبر 2018. وبالمثل. قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في شهر نونبر إبقاء النطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي دون تغيير عند -2% 2,25%. مذكراً أن الرفع التدريجي لأسعار الفائدة مستقبلاً سيكون متسقاً مع التوسع المستمر للنشاط الاقتصادي. والظروف الجيدة لسوق الشغل. ومع معدل تضخم قريب من الهدف المحدد في 2% على المدى المتوسط.

وعلى الصعيد الوطني. تشير المعطيات الأولية للحسابات الخارجية الخاصة بنهاية نونبر 2018 إلى تواصل دينامية الصادرات التي ارتفعت بنسبة 9,7%. خاصة مع تحسن مبيعات الفوسفات ومشتقاته بنسبة 13,2% إلى 45,5 مليار درهم. وصادرات قطاع صناعة السيارات بنسبة 10,6% إلى 59,9 مليار. وبموازاة ذلك. تزايدت الواردات بواقع 8,8%. مع تزايد الفاتورة الطاقية بالأساس بنسبة 18,4% إلى 74,9 مليار. وارتفاع مقننات سلع التجهيز بنسبة 7,8% إلى 107,6 مليار. وبالنسبة لأهم بنود الحساب الجاري الأخرى. بقيت عائدات الأسفار شبه مستقرة في 67,1 مليار درهم. فيما انخفضت تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج بواقع 1,7% إلى 59,7 مليار. وعرف التدفق الصافي للاستثمارات الأجنبية المباشرة ارتفاعاً قدره 8,5 مليار ليصل إلى 31,8 مليار. مدفوعاً بالأساس بعملية تفويت شركة التأمين سهام. وبذلك بلغت احتياطات الصرف 223,3 مليار درهم في نهاية نونبر. أي ما يعادل تغطية 5 أشهر من واردات السلع والخدمات.

وعلى المستوى النقدي. بلغت الحاجة إلى السيولة البنكية 72,2 مليار درهم في المتوسط خلال شهري أكتوبر ونونبر. وبذلك. بلغ حجم ضخ بنك المغرب 72,7 مليار في المتوسط. ما يمكن من إبقاء متوسط سعر الفائدة المرجح في السوق القائمة ما بين البنوك قريباً من سعر الفائدة الرئيسي. كما اتسمت الظروف النقدية خلال الفصل الثالث بارتفاع سعر الصرف الفعلي الحقيقي وشبه استقرار أسعار الفائدة المطبقة على القروض. وواصلت وتيرة نمو القروض المحولة للقطاع غير المالي تباطؤاً إلى 2,2% في أكتوبر. مقابل 3,4% خلال الفصل الثالث. بينما تسارعت الديون على الإدارة المركزية. ما يعكس تسديدات هامة لتأخرات الضريبة على القيمة المضافة. وإجمالاً. بلغ ارتفاع المجموع النقدي م3 نسبة 4,6% بعد 4,1% في الفصل الثالث.

وفي ما يتصل بالمالية العمومية. تظهر البيانات المحصورة في متم أكتوبر تفاقم عجز الميزانية بمبلغ 4,1 مليار درهم إلى 34,5 مليار. وتزايدت النفقات الإجمالية بنسبة 2,4%. ما يعكس أساساً ارتفاع تكاليف المقاصة ونفقات باقي السلع والخدمات. وبالموازاة مع ذلك. سجلت الموارد العادية نمواً بنسبة 1,7%. تشمل تحسن العائدات الضريبية وتراجع العائدات غير الضريبية. نتيجة لتراجع الهبات المحصلة من دول مجلس التعاون الخليجي. وأخذاً في الاعتبار إعادة تكوين مخزون النفقات قيد الأداء بمبلغ 743 مليون درهم. مقابل أداءات بمبلغ 5,9 مليار سنة من قبل. تراجع عجز الخزينة بمبلغ 2,6 مليار إلى 33,8 مليار. وقد تمت تغطية هذه الحاجة وكذا التدفق الصافي الخارجي السلبي البالغ 3,8 مليار. بواسطة موارد داخلية بمبلغ 37,6 مليار. وبذلك. يرجح أن يكون الدين العمومي المباشر قد ارتفع بنسبة 3,5% في نهاية أكتوبر مقارنة بمستواه المسجل في دجنبر 2017.

وعلى مستوى الحسابات الوطنية. تشير المعطيات الخاصة بالفصل الثاني من سنة 2018 إلى تباطؤ واضح للنمو إلى 2,4% مقابل 4,5% خلال نفس الفصل من السنة السابقة. مع تباطؤ وتيرة نمو القيمة المضافة الفلاحية من 18,1% إلى 3%

ووتيرة نمو الأنشطة غير الفلاحية من 3% إلى 2,4%. وبالنسبة للطلب، تراجعت المساهمة الإيجابية لمكونه الداخلي في النمو. نتيجة لتباطؤ ارتفاع الاستهلاك النهائي للأسر من 4,6% إلى 3,3%. وتباطؤ تزايد استهلاك الإدارات العمومية من 2,8% إلى 1%. ووتيرة الاستثمار من 2,8% إلى 0,1%. وبموازاة ذلك، كانت مساهمة الصادرات الصافية إيجابية، لكنها تراجعت من 0,6 نقطة مئوية إلى 0,3 نقطة.

وفي سوق الشغل، شهد الاقتصاد الوطني ما بين الفصل الثالث من سنة 2018 ونفس الفصل من سنة 2017، خلق 122 ألف منصب شغل، منها 98 ألف منصب في قطاع الخدمات. وأخذ في الاعتبار العدد الصافي للوافدين الجدد الباحثين عن العمل والبالغ 58 ألف شخص، تراجعت نسبة البطالة من 10,6% إلى 10% على الصعيد الوطني، ومن 14,9% إلى 14,3% في الوسط الحضري، ومن 4,6% إلى 3,9% في المناطق القروية.

وفي سوق الأصول، سجلت الأسعار تراجعاً في الفصل الثالث بنسبة 0,3% على أساس سنوي. يشمل تقلص أسعار الأملاك المخصصة للاستعمال المهني والأراضي، وارتفاعاً طفيفاً لأسعار الأملاك السكنية. وفي نفس السياق، انخفض عدد المعاملات بواقع 1,1%. نتيجة لتقلص مبيعات الأراضي والأملاك المخصصة للاستعمال المهني، بينما سجلت أسعار الأملاك السكنية ارتفاعاً طفيفاً من فصل إلى آخر. وبالنسبة لسوق البورصة، تزايد الأداء السلبي السنوي لمؤشر مازي إلى 9,4% في نهاية نونبر، بعد 8,5% مع متم الفصل الثالث، كما تقلص حجم المعاملات في السوق المركزية إلى 1,4 مليار درهم، بعد متوسط قدره 2,6 مليار خلال الشهور العشرة الأولى من السنة.

وبالنسبة للتضخم، فقد تراجع إلى 1,6% في الفصل الثالث، وهو تباطؤ منسجم مع توقعات بنك المغرب، لكن بقدر أكبر. وتشير البيانات الخاصة بشهر أكتوبر إلى تواصل هذه المنحى، حيث تراجع التضخم إلى 1,1%. ارتباطاً بالأساس بتراجع أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان بنسبة 3,7%. بعد ارتفاعها بواقع 0,8% في الفصل الثالث. وبلغ التضخم الأساسي، الذي يعكس التوجه الأساسي للأسعار، 1,2% في أكتوبر، ليبقى مستقراً بالمقارنة مع الفصل الثالث.

وفي ما يخص الأفاق، من المرجح أن تعرف وتيرة نمو النشاط الاقتصادي العالمي بعض التباطؤ على المدى المتوسط. ويرتقب أن يؤثر تنامي الشكوك في منطقة الأورو على دينامية النشاط الاقتصادي، إذ يرتقب أن يتراجع نمو الناتج الداخلي الإجمالي من 2,5% سنة 2017 إلى 1,9% سنة 2018، وإلى 1,6% سنة 2019، قبل أن يتسارع بشكل طفيف إلى 1,8% سنة 2020. وفي الولايات المتحدة، يرجح أن يؤدي تواصل إعادة السياسة النقدية إلى طبيعتها واندثار الآثار الإيجابية للإصلاحات الجبائية إلى تباطؤ النمو من 2,9% إلى 2,1% سنة 2019، ثم إلى 1,8% سنة 2020. إلا أنه يتوقع أن تبقى الأوضاع في سوق الشغل إيجابية، إذ يرجح أن تظل نسبة البطالة ضعيفة في الولايات المتحدة، وأن تواصل تراجعها في منطقة الأورو.

وبالنسبة للبلدان الصاعدة، يرتقب أن يتواصل تباطؤ النشاط الاقتصادي في الصين بفعل استمرار سياسة إعادة التوازن الاقتصادي، بينما ينتظر أن يبقى النمو مطرداً بفضل ارتفاع الطلب الداخلي.

وفي سوق السلع الأساسية، من المتوقع أن يتواصل التوجه التنافسي لأسعار النفط، إذ يرجح أن يتراجع سعر البرنت على الخصوص إلى 65,7 دولار للبرميل سنة 2019، وإلى 63,9 دولار للبرميل سنة 2020، بعد تسجيله متوسطاً قدره 72,2 دولار للبرميل سنة 2018. أما بالنسبة للمنتجات الغذائية، فبعد ارتفاع أسعارها خلال السنة الماضية، ستراجع هذه الأسعار سنة 2018 قبل أن تتجه نحو الارتفاع التدريجي على المدى المتوسط، وفي ما يتعلق بالفوسفات ومشتقاته، من المرجح أن ترتفع الأسعار سنة 2018 إلى 400 دولار للطن في المتوسط بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونياك، وإلى 340 دولار للطن بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز، فيما ينتظر أن تتراجع إلى 86 دولار للطن بالنسبة للفوسفات الخام، وعلى المدى المتوسط، يرتقب أن يتواصل ارتفاع أسعار الفوسفات ثنائي الأمونياك والفوسفات الثلاثي الممتاز، لكن بوتيرة أقل.

وفي ظل هذه الظروف، من المتوقع أن يبلغ التضخم في منطقة الأورو 1,8% سنة 2018، بعد 1,5% سنة 2017، وأن يصل في الولايات المتحدة إلى 2,5% بعد 2,1%. وعلى المدى المتوسط، يرجح أن يبقى التضخم في منطقة الأورو في مستويات

أقل من المستوى المتوقع من قبل البنك المركزي الأوروبي. وأن يتطور في الولايات المتحدة في مستوى قريب من المستوى المحدد من طرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي.

وعلى الصعيد الوطني. يرتقب أن يواصل تسارع دينامية مبيعات قطاع صناعة السيارات واستمرار أداء صادرات الفوسفات ومشتقاته دعمهما لدينامية الصادرات. التي ينتظر أن تبلغ 9,6% سنة 2018. و6,6% سنة 2019. و7,8% سنة 2020. وبموازاة ذلك. من المتوقع أن يؤدي تفاقم الفاتورة الطاقية إلى ارتفاع الواردات بنسبة 8,5% سنة 2018. غير أن انخفاضها المرتقب سيؤدي إلى تباطؤ وتيرة نمو الواردات إلى 2,5% سنة 2019. و3,5% سنة 2020. وبالنسبة لعائدات الأسفار وحويلات المغاربة المقيمين في الخارج. فيرتقب أن تعرف انخفاضا طفيفا خلال سنة 2018. قبل أن تحقّق نمو متوسطا قدره حوالي 4% على المدى المتوسط. وفي ظل هذه الظروف. ومع افتراض تحصيل هبات من دول مجلس التعاون الخليجي يبلغ 4,8 مليار درهم سنة 2018. و2 مليار درهم سنة 2019. يرتقب أن يبلغ عجز الحساب الجاري مع متم السنة 4,4% من الناتج الداخلي الإجمالي. قبل أن يتحسن إلى 3,7% سنة 2019. وإلى 3,2% سنة 2020. وإلى حوالي 3,4% على المدى المتوسط. وأخذا في الاعتبار أيضا التدفقات من الخزانة نحو الخارج. من المنتظر أن تبلغ الاحتياطيات الدولية الصافية مع متم السنة 230,4 مليار درهم. قبل أن تصل إلى 239 مليار سنة 2019. ثم تتراجع إلى 235,7 سنة 2020. ويرتقب أن تصل تغطية الصادرات للواردات إلى 5 أشهر و3 أيام في نهاية سنة 2018. وإلى 5 أشهر ويومين سنة 2019. ثم إلى 5 أشهر في أفق سنة 2020.

وأخذا في الاعتبار هذه التطورات والارتفاع المرتقب لحجم النقد المتداول. يتوقع أن يصل عجز السيولة البنكية إلى 69,7 مليار درهم مع متم سنة 2018. بعد 40,9 مليار سنة من قبل. وأن يتفاقم إلى 72,1 مليار في نهاية سنة 2019. وإلى 86,2 مليار في نهاية سنة 2020. أما الأوضاع النقدية. فمن المرجح أن تعرف تضييقا طفيفا. مع بقائها ملائمة على العموم. مع استقرار سعر الصرف الفعلي الحقيقي بشكل خاص سنة 2018. وارتفاعه سنة 2019 وانخفاضه بشكل طفيف سنة 2020. ومن جانبها. يرتقب أن تظل القروض الممنوحة للقطاع غير المالي معتدلة. مع توقع تسجيل نسب 3,5% سنة 2018 و3,3% سنة 2019. قبل أن تتسارع إلى 4,3% سنة 2020.

وعلى مستوى المالية العمومية. من المرجح أن يبلغ عجز الميزانية 3,7% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2018. وأن يصل إلى 3,8% سنة 2019. أخذا في الاعتبار معطيات مشروع قانون المالية لسنة 2019. وفي سنة 2020. يتوقع أن يتراجع إلى 3,6%. مع افتراض تواصل مجهود تعبئة المداخل.

ويرجح أن يسجل النمو الاقتصادي الوطني تباطؤا إلى 3,3% سنة 2018. يعكس تباطؤ نمو القيمة المضافة الفلاحية من 15,4% إلى 4,6%. واستمرار خسن الأنشطة غير الفلاحية من 2,7% إلى 3,1%. ومع فرضية تحقيق مواسم فلاحية عادية بمحصول حبوب يبلغ 80 مليون قنطار. يرتقب أن يتباطأ النمو إلى 3,1% سنة 2019 قبل أن يتسارع إلى 3,6% سنة 2020. فيما ينتظر أن تواصل القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية ارتفاعها إلى 3,5% سنة 2019. وإلى 3,8% سنة 2020. بينما يرتقب أن تتراجع القيمة المضافة للأنشطة الفلاحية إلى 0,8% قبل أن ترتفع إلى 3,3%. على التوالي.

وبالنسبة للتضخم. من المتوقع أن يتسارع من 0,7% سنة 2017 إلى 2% سنة 2018. مدفوعا بارتفاع محسوس لأسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمنة والمنتجات المقننة. قبل أن يتراجع إلى 1% سنة 2019 وإلى 1,2% سنة 2020. غير أن توجهه الأساسي يتوقع أن يتباطأ إلى 1,1% سنة 2018 وإلى 1% سنة 2019. ارتباطا بالتباطؤ المرتقب للطلب الداخلي وارتفاع سعر الصرف الفعلي الحقيقي. قبل أن يتسارع إلى 1,6% سنة 2020.

ويبقى السيناريو المركزي للتوقعات محاطا بالعديد من المخاطر التي. في حال تحقّقها قد تؤثر على التوقع المركزي سواء بالارتفاع أو بالانخفاض. وبشكل خاص. يبقى التوقع الخاص بالاحتياطيات الدولية الصافية رهينا بالأساس بتحقيق تحصيل الهيئات الواردة من دول مجلس التعاون الخليجي وتدفقات الخزانة نحو الخارج. ومن جانبه. يبقى توقع العجز المالي مرتبطا بنتيجة الحوار الاجتماعي الذي بدأ منذ عدة شهور. والذي قد يؤثر أيضا على تطورات التضخم والنمو. وتبقى هذه الأخيرة

مرتبطة بالأساس بتطور أسعار النفط والنشاط الاقتصادي في أبرز البلدان الشريكة، والذي حُيِّط به عدة شكوك تتعلق بالخصوص بتنامي السياسة الحمائية، والتوترات السياسية والجيوستراتيجية، وبطرق تطبيق خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي التي لم تتضح بعد. وتزايد الضغوط على الأسواق المالية الصاعدة. وختاماً، فإن فارقاً كبيراً مقارنة مع الفرضية المركزية المتعلقة بالمحصول الفلاحي قد يؤثر على النمو، وبدرجة أقل، على باقي المتغيرات المرتقبة.

# 1. التطورات الدولية

بعد أداء جيد. يظهر الاقتصاد العالمي بعض علامات التباطؤ. ارتباطا على الخصوص بتنامي السياسة الحمائية. والوضع المالي في إيطاليا. والشكوك المحيطة بخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي. وتضييق السياسات النقدية. والهشاشات المسجلة في الاقتصادات الصاعدة. وتظهر البيانات الخاصة بالفصل الثالث استمرار دينامية النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة. بينما يواصل النمو تباطؤه في منطقة الأورو. وفي المملكة المتحدة. وبالرغم من الشكوك التي لاتزال تحيط بمآل خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي. ظل النمو متجها نحو الارتفاع خلال الفصلين الأخيرين. وفي اليابان. واصل النمو تطوره بشكل متذبذب صعودا ونزولا. وفي أبرز الاقتصادات الصاعدة. تباطأ النمو في الصين وفي الهند. لكنه تسارع في البرازيل وروسيا. وفي سوق الشغل. تبقى الأوضاع ملائمة إجمالا في البلدان المتقدمة. أما بالنسبة للأسواق المالية. فقد تأثرت بتنامي الشكوك. مما أدى إلى تراجع أهم مؤشرات البورصة في الدول المتقدمة. وفي أسواق السلع الأساسية. أجهت الأسعار نحو الانخفاض سواء بالنسبة للمنتجات الطاقية أو غير الطاقية. وفي ظل هذه الظروف. أجه معدل التضخم نحو الانخفاض إجمالا. مع تسجيل تباطؤ بشكل خاص في منطقة الأورو وفي الولايات المتحدة.

## 1.1 النشاط الاقتصادي والتشغيل

### 1.1.1 النشاط الاقتصادي

شهد النمو في الصين تباطؤا جديدا في الفصل الثالث إلى 6,5% بعد 6,7%. يشمل استقرار الاستثمار نتيجة للتدابير المتخذة لمواجهة تزايد الديون. كما تباطأ النمو في الهند من 8% إلى 6,9%. ما يعكس بالأساس تباطؤ نفقات الاستهلاك.

جدول 1.1: النمط الفصلي للنمو (على أساس سنوي)

	2018			2017			2016		
	3 ف	2 ف	1 ف	4 ف	3 ف	2 ف	1 ف	4 ف	3 ف
البلدان المتقدمة									
الولايات المتحدة	3,0	2,9	2,6	2,5	2,3	2,1	1,9	1,9	1,5
منطقة الأورو	1,6	2,2	2,4	2,7	2,8	2,5	2,1	2,1	1,8
فرنسا	3,0	2,9	2,6	2,5	2,3	2,1	1,9	1,9	1,5
ألمانيا	1,6	2,2	2,4	2,7	2,8	2,5	2,1	2,1	1,8
إيطاليا	3,0	2,9	2,6	2,5	2,3	2,1	1,9	1,9	1,5
إسبانيا	1,6	2,2	2,4	2,7	2,8	2,5	2,1	2,1	1,8
المملكة المتحدة	3,0	2,9	2,6	2,5	2,3	2,1	1,9	1,9	1,5
اليابان	1,6	2,2	2,4	2,7	2,8	2,5	2,1	2,1	1,8
البلدان الصاعدة									
الصين	6,5	6,7	6,8	6,8	6,8	6,9	6,9	6,8	6,7
الهند	6,9	8,0	7,6	6,6	6,1	5,6	6,0	6,9	7,2
البرازيل	1,3	0,9	1,2	2,2	1,4	0,6	0,1	-2,3	-2,5
تركيا	1,6	5,3	7,2	7,3	11,5	5,3	5,3	4,2	-0,8
روسيا	n.d	1,9	1,3	0,9	2,2	2,5	0,6	0,4	-0,2

المصدر: Thomson Reuters

خلال الفصل الثالث من سنة 2018. ظل الاقتصاد الأمريكي قويا مع تحقيقه نموا للناتج الداخلي الإجمالي قدره 3% مقابل 2,9% في الفصل السابق. ما يعكس بالخصوص تحسن نفقات الاستهلاك والاستثمار. وعلى العكس من ذلك. وفي سياق يتميز بالشكوك المحيطة بخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي وبالميزانية الإيطالية لسنة 2019. تباطأ النمو في منطقة الأورو مجددا. متراجعا من 2,2% إلى 1,6%. ويعكس هذا التطور ترجعا واضحا للنمو في ألمانيا من 2% إلى 1,2%. بفعل تأثير المساهمة السلبية للتجارة الخارجية نتيجة بالخصوص لاعتماد معايير جديدة تتعلق بالتلوث الناتج عن السيارات. وهم التباطؤ أيضا إيطاليا. وبدرجة أقل فرنسا اللتين تراجع النمو فيهما من 1,2% إلى 0,7% ومن 1,7% إلى 1,4% على التوالي. ومن جهة أخرى. بقي النمو مستقرا في إسبانيا عند 2,5%.

وعلى العكس من ذلك. وبالرغم من الشكوك المرتبطة بخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي. تحسن الاقتصاد في بريطانيا مجددا. إذ تزايد الناتج الداخلي الإجمالي بنسبة 1,5% بعد 1,2%. ما يعكس الأداء الجيد لاستهلاك الأسر والطلب الخارجي. وبالعكس. تباطأ النمو بشكل محسوس في اليابان. إلى 0,1% بعد 1,4%. نتيجة بالخصوص للأداء السلبي للاستثمارات الخاصة في القطاعات غير العقارية وللصادرات الصافية. وبالنسبة لأبرز البلدان الصاعدة.

تشير المعطيات الخاصة بشهر غشت إلى استقرار نسبة البطالة في 4,0%.  
جدول 2.1: تطور نسبة البطالة (%)

	2018		2017	2016	
	نونبر	أكتوبر			
الولايات المتحدة	3,7	3,7	4,4	4,9	
منطقة الأورو	غير متوفر	8,1	8,1	9,1	10,0
فرنسا	غير متوفر	8,9	9,0	9,4	10,1
ألمانيا	غير متوفر	3,3	3,4	3,8	4,1
إيطاليا	غير متوفر	10,6	10,3	11,2	11,7
إسبانيا	غير متوفر	14,8	14,9	17,2	19,6
المملكة المتحدة	غير متوفر	غير متوفر	4,4	4,8	

المصدر: Eurostat والمكتب الأمريكي للإحصائيات الشغل

## 2.1 الأوضاع النقدية والمالية

في سياق غير موات إجمالاً، سجلت مؤشرات البورصة لأبرز الاقتصادات المتقدمة انخفاضا ما بين أكتوبر ونونبر. فقد تراجع مؤشر EUROSTOXX50 بنسبة 1,8% ومؤشر داو جونز بنسبة 1,5%. ومؤشر نيكاي 225 بواقع 3,5%. وكانت هذه التطورات مصحوبة بتغيرات طفيفة جدا لمؤشرات التقلب، نحو الارتفاع في السوق الأمريكية، ونحو الانخفاض في السوق الأوروبية.

أما في المملكة المتحدة، فقد سجل مؤشر FTSE 100 انخفاضا بنسبة 1,3%. وذلك بالرغم من الإعلان عن اتفاق مؤقت حول خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي. حيث لم يكن لهذا الاتفاق تأثير ملحوظ على سوق البورصة في المملكة المتحدة، في انتظار التصديق عليه من طرف البرلمان البريطاني. ليدخل حيز التنفيذ رسميا ابتداء من مارس 2019، وهو تاريخ الخروج الفعلي للمملكة المتحدة من الاتحاد الأوروبي.

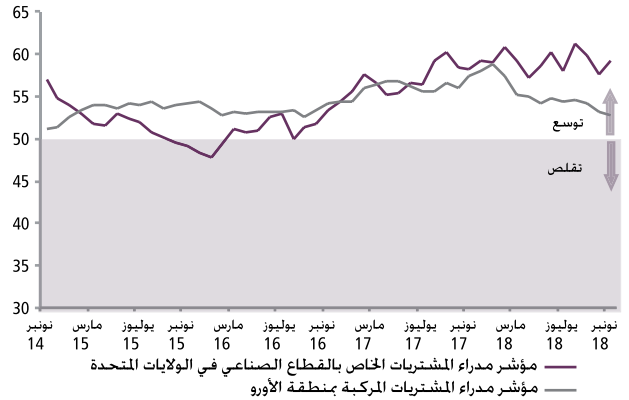
وبخصوص الاقتصادات الصاعدة، سجل مؤشر MSCI EM ارتفاعا طفيفا بنسبة 0,3%. وهو تطور يعكس بالخصوص ارتفاع مؤشر الهند بواقع 4,7%. ومؤشر تركيا بنسبة 7,6%. ومؤشر الصين بمقدار 1,7%.

ومن جهة أخرى، سجلت تطورات متباينة ما بين أكتوبر ونونبر في سوق السندات، فبفضل وضعها كقيمة آمنة، سجلت سندات الخزينة الأمريكية انخفاضا لتصل إلى 3,1% في نونبر بالنسبة للسندات لأجل 10 سنوات.

وعلى العكس من ذلك، تسارع النمو في البرازيل إلى 1,3% بعد 0,9%. بسبب تزايد الاستثمار وانتعاش النفقات العمومية. ومن جهة أخرى، تشير المعطيات الخاصة بالفصل الثاني والمتعلقة بالنمو في روسيا إلى تسارعه إلى 1,9% بعد 1,3% في سياق ارتفاع أسعار المحروقات.

وبالموازاة مع ذلك، تشير المؤشرات المرتفعة الوتيرة إلى تباطؤ مؤشر مديري المشتريات في منطقة الأورو، حيث تراجع إلى 52,7 نقطة في نونبر بعد 53,1 في أكتوبر. وبالعكس، تظهر بيانات مؤشر مديري المشتريات الخاص بالقطاع الصناعي في الولايات المتحدة برسم شهر نونبر ارتفاعا إلى 59,3 نقطة مقابل 57,7 نقطة في الشهر السابق.

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



المصدر: Thomson Reuters

### 2.1.1 سوق الشغل

تواصل تحسن الأوضاع في سوق الشغل في الولايات المتحدة خلال شهر نونبر، حيث بقيت نسبة البطالة مستقرة في 3,7% للشهر الثالث على التوالي، وهو أدنى مستوى له منذ حوالي نصف قرن. وتراجع عدد مناصب الشغل المحدث إلى 155.000 منصب في شهر نونبر مقابل 237.000 منصب في الشهر السابق. وبالمثل، ظلت نسبة البطالة في منطقة الأورو مستقرة للشهر الثالث على التوالي عند 8,1% في أكتوبر، وهو أدنى مستوى تم تسجيله منذ دجنبر 2008، وحسب البلدان، انخفضت نسبة البطالة بشكل طفيف إلى 8,9% في فرنسا، وإلى 3,3% في ألمانيا، وإلى 14,8% في إسبانيا، وخلافا لذلك، ارتفعت نسبة البطالة في إيطاليا من 10,3% إلى 10,6%. وفي المملكة المتحدة،

## إطار 1.1 : الخلف حول الميزانية الإيطالية لسنة 2019

على غرار باقي بلدان منطقة الأورو. قدمت إيطاليا في شهر ماي 2018 للمفوضية الأوروبية أهدافها المالية المحددة في إطار برنامجها المتعلق بالاستقرار<sup>1</sup>. وجوبا على ذلك، أصدر المجلس الأوروبي يوم 13 يوليوز توصيات مالية تم اعتمادها بالإجماع. بما في ذلك من طرف إيطاليا. وفي أكتوبر 2018، عرضت إيطاليا على المفوضية الأوروبية مشروع مخططها المالي لإبداء الرأي فيه، وبعد دراسة هذا المشروع قصد التأكد من احترامه لقواعد الحكامة الاقتصادية المعمول بها داخل الاتحاد الأوروبي، لاحظت المفوضية وجود إخلال وُصِف بـ«الخطير جدا» للتوصيات المالية الموجهة إلى هذا البلد من قبل المجلس الأوروبي.

وبالفعل، فقد اختارت الحكومة الإيطالية الجديدة التوسع المالي خلال سنة 2019، بينما كان إطار برنامج الاستقرار يلزمها بتقليص العجز بمقدار 0,8 نقطة مئوية إلى 0,8% من الناتج الداخلي الإجمالي. وقد أُنقِطت النسخة النهائية لميزانية إيطاليا لسنة 2019، التي أُحيلت على المفوضية الأوروبية بتاريخ 13 نونبر، على نسبة العجز المستهدفة عند 2,4% من الناتج الداخلي الإجمالي مع اعتماد توجه مالي محايد بعد ذلك، يحدد نسبة العجز في 2,1% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2020، وفي 1,8% سنة 2021. وبذلك تراهن الحكومة الإيطالية على انتعاش النمو اعتمادا على الطلب، لاسيما من خلال الحد من تأثير ارتفاع الضريبة على القيمة المضافة سنة 2019، وخفض الضرائب، ومراجعة نظام التقاعد، واعتماد حد أدنى للدخل لفائدة المواطنين. مع توقع معدل نمو قدره 1,5% سنة 2019، و1,6% سنة 2020، و1,4% سنة 2021.

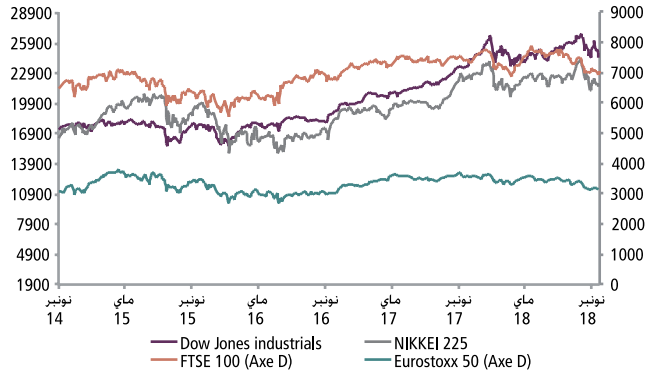
1- يعرض برنامج الاستقرار سنويا على المجلس الأوروبي من طرف جميع بلدان منطقة الأورو. ويهدف إلى إعداد برنامج مالية لمدة ثلاث سنوات بالنسبة لكل بلد. ويصدر المجلس توصيات بشأن هذا البرنامج، يتم أخذها في الاعتبار عند عملية إنهاء مشروع برنامج المالية.

وفي منطقة الأورو، وباستثناء اليونان التي ارتفعت فيها غائدات السندات إلى 5%. بقيت عائدات السندات لأجل 10 سنوات مستقرة في 0,8% بالنسبة لفرنسا، وفي 1,6% بالنسبة لإسبانيا، بينما انخفضت إلى 0,4% بالنسبة لألمانيا وإلى 1,9% بالنسبة للبرتغال.

وفي إيطاليا بشكل خاص، فإن هذه العائدات، التي بلغت 3,4% في نونبر عوض 3,5% في أكتوبر، تبقى مرتفعة بالمقارنة مع باقي أهم اقتصادات منطقة الأورو. ويعزى هذا الانخفاض بالخصوص إلى علامات التهدئة في المفاوضات بين إيطاليا والمفوضية الأوروبية حول عجز الميزانية بإيطاليا. إذ أعلنت الحكومة عن إمكانية خفض النسبة المستهدفة لعجزها برسم سنة 2019 (إطار 1.1).

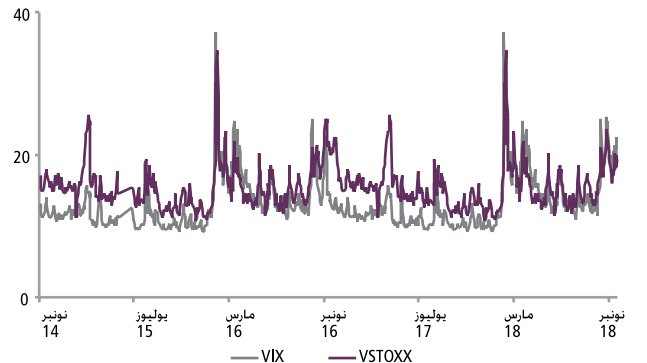
وفي ما يتعلق بأبرز الاقتصادات الصاعدة، تراجعت عائدات السندات لأجل 10 سنوات ما بين أكتوبر ونونبر من 9,8% إلى 9,2% بالنسبة للبرازيل، ومن 3,6% إلى 3,5% بالنسبة للصين، ومن 7,9% إلى 7,8% بالنسبة للهند، ومن 18,3% إلى 16,4% بالنسبة لتركيا.

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



المصدر: Thomson Reuters

رسم بياني 3.1: تطور مؤشري VSTOXX و VIX

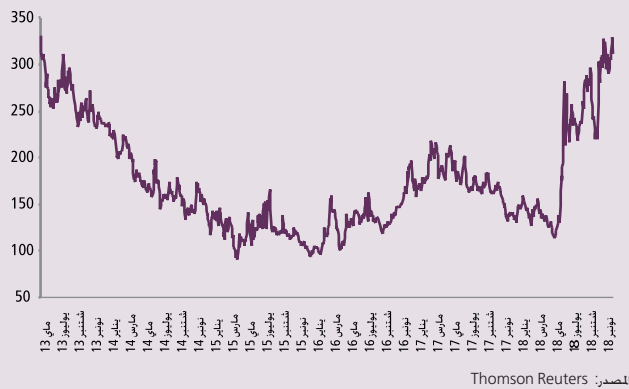


المصدر: Thomson Reuters Eikon

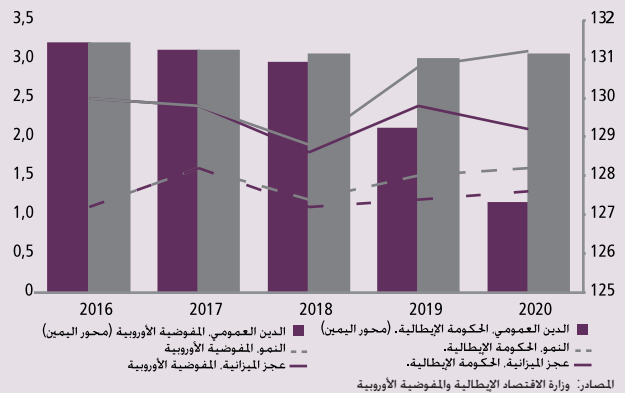


إلا أن صندوق النقد الدولي، اعتبر في استنتاجاته برسم مشاوراته لسنة 2018 أن تأثير هذا التحفيز على النمو خلال السنتين المقبلتين غير مؤكد. مشيراً إلى أن النمو معرض للتأثيرات السلبية لارتفاع متواصل لعائدات السندات السيادية. ولن يبلغ في المتوسط سوى 1% خلال الفترة 2018-2020. كما توقعت المفوضية الأوروبية نموا قدره 1,2% سنة 2019، و1,3% سنة 2020. وبالفعل، نتيجة لصعوبة تشكيل الحكومة، وللشكوك المحيطة بالسياسات الاقتصادية المترتبة عن ذلك، كانت عائدات السندات الإيطالية قد ارتفعت بشكل محسوس، وكان الفارق الخاص بالسندات لأجل 10 سنوات مقارنة بسندات الخزينة الألمانية قد تجاوز أعلى المستويات التي تم تسجيلها منذ شهر أبريل 2013. حيث بلغ في 20 نونبر ذروة قدرها 329 نقطة أساس. وقد كانت وكالات التصنيف سبابة إلى إعادة تقييم المخاطر السيادية الإيطالية، مشيرة إلى ارتباطها بالقطاع البنكي. فمنذ شهر ماي الماضي، شرعت وكالة موديز في عملية لمراجعة تصنيف إيطاليا نحو الانخفاض، قامت على إثرها، بتاريخ 19 أكتوبر، بخفض تصنيفها بنقطة واحدة إلى Baa3، مع آفاق مستقرة. ومن جانبها، قررت وكالة Fitch Ratings ووكالة S&P، يومي 31 غشت و26 أكتوبر على التوالي، مراجعة الآفاق المرتبطة بتصنيف إيطاليا من مستقرة إلى سلبية، مع تأكيد تصنيفها في BBB.

رسم بياني إ 2.1.1: الفارق بين نسب عائدات سندات الافتراض لمدة 10 سنوات في إيطاليا وألمانيا



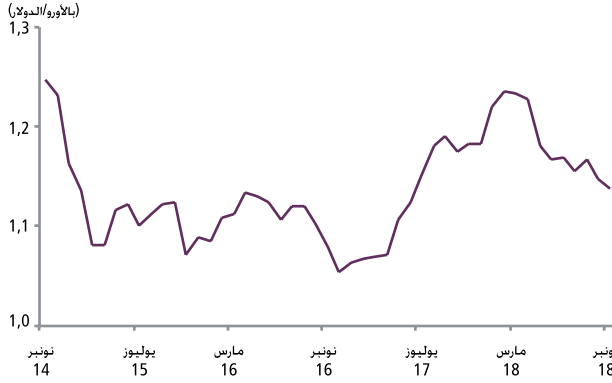
رسم بياني إ 1.1.1: آفاق النمو والمالية العمومية حسب المفوضية الأوروبية والحكومة الإيطالية



وفي ما يتعلق بالدين العمومي، فقد وصل إلى مستويات مرتفعة جدا، مع أجل استحقاق قدره 6,79 سنة في نهاية شتبر 2018. وعلى إثر الرأي السلبي الذي لقيه مشروع الخطة المالي من قبل المفوضية الأوروبية، قررت الحكومة الإيطالية مراجعة النسبة المستهدفة للخصخصة إلى 1% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2019 قصد تسريع خفض الدين العمومي. وبذلك تبلغ نسبة الدين العمومي إلى الناتج الداخلي الإجمالي 129,2% سنة 2019، و127,3% سنة 2020، و126% سنة 2021. خلافا لتوقعات صندوق النقد الدولي التي تشير إلى استقرار نسبة الدين العمومي إلى الناتج الداخلي الإجمالي في حوالي 130% خلال السنوات الثلاث المقبلة، ولتوقعات المفوضية الأوروبية التي تحدها في حوالي 131% خلال الفترة 2019-2020. ولتفادي اللجوء إلى مسطرة مواجهة العجز المفرط، صرحت الحكومة الإيطالية مؤخرا أنها مستعدة لمراجعة ميزانيتها لسنة 2019 مجددا، مما أدى إلى انخفاض سريع للتوترات في الأسواق المالية.

البلدان الصاعدة. فقد شهدت تطورات متباينة إزاء الدولار مع استقرار الريال البرازيلي واليوان الصيني. من جهة. في 3,8 ريال و6,9 يوان. على التوالي. ومن جهة أخرى. ارتفاع بنسبة 7,9% بالنسبة لليرة التركية و2,5% بالنسبة للروبية الهندية.

رسم بياني 6.1: تطور سعر صرف الأورو مقابل الدولار

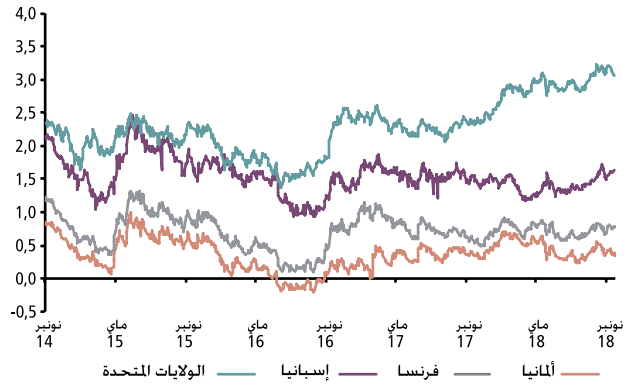


المصدر: Thomson Reuters

وفي ما يتعلق بقرارات السياسة النقدية. قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. في اجتماعه المنعقد يومي 7 و8 نوفمبر الإبقاء على النطاق المستهدف لسعر فائدته الرئيسي دون تغيير في 2,25%-2%. كما أنه توقع أن يكون الرفع التدريجي في أسعار الفائدة مستقبلا متسقا مع التوسع المستمر للنشاط الاقتصادي. والظروف الجيدة في سوق الشغل ومع تضخم قريب من الهدف المحدد في 2% على المدى المتوسط.

كما قرر البنك المركزي الأوروبي بتاريخ 13 دجنبر الإبقاء على سعر الفائدة الخاص به دون تغيير. مشيرا إلى أنه لا يزال يتوقع أن بقاء هذه الأسعار في مستوياتها الحالية إلى غاية صيف سنة 2019 على الأقل. وفي جميع الأحوال. طوال المدة اللازمة لضمان استمرار التوجه المستدام للتضخم نحو مستويات أدنى من 2% لكن قريبة من هذه النسبة على المدى المتوسط. وبخصوص التدابير غير التقليدية. أشار إلى أن عمليات الشراء الصافية للأصول في إطار برنامج شراء الأصول ستنتهي في شهر دجنبر 2018. كما أشار إلى أنه في نفس الوقت يعمق مؤشرات الاستباقية حول عمليات إعادة الاستثمار. وبذلك. فإنه يعتزم مواصلة إعادة الاستثمار. بشكل كلي. في التسديدات برسم المبلغ الأصلي للسندات التي وصل أجل استحقاقها والتي تم شراؤها في إطار برنامج شراء الأصول خلال فترة طويلة بعد

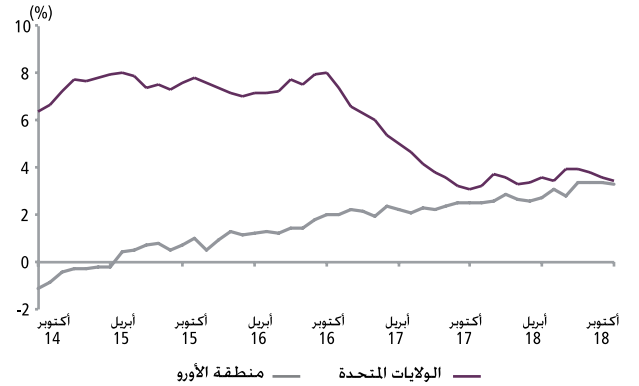
رسم بياني 4.1: تطور عائدات السندات الحكومية لأجل 10 سنوات



المصدر: Thomson Reuters

وفي الأسواق النقدية. بقي سعر الفائدة ما بين البنوك الأوروبية لأجل 3 أشهر (Euribor) دون تغيير عند 0,3-%. بينما تزايد سعر الفائدة ما بين البنوك في سوق لندن (Libor) لنفس الأجل بشكل طفيف من 2,5% في أكتوبر إلى 2,6% في نوفمبر. أما الائتمان البنكي. فقد شهدت وتيرة نموه السنوي تباطؤا من 3,6% في شتنبر إلى 3,5% في أكتوبر في الولايات المتحدة. ومن 3,4% إلى 3,3% في منطقة الأورو.

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



المصدر: Thomson Reuters

وفي أسواق الصرف. تأثر الأورو سلبا بتباطؤ النمو الاقتصادي في منطقة الأورو خلال الفصل الثالث. وبالشكوك المرتبطة بالميزانية الإيطالية لسنة 2019. حيث تراجع قيمته ما بين أكتوبر ونونبر بنسبة 1% مقابل الدولار. ليبلغ 1,14 دولار. كما أنه انخفض بواقع 0,2% مقابل الجنيه الإسترليني و0,5% مقابل الين الياباني. أما عملات أبرز

العربية السعودية والولايات المتحدة. وأيضاً من التكوين القوي للمخزونات الأمريكية.

ومن جهته، واصل سعر الغاز الطبيعي في السوق الأوروبية تراجعاً، مسجلاً انخفاضاً بواقع 6% من شهر إلى آخر ليلجأ ارتفاعه على أساس سنوي 23,5%.

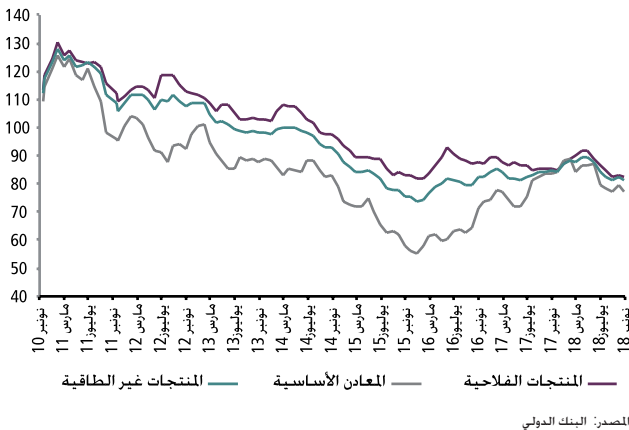
رسم بياني 7.1: الأسعار الدولية للنفط بالدولار



### 2.3.1 أسعار السلع الأساسية غير الطاقية

في ما يتعلق بالمنتجات غير الطاقية، عرفت أسعار المعادن والخامات تقلصاً بنسبة 7,1% على أساس سنوي، نتيجة بالخصوص لتأثير التوترات التجارية بين الصين والولايات المتحدة التي أدت إلى تراجع الطلب على المعادن (إطار 1.2). كما سجلت أسعار المنتجات الفلاحية انخفاضاً بمقدار 3,9%. وبشكل خاص، تراجع سعر القمح بنسبة 4,6% مقارنة مع شهر سبتمبر، مما يقلص ارتفاعه السنوي إلى 13,3%.

رسم بياني 8.1: تطور مؤشرات Dow Jones- UBS الخاصة بأسعار السلع الأساسية غير الطاقية (100= 2010)



التاريخ الذي سبتداً فيه برفع نسبة فائدها. وفي جميع الأحوال، طوال المدة الضرورية للإبقاء على أوضاع السيولة إيجابية وعلى درجة مرتفعة من الدعم النقدي.

ومن جانبه، قرر بنك إنجلترا، في اجتماعه المنعقد في فاتح نونبر، الإبقاء على سعر فائده الرئيسة دون تغيير عند 0,75%. كما قرر الإبقاء على مخزون شراء سندات الحكومة البريطانية في مبلغ 435 مليار جنيه استرليني ومخزون شراء سندات الاستثمار «investment-grade» لشركات غير مالية بريطانية في مبلغ 10 ملايين جنيه استرليني.

وبالنسبة للدول الصاعدة، قرر بنك الهند الاحتياطي، في 5 دجنبر، الإبقاء على سعر الفائدة الرئيسي الخاص به دون تغيير عند 6,5%. مشيراً إلى أنه بالرغم من مراجعة توقعات التضخم نحو الانخفاض ومن تساؤل بعض الشكوك، لاسيما في ما يتعلق بأسعار النفط، فلاتزال هناك العديد من الشكوك التي تخيم على توقعات التضخم. كما أبقى بنك البرازيل المركزي، بتاريخ 12 دجنبر على سعر الفائدة الرئيسي عند 6,5%. وأشار إلى أن البيانات الأخيرة لاتزال تظهر انتعاشاً تدريجياً للاقتصاد البرازيلي، مع التأكيد على أن الظرفية الحالية لاتزال تفرض انتعاش سياسة نقدية تحفيزية، أي سعر فائدة منخفض. ومن جانبه، قرر بنك روسيا المركزي، بتاريخ 14 دجنبر، رفع سعر الفائدة الرئيسي بمقدار 0,25 نقطة مئوية إلى 7,75%. مع الإشارة إلى أن هذا القرار استباقي ويهدف إلى الحد من المخاطر التضخمية التي تبقى مرتفعة، لاسيما على المدى المتوسط. كما اعتبر، فضلاً عن ذلك، أنه لاتزال هناك شكوك بشأن تطور الأسعار وتوقعات التضخم نتيجة للرفع المقبل لنسبة الضريبة على المضافة، وأن هذا الرفع لسعر الفائدة الرئيسي سيساهم في تفادي بقاء التضخم في مستوى أعلى بكثير من الهدف المحدد له.

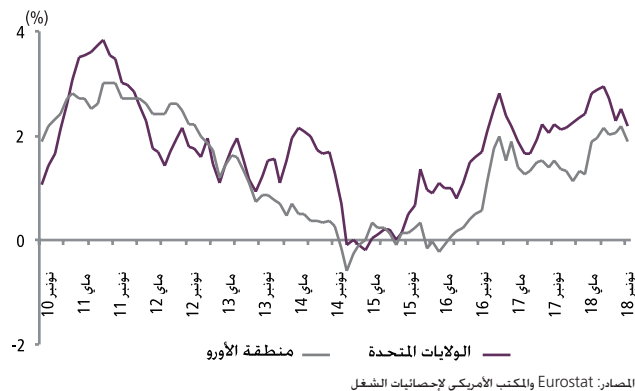
### 3.1 أسعار السلع الأساسية والتضخم

#### 1.3.1 أسعار السلع الأساسية الطاقية

بعد أن بلغ في شهر أكتوبر أعلى مستوياته خلال أربع سنوات، انخفض سعر البرنت بنسبة 19% من شهر إلى آخر ليصل إلى 65,2 دولار للبرميل في نونبر، وتراجعت حدة ارتفاعه على أساس سنوي بشكل واضح إلى 4,2%. ويعكس هذا التطور بالأساس المخاوف من وفرة العرض، خاصة بعد الارتفاعات الهامة في إنتاج كل من المملكة

وعلى مستوى البلدان الصاعدة، تباطأ التضخم في شهر نونبر من 2,5% إلى 2,2% في الصين، ومن 4,6% إلى 4% في البرازيل، ومن 3,4% إلى 2,3% في الهند، وعلى العكس من ذلك، تسارع من 3,5% إلى 3,8% في روسيا.

رسم بياني 10.1: تطور التضخم في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو



المصدر: Eurostat والمكتب الأمريكي لإحصائيات الشغل

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

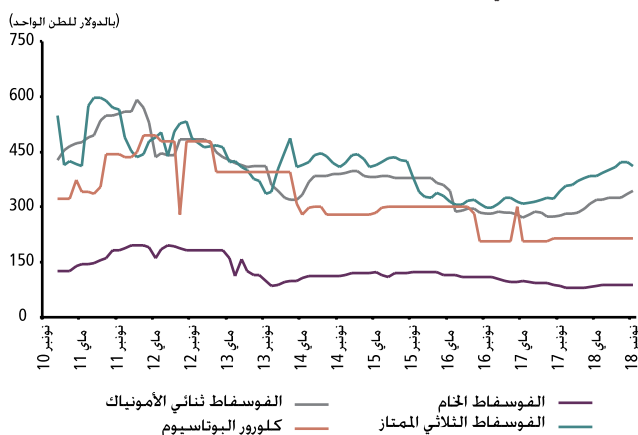
	2018			2017	2016
	نونبر	أكتوبر	سنتمبر		
الولايات المتحدة	2,2	2,5	2,3	2,1	1,3
منطقة الأورو	1,9	2,2	2,1	1,5	0,2
ألمانيا	2,2	2,4	2,2	1,7	0,4
فرنسا	2,2	2,5	2,5	1,2	0,3
إسبانيا	1,7	2,3	2,3	2,0	-0,2
إيطاليا	1,6	1,7	1,5	1,3	-0,1
المملكة المتحدة	2,7	2,4	2,4	2,7	0,7
اليابان	غير متوفر	غير متوفر	1,2	0,5	-0,1

المصدر: Thomson Reuters وصندوق النقد الدولي

وعلى مستوى السوق العالمية للفوسفات والأسمدة، سجل سعر الفوسفات الخام ارتفاعاً شهرياً بنسبة 1,4% إلى 92,5 دولار للطن في نونبر، وسعر اليوريا بنسبة 13,2% إلى 305,6 دولار للطن. غير أن أسعار مشتقات الفوسفات عرفت تراجعاً بنسبة 2,5% إلى 410,2 دولار للطن بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونياك، و1,6% إلى 379 دولار للطن بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز، ومن جانبه، واصل سعر كلورور البوتاسيوم استقراره منذ أكثر من سنة عند 215,5 دولار للطن.

وعلى أساس سنوي، تظهر البيانات المتوفرة ارتفاع الأسعار بنسبة 15,6% بالنسبة للفوسفات الخام، و19,2% بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونياك، و28,5% بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز، و9,1% بالنسبة لليوريا.

رسم بياني 9.1: تطور الأسعار الدولية للفوسفات ومشتقاته



المصدر: البنك الدولي

### 3.3.1 التضخم

حسب المعهد الأوروبي للإحصاء، تباطأ التضخم في منطقة الأورو خلال شهر نونبر من 2,2% إلى 1,9%. ويعكس هذا التطور من ضمن أشياء أخرى، انخفاضات من 2,3% إلى 1,7% في إسبانيا، ومن 2,5% إلى 2,2% في فرنسا، ومن 2,4% إلى 2,2% في ألمانيا، ومن 1,7% إلى 1,6% في إيطاليا، وبالنسبة لباقي أبرز الاقتصادات المتقدمة، تباطأ ارتفاع الأسعار عند الاستهلاك إلى 2,2% في الولايات المتحدة، بينما تسارع في أكتوبر إلى 1,4% في اليابان، وبقي مستقراً خلال نفس الشهر عند 2,4% في المملكة المتحدة.

## إطار 2.1 : تأثير الضغوط التجارية على السلع الأساسية

في تقريره الصادر في أكتوبر 2018 حول آفاق أسواق السلع الأساسية، أشار البنك الدولي إلى أن إعادة التفاوض بشأن الاتفاقيات التجارية وتزايد التوترات التجارية بين بعض الدول تؤثر بشكل ملحوظ على أسواق السلع الأساسية. وبالفعل، فقد أدت مراجعة الرسوم الجمركية المفروضة على هذه المنتجات إلى الارتفاع الفوري للأسعار الداخلية، وأثرت سلباً على التبادل الحر. كما أنها نقلت القنوات التجارية نحو منتجات غير خاضعة للرسوم و/أو في اتجاه بلدان أكثر انفتاحاً. ويلاحظ التقرير أن الآثار تتغير بحسب ما إذا كانت الرسوم مفروضة: (1) على الواردات الصادرة عن بلد واحد، ضاراً بالمثل بالواردات الصينية من الصوجا الأمريكية؛ أو (2) على الواردات القادمة من عدة دول، مثل الواردات الأمريكية من الصلب والألومنيوم. وستزداد قوة هذا التأثير كلما كانت الرسوم تهم بلدًا له وزن كبير في الاقتصاد العالمي.

ونتيجة لذلك، أدى فرض الصين<sup>1</sup> لرسوم جمركية بنسبة 25% على واردات الصوجا الأمريكية إلى تغيير مهم للأسعار وللتدفقات التجارية لهذا المنتج. فقد أدى هذا القرار إلى تحويل الطلب الصيني نحو البرازيل التي عرفت فيها أسعار الصوجا ارتفاعاً. بالموازاة مع الانخفاض الواضح للأسعار في الولايات المتحدة، وأمام انخفاض الأسعار هذا، أجهت البلدان الزبونة للبرازيل نحو الولايات المتحدة، وتشير بعض التقديرات إلى أن الصادرات الإجمالية للصوجا بالولايات المتحدة قد تنخفض بحوالي الربع خلال الثلاث إلى خمس سنوات المقبلة، وأنه لن يمكن تعويض سوى نصف خسارة الصادرات الأمريكية نحو الصين بارتفاع الصادرات نحو البلدان الأخرى.

بالنسبة للمنتجات القادمة من عدة بلدان، يمكن أن يؤدي فرض الرسوم الجمركية عليها إلى آثار إجمالية ومستدامة، فبعد إعلان الرئيس الأمريكي في شهر مارس 2018 عن فرض رسوم جمركية على واردات الصلب والألومنيوم، عرفت أسعار هذين المعدنين ارتفاعاً قوياً في الولايات المتحدة. وبذلك كان ارتفاع أسعار الصلب في الولايات المتحدة منذ بداية السنة أكثر بواقع 25 نقطة مئوية من ارتفاعها في المملكة المتحدة، كما أن الفارق بين نمو سعر الألومنيوم في الولايات المتحدة مقارنة بارتفاع المؤشر المرجعي لمؤسسة «London Metal Exchange»، بلغ 11 نقطة مئوية. وبالرغم من أن هذا الأمر قد يساهم في تشجيع الإنتاج الوطني الأمريكي، فإن التكاليف الإضافية التي يتحملها المستهلكون قد تؤدي إلى تراجع القدرة الشرائية في الولايات المتحدة، وبالتالي الرفاه العام.

ومن جهة أخرى، يمكن أن يؤدي تزايد التوترات التجارية إلى إثارة الشكوك بخصوص تطور التجارة والاستثمار والنمو على الصعيد العالمي، مما سيخيم على آفاق الطلب على المنتجات الأساسية. كما أن الرسوم الجمركية قد تؤدي إلى اختلال سلسلات الإمداد العالمية، وارتفاع الطلب على المنتجات البديلة من دول أخرى. فقد يؤدي ارتفاع الرسوم حتى النسب الجمعة<sup>2</sup> المسموح بها قانوناً، إلى انخفاض في التدفقات التجارية العالمية قد يصل إلى 9%، مماثل للانخفاض الذي تم تسجيله إبان الأزمة العالمية لسنة 2008. علاوة على ذلك، وحسب آخر البيانات الصادرة عن منظمة التجارة العالمية، من المرجح أن يتباطأ نمو الاقتصاد العالمي بشكل أكبر في الفصل الرابع من سنة 2018. إذ يشير آخر رقم لمؤشر آفاق التجارة العالمية، والذي تم نشره في 26 نونبر، إلى أنه انخفض إلى ما دون حاجز 100،3، متراجعا من 100،6 إلى 98،6، وهو أدنى مستوى سجل منذ أكتوبر 2016، مما يعني أن نمو التجارة العالمية سيكون أقل من التوجه خلال الأشهر القادمة.

1- الصين أكبر مستهلك للصوجا في العالم، تغطي جزءاً كبيراً من احتياجاتها من خلال الاستيراد.

2- الرسم المجمع هو رسم يطبق على بعض المنتجات، يعتبر كعضو في منظمة التجارة العالمية ملزماً من الناحية القانونية بعدم تجاوزه، وفي إطار منظمة التجارة العالمية، يلتزم الأعضاء بـ «جميع» رسومهم الجمركية (في الغالب أثناء المفاوضات)، وتمثل النسبة الجمعة أقصى مستوى يمكن خصيله على منتج يتم استيراده من بلد عضو.

## 2. الحسابات الخارجية

مع متم شهر نونبر 2018، تفاقم العجز التجاري مقارنة مع نفس الفترة من السنة السابقة، بمبلغ 13,3 مليار درهم ليصل إلى 186,4 مليار. فقد ارتفعت الواردات بمبلغ 35,4 مليار أو بنسبة 8,8%. تعكس بالأساس ارتفاع الفاتورة الطاقية وتزايد مقتنيات سلع التجهيز، وبموازاة ذلك، واصلت الصادرات ديناميتها، مرتفعة بمقدار 22,1 مليار أو 9,7%. تشمل على الخصوص استمرار الأداء الجيد لمبيعات قطاع صناعة السيارات وقطاع الفوسفات ومشتقاته. وبذلك ارتفعت نسبة تغطية الصادرات للواردات من 56,7% إلى 57,2% من سنة إلى أخرى.

ومن جانب آخر، بقيت عائدات الأسفار شبه مستقرة في مستواها المسجل في نونبر 2017، فيما انخفضت تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج بواقع 1,7%. أما بالنسبة لأهم العمليات المالية، فقد سجل التدفق الصافي للاستثمارات الأجنبية المباشرة ارتفاعا بنسبة 36,7% إلى 31,8 مليار. وهو ما يعكس جزئيا تنفيذ عملية تفويت شركة سهام، وفي ظل هذه الظروف، وأخذا في الاعتبار باقي بنود حساب الأداءات، بلغت الاحتياطات الدولية الصافية لبنك المغرب 223,3 مليار درهم مع متم شهر نونبر، أي ما يعادل 5 أشهر من واردات السلع والخدمات.

### 1.2 تطور الميزان التجاري

#### 1.1.2 الصادرات

جدول 1.2: تطور الصادرات (بملايين الدراهم)

التغيرات (بملايين الدراهم) %	القطاعات		يناير-نونبر 2018	يناير-نونبر 2017	التغيرات (بملايين الدراهم) %
	2018	2017			
9,7	22 081	226 964	249 045		9,7
13,2	5 302	40 176	45 478		13,2
10,6	5 721	54 190	59 911		10,6
8,9	2 589	29 180	31 769		8,9
8,9	1 749	19 628	21 377		8,9
6,3	3 068	49 078	52 146		6,3
13,5	2 443	18 058	20 501		13,5
1,9	556	29 184	29 740		1,9
4,0	1 368	34 477	35 845		4,0
2,5	543	21 780	22 323		2,5
4,5	320	7 060	7 380		4,5
0,9	26	2 749	2 775		0,9
13,1	1 462	11 133	12 595		13,1
7,8	645	8 298	8 943		7,8
3,0	120	3 977	4 097		3,0
6,3	66	1 044	1 110		6,3
15,6	4 449	28 568	33 017		15,6

المصدر: مكتب الصرف

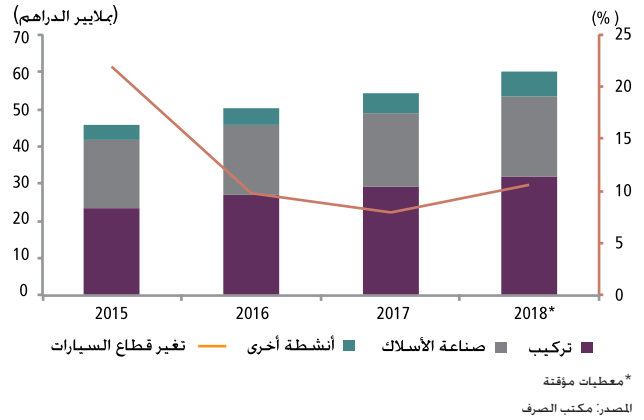
هم تحسن الصادرات جميع القطاعات. فقد تزايدت مبيعات الفوسفات ومشتقاته بنسبة 13,2% إلى 45,5 مليار درهم. وارتفعت مبيعات قطاع صناعة السيارات بمقدار 10,6% إلى 59,9 مليار. ما يعكس بالأساس ارتفاع كل من قطاع «البناء» وقطاع «صناعة الأسلاك» بنسبة 8,9%. وبالمثل، حققت صادرات قطاع «الفلاحة والصناعات الغذائية» نموا بواقع 6,3% إلى 52,1 مليار ويشمل هذا النمو تزايدا بواقع 13,5% بالنسبة لقطاع «الفلاحة والغابات والقمص» و1,9% بالنسبة للصناعة الغذائية. ومن جانبها، سجلت مبيعات قطاع النسيج والجلد ارتفاعا بنسبة 4% إلى 35,8 مليار درهم. وصادرات قطاع صناعة الطيران تحسنا بواقع 13,1% إلى 12,6 مليار.

جدول 2.2: تطور الواردات\* (بملايين الدراهم)

التغيرات	يناير- نونبر 2017		يناير- نونبر 2018	مجموعات المنتجات
	القيمة (بملايين الدراهم)	%		
	35 363	8,8	435 408	الواردات (مع احتساب التكلفة والتأمين و الشحن)
	11 612	18,4	74 889	المنتجات الطاقية
	6 000	19,3	37 051	الغاز والفيول
	2 191	17,6	14 636	غاز النفط ومحروقات أخرى
	7 805	7,8	107 599	سلع التجهيز
	2 402	49,7	7 236	أجزاء الطائرات
	999	12,4	9 035	آلات وأجهزة مختلفة
	6 495	7,1	98 615	منتجات استهلاكية مصنعة
	2 739	20,6	16 013	أجزاء وقطع غيار للسيارات الخصوصية
	3 420	18,2	22 250	المنتجات الخامة
	2 666	59,3	7 161	كبريت خام
	3 027	3,5	90 588	منتجات نصف مصنعة
	921	25,1	4 586	أسلاك وقضبان ومجذبات نحاسية
	534	9,8	5 965	ورق وورق مقوى
	2 942	7,7	41 292	منتجات غذائية
	892	12,4	8 067	القمح
	548	13,8	4 508	الكسب

\*معطيات مؤقتة  
المصدر: مكتب الصرف

رسم بياني 1.2: تطور صادرات قطاع السيارات إلى نهاية نونبر

\*معطيات مؤقتة  
المصدر: مكتب الصرف

## 2.1.2 الواردات

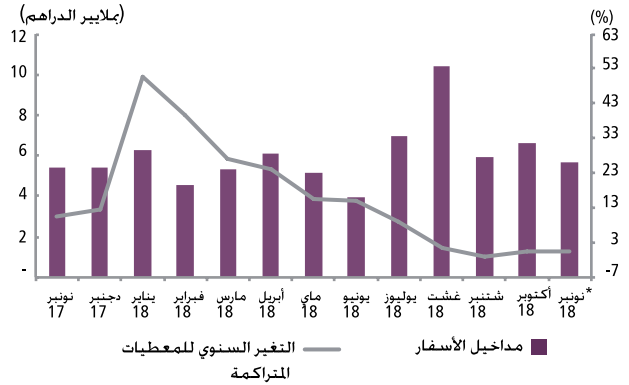
يعكس ارتفاع الواردات بنسبة 8,8% بالأساس. ارتفاع الفاتورة الطاقية بواقع 18,4% إلى 74,9 مليار مع تسجيل ارتفاعات بنسبة 19,3% بالنسبة لـ«الغاز والفيول». و17,6% بالنسبة لـ«غاز النفط وباقي المحروقات». وبالموازاة مع ذلك، تزايدت مشتريات سلع التجهيز بنسبة 7,8% إلى 107,6 مليار. مع ارتفاع بالخصوص لواردات «أجزاء الطائرات» بنسبة 49,7%. ومن جهتها، ارتفعت واردات سلع الاستهلاك بنسبة 7,1% إلى 98,6 مليار. ويشمل هذا التطور بالأساس ارتفاع مشتريات «القطع والأجزاء الخاصة بالسيارات السياحية» بنسبة 20,6%. وبالمثل، تزايدت مشتريات القمح بمقدار 12,4% لتصل إلى 8,1 مليار درهم.

وإجمالاً، تفاقم العجز التجاري بمبلغ 13,3 مليار درهم إلى 186,4 مليار درهم. وتحسنت نسبة تغطية الواردات بالصادرات بمقدار 0,5 نقطة مئوية إلى 57,2%.

## 2.2 باقي بنود ميزان المعاملات الجارية

في ما يتعلق بميزان الخدمات، بقيت عائدات الأسفار شبه مستقرة في 67,1 مليار درهم، بينما نمت نفقاتها بواقع 8,5% إلى 17,4 مليار درهم.

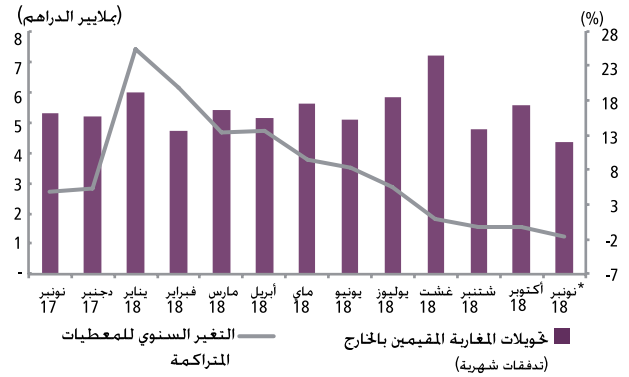
## رسم بياني 2.2: تطور مداخيل الأسفار



المصدر: مكتب الصرف

وفيما يتعلق بتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، فقد انخفضت بنسبة 1,7% إلى 57,9 مليار درهم.

## رسم بياني 3.2: تطور تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج



## 3.2 الحساب المالي

سجل التدفق الصافي للاستثمارات الأجنبية المباشرة ارتفاعا بمقدار 8,5 مليار درهم ليبلغ 31,8 مليار. نتيجة لتزايد المداخيل بمبلغ 11,5 مليار. ارتباطا أساسا بعملية شركة سهام. بينما لم تتزايد التفويطات سوى بمبلغ 2,9 مليار.

وفي ظل هذه الظروف، وأخذا في الاعتبار باقي بنود حساب الأداءات، بلغت الاحتياطيات الدولية الصافية 223,3 مليار في نهاية نونبر 2018. وهو ما يعادل تغطية 5 أشهر من واردات السلع والخدمات.



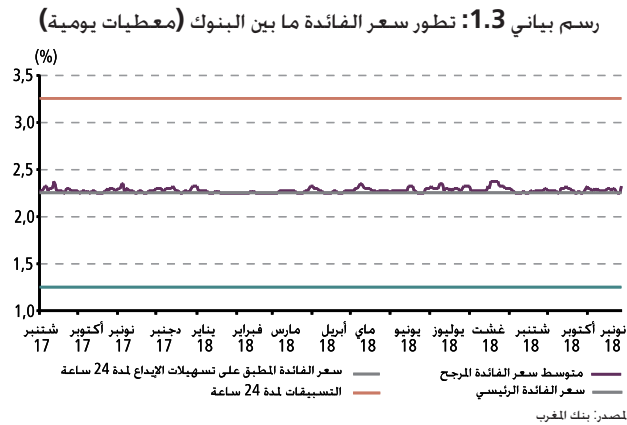
## 3. النقد والائتمان وسوق الأصول

خلال الفصل الثالث من سنة 2018، تميزت الأوضاع النقدية بارتفاع سعر الصرف الفعلي وشبه استقرار أسعار الفائدة المطبقة على القروض. وتواصل تباطؤ القروض الممنوحة للقطاع غير المالي، وهم بالخصوص القروض الممنوحة للمقاولات سواء منها الخاصة أو العمومية. وبالنسبة لباقي مقابلات الكتلة النقدية، تباطأت وتيرة نمو الديون الصافية على الإدارة المركزية، بينما تسارعت وتيرة نمو الاحتياطات الدولية الصافية. وإجمالاً، تراجعت وتيرة نمو الكتلة النقدية إلى 4,1% مقابل 4,8% في الفصل السابق.

ومن جانبه، تراجع مؤشر أسعار الأصول العقارية بنسبة 0,3% مقارنة بمستواه المسجل في الفصل السابق. ويشمل هذا التطور تراجعات بواقع 1,5% بالنسبة للأراضي، و1% بالنسبة للأموال المخصصة للاستعمال المهني، وكذا ارتفاع الأملاك السكنية بنسبة 0,4%. وبالموازاة مع ذلك، وبعد ارتفاعه بنسبة 2,4% في الفصل الثاني، انخفض عدد المعاملات بنسبة 1,1%. نتيجة لتقلص مبيعات الأملاك المخصصة للاستعمال المهني والأراضي بنسبة 8,2% و4,8% على التوالي، بينما ارتفعت مبيعات الأملاك السكنية بنسبة 0,8%. وفي سوق البورصة، سجل مؤشر مازي انخفاضاً بنسبة 4,6% في الفصل الثالث، ولم يتجاوز حجم المعاملات 5,5 مليار درهم، مقابل 11,9 مليار و13 مليار على التوالي، خلال الفصلين الأولين من السنة.

### 1.3 الأوضاع النقدية

#### 1.1.3 السيولة البنكية وأسعار الفائدة



خلال الفصل الثالث من سنة 2018، تزايدت حاجة البنوك إلى السيولة لتصل إلى 72,1 مليار درهم في المتوسط. بفعل تأثير ارتفاع العملة المتداولة وبدرجة أقل، انخفاض احتياطات الصرف، ونتيجة لذلك، رفع بنك المغرب حجم الضخ إلى 72,3 مليار، منها 69,5 مليار على شكل تسبيقات لمدة 7 أيام، و2,8 مليار برسم عمليات القروض المضمونة الممنوحة في إطار برنامج دعم تمويل المقاولات الصغيرة جداً والصغرى والمتوسطة.

وخلال شهري أكتوبر ونونبر، بلغ عجز السيولة 72,2 مليار في المتوسط. وبموازاة ذلك، بلغت تدخلات بنك المغرب 72,7 مليار في المتوسط.

وفي هذا السياق، ظل سعر الفائدة ما بين البنوك قريباً من سعر الفائدة الرئيسي، حيث بلغ في المتوسط % في الفصل الثالث و2,28% خلال شهري أكتوبر ونونبر. وفي سوق سندات الخزينة، شهدت أسعار الفائدة ارتفاعات طفيفة بالنسبة لجميع الأجل، سواء في السوق الأولية أو الثانوية.

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

	2018		2017		2016					
	3 أكتوبر	2 ف	1 ف	4 ف	3 ف	2 ف	1 ف			
أسبوعاً	2,44	2,45	2,42	2,31	2,35	2,29	2,36	2,26	2,32	2,30
سنتان	2,59	2,60	2,58	2,49	2,53	2,44	2,49	2,41	2,52	2,44
5 سنوات	2,87	2,86	2,82	2,77	2,80	2,77	2,83	2,78	2,83	2,69
10 سنوات	3,33	3,31	3,28	3,24	3,28	3,28	3,32	3,27	3,27	3,08
15 سنة	3,74	-	3,70	3,68	3,68	3,71	3,87	3,87	3,87	-

نقطة أساس بالنسبة للمقاولات الصغيرة جدا والصغرى والمتوسطة. وعلى العكس من ذلك، تراجعت أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للخواص بواقع 30 نقطة أساس. مع انخفاض أسعار الفائدة على قروض السكن بمقدار 15 نقطة وأسعار الفائدة على قروض الاستهلاك بواقع 25 نقطة.

جدول 2.3: تطور أسعار الفائدة على القروض

2018			
3 ف	2 ف	1 ف	
5,35	5,36	5,43	السعر الاجمالي
5,79	6,09	5,78	القروض للأفراد
9,50	10,35	6,94	حسابات مدينة وتسهيلات الصندوق
4,85	5,00	4,94	القروض العقارية
6,32	6,57	6,40	قروض الاستهلاك
5,18	5,12	5,28	المقاولات
5,15	5,02	5,23	حسابات مدينة وتسهيلات الصندوق
4,90	5,20	5,51	القروض العقارية
5,85	5,98	5,41	قروض الاستهلاك
6,80	7,08	6,23	المقاولون الأفراد
7,81	7,68	6,86	حسابات مدينة وتسهيلات الصندوق
6,64	6,41	6,81	القروض العقارية
5,76	6,06	5,78	قروض الاستهلاك
			حسب حجم المقاول
5,93	5,78	6,09	المقاولات الصغيرة جدا والصغيرة والمتوسطة
4,67	4,72	4,75	المقاولات الكبرى

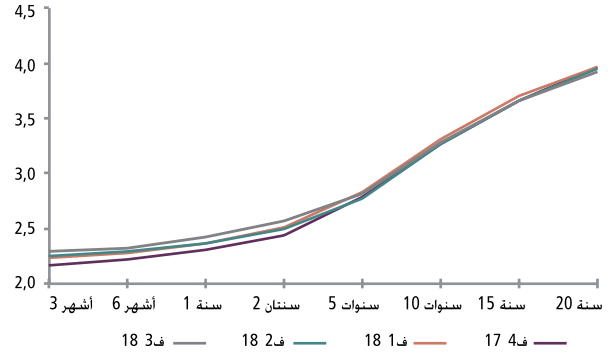
جدول 3.3: أسعار الفائدة على الودائع

2018		2017		2016						
3 ف	2 ف	1 ف	4 ف	3 ف	2 ف	1 ف				
2,80	2,78	2,79	2,80	2,81	2,80	2,86	2,90	2,94	3,18	6 أشهر
3,07	3,10	3,15	3,10	3,09	3,10	3,20	3,30	3,33	3,55	12 شهرا

### 2.1.3 سعر الصرف

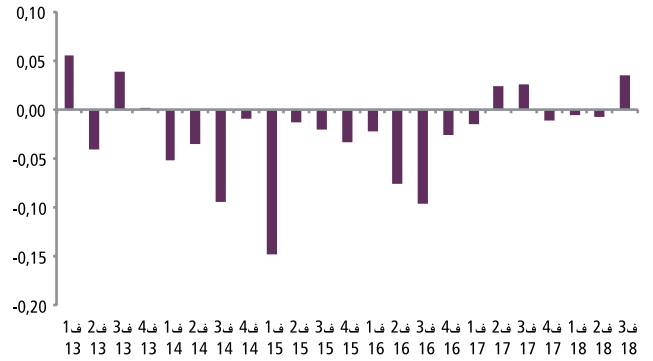
خلال الفصل الثالث من سنة 2018، انخفضت قيمة الأورو بنسبة 2,4% مقابل الدولار الأمريكي. وأخذا في الاعتبار هذا التطور، تزايدت قيمة العملة الوطنية بنسبة 1,7% مقابل الأورو. وانخفضت بواقع 0,8% مقابل الدولار الأمريكي. ومقارنة مع عملات أبرز البلدان الصاعدة، ارتفعت

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



وفي باقي الأسواق، عرفت الأسعار المطبقة على إصدارات شهادات الإيداع بشكل إجمالي ارتفاعا خلال الفصل الثالث. أما أسعار الفائدة المطبقة على الودائع، فظلت دون تغيير تقريبا من فصل إلى آخر. إذ بلغت 2,80% بالنسبة للودائع لأجل 6 أشهر و3,07% بالنسبة للودائع لأجل سنة واحدة. وفي ظل هذه الظروف، ارتفعت كلفة تمويل<sup>1</sup> البنوك بشكل طفيف خلال الفصل الثالث من سنة 2018.

رسم بياني 3.3: تغير تكلفة تمويل البنوك (حسب نقطة الأساس)



وبالنسبة لأسعار الفائدة على القروض، تشير نتائج الاستقصاء الذي أجراه بنك المغرب لدى البنوك برسم الفصل الثالث من سنة 2018 إلى شبه استقرار متوسط سعر الفائدة الإجمالي في 5,35%. وحسب القطاعات المؤسساتية، ارتفعت أسعار فائدة القروض الممنوحة للمقاولات بواقع 6 نقط أساس. ما يعكس ارتفاع أسعار الفائدة على تسهيلات الخزينة وانخفاض أسعار الفائدة المطبقة على القروض العقارية وخروض التجهيز. وحسب حجم المقاولات، تراجعت أسعار الفائدة بمقدار 5 نقط أساس بالنسبة للمقاولات الكبرى. وارتفعت بمقدار 15

1. احتسب كلفة التمويل كمتوسط مرجح تكلفات مصادر البنوك

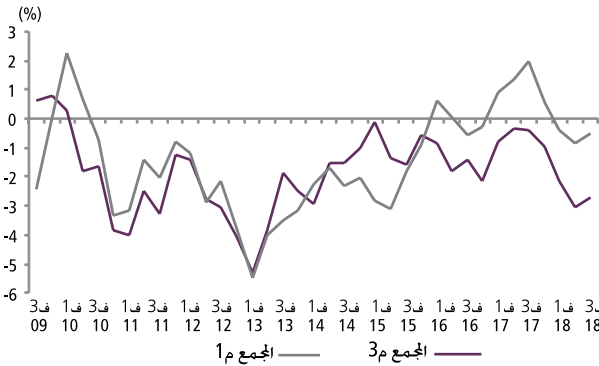
وفي شهر أكتوبر. سجلت عمليات الصرف التي أجزتها البنوك مع الزبائن ارتفاعا بنسبة 5,2% بالنسبة للمشتريات لتصل إلى 35,3 مليار. و4,7% مليار بالنسبة للمبيعات إلى 29,7 مليار. وبذلك، بلغت الوضعية الصافية للصرف لدى البنوك 10,3 مليار في متم أكتوبر.

### 3.1.3 الأوضاع النقدية

واصلت وتيرة نمو الكتلة النقدية م3 تباطؤها. حيث تراجعت من 4,8% في الفصل الثاني إلى 4,1% في الفصل الثالث من سنة 2018. ويعكس هذا التطور تباطؤ وتيرة نمو الودائع تحت الطلب من 7% إلى 5,6%. مع تسجيل تباطؤ من 7,1% إلى 5,9% بالنسبة لودائع الأسر. ومن 7,9% إلى 4,9% بالنسبة لودائع المقاولات الخاصة. ومن 18,4% إلى 11,5% بالنسبة لودائع القطاع العمومي. ويظهر تحليل باقي مكونات الكتلة النقدية أيضا تباطؤ الودائع تحت الطلب من 5,2% إلى 4,6%. والعملة الائتمانية من 7,8% إلى 6,9%. وبالموازاة مع ذلك، تزايدت الحسابات لأجل بنسبة 0,7% بعد تراجعها بواقع 1,8% في الفصل السابق. نتيجة بالأساس لتسارع ودائع الفاعلين الاقتصاديين لأجل من 22,9% إلى 51%. وبدرجة أقل لتراجع حدة انخفاض ودائع القطاع العمومي من 38,8% إلى 38,2%.

وحسب أهم المقابلات، يعكس تطور الكتلة النقدية م3 تباطؤ الديون الصافية على الإدارة المركزية من 19,2% إلى 10,2%. وشبه استقرار الائتمان البنكي في 2,3%.

رسم بياني 6.3: الفارق النقدي<sup>1</sup> (بالنسبة المئوية من المبلغ الجاري التوازني للمجمعين م3 وم1 بالقيمة الحقيقية)

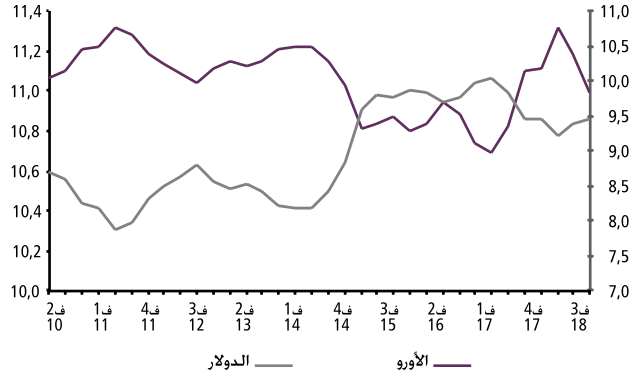


1: يساوي الفارق النقدي المحسوب من حيث القيمة الحقيقية الفارق بين مستوى مخزون النقد المسجل ومستوى التوازن. ويساوي هذا الأخير الذي يتم تحديده على أساس المعادلة الكمية للنقد. النسبة الحقيقية لتطور النشاط الاقتصادي المحتمل ناقص متوسط وتيرة تراجع سرعة تداول النقود.

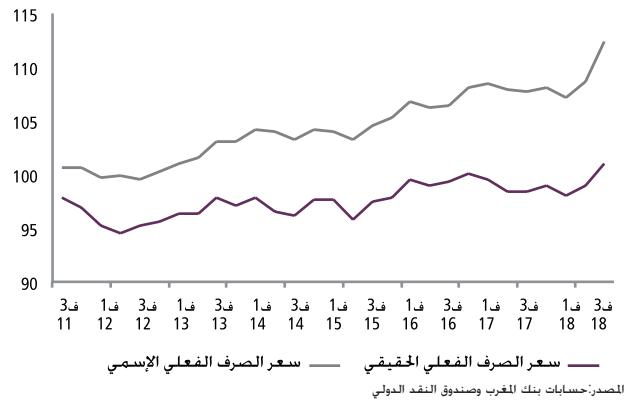
المصدر: بنك المغرب

قيمة الدرهم بنسبة 28,1% مقابل الليرة التركية، و8,9% مقابل الريال البرازيلي، و5,9% مقابل اليوان الصيني. ونتيجة لذلك، ارتفع سعر الصرف الفعلي بواقع 3,4% بالقيمة الإسمية وبنسبة 2,1% بالقيمة الحقيقية.

رسم بياني 4.3: تطور سعر صرف الدرهم



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



وبالنسبة للمعاملات المنجزة بالعملة الأجنبية، سجل حجم العمليات بالناجز خلال الفصل الثالث ارتفاعا بنسبة 7% بالنسبة للمبيعات ليصل إلى 21,9 مليار درهم. وانخفاضا بواقع 7,7% إلى 20,5 مليار بالنسبة للمشتريات. وبموازاة ذلك، تزايدت المبيعات لأجل من فصل إلى آخر. إذ انتقلت من 2,6 مليار إلى 6,4 مليار. والمشتريات لأجل من 9,7 مليار إلى 13 مليار. غير أن بنك المغرب لم ينجز أي عمليات شراء أو بيع للعملة الأجنبية مع البنوك. وفي ظل هذه الظروف، بلغت الوضعية الصافية للصرف لدى البنوك 10,3 مليار في متم شتنبر. عوض 2,2 مليار في نهاية يونيو 2018.

والأدوات المنزلية» من 1,5% إلى 0,2%. وانخفاض القروض الخولة لقطاع «الكهرباء والغاز والماء» بوتيرة أكبر من نسبة 6,6% المسجلة في الفصل السابق. وبموازاة ذلك، تسارعت وتيرة نمو القروض من 2,6% إلى 5,7% في الفصل الثالث بالنسبة لقطاع «البناء والانشغال العمومية». ومن 0,4% إلى 4,7% بالنسبة لقطاع «النقل والاتصالات». ومن 12,7% إلى 14,4% بالنسبة لقطاع «الصناعات الغذائية والتبغ».

وفي ما يتعلق بالقروض الممنوحة للأسر، فقد تزايدت بنسبة 3,8% بعد 3,5% في الفصل الثاني. ما يعكس ارتفاع تسهيلات الخزينة لفائدة المقاولين الأفراد بنسبة 12,7%. مقابل انخفاضها بواقع 2,2%. وارتفاعا طفيفا لتوتيرة نمو قروضها الموجهة للإنعاش العقاري من 12,5% إلى 12,7%. وبالمثل، سجلت قروض السكن الممنوحة للخواص ارتفاعا بنسبة 4,1% بعد 3,8% في الفصل السابق. بينما تباطأت قروض الاستهلاك من 6% إلى 5,7%.

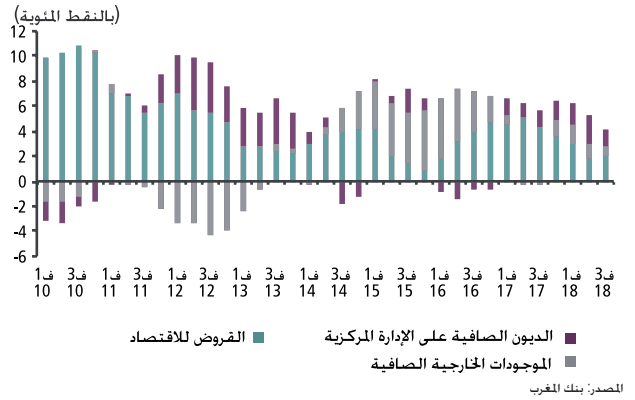
رسم بياني 9.3: مساهمة القطاعات المؤسساتية في تغير الائتمان على أساس سنوي



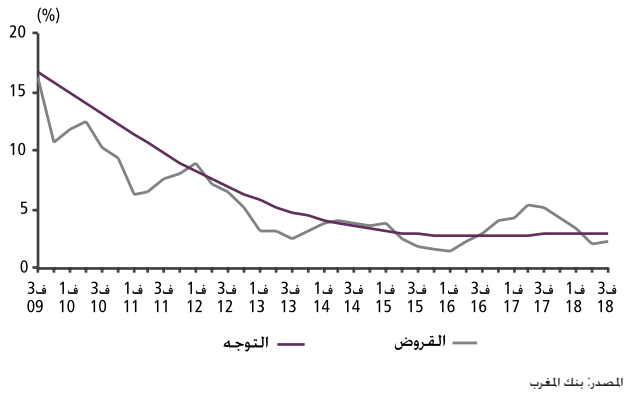
وبخصوص الديون المعلقة الأداء، فقد تزايدت بنسبة 3,2% في الفصل الثالث. وهي وتيرة شبيهة مستقرة مقارنة مع الفصل السابق. ويعكس هذا التطور ارتفاع الديون المعلقة الأداء بما قدره 2,5% بالنسبة للشركات غير المالية الخاصة. و3,7% بالنسبة للأسر. وبقيت نسبتها في الائتمان البنكي دون تغيير عند 7,7% بشكل إجمالي. وعند 11,3% بالنسبة للمقاولات. و7,9% بالنسبة للأسر.

وتشير نتائج الاستقصاء حول شروط منح القروض خلال الفصل الثالث من سنة 2018 إلى أنه بعد تشديد طفيف لشروط العرض لفائدة المقاولات خلال النصف الأول من السنة. وتبسيط طفيف بالنسبة للأسر. أبقى البنوك بشكل إجمالي على شروط منح القروض خلال

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



رسم بياني 8.3: تغير الائتمان على أساس سنوي

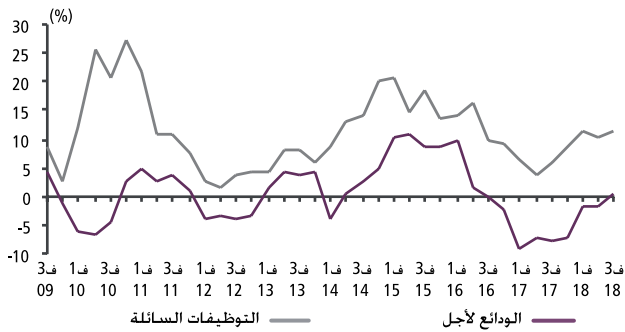


وبخصوص القروض الموجهة للقطاع غير المالي. تراجع نموها من 3,9% في الفصل الثاني إلى 3,4% في الفصل الثالث. بما يعكس أساسا تباطؤ القروض الممنوحة للمقاولات سواء منها الخاصة أو العمومية.

وتراجعت وتيرة نمو القروض الممنوحة للمقاولات العمومية من 21,5% إلى 14,5% مع تباطؤ وتيرة نمو قروض التجهيز من 32,4% إلى 13,9%. فيما تزايدت وتيرة نمو تسهيلات الخزينة بنسبة 20,3% بعد تقلصها بواقع 17,7%. أما بالنسبة للقروض الممنوحة للقطاع الخاص فقد تزايدت بنسبة 1,1% بعد 1,6% في الفصل الثاني. ما يعكس تباطؤ وتيرة نمو قروض التجهيز من 6,3% إلى 2,2%. وتوتيرة نمو القروض المخصصة للإنعاش العقاري من 1,6% إلى 0,1%. وبالعكس. تراجعت حدة انخفاض تسهيلات الخزينة من 2,6% إلى 1,1%.

وحسب قطاع النشاط. تظهر آخر المعطيات المتاحة تباطؤ نمو القروض الموجهة لقطاع «التجارة». وإصلاح السيارات

رسم بياني 11.3: التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع لأجل



## 2.3 أسعار الأصول

### 1.2.3 الأصول العقارية

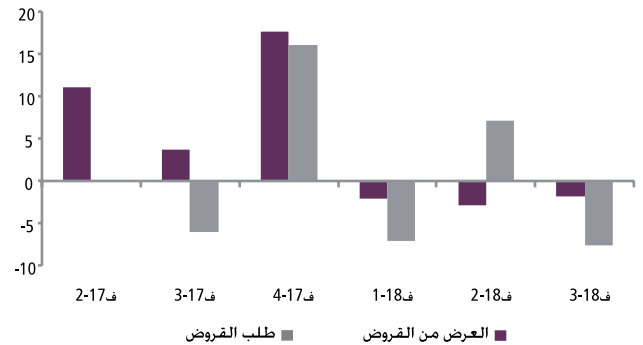
خلال الفصل الثالث من سنة 2018، سجل مؤشر أسعار الأصول العقارية انخفاضاً بنسبة 0,3% مقارنة بالفصل السابق. ويشمل هذا التطور تراجع أسعار الأراضي بواقع 1,5%، وأسعار الأملاك المخصصة للاستعمال المهني بنسبة 1%، وكذا ارتفاع أسعار الأملاك السكنية بمقدار 0,4%.

وتراجع عدد المعاملات بمقدار 1,1% ما يعكس تقلص مبيعات الأراضي بنسبة 4,8%، ومبيعات الأصول المخصصة للاستعمال المهني بنسبة 8,2%. وبالعكس، ارتفعت مبيعات الأملاك السكنية بنسبة 0,8%.

وبالنسبة لأهم المدن، عرفت الأسعار تطورات متباينة، مع تسجيل ارتفاعات تتراوح بين 0,1% في مكناس إلى 4,8% في وجدة، وانخفاضات تتراوح بين 0,2% في الدار البيضاء وطنجة، و3,7% في مراكش. وبالنسبة لعدد المعاملات، سجلت أكبر الارتفاعات في وجدة وقدرها 20%، وطنجة بنسبة 19,3%، وعلى العكس من ذلك، عرفت مدينتا الدار البيضاء ومراكش أكبر الانخفاضات، وقدرها 10,7%.

الفصل الثالث. ومن جانبه، وبالمقارنة مع الفصل السابق، يرجح أن يكون الطلب على القروض قد تراجع سواء من بالنسبة للطلب الصادر عن المقاولات أو عن الخواص.

رسم بياني 10.3: تطور العرض والطلب (مؤشر الانتشار)



وبشأن القروض الممنوحة للقطاع غير المالي من طرف باقي الشركات المالية غير البنوك، فقد تزايدت بنسبة 2,1% في نهاية شتنبر 2018 عوض 2,3% في الفصل السابق. نتيجة بالأساس لتباطؤ وتيرة نمو القروض المحولة من طرف شركات التمويل من 5% إلى 4%. وعلى العكس من ذلك، عرفت القروض الممنوحة من طرف البنوك الحرة ارتفاعاً بنسبة 7,3% بعد 0,7% في نهاية يونيو.

وتشير أحدث البيانات المتاحة، والخاصة بشهر أكتوبر 2018، إلى تواصل تباطؤ وتيرة نمو الائتمان البنكي إلى 1,5%. وبشكل خاص، تزايدت القروض الممنوحة للقطاع غير المالي بنسبة 2,2% عوض 3,4% في الفصل الثالث. نتيجة على الخصوص لتباطؤ القروض المحولة للشركات سواء منها العمومية أو الخاصة.

وفي ما يتعلق بمجمعات التوظيفات السائلة، فقد تزايدت بنسبة 11,5% بعد 10,6%. نتيجة لتسارع وتيرة نمو سندات الخزينة من 1,5% إلى 5,7%. وبالعكس، تباطأت وتيرات نمو السندات التي في حوزة البنوك من 25,7% إلى 9,2% بالنسبة لسندات مؤسسات التوظيف الجماعي في الأسهم والقيم المنقولة المختلفة، ومن 23% إلى 21,9% بالنسبة لسندات مؤسسات التوظيف الجماعي في سندات الاقتراض.





## 4. توجهات السياسة المالية

أفرز تنفيذ الميزانية برسم الشهور العشرة الأولى من سنة 2018 تفاقم العجز بمبلغ 4,1 مليار درهم إلى 34,5 مليار. نتيجة لتطور النفقات بقدر أكبر من تطور المداخيل. ولانخفاض الرصيد الإيجابي للحسابات الخاصة للخزينة بمقدار 1,9 مليار. فقد تزايدت النفقات العادية بنسبة 1,7%. تشمل تحسن المداخيل الضريبية وتقلص المداخيل غير الضريبية بسبب تراجع حصيل الهبات الصادرة عن بلدان مجلس التعاون الخليجي. وبالموازاة مع ذلك، تفاقمت النفقات الإجمالية بنسبة 2,4%. وهو تطور يعكس بالأساس ارتفاع تكاليف المقاصة. و نفقات باقي السلع والخدمات. والتحويلات لفائدة الجماعات الترابية. بينما سجلت نفقات الاستثمار انخفاضا بنسبة 0,9%. وبذلك، بلغ الرصيد العادي مبلغا إيجابيا قدره 9,2 مليار. إلا أنه سجل انخفاضا بمبلغ 2,6 مليار من سنة إلى أخرى.

وبخصوص الحاجة إلى التمويل، فقد تحسنت بمقدار 2,6 مليار مقارنة مع نفس الفترة من سنة 2017. ارتباطا بتكوين مخزون النفقات قيد الأداء بمبلغ 743 مليون. مقابل تسديد 5,9 مليار في نهاية أكتوبر 2017. ونتيجة لذلك، يرجح أن يكون الدين العمومي المباشر قد ارتفع بنسبة 3,5% بالمقارنة مع مستواه في متم دجنبر 2017. وفي ما يتعلق بظروف تمويل الخزينة في سوق السندات، فتبقى إيجابية كما يدل على ذلك تطور متوسط أسعار الفائدة المرجحة على سندات الخزينة في السوق الأولية.

### 1.4 المداخيل العادية

5,7 مليار سنة من قبل. وبالمثل، ارتفعت عائدات الضريبة على القيمة المضافة المفروضة على الواردات بنسبة 6,5% إلى 45,3 مليار.

جدول 1.4: تطور المداخيل العادية (بملايير الدراهم)

	يناير 2017	يناير 2018	التغير بالنسبة للثوية 2018	قانون المالية 2018	نسبة التنفيذ بالنسبة لقانون المالية (%)
<b>المداخيل العادية</b>	<b>203,4</b>	<b>206,9</b>	<b>1,7</b>	<b>262,4</b>	<b>78,8</b>
<b>المداخيل الجبائية</b>	<b>184,1</b>	<b>189,9</b>	<b>3,2</b>	<b>237,0</b>	<b>80,1</b>
الضرائب المباشرة بما فيها:	74,1	74,6	0,8	97,1	76,9
الضريبة على الشركات	39,6	38,7	-2,2	51,2	75,6
الضريبة على الدخل	32,7	33,9	3,7	41,7	81,3
الضرائب غير المباشرة	89,3	93,9	5,1	112,7	83,3
الضريبة على القيمة المضافة*	66,8	70,8	6,1	85,5	82,9
الرسوم الداخلية على الاستهلاك	22,6	23,1	2,2	27,3	84,5
الرسوم الجمركية	7,2	8,1	13,7	9,7	83,9
رسوم التسجيل والتنبير	13,6	13,3	-2,2	17,5	75,7
<b>الموارد غير الجبائية*</b>	<b>16,9</b>	<b>14,6</b>	<b>-13,7</b>	<b>22,1</b>	<b>65,8</b>
الاحتكار	6,8	7,3	6,9	9,8	73,9
مداخيل أخرى بما فيها:	10,1	7,3	-27,6	12,3	59,3
هبات مجلس التعاون الخليجي	4,6	0,8	-83,3	7,0	11,0
<b>مداخيل بعض الحسابات الخصوصية للخزينة</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>3,3</b>	<b>71,8</b>

\* بما فيها 30% من عائدات الضريبة على القيمة المضافة التي يتم تحويلها إلى الجماعات الترابية. المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية). إعادة معالجة الضريبة على القيمة المضافة من طرف بنك المغرب.

يظهر تنفيذ الميزانية برسم الشهور العشرة الأولى من سنة 2018 تزايد المداخيل العادية بنسبة 1,7% إلى 206,9 مليار. ويشمل هذا التطور نمو العائدات الضريبية بنسبة 3,2% إلى 189,9 مليار. وانخفاض العائدات غير الضريبية بواقع 13,7% إلى 14,6 مليار. ويعزى التطور الإيجابي للنتائج الضريبية بالأساس إلى الأداء الجيد للضرائب غير المباشرة والرسوم الجمركية.

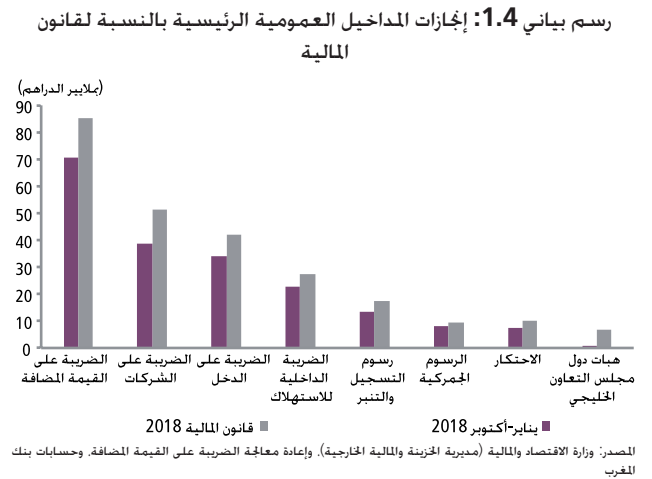
وتزايدت عائدات الضرائب المباشرة بشكل طفيف بنسبة 0,8% إلى 74,6 مليار. نتيجة لتحسن مداخيل الضريبة على الدخل بواقع 3,7% إلى 33,9 مليار. وتراجع مداخيل الضريبة على الشركات بنسبة 2,2% إلى 38,7 مليار. ويشمل هذا التراجع شبه استقرار مداخيل الضريبة على الدخل المفروضة على الأرباح العقارية في 3,3 مليار. وارتفاع عائدات الأجور المؤداة من طرف مديرية نفقات المستخدمين بنسبة 3,4% إلى 7,1 مليار.

كما تحسنت مداخيل الضرائب غير المباشرة بنسبة 5,1% إلى 93,9 مليار. نتيجة بالأساس لارتفاع عائدات الضريبة على القيمة المضافة بمقدار 6,1% إلى 70,8 مليار. ومداخيل الضريبة الداخلية على الاستهلاك بواقع 2,2% إلى 23,1 مليار. وتحسن ناتج الضريبة على القيمة المضافة الداخلية بنسبة 5,3% إلى 25,5 مليار. أخذا في الاعتبار تسديد قروض الضريبة على القيمة المضافة بمبلغ 6,1 مليار مقابل



والنسبة للضريبة الداخلية على الاستهلاك. فقد حققت ما مجموعه 23,1 مليار. أي بارتفاع بنسبة 2,2%. نتيجة بالخصوص لارتفاع الضريبة الداخلية على الاستهلاك المفروضة على التبغ بنسبة 5,3% إلى 8,7 مليار. ولارتفاع الطيف لتلك المفروضة على المنتجات الطاقية بنسبة 0,3% إلى 13 مليار. وبالمثل. حققت عائدات الرسوم الجمركية مداخيل قدرها 8,1 مليار. أي بنمو نسبته 13,7%. فيما انخفضت واجبات التسجيل والتبتر بنسبة 2,2% إلى 13,3 مليار.

رسم بياني 1.4: إنجازات المداخيل العمومية الرئيسية بالنسبة لقانون المالية



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

ومن جانبها. بلغت المداخيل غير الضريبية 14,6 مليار. متراجعة بنسبة 13,7%. ومحققة نسبة إنجاز قدرها 65,8% فقط مقارنة مع قانون المالية لسنة 2018. نتيجة بالأساس لتراجع الهبات الصادرة عن دول مجلس التعاون الخليجي إلى 767 مليون عوض 4,6 مليار في متم أكتوبر 2017. إلا أن عائدات الاحتكار سجلت ارتفاعا بنسبة 6,9% إلى 7,3 مليار. وهي صادرة أساسا عن المكتب الشريف للفوسفات. والوكالة الوطنية للمحافظة العقارية في حدود 2 مليار لكل منهما. واتصالات المغرب ببلغ 1,5 مليار. وبنك المغرب ببلغ 488 مليون.

## 2.4 النفقات

بلغت النفقات الإجمالية مع متم أكتوبر 2018. 245,3 مليار. أي بتزايد قدره 2,4%. نتيجة لتزايد النفقات العادية بنسبة 3,2% إلى 197,7 مليار وانخفاض نفقات

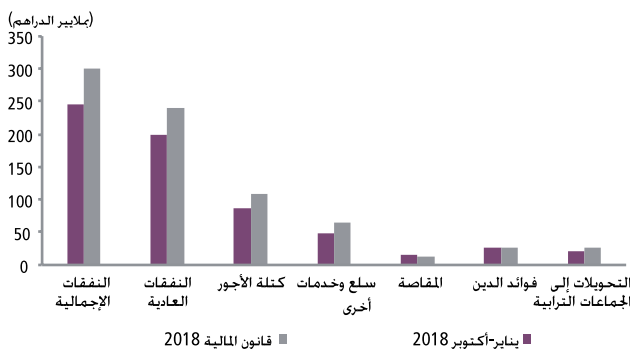
جدول 2.4: تطور وتنفيذ النفقات العمومية (بمليارات الدراهم)\*

نسبة التنفيذ بالنسبة لقانون المالية (%)	قانون المالية 2018	التغير بالنسبة للنسبة (%)	يناير أكتوبر 2018	يناير أكتوبر 2017	
<b>81,3</b>	<b>301,7</b>	<b>2,4</b>	<b>245,3</b>	<b>239,7</b>	<b>نفقات إجمالية</b>
<b>81,9</b>	<b>241,5</b>	<b>3,2</b>	<b>197,7</b>	<b>191,6</b>	<b>نفقات عادية</b>
77,8	175,0	1,9	136,2	133,6	سلع وخدمات
80,8	108,9	0,7	88,0	87,4	كتلة الأجور
72,9	66,1	4,2	48,2	46,3	سلع وخدمات أخرى
92,7	27,1	0,3	25,1	25,0	قوائد الدين
110,1	13,7	17,7	15,1	12,8	المقاصة
82,9	25,6	6,1	21,3	20,0	التحويلات إلى الجماعات الترابية
<b>79,1</b>	<b>60,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>47,7</b>	<b>48,1</b>	<b>الاستثمار</b>

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

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

رسم بياني 2.4: تنفيذ النفقات مقارنة بقانون المالية

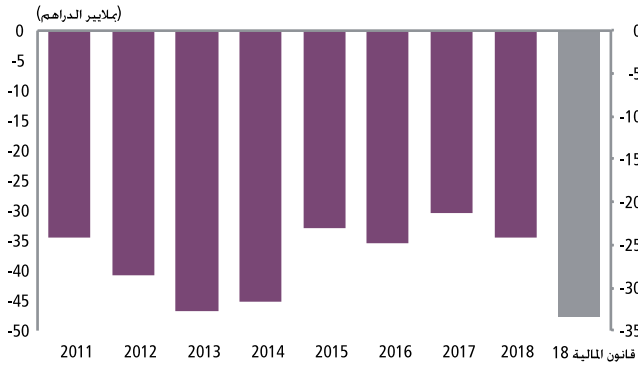


المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية). وإعادة معالجة الضريبة على القيمة المضافة. وحسابات بنك المغرب

### 3.4 العجز وتمويل الخزينة

أخذاً في الاعتبار تطورات الواردات والنفقات ورصيد الحسابات الخاصة للخزينة، أفرزت وضعية المالية العمومية عجزاً بمبلغ 34,5 مليار، أي بتفاقم قدره 4,1 مليار مقارنة مع نهاية أكتوبر 2017. وقد أعادت الخزينة تكوين مخزونها من النفقات قيد الأداء بمبلغ 743 مليون، مقابل تسديدات بمبلغ 5,9 مليار في السنة السابقة. وبذلك بلغ عجز الخزينة 33,8 مليار، متراجعا بمبلغ 2,6 مليار بالمقارنة مع نفس الفترة من سنة 2017.

رسم بياني 5.4: رصيد الميزانية المتراكم من يناير إلى أكتوبر



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

وقد تمت تغطية تدفق التمويل السلبي البالغ 3,8 مليار، وكذا الحاجة من التمويل بواسطة موارد داخلية بمبلغ 37,6 مليار درهم، مقابل 37,5 مليار مع متم أكتوبر 2017.

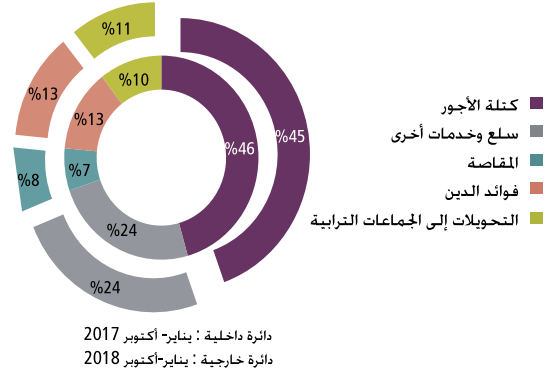
جدول 3.4: تمويل العجز (بمليارات الدراهم)

الفرق المطلق لقانون المالية/يناير-أكتوبر 2018	قانون المالية 2018	يناير أكتوبر 2018	يناير أكتوبر 2017	
11,8	21,0	9,2	11,8	الرصيد عادي
2,0	6,0	4,0	5,8	رصيد رسوم التسجيل والتبوير
3,2	-6,2	-9,4	-5,4	الرصيد الأولي
1,3	-33,3	-34,5	-30,4	رصيد الميزانية
	0,0	0,7	-5,9	تغير متأخرات الأداء
0,5	-33,3	-33,8	-36,4	الحاجة إلى التمويل
-24,1	13,5	37,6	37,5	التمويل الداخلي
23,6	19,8	-3,8	-1,1	التمويل الخارجي

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

أما تكاليف فوائد الدين، فقد ارتفعت بشكل طفيف بنسبة 0,3% لتبلغ 25,1 مليار، تشمل تزايد أداءات فوائد الدين الداخلي بمقدار 1,1% إلى 22,2 مليار، وانخفاض أداءات فوائد الدين الخارجي بنسبة 5,2% إلى 3 ملايين.

رسم بياني 3.4: بنية النفقات العادية

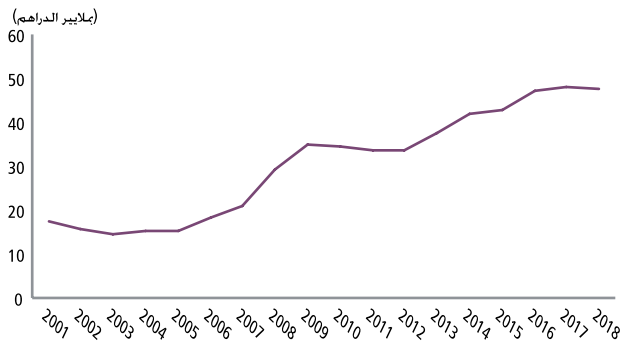


المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية، وإعادة معالجة الضريبة على القيمة المضافة، وحسابات بنك المغرب.

وبخصوص تكاليف المقاصة، فقد ارتفعت بنسبة 17,7% إلى 15,1 مليار، ما يمثل نسبة إنجاز قدرها 110,1% مقارنة بقانون المالية. وحسب البيانات الخاصة بصندوق المقاصة، فإن تكاليف دعم غاز البوتان برسم الشهور العشرة الأولى من سنة 2018 بلغت 9,8 مليار، أي بارتفاع بنسبة 21% مقارنة بنفس الفترة من سنة 2017، فيما انخفضت تلك المتعلقة بالسكر بواقع 0,5% إلى 2,9 مليار.

وبعد إنجازها في حدود 79,1% مقارنة بالتوقعات الواردة في قانون المالية، انخفضت نفقات الاستثمار بنسبة 0,9% إلى 47,7 مليار، تشمل الأساس ارتفاع نفقات الوزارات بنسبة 2,6% إلى 31,1 مليار، وتراجع التكاليف المشتركة بنسبة 4,7% إلى 16,3 مليار.

رسم بياني 4.4: نفقات الاستثمار المتراكمة من يناير إلى أكتوبر



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

## جدول 4.4: تطور آفاق مديونية الخزينة (بملايير الدراهم)

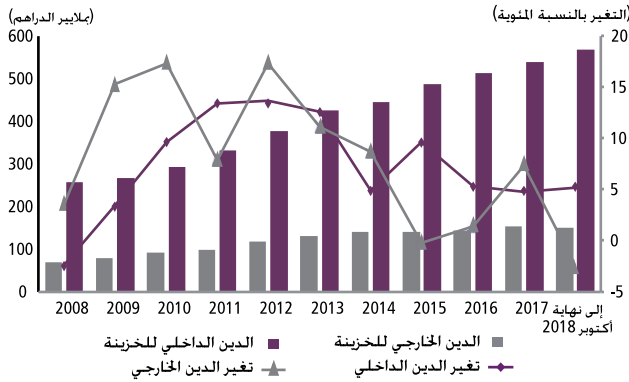
إلى متم أكتوبر 2018 توقعات*	2017	2016	2015	2014	2013	
	149,4	153,2	142,8	140,8	141,1	129,8
	-2,5	7,3	1,4	-0,2	8,7	11,1
	567,2	539,1	514,7	488,4	445,5	424,5
	5,2	4,8	5,4	9,6	5,0	12,6
	716,6	692,3	657,5	629,2	586,6	554,3
	3,5	5,3	4,5	7,3	5,8	12,3

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

\* بالنسبة للدين إلى غاية أكتوبر 2018، يتم تقديره على تدفقات التمويل الصافية التي تنشأ عنها ديون.

وبالنسبة للدين العمومي المباشر، تظهر التقديرات المبنية على تدفقات التمويل ارتفاعه بنسبة 3,5% في نهاية أكتوبر 2018 مقارنة بمستواه في نهاية دجنبر 2017. ويشمل هذا التطور ارتفاع الدين الداخلي بنسبة 5,2% والدين الخارجي بواقع 2,5%.

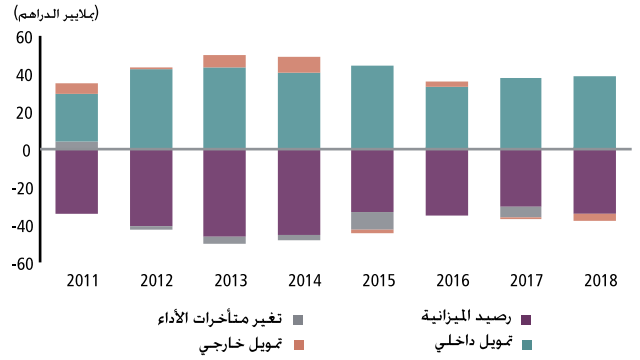
## رسم بياني 7.4: مديونية الخزينة



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

وعلى مستوى التمويل الداخلي، تم اللجوء إلى سوق الأذونات بالمزايدة بمبلغ صاف قدره 23,9 مليار، مقابل 26,3 مليار في السنة السابقة. وأجزت الاكتتابات الصافية بالأساس في السندات لأجل سنتين في حدود 13,8 مليار، والسندات لأجل 5 سنوات بمبلغ 11,5 مليار، والسندات لأجل 10 سنوات بمبلغ 9,6 مليار. وبموازاة ذلك، همت أبرز التسديدات الصافية للسندات لأجل 52 أسبوعاً بمبلغ 9,4 مليار، والسندات لأجل 26 أسبوعاً بمبلغ 1,2 مليار.

رسم بياني 6.4: رصيد الميزانية و التمويل المتراكم من يناير إلى أكتوبر\*



\* تم إدراج مداخل الخصخصة، التي تتم بمحوبيتها واقطاعها، ضمن مصادر التمويل الداخلي. المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية).

وبخصوص ظروف تمويل الخزينة في سوق السندات، فإنها تظل مواتية إجمالاً بالنسبة للشهور العشرة الأولى من سنة 2018 مقارنة مع نفس الفترة من سنة 2017. فقد انخفضت أسعار الفائدة المطبقة على السندات لأجل 26 أسبوعاً ولأجل 5 سنوات ولأجل 15 سنة بمقدار 3 نقط أساس و1 نقطة أساس 17 نقطة أساس. على التوالي، بينما ارتفعت أسعار الفائدة المطبقة على السندات لأجل 13 أسبوعاً و52 أسبوعاً، وسنتين، بواقع 4 نقط أساس و6 نقط أساس و7 نقط أساس، على التوالي. وفضلاً عن ذلك، بقيت أسعار الفائدة المطبقة على السندات لأجل 10 سنوات شبه مستقرة في 3,27%.

## 5. الطلب والعرض وسوق الشغل

تشير بيانات الحسابات الوطنية الخاصة بالفصل الثاني من سنة 2018 إلى تباطؤ واضح للنمو إلى 2,4% مقابل 4,5% في السنة السابقة. نتيجة لارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 3% عوض 18,1%. والأنشطة غير الفلاحية بواقع 2,4% بعد 3%. وبخصوص الطلب. يعكس هذا التطور بالأساس تباطؤ الطلب الداخلي. وبدرجة أقل. تباطؤ الطلب الخارجي.

وبالنسبة للنصف الثاني من السنة. وبالنظر إلى آخر المعطيات على مدار السنة المتاحة. من المرجح أن تكون وتيرة النشاط الاقتصادي قد تباطأت مقارنة بنفس الفترة من السنة الماضية. إذ تراحت نسبته من 4,2% إلى 3,7%. ويعكس هذا التطور بالأساس تباطؤ قويا للقيمة المضافة الفلاحية. بينما تحسنت الأنشطة غير الفلاحية بنسبة 3,3% بعد 2,9%. وبخصوص مكونات الطلب. من المرجح أن تكون مساهمة الطلب الخارجي قد تراجعت ارتباطا باعتدال نمو صادرات السلع والخدمات. أما بالنسبة للطلب الداخلي. فيحتمل أن تكون وتيرة الاستثمار قد تباطأت بينما تسارعت وتيرة الاستهلاك النهائي للأسر. بسبب استمرار التحسن النسبي للأوضاع في سوق الشغل. وانتعاش الأنشطة غير الفلاحية.

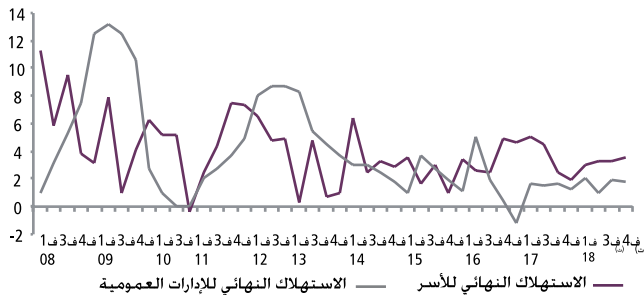
وفي سوق الشغل. شهد الاقتصاد الوطني ما بين الفصل الثالث من سنة 2018 ونفس الفصل من سنة 2017. إحداه 122 ألف منصب شغل. 98 ألفا منها في قطاع الخدمات. وأخذا في الاعتبار عدد الوافدين الجدد الباحثين عن العمل والبالغ 58 ألف شخص. تراجعت نسبة البطالة من 10,6% إلى 10% على الصعيد الوطني. ومن 14,9% إلى 14,3% في المدن ومن 4,6% إلى 3,9% في المناطق القروية. وبخصوص تكاليف الشغل. تشير المعطيات الخاصة بالفصل الثالث إلى ارتفاع سنوي لمؤشر الأجور في القطاع الخاص بنسبة 3,9% بعد 2,4% بالقيمة الإسمية. وارتفاعه بواقع 2,3% مقابل 2,2% بالقيمة الحقيقية.

### 1.5 الطلب الداخلي

#### 1.1.5 الاستهلاك

ومن جهته. تباطأ الاستهلاك النهائي للإدارات العمومية خلال الفصل الثاني من 1,6% إلى 1%. ويرتقب أن تبلغ هذه الوتيرة خلال النصف الثاني من السنة 1,9% عوض 1,5% في السنة السابقة. وبالفعل. تزايدت نفقات المستخدمين بنسبة 0,7% في نهاية أكتوبر. مقابل انخفاضها بواقع 0,4% بالمقارنة مع الشهور العشرة الأولى من السنة الماضية. وعرفت النفقات برسم باقي السلع والخدمات تزايدا بنسبة 4,2% بدلا من 2% في السنة السابقة.

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



المصدر: النجوية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب

تظهر الحسابات الوطنية الخاصة بالفصل الثاني من سنة 2018 تباطؤ الاستهلاك النهائي للأسر من 4,6% إلى 3,3%. وبذلك. انتقلت مساهمته في النمو من 2,6 نقطة مئوية إلى 1,9 نقطة.

وخلال النصف الثاني من سنة 2018. يرجح أن يكون الاستهلاك النهائي للأسر قد تزايد بحوالي 3,4% بعد 2,2% خلال نفس النصف من السنة الماضية. ارتباطا بارتفاع المداخيل. ويعكس ارتفاع المداخيل تحسن الأنشطة غير الفلاحية. والأوضاع في سوق الشغل. وقروض الاستهلاك. وفضلا عن ذلك. تظهر المعطيات المتعلقة بالمبادلات الخارجية. تسارع واردات منتجات الاستهلاك تامة الصنع.

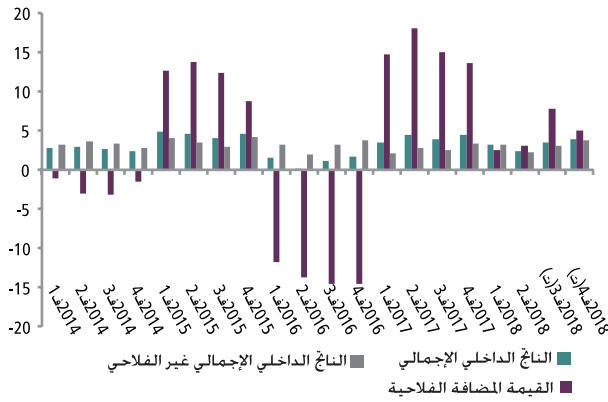
غير أن نتائج الاستقصاء حول الظرفية الذي أجرته المندوبية السامية للتخطيط لدى الأسر تشير إلى تراجع مؤشر الثقة لدى الأسر إلى 82,5 نقطة في الفصل الثالث. عوض 85,5 نقطة في نفس الفصل من السنة السابقة.

## 3.5 العرض الإجمالي

تباطأ النمو الاقتصادي بشكل واضح خلال الفصل الثاني من سنة 2018. متراجعا من 4,5% إلى 2,4%. ويعكس هذا التطور تباطؤ القيمة المضافة الفلاحية من 18,1% إلى 3% والقيمة المضافة غير الفلاحية من 3% إلى 2,4%.

وفي الفصل الثاني من السنة. يرجح أن يكون الناتج الداخلي الإجمالي قد تزايد بنسبة 3,7% عوض 4,2% سنة من قبل. بفعل تأثير تباطؤ وتيرة نمو القيمة المضافة الفلاحية من 14,3% إلى 6,4%. والمرتبب بدوره بتأثير السنة الأساس الناجم عن تتابع موسمين فلاحيين جيدين بعد سنة من الجفاف. وعلى العكس من ذلك. يتوقع أن تكون الأنشطة غير الفلاحية قد تسارعت من 2,9% إلى 3,3%.

رسم بياني 2.5: الناتج الداخلي الإجمالي حسب المكونات (بأسعار السنة الماضية. التغير بالنسبة المئوية)



المصدر: التدوينية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب.

وحسب القطاعات. يرتقب أن يكون القطاع الثانوي قد شهد ارتفاع القيمة المضافة بنسبة 8,8% عوض 4% على مستوى قطاع «الكهرباء والماء». و 2,9% بعد 2,7% في الصناعات التحويلية. مع توجه جيد بشكل خاص في قطاع صناعات النسيج والجلد خلال الفصل الثالث. وخلافا لذلك. يرجح أن يكون قطاع المعادن قد تباطأ بشكل واضح. وأن تثيرته تراجعت من 19,5% إلى 1,4%. وبالنسبة لقطاع البناء والأشغال العمومية. يرجح أنه واصل ركوده. مع ارتفاع محدود لقيمه المضافة بواقع 0,8% بعد 1,7%.

## 2.1.5 الاستثمار

تباطأ الاستثمار من 2,8% إلى 0,1% خلال الفصل الثاني. وبذلك. كانت مساهمته في النمو منعدمة عوض 0,9 نقطة مئوية في السنة الماضية.

وفي النصف الثاني من السنة. من المرجح أن يكون الاستثمار قد واصل تباطؤه كما تشير إلى ذلك البيانات على مدار السنة. وبالفعل. شهد استثمار الخزينة تقلصا بواقع 0,9% في نهاية أكتوبر. عوض ارتفاعه بنسبة 1,7% خلال نفس الفترة من السنة السابقة. وبالموازاة مع ذلك. سجلت قروض التجهيز والقروض العقارية تباطؤا من 13,6% إلى 3,4% ومن 4,1% إلى 2,1%. على التوالي. ومن جهتها. واصلت أنشطة البناء والأشغال العمومية ركودها كما يظهر ذلك تطور مبيعات الإسمنت التي عرفت انخفاضا بنسبة 2,3% في الفصل الثالث من سنة 2018.

وبالنسبة لمناخ الأعمال. فقد اعتبر حوالي ثلثي الفاعلين الصناعيين المستجوبين في إطار الاستقصاء الفصلي حول الظرفية الذي ينجزه بنك المغرب في القطاع الصناعي. أنه «عادي».

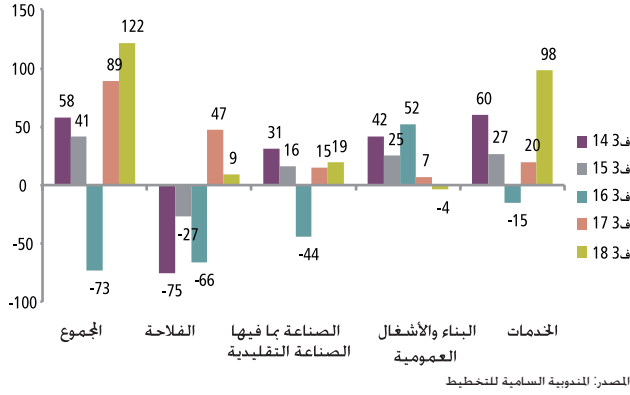
## 2.5 الطلب الخارجي

في الفصل الثاني من سنة 2018. سجلت صادرات السلع والخدمات ارتفاعا من حيث الحجم قدره 6,7% مقابل 8,6% في السنة السابقة. بينما عرفت الصادرات تباطؤا من 5,3% إلى 4,9%. ونتيجة لذلك. عرفت مساهمة الصادرات الصافية في النمو انخفاضا طفيفا من 0,6 نقطة مئوية إلى 0,3 نقطة.

وبالنسبة للنصف الثاني من السنة. من المرجح أن يكون هذا التوجه قد تواصل. مع مساهمة أقل في النمو مقارنة بنفس الفترة من سنة 2017. وبالفعل. يتوقع أن تكون وتيرة نمو الصادرات قد تباطأت بالرغم من بقائها قوية. بفضل الأداء الجيد لمبيعات الفوسفات ومشتقاته. وقطاع صناعة السيارات. وفي ما يتعلق بالواردات. يحتمل أنها تباطأت ارتباطا بالأساس بتراجع مشتريات المنتجات الطاقية وانخفاض نفقات الأسفار.

المشغلين بنسبة 1,2%. ويبقى قطاع الخدمات أهم موفر لفرص الشغل بما مجموعه 98 ألف منصب. وقطاع الصناعة بما فيها الصناعة التقليدية. بما قدره 19 ألف منصب. وقطاع الفلاحة بـ 9 آلاف منصب. وخلافا لذلك. فقد قطاع البناء والأشغال العمومية 4 آلاف منصب شغل. بعد أن كان أحدث 7 آلاف منصب في السنة السابقة.

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



## 2.4.5 البطالة والتشغيل الناقص

تراجع عدد السكان النشيطين العاطلين عن العمل بنسبة 5,2% إلى حوالي 1,17 مليون شخص. وأخذا في الاعتبار تطور الساكنة النشيطة. انخفضت نسبة البطالة من 10,6% إلى 10% على الصعيد الوطني. ومن 14,9% إلى 14,3% في الوسط الحضري. ومن 4,6% إلى 3,9% في المناطق القروية. وبالنسبة لفئة الشباب المتراوحة أعمارهم بين 15 و24 سنة بشكل خاص. تراجعت نسبة البطالة في أوساطهم بواقع 1,8% نقطة إلى 27,5% بشكل إجمالي وبـ 0,8 نقطة إلى 44,7% في المدن.

وبالنسبة للتشغيل الناقص<sup>1</sup>. تراجعت نسبته من 9,9% إلى 9,7% على الصعيد الوطني. ومن 8,3% إلى 8,2% في المدن. ومن 11,8% إلى 11,6% في المناطق القروية.

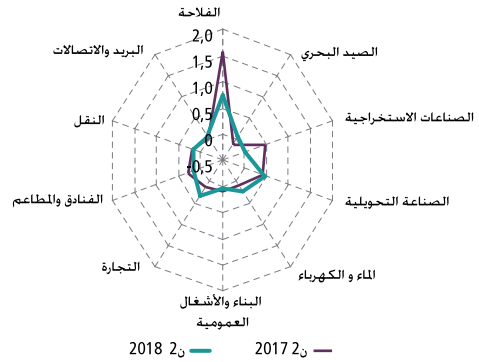
## 3.4.5 الإنتاجية والأجور

في الفصل الثالث. عرفت وتيرة نمو الإنتاجية الظاهرة للعمل في الأنشطة غير الفلاحية 2 تباطؤا على أساس

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

2 يتم حسابه بواسطة نسبة القيمة المضافة غير الفلاحية إلى عدد السكان النشيطين المشغلين في أنشطة غير الفلاحة.

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



المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب.

وفي ما يتصل بأنشطة القطاع الثالث. يرجح أن يكون نمو القيمة المضافة قد تسارع من 1,6% إلى 4,3% بنسبة لقطاع «التجارة». ومن 0,5% إلى 2,6% بالنسبة للبريد والاتصالات. وأنه تباطأ من 5,1% إلى 4% بالنسبة لخدمات النقل. ومن 11,2% إلى 5,6% بالنسبة لقطاع «الفنادق والمطاعم». ما يعكس بالخصوص ارتفاعا محدودا لعدد ليالي المبيت بالمقارنة مع نفس الفترة من السنة الماضية.

وبالنسبة لمجموع سنة 2018. يرجح أن يتباطأ النمو إلى 3,3% بعد 4,1% سنة 2017. بسبب التباطؤ الواضح للقيمة المضافة الفلاحية. بينما ينتظر أن تنمو الأنشطة غير الفلاحية بنسبة 3,1% عوض 2,7%.

## 4.5 سوق الشغل والطاقات الإنتاجية

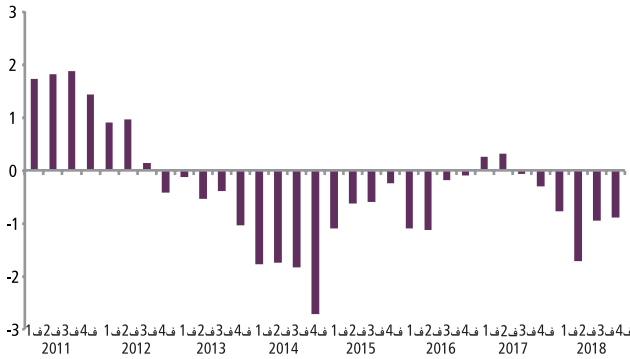
### 1.4.5 النشاط والشغل

اتسمت أوضاع سوق الشغل ما بين الفصل الثالث ونفس الفصل من سنة 2017 بارتفاع عدد السكان النشيطين البالغين من العمر 15 سنة فما فوق بنسبة 0,5% ليصل إلى حوالي 11,7 مليون شخص. مع ارتفاع بنسبة 1,3% في المدن وتراجع بواقع 0,6% في المناطق القروية. وأخذا في الاعتبار تزايد عدد الأشخاص البالغين سن النشاط بنسبة 1,7%. واصل معدل النشاط انخفاضه متراجعا من 45,5% إلى 45%. وحسب محل السكنى. انخفض بواقع 0,4 نقطة إلى 41,1% في الوسط الحضري. وبمقدار 0,5 نقطة إلى 51,9% في الوسط القروي.

وبخصوص فرص الشغل. سجل الاقتصاد الوطني إحداث 122 ألف منصب شغل. 118 ألفا منها في الوسط الحضري. ونتيجة لذلك. ارتفع عدد السكان النشيطين

وفي ظل هذه الظروف، يرتقب أن تبقى فجوة الناتج سلبية خلال النصف الثاني من سنة 2018.

رسم بياني 7.5: فجوة الناتج الإجمالي (بالنسبة المئوية)



المصدر: تقديرات بنك المغرب.

جدول 1.5: تطور المؤشرات الرئيسية لسوق الشغل

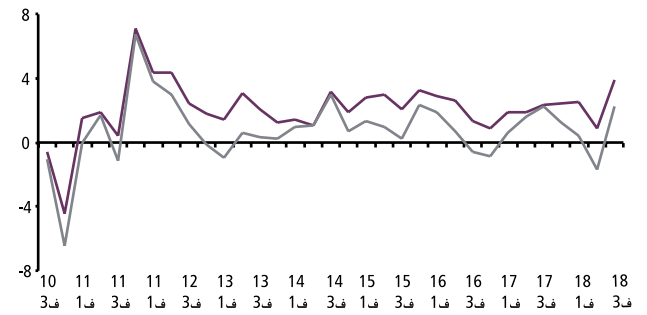
2018-3 ف	2017-3 ف	
45,0	45,5	معدل النشاط (بالنسبة المئوية)
41,1	41,5	الوسط الحضري
51,9	52,4	الوسط القروي
10,0	10,6	نسبة البطالة (بالنسبة المئوية)
27,5	29,3	الشباب البالغون ما بين 15 و24 سنة
14,3	14,9	الوسط الحضري
44,7	45,2	الشباب البالغون ما بين 15 و24 سنة
3,9	4,6	الوسط القروي
122,0	89,0	مناصب الشغل المحدثة (بالآلاف)
118,0	29,0	الوسط الحضري
4,0	60,0	الوسط القروي
		القطاعات
9,0	47,0	الفلاحة
19,0	15,0	الصناعة بما فيها الصناعة التقليدية
-4,0	7,0	البناء والأشغال العمومية
98,0	20,0	الخدمات
1,5	1,9	الإنتاجية الظاهرة للعمل غير الفلاحي (التغير بالنسبة المئوية)
1,3	1,9	مؤشر متوسط الأجور (التغير الاسمي)
-1,3	1,5	بالنسبة المئوية (التغير الحقيقي)

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

سنوي، حسبت تراجمت من 1,9% إلى 1,5%. ويعكس هذا التطور تسارع القيمة المضافة من 2,5% إلى 3,1%. وحجم التشغيل من 0,6% إلى 1,6%.

وبالنسبة لتكلفة الأجور، تظهر البيانات الخاصة بالفصل الثاني من السنة ارتفاع مؤشر متوسط الأجور الذي يحتسب على أساس بيانات الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي، على أساس سنوي، بنسبة 3,6% بعد 2,4% بالقيمة الاسمية، وتزايد بنسبة 2,3% مقابل 2,2% بالقيمة الحقيقية.

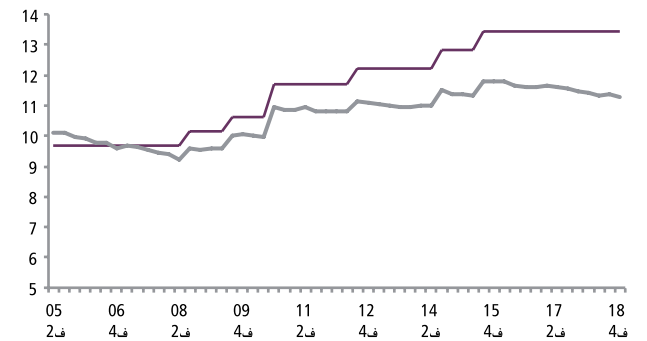
رسم بياني 5.5: مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص (التغير على أساس سنوي بالنسبة المئوية)



المصدر: الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي وحسابات بنك المغرب.

وبخصوص الحد الأدنى للأجور، فقد ظل مستقرا خلال الفصل الثالث في 13,46 درهم بالقيمة الاسمية. وأخذا في الاعتبار ارتفاع مؤشر أسعار الاستهلاك بنسبة 1,6%. فقد سجل، بالقيمة الحقيقية، انخفاضا بمقدار 1,6% على أساس سنوي، ويرتقب أن يتقلص بنسبة 1,4% خلال الفصل الرابع من سنة 2018.

رسم بياني 6.5: الحد الأدنى للأجور بالساعة (بالدرهم)



الحد الأدنى للأجور للساعة بالقيمة الاسمية  
الحد الأدنى للأجور للساعة بالقيمة الحقيقية

المصدر: وزارة التشغيل والتكوين المهني وحسابات بنك المغرب.

## 6. تطور التضخم في الفترة الأخيرة

تأكد الانعكاس المرتقب للمنحى التصاعدي للتضخم خلال الفصل الثالث من سنة 2018. ويقدر أكبر ما كان متوقعا في التقرير الأخير حول السياسة النقدية، وبالفعل، بعد أن واصل تسارعه الذي بدأ في الفصل الرابع من سنة 2017 ليصل إلى 2,6% في الفصل الثاني. تباطأ التضخم إلى 1,6% في الفصل الثالث وإلى 1,1% في شهر أكتوبر. ويعزى هذا التطور أساسا إلى انخفاض أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان بنسبة 3,7% في أكتوبر بعد ارتفاعها بواقع 0,8% في الفصل الثالث و9,1% في الفصل الثاني. ومن جانبها، تزايدت أسعار المنتجات المقننة وأسعار المحروقات وزيوت التشحيم في شهر أكتوبر بنسبة 2,7% و8,1% على التوالي، وهي نسب شبه مستقرة بالمقارنة مع الفصل الثالث. أما التضخم الأساسي، فبلغ 1,2%. وهي وتيرة ماثلة لتلك المسجلة في الفصل السابق.

وعلى المدى المتوسط، من المرجح أن يواصل التضخم منحاه التنازلي ليلبغ 1,4% في الفصل الرابع. وأن يبقى مكونه الأساسي عند 1,2%.

### 1.6 تطور التضخم

جدول 1.6: تطور التضخم ومكوناته

بالنسبة المئوية	على أساس شهري (%)			على أساس سنوي (%)		
	غشت 2018	شتنبر 2018	أكتوبر 2018	غشت 2018	شتنبر 2018	أكتوبر 2018
<b>التضخم الأساسي</b>	-0,1	0,3	-0,1	1,7	1,1	1,1
المنتجات الغذائية المتقلبة الأسعار	-1,0	-0,8	-1,7	1,5	-3,5	-3,7
المحروقات وزيوت التشحيم	0,0	0,3	1,5	9,3	7,4	8,1
المواد المقننة	0,0	0	0,1	2,7	2,7	2,7
<b>التضخم الأساسي</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
المنتجات الغذائية	0,2	0	-0,2	1,3	1	0,6
الألبسة والأحذية	0,0	0,3	0,2	1,0	1,1	1,0
السكن والماء والغاز والكهرباء ومحروقات أخرى <sup>1</sup>	0,3	0,3	0,0	1,9	2,1	1,8
الأثاث والأدوات المنزلية والصيانة العادية للمنزل	-0,1	0,1	0,1	1,2	1,3	1,4
الصحة <sup>1</sup>	0,0	0,3	0,3	0,4	0,6	0,4
النقل <sup>2</sup>	0,0	0,5	0,1	0,1	0,5	0,3
المواصلات	0,0	0,0	0,7	-0,3	-0,3	0,3
الترفيه والثقافة	-0,1	0,1	0,1	1,4	1,4	1,4
التعليم	0,0	3,4	0,1	2,0	3,4	3,4
مطاعم وفنادق	-0,2	0,2	0,1	1,6	1,4	1,5
مواد وخدمات أخرى	0,0	0,1	0,1	1,7	1,5	1,6

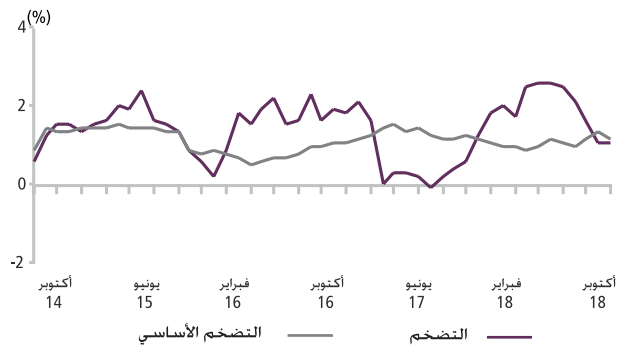
- باستثناء المنتجات المقننة  
باستثناء المحروقات وزيوت التشحيم و المواد المقننة  
المصادر: الندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

انتقل التضخم من 1,6% في المتوسط خلال الفصل الثالث من سنة 2018 إلى 1,1% في أكتوبر. ويعزى هذا التطور بالأساس إلى تراجع أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان بنسبة 3,7% بعد ارتفاعها بواقع 0,8%. كما أنه مرتبط أيضا، وبدرجة أقل، بأسعار المحروقات وزيوت التشحيم التي تزايدت بنسبة 8,1% بعد 9,5%.

أما أسعار المنتجات المقننة، فتطورت بنفس الوتيرة المسجلة في الفصل الثالث.

ومن جانبه، حافظ التضخم الأساسي على وتيرة مستقرة خلال نفس الفترة. حيث بلغ 1,2%.

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



المصادر: الندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

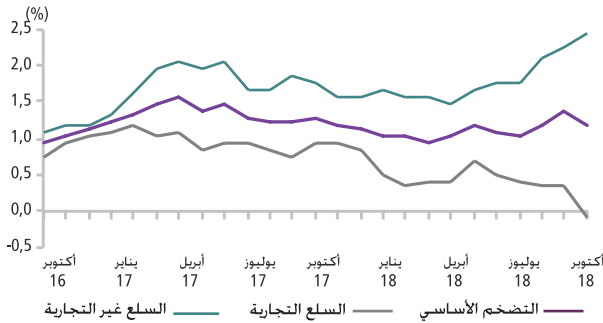


وبخصوص أسعار المنتجات المقننة، فقد بقيت وتيرة نموها مستقرة في 2,7% خلال نفس الفترة، في غياب أي قرارات تقنية جديدة.

## 2.1.6 التضخم الأساسي

بلغ التضخم الأساسي 1,2% في شهر أكتوبر، وهي نفس الوتيرة المسجلة في الفصل الثالث من سنة 2018. ويشمل هذا التطور تزايد ارتفاع أسعار المنتجات غير التجارية، الذي عوض بتباطؤ تضخم السلع التجارية.

رسم بياني 4.6: تطور مؤشرات أسعار السلع التجارية وغير التجارية (على أساس سنوي)



المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

وبالفعل، سجلت أسعار السلع التجارية تراجعاً نسبته 0,1% في شهر أكتوبر بعد ارتفاعها بواقع 0,4% في المتوسط خلال الفصل الثالث. وذلك ارتباطاً بتزايد انخفاض أسعار «القطاني الجافة» إلى 7,8% بعد تراجعها بـ 2,5%. وأسعار «الحليب» بـ 1,7% بعد 0,3%. وكذا بانخفاض أسعار «الزيوت» بنسبة 1,2% بعد تزايدها بواقع 0,7% في الفصل السابق. وبذلك، كانت مساهمة أسعار السلع التجارية في التضخم الأساسي شبه معدومة في أكتوبر. بالمقارنة مع نسبة 0,2 نقطة مئوية المسجلة في الفصل الأخير.

جدول 2.6: تطور أسعار السلع التجارية وغير التجارية

التطور على أساس سنوي (%)			التطور على أساس شهري (%)			
أكتوبر 2018	سنتبر 2018	غشت 2018	أكتوبر 2018	سنتبر 2018	غشت 2018	
-0,2	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	السلع التجارية
0,4	0,9	0,0	2,1	2,3	2,4	السلع غير التجارية
0,0	0,1	0,0	1,2	1,4	1,2	التضخم الأساسي

المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

## 1.1.6 أسعار المنتجات المستثناة من التضخم الأساسي

تواصل انخفاض وتيرة نمو أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمنة الذي سجل في الفصل الثالث، خلال شهر أكتوبر. نتيجة لتحسن العرض الخاص ببعض المنتجات الطرية. وبذلك، تزايد انخفاض أسعار الخضرة الطرية من 9,7% إلى 17,8%. فيما تقلصت حدة ارتفاع أسعار الفواكه الطرية من 10% إلى 0,1%.

ونتيجة لذلك، كانت مساهمة أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمنة في التضخم سلبية بمقدار 0,5- نقطة مئوية في أكتوبر، عوض 0,1 نقطة مئوية في المتوسط خلال الفصل الثالث من سنة 2018.

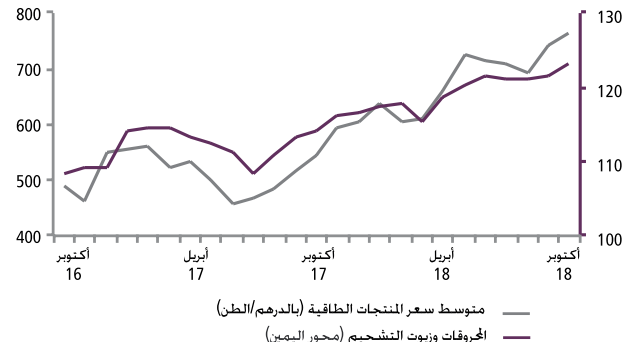
رسم بياني 2.6: مساهمات أسعار المكونات الرئيسية في التضخم (على أساس سنوي)



المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

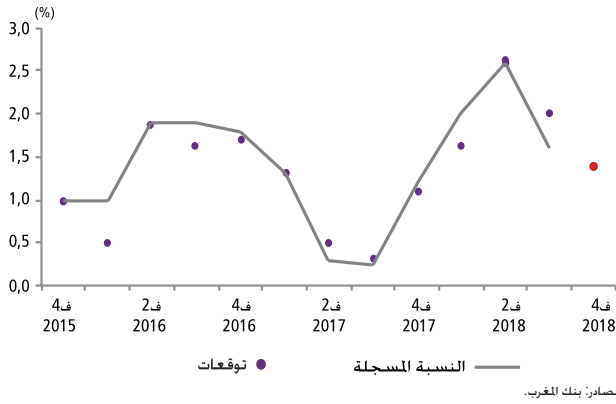
وفي نفس الاتجاه، تطورت أسعار المحروقات وزيوت التشحيم بوتيرة أقل سرعة، أي 8,1% في أكتوبر بدلا من 9,5% في المتوسط خلال الفصل الثالث. ويعزى هذا التباطؤ في معظمه إلى تأثير السنة الأساس. فقد شهدت أسعارها ارتفاعاً شهرياً بمقدار 1,5% في أكتوبر 2018.

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



المصدر: البنك الدولي، المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

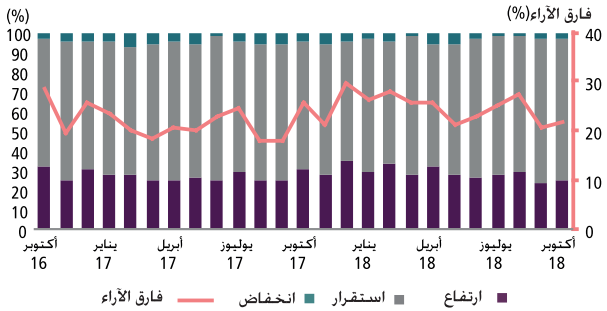
رسم بياني 6.6: النسبة المتوقعة للتضخم على المدى القصير والنسبة المسجلة



### 3.6 توقعات التضخم

تشير نتائج استقصاء الظرفية في القطاع الصناعي الذي أجره بنك المغرب في شهر أكتوبر 2018، إلى أن 71% من الفاعلين الصناعيين المستجوبين يتوقعون استقرار التضخم خلال الأشهر الثلاثة المقبلة، بينما يتوقع 25% منهم ارتفاع التضخم و4% منهم انخفاضه. وبذلك، بلغ رصيد الرأي 22%.

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

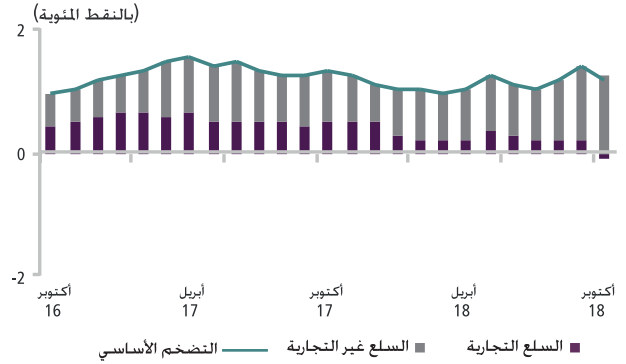


المصدر: الاستقصاء الفصلي حول توقعات التضخم لبنك المغرب

ومن جهة أخرى، تشير نتائج استقصاء توقعات التضخم الذي أجره بنك المغرب برسم الفصل الرابع من سنة 2018، إلى توقع الخبراء الماليين تضخماً قدره 1,9% في أفق الفصول الثمانية المقبلة. ويتوقع هؤلاء أن يؤثر تطور الأسعار في محطات البنزين، والأسعار العالية للسلع الأساسية باستثناء النفط، وكذا توجه السياسة النقدية، بشكل ملحوظ على التطور المستقبلي للتضخم.

وبالعكس، تسارعت وتيرة نمو أسعار السلع غير التجارية من 2,1% في الفصل الثالث إلى 2,4% في أكتوبر. وهذا التطور ناجم بالأساس عن ارتفاع أسعار التعليم التي سجلت في شهر شتنبر.

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



المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب

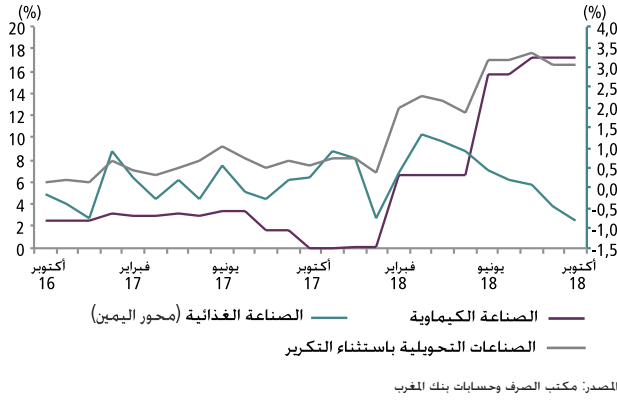
### 2.6 آفاق التضخم على المدى القصير

من المرجح أن يتواصل تباطؤ التضخم خلال الفصل الرابع من سنة 2018 إلى 1,4%. أساساً بفعل تأثير استمرار انخفاض وتيرة نمو أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمانية. إذ يرتقب أن تتراجع هذه الأخيرة بنسبة 0,6% بعد ارتفاعها بمقدار 0,8% في الفصل الثالث. ما يعكس أساساً تأثير السنة الأساس المرتبط بالمستوى المرتفع المسجل خلال نفس الفترة من السنة السابقة.

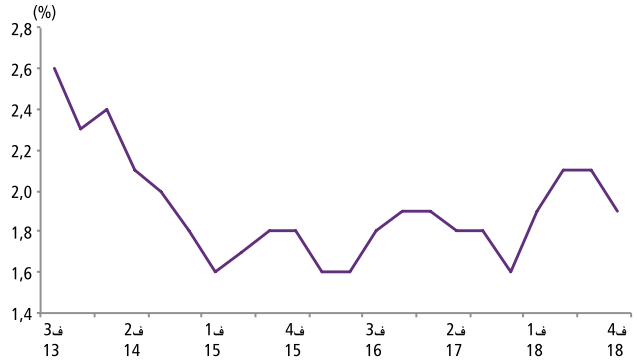
وفي نفس الاتجاه، ينتظر أن تتباطأ وتيرة نمو أسعار المحروقات وزيوت التشحيم إلى 4,8% بعد 9,5% في الفصل السابق. ومن جهتها، من المتوقع أن تبقى أسعار المنتجات المقننة دون تغيير في غيات أي قرارات تقنية جديدة.

ويرجح أن يتراوح التضخم الأساسي، الذي يعكس التوجه الأساسي للتضخم، حوالي 1,2% خلال الفصل المقبل.

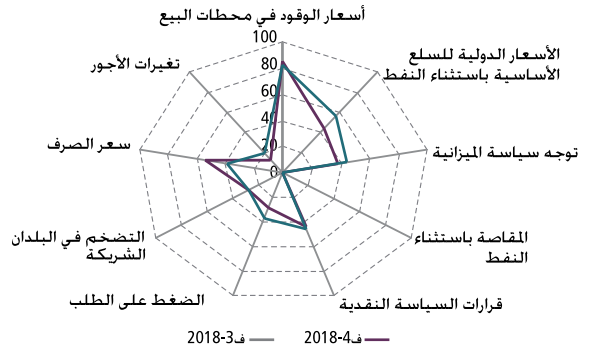
رسم بياني 10.6: تطور المؤشرات الرئيسية لأسعار الإنتاج الصناعي على أساس سنوي.



رسم بياني 8.6: توقعات خبراء القطاع المالي بشأن التضخم \*



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



## 4.6 أسعار الإنتاج

سجلت وتيرة نمو أسعار الإنتاج في الصناعات التحويلية باستثناء تكرير النفط شبه استقرار. حيث انتقلت من 3,2% في الفصل الثالث إلى 3,1% في أكتوبر. وقد اتخذت هذه الأسعار منحى تصاعديا منذ بداية السنة، إذ بلغت 1,5% في الفصل الأول و2,4% في الفصل الثاني. ويشمل هذا التطور استمرار ارتفاع أسعار الإنتاج في قطاع «الصناعة الكيماوية» منذ بداية السنة، ليصل إلى 17,2% بعد 16,7% في الفصل الثالث. من جهة؛ وتواصل تقلص أسعار الإنتاج في الصناعات الغذائية إلى 0,8% بعد 0,1% من جهة ثانية.

## 7. الآفاق على المدى المتوسط

### ملخص

يظل الاقتصاد العالمي متينا بشكل إجمالي، إلا أنه يرجح أن تتباطأ وتيرة نموه على المدى المتوسط. بسبب تزايد المخاطر التجارية، والجيوسياسية والمالية.

ففي البلدان المتقدمة، يرتقب أن يتباطأ النمو في الولايات المتحدة على المدى المتوسط. خاصة بفعل تأثير اندثار الآثار المترتبة عن الإجراءات الضريبية واستمرار عملية إعادة السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي إلى طبيعتها، وفي منطقة الأورو. يرجح أن يتباطأ النشاط الاقتصادي، نتيجة بالأساس للاضطرابات السياسية وللشكوك المرتبطة بمستقبل العلاقات مع المملكة المتحدة. وفي الاقتصادات الصاعدة، من المرجح أن يتواصل تباطؤ النمو في الصين، بسبب سياسة إعادة التوازن للاقتصاد. لكن بوتيرة محدودة، بفضل التوجه التيسيري للسياسات النقدية والمالية، وفي الهند، بالرغم من اعتدال النمو بالمقارنة مع سنة 2018، ينتظر أن يبقى قويا، بفضل قوة الطلب الداخلي.

وفي أسواق السلع الأساسية، من المرجح أن تعرف أسعار النفط انخفاضا على المدى المتوسط. ارتباطا على الخصوص بتباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي، ومن جانبها، وبعد تراجعها المرتقب سنة 2018، ينتظر أن تسجل أسعار المنتجات الغذائية ارتفاعا تدريجيا.

وفي ظل هذه الظروف، يرجح أن يصل التضخم في الولايات المتحدة على المدى المتوسط إلى مستوى قريب من الهدف المحدد من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، مدفوعا بالأساس بتحسين الطلب الداخلي، وعلى العكس من ذلك، يرتقب أن يبقى التضخم معتدلا في منطقة الأورو.

وعلى الصعيد الوطني، يرتقب أن يبلغ عجز الحساب الجاري مع متم السنة 4,4% من الناتج الداخلي الإجمالي مقابل 3,6% سنة 2017. ارتباطا بالأساس بارتفاع الفاتورة الطاقية. وعلى المدى المتوسط، يرجح أن يتراجع العجز إلى 3,7% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2019 وإلى 3,2% سنة 2020. ليعكس بالخصوص انخفاض واردات المنتجات الطاقية وتسارع مبيعات قطاع صناعة السيارات، وفي ما يتعلق بالاستثمارات الأجنبية المباشرة، ينتظر أن تبلغ في نهاية السنة ما يعادل 4,1% من الناتج الداخلي الإجمالي، وأن تصل إلى 3,4% من الناتج الداخلي الإجمالي خلال الفترة المتبقية من أفق التوقع.

ومع فرضية تحصيل هبات صادرة عن البلدان الشريكة الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي يبلغ 4,8 مليار درهم سنة 2018 و 2 مليار سنة 2019، يرتقب أن تبلغ الاحتياطيات الدولية الصافية 230,4 مليار درهم في نهاية دجنبر، قبل أن تصل إلى 239 مليار سنة 2019 وتراجع إلى 235,7 سنة 2020. ويتوقع أن تبلغ التغطية حوالي 5 أشهر من الواردات داخل أفق التوقع.

وفي ما يتعلق بالأوضاع النقدية، بالرغم من التشديد الطفيف، فمن المرجح أن تظل ملائمة إجمالا. وبشكل خاص، بعد استقراره المرتقب سنة 2018، يتوقع أن يرتفع سعر الصرف الفعلي الحقيقي سنة 2019 قبل أن يسجل تراجعا طفيفا في 2020. ومن جانب آخر، يتوقع أن يبقى نمو الإقراض البنكي لفائدة القطاع غير المالي معتدلا، مع توقع تسجيل نسبة 3,5% سنة 2018 و 3,3% سنة 2019، قبل أن يتحسن إلى 4,3% سنة 2020.

وعلى مستوى المالية العمومية، يرتقب أن يبلغ عجز الميزانية 3,7% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2018، وفي سنة 2019، يرجح أن يصل إلى 3,8% من الناتج الداخلي الإجمالي، أخذا في الاعتبار البيانات الواردة في مشروع قانون المالية لسنة 2019، قبل أن يتراجع إلى 3,6% سنة 2020، أساسا بفعل تأثير جهود تعبئة الموارد.

ويرتقب أن يتباطأ النمو الوطني من 4,1% سنة 2017 إلى 3,3% سنة 2018. ويشمل هذا التطور تباطؤ ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية من 15,4% إلى 4,6%. وتحسن ارتفاع الأنشطة غير الفلاحية نسبيا من 2,7% إلى 3,1%. وبالنسبة للطلب. يعكس هذا التطور تراجع المساهمة الإيجابية للطلب الداخلي ومساهمة سلبية للصادرات الصافية. وعلى المدى المتوسط. ينتظر أن يواصل النمو تأثره بالظروف المناخية. إذ يرتقب أن يتباطأ إلى 3,1% سنة 2019 قبل أن يتحسن إلى 3,6% سنة 2020. نتيجة لتحقيق مواسم فلاحية عادية. بينما تواصل الأنشطة غير الفلاحية انتعاشها البطيء مع توقع نمو قيمتها المضافة إلى 3,5% ثم إلى 3,8%. وبخصوص الطلب. يرجح أن يعرف مكونه الداخلي تحسنا واضحا سنة 2020. بعد التباطؤ المتوقع سنة 2019. بينما تبقى مساهمة الصادرات الصافية في النمو سلبية خلال السنتين.

وفي هذا السياق. من المتوقع أن يتسارع التضخم من 0,7% سنة 2017 إلى 2% سنة 2018. ما يعكس ارتفاع أسعار المنتجات المقننة وأسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان. قبل أن يتراجع إلى 1% سنة 2019 وإلى 1,2% سنة 2020. إلا أنه يرتقب تباطؤ توجهه الرئيسي إلى 1,1% خلال سنة 2018 ثم إلى 1% سنة 2019. ارتباطا بالتباطؤ المرتقب للطلب الداخلي وارتفاع سعر الصرف الفعلي الحقيقي. وفي سنة 2020. ينتظر ان يتسارع إلى 1,6%. ليعكس بالخصوص الانتهاء التدريجي للدورة السلبية للطلب الداخلي.

## الفرضيات الأساسية 1.7

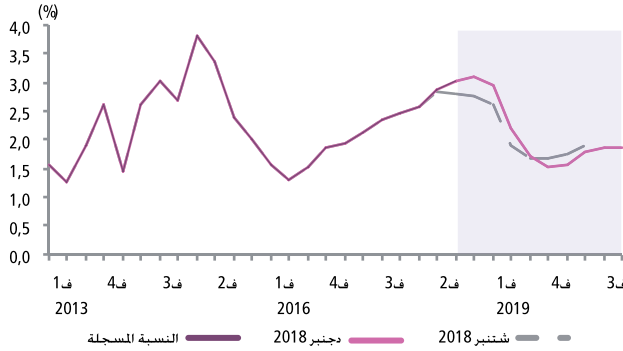
توقع تباطؤ النمو العالمي. في سياق استمرار المخاطر نحو الانخفاض

يبقى الاقتصاد العالمي متينا بشكل إجمالي. إلا أنه يرجح أن تتباطأ وتيرة نموه على المدى المتوسط. في ظل تنامي الشكوك المحيطة بأفائه. والمرتبطة أساسا بتزايد السياسة الحمائية. والتوترات السياسية والجيوسياسية. والمفاوضات الخاصة بخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي. وتشديد الظروف المالية بالنسبة للاقتصادات الصاعدة. لاسيما تلك ذات وضعية خارجية هشة.

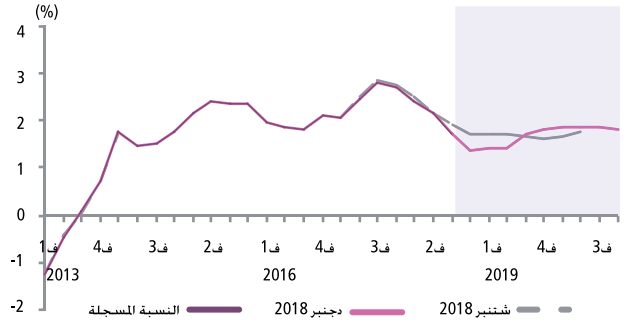
فبعد أن بلغ النمو في الولايات المتحدة 2,2% سنة 2017. من المتوقع أن يتسارع إلى 2,9% سنة 2018. مستفيدا من الإصلاحات الضريبية التي تم اعتمادها. وبعد تلاشي آثار هذه الإصلاحات وتواصل عملية إعادة السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى طبيعتها. يرتقب أن يتباطأ النمو إلى 2,1% سنة 2019 وإلى 1,8% سنة 2020. وبالموازاة مع ذلك. يرتقب أن تتواصل متانة سوق الشغل. مع بقاء معدلات البطالة في مستوى متدن. أما في منطقة الأورو. فمن المتوقع أن يفقد الاقتصاد قوته. مع تباطؤ النمو من 2,5% سنة 2017 إلى 1,9% سنة 2018. ثم إلى 1,7% في المتوسط ما بين 2019 و2020. وموازاة مع ذلك. يرجح أن تبقى الأوضاع في سوق الشغل مواتية. مع انخفاض نسبة البطالة إلى حوالي 8% في نهاية أفق التوقع.

وعلى مستوى أبرز البلدان الصاعدة. يرجح أن يتواصل تباطؤ النمو في الصين. بفعل تأثير سياسة إعادة التوازن لاقتصاده. لكن بوتيرة معتدلة بفضل التوجه التيسيري للسياسات النقدية والمالية. وفي الهند. بالرغم من اعتداله مقارنة بسنة 2018. ينتظر أن يبقى النمو قويا. مدعوما على الخصوص بقوة الطلب الداخلي.

رسم بياني 2.7: النمو في الولايات المتحدة



رسم بياني 1.7: النمو في منطقة الأورو



المصدر: نموذج التوقعات العالمية<sup>1</sup> نونبر 2018.

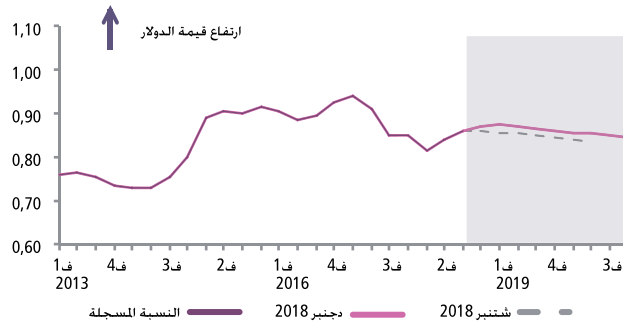
### ارتفاع قيمة الدولار مقابل الأورو على المدى المتوسط

من المرجح أن يواصل الأورو على المدى المتوسط منحاه التنافلي مقابل الدولار الذي بدأ في أبريل 2018. متأثرا باعتدال توقعات النمو. وبعدم استقرار السياسة النقدية في منطقة الأورو. من جهة. وتواصل ارتفاع أسعار الفائدة للاحتياطي الفيدرالي. وتزايد تفادي المخاطر المرتبط بتصاعد حدة التوترات التجارية. من جهة ثانية. ويرتقب أن يبلغ 1,15 دولار في المتوسط سنة 201. بعد 1,18 دولار سنة 2018. قيل أن يرتفع بشكل طفيف سنة 2020.

وبالموازاة مع ذلك. ستواصل البنوك المركزية لأبرز البلدان المتقدمة عملية إعادة سياساتها النقدية إلى طبيعتها. وإن بوتيرات مختلفة. وبشكل خاص. أكد البنك المركزي الأوروبي بقاء أسعار الفائدة في مستوياتها الحالية على الأقل إلى غاية صيف سنة 2019. مؤكدا أيضا أن عمليات الشراء الصافية للأصول ستنتهي في دجنبر 2018. أما الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي فسيواصل الرفع التدريجي لأسعار فائدته الرئيسية وتقليص حصيلته.

<sup>1</sup> أنموذج التوقعات هو نموذج لتوقعات الاقتصاد العالمي وضعه صندوق النقد الدولي ومركز البحوث الاقتصادية وتطبيقاتها لفائدة شبكة من البنوك المركزية والهيئات الدولية.

رسم بياني 3.7: سعر صرف الدولار مقابل الأورو



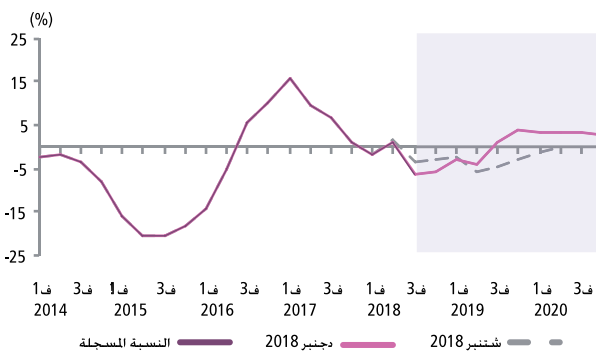
المصدر: نموذج التوقعات العالمية تونبر 2018.

### انخفاض أسعار المنتجات الطاقية على المدى المتوسط

على خلفية تنامي مخاطر اضطراب العرض على الصعيد العالمي، عرفت أسعار المنتجات الطاقية تقلبا كبيرا سنة 2018. فبعد أن بلغ سعر البرنت في بداية أكتوبر أعلى مستوى له منذ سنة 2014، اتخذ منحى تنازليا ويرتقب أن يصل مع نهاية السنة إلى متوسط قدره 72,2 دولار للبرميل. ومع تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي، على الخصوص، من المرجح أن ينخفض سعر البرنت إلى 65,7 دولار للبرميل سنة 2019، ثم إلى 63,9 دولار للبرميل سنة 2020. ومن جهة أخرى، وأمام تزايد الطلب، ارتفعت أسعار الفوسفات ثنائي الأمونيак والفوسفات الثلاثي الممتاز بشكل محسوس. وينتظر أن تبلغ في نهاية السنة إلى مستويات قريبة من تلك المسجلة حاليا. أي بارتفاع قدره 23,8% و20% على التوالي بالمقارنة مع سنة 2017. ويرتقب أن تتباطأ وتيرة نمو هذه الأسعار على المدى المتوسط. نظرا لتوقع طاقات إنتاجية جديدة لاسيما في المغرب وفي المملكة العربية السعودية. ومن جانب آخر، يرجح أن تشهد الأسعار العالمية للمنتجات الغذائية تراجعاً بواقع 3,2% سنة 2018، بعد ارتفاعها بمقدار 8,1% سنة 2017، بل أن ترتفع تدريجيا على المدى المتوسط.

وفي ظل هذه الظروف، يرجح أن ينتقل التضخم في منطقة الأورو من 1,5% سنة 2017 إلى 1,8% سنة 2018. مدفوعا بشكل جزئي بارتفاع أسعار المنتجات الطاقية. ويرتقب أن يتراجع إلى 1,5% سنة 2019 وإلى 1,4% سنة 2020. مبتعدا بذلك عن الهدف المحدد من طرف البنك المركزي الأوروبي. وفي الولايات المتحدة، ينتظر أن يتسارع التضخم من 2,1% سنة 2017 إلى 2,5% سنة 2018، مدعوما بتحسّن الطلب الداخلي وارتفاع أسعار المنتجات الطاقية. ويرجح أن يبقى قريبا من الهدف المحدد من طرف الاحتياطي الفيدرالي على المدى المتوسط. مسجلا 2,2% سنة 2019 و2,4% سنة 2020.

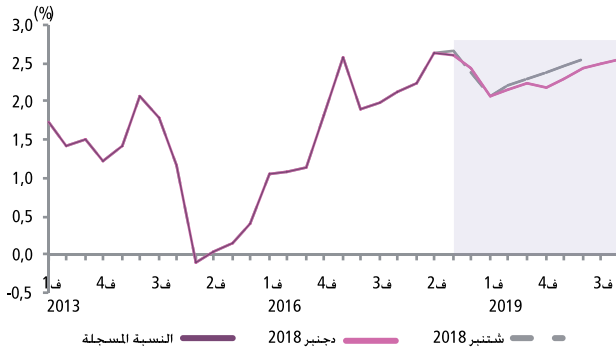
رسم بياني 5.7: سعر النفط الخام



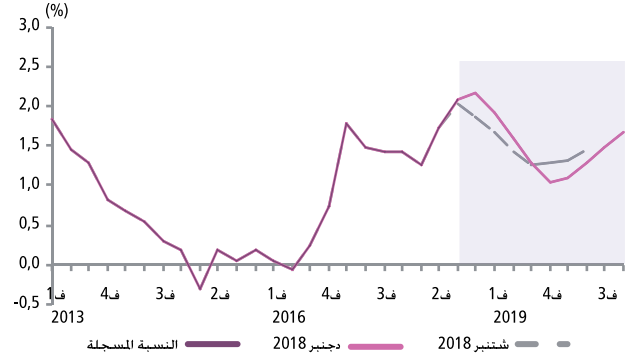
رسم بياني 4.7: مؤشر أسعار السلع الأساسية الغذائية (على أساس سنوي)



رسم بياني 7.7 : التضخم في الولايات المتحدة



رسم بياني 6.7 : التضخم في منطقة الأورو



المصدر: نموذج التوقعات العالمية نونبر 2018.

## إنتاج الحبوب يبلغ 103 مليون قنطار سنة 2018، وتوقع موسمين فلاحيين عاديين سنتي 2019 و2020

على الصعيد الوطني، بلغ إنتاج الحبوب خلال الموسم الفلاحي 2017-2018، 103 مليون قنطار، مقابل 95,6 مليون قنطار في الموسم السابق. وبالنسبة لباقي الزراعات، تشير آخر البيانات المتوفرة بشكل خاص إلى تراجع إنتاج الحوامض بنسبة 3,7%، وارتفاع إنتاج زراعات السكر بنسبة 3,6%، والبواكر بواقع 1,5%، وأشجار الزيتون بنسبة 50,3%. وفي ما يتعلق بتربية المواشي، سجلت ارتفاعات قدرها 13% بالنسبة لإنتاج اللحوم البيضاء و7% بالنسبة لإنتاج اللحوم الحمراء.

وعلى المدى المتوسط، وعلى أساس النتائج المحققة خلال العشر سنوات الأخيرة، تتعلق فرضية موسم فلاحي عادي بمحصول حبوب قدره 80 مليون قنطار، عوض 70 مليون قنطار.

بقاء عجز الميزانية في مستوى يفوق 3% من الناتج الداخلي الإجمالي على المدى المتوسط

أظهر تخمين التوقعات المالية التي تم إعدادها في شنتبر توقع استقرار العجز في 3,7% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2018.

وبالنسبة لسنة 2019، تم تعديل التوقعات المالية كي تأخذ في الاعتبار معطيات مشروع قانون المالية لسنة 2019. حيث تمت مراجعة العجز المالي نحو الارتفاع إلى 3,8% من الناتج الداخلي الإجمالي مقابل 3,3% التي كانت متوقعة في شنتبر. أخذاً في الاعتبار برمجة نفقات تسيير أكبر ما كان مرتقبا، كما ينتظر أن ترتفع تكاليف المقاصة بفعل تأثير الفرضيات الجديدة المتعلقة بأسعار النفط وأسعار الصرف. وتشمل هذه التوقعات أيضا التوقعات الجديدة لبنك المغرب بخصوص النمو الاقتصادي.

وفي سنة 2020، من المرتقب أن يتراجع العجز إلى 3,6% من الناتج الداخلي الإجمالي، مدعوماً بالمجهود المتواصل لتعبئة الموارد.



## التوقعات الاقتصادية الكلية 2.7

تفاقم عجز الحساب الجاري سنة 2018 وتحسنه على المدى المتوسط

من المتوقع أن يبلغ عجز الحساب الجاري مع نهاية السنة 4,4% من الناتج الداخلي الإجمالي مقابل 3,6% سنة 2017. ارتباطا بالأساس بارتفاع الفاتورة الطاقية. وعلى المدى المتوسط. يرجح أن يتراجع العجز إلى 3,7% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2019. وإلى 3,2% سنة 2020. ليعكس بالخصوص تراجع واردات المنتجات الطاقية وتسارع وتيرة نمو مبيعات قطاع صناعة السيارات.

وفي سنة 2018. يرتقب أن تتواصل دينامية صادرات السلع. محققة ارتفاعا بواقع 9,6%. نتيجة بالأساس لتسارع وتيرة نمو مبيعات قطاع صناعة السيارات. وبدرجة أقل. بارتفاع صادرات الفوسفات ومشتقاته. وبالموازاة مع ذلك. من المرجح أن تتزايد الواردات بنسبة 8,5%. بعد 6,7% سنة 2017. نتيجة بالخصوص لارتفاع الفاتورة الطاقية ونمو مقتنيات سلع التجهيز. وفي ما يتعلق بعائدات الأسفار وحويلات المغاربة المقيمين في الخارج. فمن المنتظر أن تسجل في نهاية السنة انخفاضا قدره 1,3% و1,8% على التوالي.

وعلى المدى المتوسط. من المرجح أن تحافظ الصادرات على وتيرة معتدلة. ارتباطا على الخصوص بالارتفاع المرتقب لمبيعات قطاع صناعة السيارات. ومن جانب آخر. ينتظر أن يتباطأ نمو الواردات. مع تسجيل انخفاض بالخصوص للفاتورة الطاقية. أما عائدات الأسفار وحويلات المغاربة المقيمين في الخارج. فمن المتوقع أن تتأخر حوالي 4% داخل أفق التوقع.

وبخصوص الهبات الصادرة عن دول مجلس التعاون الخليجي. يتوقع أن تبلغ 4,8 مليار سنة 2018 و2 مليار سنة 2019. أما بالنسبة للاستثمارات الأجنبية المباشرة. فمن المنتظر أن تبلغ مع نهاية السنة 4,1% من الناتج الداخلي الإجمالي. و3,4% من الناتج الداخلي الإجمالي خلال الفترة المتبقية من أفق التوقع.

وفي ظل هذه الظروف. من المرجح أن تبلغ الاحتياطيات الدولية الصافية 230,4 مليار درهم مع متم دجنبر. قبل أن تصل إلى 239 مليار سنة 2019 وتراجع إلى 235,7 سنة 2020. ويرتقب أن تبلغ تغطية الصادرات للواردات 5 أشهر و3 أيام في نهاية دجنبر. و5 أشهر ويومين سنة 2019. ثم 5 أشهر في أفق سنة 2020.

جدول 1.7 : المكونات الرئيسية لميزان الأداءات

الفارق (شنتبر/دجنبر)		النسب المتوقعة			النسب المسجلة						
2019	2018	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
-0,1	1,4	7,8	6,6	9,6	10,3	3,5	8,6	8,3	0,3	5,7	صادرات السلع * (التغير%)
-0,9	1,2	3,5	2,5	8,5	6,7	10,3	-4,9	2,0	-0,8	8,2	واردات السلع * (التغير%)
-0,4	-1,8	4,0	3,6	-1,3	12,3	5,0	-1,4	7,7	-0,4	-1,8	عائدات الأسفار (التغير%)
-0,1	-2,8	4,4	4,0	-1,8	5,3	4,0	4,8	-0,8	-1,5	0,6	التحويلات الخاصة (التغير%)
<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>-3,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>-6,0</b>	<b>-7,7</b>	<b>-9,5</b>	رصيد الحساب الجاري (% من الناتج الداخلي الإجمالي)
<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,4</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	الاحتياطيات الدولية الصافية بعدد الأشهر من واردات السلع والخدمات

\* من منظور التجارة الخارجية

المصدر: مكتب الصرف وتوقعات بنك المغرب.

أوضاع نقدية ملائمة إجمالاً واستمرار اعتدال وتيرة القروض الممنوحة للقطاع غير المالي

من المتوقع أن يبقى سعر الصرف الفعلي الحقيقي مستقرًا خلال سنة 2018. وهو تطور يعكس شبه استقرار مستواه بالقيمة الإسمية وارتفاع التضخم الداخلي إلى مستوى قريب من ذلك المسجل لدى الشركاء والمنافسين. وقد تم تعديل

توقع نموه نحو الارتفاع. أخذاً في الاعتبار بالأساس تراجع عملات بعض الاقتصادات الصاعدة بقدر أكبر مما كان مرتقباً. ومنتظر أن يرتفع سعر الصرف الفعلي الحقيقي سنة 2019. نظراً لأن فارق التضخم لفائدة المغرب لن يعوض إلا جزئياً الارتفاع المنتظر للدرهم لاسيما مقابل الأورو ومقابل عملات بعض البلدان الصاعدة. وفي سنة 2020. ومع فرضية ارتفاع سعر صرف الأورو. ينتظر أن يعرف سعر الصرف الفعلي الحقيقي تراجعاً طفيفاً.

وأخذاً في الاعتبار التوقعات الخاصة بالاحتياطيات الدولية الصافية وبالعملة الائتمانية. يرجح أن يتزايد عجز السيولة إلى 69,7 مليار درهم في متم سنة 2018. وإلى 72,1 مليار درهم مع نهاية سنة 2019. وإلى 86,2 مليار في نهاية سنة 2020. أما بالنسبة للإقراض البنكي للقطاع غير المالي. فيرتقب أن يتزايد بنسبة 3,5% سنة 2018. وإلى 3,3% سنة 2019. وإلى 4,3% سنة 2020. وفي ظل هذه الظروف. وأخذاً في الاعتبار تطور باقي مقابلات الكتلة النقدية. من المتوقع أن يتباطأ نمو المجمع النقدي م3 إلى 3,4% سنة 2018 قبل أن يتسارع إلى 3,9% سنة 2019. ثم يتراجع إلى 3,6% سنة 2020.

جدول 2.7: توقعات نمو الكتلة النقدية والائتمان البنكي

الفارق (شتنبر/دجنبر)		النسب المتوقعة			النسب المسجلة				
2019	2018	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	
-1,2	-0,5	4,3	3,3	3,5	3,8	3,9	0,3	3,8	القروض البنكية للقطاع غير المالي (التغير%)
-0,9	-0,3	3,6	3,9	3,4	5,5	4,7	5,7	6,2	المجمع م3 (التغير%)
-15,7	-12,8	-86,2	-72,1	-69,7	-40,9	-14,7	-16,5	-40,6	فائض أو عجز السيولة. بملابير الدراهم

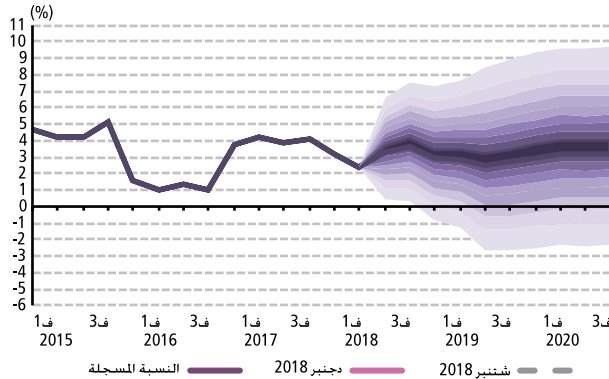
### استمرار الانتعاش البطيء للأنشطة غير الفلاحية

بفضل تحقيق موسم فلاحى جيد للسنة الثانية على التوالي. من المرجح أن يبلغ النمو الوطني 3,3% سنة 2018 بعد 4,1% سنة 2017. ويشمل هذا التطور تباطؤ نمو القيمة المضافة الفلاحية من 15,4% إلى 4,6%. واستمرار انتعاش الأنشطة غير الفلاحية التي ستنتقل قيمتها المضافة من 2,7% إلى 3,1%. وقد تمت مراجعة هذه التوقعات نحو الانخفاض مقارنة بتوقع شتنبر. وبالفعل. تطورت القيمة المضافة الفلاحية بقدر أقل مما كان مرتقباً. وبالإضافة إلى ذلك. تشير البيانات الخاصة بالنصف الأول من السنة والمؤشرات عالية التردد إلى انتعاش أبطأ للأنشطة غير الفلاحية.

وبالنسبة للطلب. من المرجح أن يؤدي تباطؤ النمو إلى تراجع المساهمة الإيجابية لمكونه الداخلي. وخاصة نمو استهلاك الأسر والاستثمار. ومن جانبها. يرتقب أن تكون مساهمة الصادرات الصافية في النمو سلبية. إذ سيعوض اعتدال وتيرة نمو الصادرات. بعد تسجيلها ارتفاعاً ملحوظاً سنة 2017. بشكل كبير التباطؤ المرتقب للواردات.

ويرتقب أن يتباطأ النمو إلى 3,1% سنة 2019 قبل أن يتسارع إلى 3,6% في 2020. كما ينتظر أن تنخفض القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 0,8% سنة 2019. وأن تسجل نمواً بواقع 3,3% سنة 2020. مع فرضية تحقيق مواسم فلاحية عادية. فيما يرجح أن تواصل الأنشطة غير الفلاحية تحسنها مع نمو قيمتها المضافة بنسبة 3,5% و3,8% على التوالي. وبالنسبة للطلب. نتيجة لتطور المداخل الفلاحية. ينتظر أن يتراجع استهلاك الأسر بشكل طفيف سنة 2019 قبل أن ينتعش في سنة 2020. وبالمثل. يتوقع أن يتحسن الاستثمار تدريجياً داخل أفق التوقع. وخلافاً لذلك. من المرجح أن تتسارع وتيرة نمو استهلاك الإدارات العمومية سنة 2019. كما تشير إلى ذلك الزيادة في نفقات التسيير المبرمجة في مشروع قانون المالية لسنة 2019. قبل أن تعرف تباطؤاً طفيفاً سنة 2020. وبالموازاة مع ذلك. يرتقب أن تحافظ الصادرات الصافية على مساهمة سلبية في النمو على المدى المتوسط. إذ ينتظر أن تتباطأ وتيرة نمو الصادرات سنة 2019 قبل أن تتحسن سنة 2020. ومن جانبها. يرجح أن تعرف الواردات تباطؤاً سنة 2019. يعكس التراجع المرتقب للطلب الداخلي. قبل أن تستعيد ديناميتها في سنة 2020.

رسم بياني 8.7: توقعات النمو في أفق التوقع، على أساس سنوي (ف3-2018/ف4-2020)\*



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

جدول 3.7: النمو الإقتصادي (%)

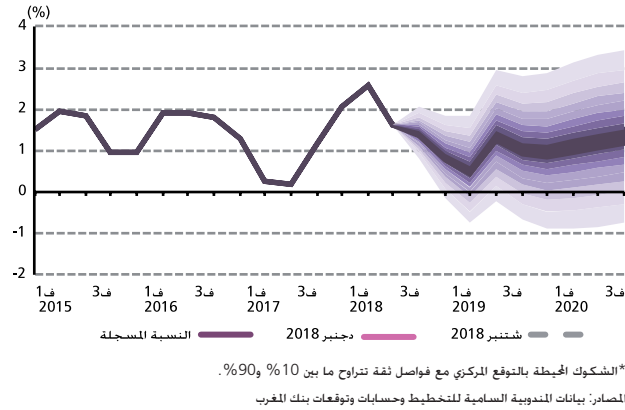
الفارق (شتنبر/دجنبر)		النسب المتوقعة			النسب المسجلة				
2019	2018	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	
0,0	-0,2	3,6	3,1	3,3	4,1	1,1	4,5	2,7	النمو الوطني
0,8	-0,5	3,3	-0,8	4,6	15,4	-13,7	11,9	-2,2	القيمة المضافة الفلاحية
-0,2	-0,2	3,8	3,5	3,1	2,7	2,2	1,8	2,7	القيمة المضافة غير الفلاحي
-1,1	-0,9	3,0	2,8	2,9	2,8	8,8	18,1	9,7	الضرائب على المنتوجات دون احتساب الدعم

المصدر: بيانات التدوينة السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب

### بقاء التضخم في مستويات معتدلة على المدى المتوسط، بعد تسارعه المرتقب سنة 2018.

بعد أن بلغ التضخم 0,7% سنة 2017، يرجح أن يتسارع إلى 2% سنة 2018. وهو نفس المعدل تقريبا الذي كان متوقعا في شهر شتنبر. ويعكس هذا التطور ارتفاعا واضحا لأسعار بعض المنتجات المستثناة من مكونه الأساسي، الذي يرتقب أن يشهد تباطؤا من 1,3% إلى 1,1%. تماشيا بالخصوص مع الانخفاض المرتقب للطلب الداخلي. وحسب المكونات، يتوقع أن تسجل أسعار المنتجات المقننة ارتفاعا واضحا. يعكس تزايد الضريبة الداخلية على الاستهلاك المفروضة على التبغ الأسود وواجبات التنبر. كما ينتظر ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمنة، بعد انخفاضها في السنة السابقة. وذلك بسبب تراجع الطلب على بعض المنتجات خلال النصف الأول من السنة. ويرتقب أيضا تواصل ارتفاع أسعار المحروقات وزيوت التشحيم، بالرغم من تباطؤه بالمقارنة مع سنة 2017. انسجاما مع النتائج المحققة خلال العشرة الأولى من السنة.

رسم بياني 9.7 : توقعات التضخم خلال أفق التوقع  
(ف4/2018-2020)\*



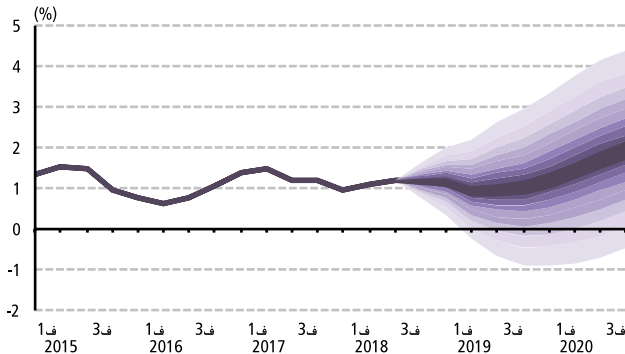
جدول 4.7 : التضخم

الفارق (شنتمبر/دجنبر)	النسب المتوقعة					النسب المسجلة				
	2019	2018	أفق 8 فصول	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
-0,2	-0,1	1,1	1,2	1,0	2,0	0,7	1,6	1,6	0,4	التضخم
-0,1	0,1	1,2	1,6	1,0	1,1	1,3	0,8	1,4	1,2	التضخم الأساسي

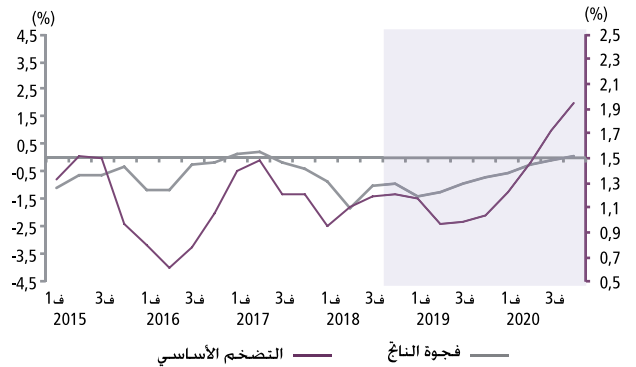
المصدر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب

وعلى المدى المتوسط، من المرجح أن يبقى التضخم معتدلاً عند 1,1% في المتوسط ما بين 2019 و2020. ما يعكس اندثار آثار ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية وانخفاض أسعار المحروقات وزيوت التشحيم، اعتباراً للتطورات المرتقبة للأسعار العالمية للنفط وسعر الصرف. وعلى نفس المنوال، وبالرغم من تباطؤها، يرجح أن ترتفع أسعار المنتجات المقننة، وهو تطور يعكس بالأساس الآثار المترتبة عن الإجراءات المبرجة في مشروع قانون المالية لسنة 2019. أما التضخم الأساسي، فينتظر أن يبقى في مستوى معتدل خلال سنة 2019، ارتباطاً بالأساس بالتباطؤ المرتقب للطلب الداخلي ولاارتفاع سعر الصرف الفعلي الحقيقي. وفي سنة 2020، يرجح أن يتسارع تدريجياً ليصل إلى 1,6%. ليعكس بالخصوص الانتهاء التدريجي للدورة السلبية للطلب الداخلي.

رسم بياني 11.7 : توقعات التضخم الأساسي خلال أفق التوقع  
(ف4/2018-2020)\*



رسم بياني 10.7 : تطور التضخم الأساسي وفجوة الناتج



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

## 3.7 ميزان المخاطر

يأتي هذا التوقع في سياق يتسم بالعديد من المخاطر التي قد تؤثر في حال تحقيقها. على التوقع المركزي، سواء بالارتفاع أو بالانخفاض.

وبشكل خاص، تبقى التوقعات الخاصة بالاحتياطيات الدولية الصافية رهينة على الخصوص بتحصيل الهيئات الصادرة عن مجلس التعاون الخليجي، وبالتدفقات من الخزينة نحو الخارج. ومن جانبها، تظل التوقعات الخاصة بالعجز المالي مرتبطة بنتائج الحوار الاجتماعي الذي بدأ منذ عدة شهور، والذي سيؤثر كذلك على تطورات التضخم والنمو. كما أن هذه الأخيرة مرتبطة بدورها بتطور أسعار النفط والنشاط الاقتصادي لدى أبرز البلدان الشريكة، والتي تحيط بها أيضا العديد من الشكوك المرتبطة على الخصوص بتنامي السياسة الحمائية، والتوترات السياسية والجيوسياسية، وطرق تنفيذ خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي التي لم تتضح بعد، وتزايد الضغوط على الأسواق المالية الصاعدة.

وختاما، فإن من شأن فارق كبير في المحصول الفلاحي بالمقارنة مع الفرضية المركزية، أن يؤثر على النمو، وبدرجة أقل، على باقي المتغيرات المرتقبة.

## لائحة الرسوم البيانية

15	: تطور بعض المؤشرات المرتفعة الوتيرة بالولايات المتحدة ومنطقة الأورو	رسم بياني 1.1
16	: تطور مؤشرات أسواق البورصة الرئيسية في الاقتصادات المتقدمة	رسم بياني 2.1
16	: تطور مؤشري VIX و VSTOXX	رسم بياني 3.1
17	: آفاق النمو والمالية العمومية حسب المفوضية الأوروبية والحكومة الإيطالية	رسم بياني 1.1.1
17	: الفارق بين نسب عائدات سندات الاقتراض لمدة 10 سنوات في إيطاليا وألمانيا	رسم بياني 2.1.1
18	: تطور عائدات السندات الحكومية لأجل 10 سنوات	رسم بياني 4.1
18	: تطور الائتمان في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو	رسم بياني 5.1
18	: تطور سعر صرف الأورو مقابل الدولار	رسم بياني 6.1
19	: الأسعار الدولية للنفط بالدولار	رسم بياني 7.1
19	: تطور مؤشرات Dow Jones- UBS الخاصة بأسعار السلع الأساسية غير الطاقية	رسم بياني 8.1
20	: تطور الأسعار الدولية للفوسفات ومشتقاته	رسم بياني 9.1
20	: تطور التضخم في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو	رسم بياني 10.1
23	: تطور صادرات قطاع السيارات إلى نهاية نونبر	رسم بياني 1.2
24	: تطور مداخيل الأسفار	رسم بياني 2.2
24	: تطور تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج	رسم بياني 3.2
25	: تطور سعر الفائدة ما بين البنوك	رسم بياني 1.3
26	: بنية أسعار الفائدة في السوق الثانوية حسب آجال الاستحقاق	رسم بياني 2.3
26	: تغير تكلفة تمويل البنوك	رسم بياني 3.3
27	: تطور سعر صرف الدرهم	رسم بياني 4.3
27	: تطور أسعار الصرف الفعلية الإسمية والحقيقية	رسم بياني 5.3
27	: الفارق النقدي	رسم بياني 6.3
28	: مساهمات المقابلات الرئيسية في تغير الكتلة النقدية	رسم بياني 7.3
28	: تغير الائتمان على أساس سنوي	رسم بياني 8.3
28	: مساهمة القطاعات المؤسساتية في تغير الائتمان	رسم بياني 9.3
29	: تطور العرض والطلب	رسم بياني 10.3
29	: التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع لأجل	رسم بياني 11.3
30	: تطور مؤشر أسعار الأصول العقارية و عدد المعاملات العقارية	رسم بياني 12.3
30	: التطور اليومي لمؤشر مازي	رسم بياني 13.3
30	: تطور المؤشرات القطاعية في الفصل الثالث من سنة 2018	رسم بياني 14.3
31	: تطور المبلغ الجاري لسندات الخزينة	رسم بياني 15.3
31	: تطور المبلغ الجاري لسندات الاقتراض حسب جهات الإصدار	رسم بياني 16.3
33	: إنجازات المداخيل العمومية الرئيسية بالنسبة لقانون المالية	رسم بياني 1.4

33.....	: تنفيذ النفقات مقارنة بقانون المالية.....	رسم بياني 2.4
34.....	: بنية النفقات العادية.....	رسم بياني 3.4
34.....	: نفقات الاستثمار المتراكمة من يناير إلى أكتوبر.....	رسم بياني 4.4
34.....	: رصيد الميزانية المتراكم من يناير إلى أكتوبر.....	رسم بياني 5.4
35.....	: رصيد الميزانية والتمويل المتراكم من يناير إلى أكتوبر.....	رسم بياني 6.4
35.....	: مديونية الخزينة.....	رسم بياني 7.4
36.....	: تطور نفقات الاستهلاك النهائي الوطني.....	رسم بياني 1.5
37.....	: الناتج الداخلي الإجمالي حسب المكونات.....	رسم بياني 2.5
38.....	: مساهمات فروع النشاط في النمو.....	رسم بياني 3.5
38.....	: تطور عدد مناصب الشغل المحدثة حسب القطاعات.....	رسم بياني 4.5
39.....	: مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص.....	رسم بياني 5.5
39.....	: الحد الأدنى للأجور بالساعة.....	رسم بياني 6.5
39.....	: فجوة الناتج الإجمالي.....	رسم بياني 7.5
40.....	: التضخم والتضخم الأساسي.....	رسم بياني 1.6
41.....	: مساهمات أسعار المكونات الرئيسية في التضخم.....	رسم بياني 2.6
41.....	: تطور الأسعار الدولية للبرنت ومؤشر أسعار المحروقات وزيوت التشحيم.....	رسم بياني 3.6
41.....	: تطور مؤشرات أسعار السلع التجارية وغير التجارية.....	رسم بياني 4.6
42.....	: مساهمة السلع التجارية وغير التجارية في التضخم الأساسي.....	رسم بياني 5.6
42.....	: النسبة المتوقعة للتضخم على المدى القصير والنسبة المسجلة.....	رسم بياني 6.6
42.....	: توقعات أرباب المقاولات بشأن تطور التضخم خلال الأشهر الثلاثة المقبلة.....	رسم بياني 7.6
43.....	: توقعات خبراء القطاع المالي بشأن التضخم.....	رسم بياني 8.6
43.....	: العناصر المحددة للتطور المستقبلي للتضخم حسب توقعات خبراء القطاع المالي.....	رسم بياني 9.6
43.....	: تطور المؤشرات الرئيسية لأسعار الإنتاج الصناعي.....	رسم بياني 10.6
46.....	: النمو في منطقة الأورو.....	رسم بياني 1.7
46.....	: النمو في الولايات المتحدة.....	رسم بياني 2.7
47.....	: سعر صرف الدولار مقابل الأورو.....	رسم بياني 3.7
47.....	: مؤشر أسعار السلع الأساسية الغذائية.....	رسم بياني 4.7
47.....	: سعر النفط الخام.....	رسم بياني 5.7
48.....	: التضخم في منطقة الأورو.....	رسم بياني 6.7
48.....	: التضخم في الولايات المتحدة.....	رسم بياني 7.7
51.....	: توقعات النمو في أفق التوقع. على أساس سنوي (ف3-2018/ف4-2020).....	رسم بياني 8.7
52.....	: توقعات التضخم خلال أفق التوقع (ف4-2018/ف4-2020).....	رسم بياني 9.7
52.....	: تطور التضخم الأساسي وفجوة الناتج.....	رسم بياني 10.7
52.....	: توقعات التضخم الأساسي خلال أفق التوقع (ف4-2018/ف4-2020).....	رسم بياني 11.7

## لائحة الجداول

14.....	: النمط الفصلي للنمو .....	جدول 1.1
15.....	: تطور نسبة البطالة .....	جدول 2.1
20.....	: التطور الأخير للتضخم في أبرز البلدان المتقدمة .....	جدول 3.1
22.....	: تطور الصادرات .....	جدول 1.2
23.....	: تطور الواردات .....	جدول 2.2
25.....	: تطور أسعار الفائدة على سندات الخزينة في السوق الأولية.....	جدول 1.3
32.....	: تطور المداخيل العادية .....	جدول 1.4
33.....	: تطور وتنفيذ النفقات العمومية .....	جدول 2.4
34.....	: تمويل العجز.....	جدول 3.4
35.....	: تطور آفاق مديونية الخزينة.....	جدول 4.4
39.....	: تطور المؤشرات الرئيسية لسوق الشغل .....	جدول 1.5
40.....	: تطور التضخم ومكوناته .....	جدول 1.6
50.....	: توقعات نمو الكتلة النقدية والائتمان البنكي.....	جدول 2.7
51.....	: النمو الإقتصادي .....	جدول 3.7
52.....	: التضخم.....	جدول 4.7

## لائحة الإطارات

16.....	: الخلاف حول الميزانية الإيطالية لسنة 2019 .....	إطار 1.1
21.....	: تأثير الضغوط التجارية على السلع الأساسية.....	إطار 2.1