



# تقرير حول السياسة النقدية

عدد 2025 / 75

وثيقة مقدمة مجلس البنك المنعقد في  
24 يونيو 2025

الإيداع القانوني : 0033/2025

بنك المغرب  
الادارة المركزية  
277 شارع محمد الخامس - ص. ب. 445 - الرباط  
الهاتف : 05 / 537 57 41 45 (212)  
الفاكس : 11 / 537 57 41 11 (212)  
البريد الإلكتروني : dee@bkam.ma  
[www.bkam.ma](http://www.bkam.ma)

 @BankAlMaghrib

# المحتويات

5	مقدمة
6	البلاغ الصحفي
9	نظرة عامة
15	1. التطورات الدولية
15	1.1 النشاط الاقتصادي والتشغيل
16	1.2 الأوضاع النقدية والمالية
19	1.3 أسعار السلع الأساسية والتضخم
21	2. الحسابات الخارجية
21	2.1 الميزان التجاري
23	2.2 باقي بنود ميزان المعاملات الجارية
24	2.3 الحساب المالي
25	3. النقد والائتمان وسوق الأصول
25	3.1 الأوضاع النقدية
29	3.2 أسعار الأصول
32	4. توجهات السياسة المالية
32	4.1 المداخيل العادلة
33	4.2 النفقات
35	4.3 العجز وتمويل الخزينة
37	5. الطلب والعرض وسوق الشغل
37	5.1 الطلب الداخلي
38	5.2 الطلب الخارجي
38	5.3 العرض الإجمالي
39	5.4 سوق الشغل والطاقات الإنتاجية
41	6. تطور التضخم في الفترة الأخيرة
41	6.1 تطور التضخم
43	6.2 آفاق التضخم على المدى القصير
44	6.3 توقعات التضخم
44	6.4 أسعار الإنتاج
45	7. الآفاق على المدى المتوسط
45	ملخص
47	7.1 الفرضيات الأساسية
50	7.2 التوقعات الاقتصادية الكلية
55	7.3 ميزان المخاطر
56	لائحة الرسوم البيانية
57	لائحة الجداول

بنك المغرب

## تمهيد

طبقاً لمقتضيات المادة 6 من القانون رقم 40.17 المتعلق بالقانون الأساسي لبنك المغرب، الصادر بتنفيذه الظهير الشريف رقم 1.19.82 المؤرخ في 17 شوال 1440 هجرية (21 يونيو 2019)، «يحدد البنك السياسة النقدية ويسيرها بكل شفافية، في إطار السياسة الاقتصادية والمالية للحكومة. يعتبر الحفاظ على استقرار الأسعار الهدف الرئيسي للبنك».

ويمكن هذا الاستقرار من الحفاظ على القدرة الشرائية للمواطنين وتوفير الظروف الملائمة للاستثمار والنمو. ولا يقصد باستقرار الأسعار انعدام التضخم، بل بقاءه في مستوى معتدل ومستقر على المدى المتوسط. ولتحقيق هذه الأهداف، يتدخل البنك في السوق النقدية باستعمال الأدوات الملائمة، لاسيما سعر الفائدة الرئيسية والاحتياطي الإلزامي.

وتعكس قرارات السياسة النقدية على الاقتصاد خاصة من خلال تأثيراتها على أسعار الفائدة بمختلف الأسواق، وتوقعات الوحدات الاقتصادية وأسعار الأصول، التي يؤثر تغيرها على الطلب الإجمالي للسلع والخدمات، وبالتالي، على التضخم. ولأن هذه التأثيرات لا تظهر إلا بعد فترة معينة، فإن التوقعات تكتسي أهمية بالغة في صياغة واتخاذ القرار في مجال السياسة النقدية. ويقوم البنك بإعداد هذه التوقعات في أفق ثمانية فصول بناء على مقاربة تحليلية وتوقعية مدمجة، تتمحور حول نموذج مركزي للسياسة النقدية يتم تزويده واستكماله بمجموعة من النماذج الفرعية. ويتمثل النموذج المركزي للتوقع المعتمد في النموذج الكينيزي الجديد نصف البنوي، الذي يستند في الوقت ذاته إلى الأسس النظرية التي تبني عليها نماذج التوازن العام وإلى التعديل حسب البيانات المميزة للنماذج التجريبية.

وحرصاً على التقيد بالشفافية في ما يخص قرارات السياسة النقدية، يصدر البنك بлагаً صحيفياً على إثر الاجتماعات التي يعقدها مجلسه، كما ينظم السيد الوالي مؤتمراً صحيفياً يتطرق فيه إلى القرار الذي تم اتخاذه ويوضح الأسس التي يبني عليها هذا القرار. كما يعد البنك وينشر في موقعه الإلكتروني التقرير الفصلي حول السياسة النقدية الذي يتضمن مجموع التحليلات التي ترتكز عليها قرارات السياسة النقدية. بالإضافة إلى النظرة العامة التي ت تعرض بإيجاز للتطورات الاقتصادية، والنقدية والمالية الأخيرة، وكذا التوقعات الماكرو اقتصادية، يضم هذا التقرير جزأين. يتناول الجزء الأول التطورات الاقتصادية الأخيرة ويضم ستة فصول تمثل في (i) التطورات الدولية؛ (ii) الحسابات الخارجية؛ (iii) النقد، والائتمان وسوق الأصول؛ (iv) توجه السياسة المالية؛ (v) الطلب، والعرض وسوق الشغل؛ و(vi) التضخم. أما الجزء الثاني، فيستعرض آفاق الاقتصاد الوطني على المدى المتوسط، والمخاطر المحيطة بها وكذا أبرز الفرضيات الأساسية.

أعضاء مجلس بنك المغرب (المادة 26 من القانون الأساسي لبنك المغرب)

الوالي، رئيساً

المدير العام

مدیرة الخزينة والمالية الخارجية، ممثلة الوزارة المكلفة بالمالية

السيدة منى الشرقاوي

السيد محمد الدايري

السيدة نجاة المكاوي

السيد العربي الجعدي

السيد مصطفى موساوي

السيد فتح الله ولعلو

كما يحضر اجتماعات المجلس، مندوب الحكومة، طبقاً للمادة 41 من القانون الأساسي لبنك المغرب.

# البلاغ الصحفي

اجتماع مجلس بنك المغرب

الرباط، 24 يونيو 2025

- عقد مجلس بنك المغرب، يوم الثلاثاء 24 يونيو، اجتماعه الفصلي الثاني برسم سنة 2025.
- خلال هذا الاجتماع، تدارس المجلس وصادق في البداية على التقرير السنوي حول الوضعية الاقتصادية والنقدية والمالية للبلاد، وكذا حول أنشطة البنك برسم سنة 2024.
- كما اطلع على سير تفويض البرنامج الجديد لدعم التمويل البنكي للمقاولات الصغيرة جدا الذي تم إطلاقه في مارس الماضي وعلى مشروع الميثاق المخصص لهاته الفئة من المقاولات. وينص هذا الأخير بالخصوص على إعداد عرض ائتماني مناسب، وتبسيط الإجراءات، وتحسين آليات الضمان، وتوفير مواكبة غير مالية وآليات تتبع التنفيذ.
- وقام المجلس بعد ذلك بتحليل تطور الظرفية الاقتصادية الوطنية والدولية وتدارس التوقعات الماكرو اقتصادية لبنك المغرب على المدى المتوسط. فعلى الصعيد الدولي، سجل المجلس مستوى الاليقين الاستثنائي، الناجم بالخصوص عن السياسة التجارية الجديدة للولايات المتحدة الأمريكية وعن النزاعين في أوكرانيا والشرق الأوسط وكذا عن الحرب بين إسرائيل وإيران. وفي هذا السياق، يرتفب أن يواصل نمو الاقتصاد العالمي تباطؤه، ما من شأنه أن يدعم استمرار المنحى التنازلي للتضخم.
- وعلى المستوى الوطني، تشير المعطيات الأخيرة المتوفرة إلى تسارع ملحوظ لوتيرة النشاط في القطاع غير الفلاحي. ومن المتوقع أن تتواصل هذه الدينامية على المدى المتوسط، لاسيما بفضل الاستثمار في البنية التحتية، في إطار الجهود المبذولة من طرف بلدنا لتحفييف آثار التغير المناخي وللاستعداد لاحتضان فعاليات دولية كبيرة في أفق سنة 2030. ومن المرتفب أن يدعم هذا التحسن الملحظ في النمو غير الفلاحي الانتعاش الملحوظ لسوق الشغل المسجل خلال الفصول الأخيرة.
- وفيما يتعلق بالتضخم، فقد عرف تباطؤاً جد ملحوظ خلال الأشهر الأخيرة، حيث انتقل من 2% في المتوسط خلال الفصل الأول من هذه السنة إلى 0,7% في أبريل ثم إلى 0,4% في ماي. ويعكس هذا التطور بشكل رئيسي تراجع وتيرة ارتفاع أسعار المواد الغذائية، لاسيما أسعار «اللحوم الطيرية». وحسب توقعات بنك المغرب، سيئه التضخم سنة 2025 بمعدل قريب من 1% قبل أن يبلغ 1,8% في 2026، وسيشهد مكونه الأساسي تطوراً مماثلاً. وتبقى هذه الآفاق محاطة بشكوك قوية مرتبطة بالخصوص، على المستوى الخارجي، بالسياسات التجارية وبتداعيات النزاعات والتوترات الجيوسياسية، وعلى المستوى الداخلي، بتطور العرض من المواد الفلاحية.
- كما سجل المجلس استمرار تثبيت توقعات التضخم، حيث يرتفب خراء القطاع المالي، في الفصل الثاني من سنة 2025، بلوغ التضخم 2,3% في المتوسط في أفق 8 فصول و 2,5% في أفق 12 فصلاً.

8. وفيما يخص انتقال قراراته السابقة، يتواصل انخفاض أسعار الفائدة المطبقة على القروض البنكية المقدمة للقطاع غير المالي. وتشير المعطيات المتعلقة بالفصل الأول من سنة 2025 إلى تراجع تراكمي قدره 45 نقطة أساس منذ بداية التيسير النقدي في يونيو 2024.

9. وأخذًا بالاعتبار تطور التضخم في مستويات تتماشى مع هدف استقرار الأسعار على المدى المتوسط، والتتسارع الملحوظ للنمو غير الفلاحي، وتنبيه التوقعات، قرر المجلس، بالنظر إلى الشكوك القوية المحيطة بالآفاق، الإبقاء على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير في 2,25%. وسيواصل تتبع انتقال تخفيفاته الأخيرة لسعر الفائدة الرئيسي، لاسيما إلى شروط تمويل المقاولات الصغيرة جدا والصغرى والمتوسطة، وبناء قراراته المستقبلية خلال كل اجتماع على أحدث المعطيات المحيطة.

10. وفي الأسواق الدولية للمواد الأولية، تشير التوقعات المستندة إلى المعطيات المتوفرة إلى غاية نهاية شهر ماي إلى استمرار المعنوي التنازلي لأسعار النفط، محفزاً بزيادة الإنتاج من طرف دول منظمة أوبك +، وارتفاع المخزونات الأمريكية. ومن المرتقب أن ينخفض سعر البرنت على وجه الخصوص من 79,8 دولاراً للبرميل في المتوسط في سنة 2024 إلى 66,8 دولاراً في 2025 ثم إلى 64,8 دولاراً في 2026. وبالنسبة للفوسفات الخام المغربي، ستتحسن الأسعار، حسب توقعات الوحدة المكلفة بالابحاث حول المواد الأولية (Commodities Research Unit)، من 214 دولاراً للطن في 2024 إلى 206 دولارات في 2025 ثم إلى 183 دولاراً في 2026، بينما يرتقب أن تتجه أسعار مشتقاته نحو الارتفاع في 2025، ارتباطاً بتراجع العرض العالمي. هكذا، سيصل سعر الفوسفات الثنائي الأمونياك إلى 689 دولاراً للطن في 2025 قبل أن ينخفض إلى 678 دولاراً في 2026، وسيبلغ سعر الفوسفات الثلاثي الممتاز 540 دولاراً ثم 535 دولاراً. أما بالنسبة للمواد الغذائية، فيتوقع أن ينخفض بواقع 2% سنة 2024، من المتوقع أن يرتفع مؤشر منظمة الأغذية والزراعة بمعدل 4,4% في 2025 وبواقع 1% في 2026.

11. وفيما يتعلق بآفاق الاقتصاد العالمي، من المتوقع أن يتباطأ النمو من 3,2% في 2024 إلى 2,8% هذه السنة ثم إلى 2,6% في 2026. وفي الاقتصادات المتقدمة، يرتقب أن تتراجع وتيرة النمو في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 1,5% في 2025 قبل أن تتحسن بشكل طفيف إلى 1,7% في 2026، وأن تنحصر في منطقة الأورو في 1% ثم في 1,5% على التوالي. وعلى مستوى الدول الصاعدة الرئيسية، يتوقع أن يدعم الارتفاع الهم في صادرات الصين تحسيناً لتدحرج الأوضاع الجمركية النمو في 2025، ليصل إلى 4,9% قبل أن يتباطأ إلى 3,9% في 2026. أما في الهند، فيرتقب أن يظل الاقتصاد قوياً، مع نمو الناتج الداخلي الإجمالي من حيث الحجم بنسبة 7,4% ثم بواقع 6,2% على التوالي.

12. في ظل هذه الظروف، يتوقع أن يتواصل تباطؤ التضخم على المستوى العالمي في 2025، متراجعاً إلى 3% بدلاً من 3,7% سنة من قبل، ثم أن يرتفع بشكل طفيف إلى 3,2% في 2026. وفي الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، يرتقب أن يتباطأ إلى 2,2% في 2025 و2026 في منطقة الأورو، بينما من المتوقع أن يتراجع في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 2,8% في 2025 قبل أن يتتسارع إلى 3,3% في 2026، ارتباطاً بالأساس بالتعريفات الجمركية الجديدة للإدارة الأمريكية.

13. وفيما يتعلق بتوجه السياسات النقدية، قرر البنك المركزي الأوروبي، عقب اجتماعه المنعقد في 5 يونيو، خفض أسعار فائدته الثلاثة بما قدره 25 نقطة أساس للمرة السابعة على التوالي والثامنة منذ يونيو 2024. ومن جهةه، خلال اجتماعه المنعقد في 17 و18 يونيو، أبقى الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، للمرة الرابعة على التوالي، على النطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي دون تغيير في [4,50%-4,25%].

14. وعلى الصعيد الوطني، وحسب معطيات الحسابات الوطنية السنوية الصادرة عن المندوبية السامية للتخطيط، بلغ النمو الاقتصادي في 2024، وهي و蒂رة أسرع بكثير مما كانت تشير إليه البيانات الفصلية المتعلقة بنفس السنة. ووفقاً للتوقعات المحيينة لبنك المغرب، سيشهد النمو تسارعاً ملحوظاً هذه السنة ليصل إلى 64,6%， ثم سيستقر في 64,4% في 2026. ويرجح أن تزيد القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5% في 2025، أخذًا بالاعتبار محصول حبوب قدره 44 مليون قنطار حسب تقديرات وزارة الفلاحة، ثم بواقع 3,2% في 2026، بناءً على فرضية تحقيق إنتاج متوسط من الحبوب قدره 50 مليون قنطار. أما القطاعات غير الفلاحية، وبفضل الدينامية القوية للاستثمار في البنية التحتية على وجه الخصوص، فينتظر أن يناهز نموها 4,5% في 2025 .2026

15. وبخصوص الحسابات الخارجية، يرتفع أن تتعزز المبادرات التجارية على المدى المتوسط، مع بقاء الأثر المباشر للتعرفات الجمركية الأمريكية محدوداً. وهكذا، يتوقع أن تتنامي الصادرات بنسبة 5,1% في 2025 وبواقع 9% في 2026، مدفوعة على وجه الخصوص بارتفاع صادرات الفوسفاط ومشتقاته التي يرتفع أن تبلغ 106,7 مليار درهم في 2026. بمقابل، ونظراً للوضعية غير الملائمة للسوق الأوروبي، من المتوقع أن تشهد مبيعات صناعة السيارات شبه ركود في 2025، قبل أن تسجل انتعاشاً ملحوظاً في 2026، لتصل إلى 188 مليار درهم. وموازاة مع ذلك، ينتظر أن ترتفع الواردات بنسبة 5,1% هذه السنة وبواقع 7% في السنة الانتقالية، مدفوعة بالخصوص بزيادة مقتنيات سلع التجهيز، فيما يرتفع أن تنخفض الفاتورة الطاقية بشكل أكبر لتعود إلى 96 ملياراً في 2026. ومن جهة أخرى، يتوقع أن تستمر مداخيل الأسفار في تسجيل أداءات ملموسة لتصل إلى 128,4 ملياراً في 2026، فيما يتنتظر أن تواصل تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج تراجعها الملحوظ خلال الأشهر الأخيرة لتنهي السنة الجارية بانخفاض، قبل أن تتجه من جديد نحو الارتفاع لتبلغ في متم سنة 2026 حوالي 121 ملياراً. وفي ظل هذه الظروف، من المتوقع أن يظل عجز الحساب الجاري محدوداً وقريباً من 2% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2025 و2026. وفيما يتعلق بالاستثمارات الأجنبية المباشرة، من المرجح أن تحافظ على توجهها التصاعدي لتصل إلى ما يعادل 63,5% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2026. وفي المجمل، وأخذًا بالاعتبار بالخصوص التمويلات الخارجية للخزينة، يتوقع أن تتعزز الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 407 مليارات درهم مع متم 2025 ثم إلى 423,7 مليارات في نهاية 2026، أي ما يعادل تقريرًا 5 أشهر ونصف من واردات السلع والخدمات.

16. وعلى مستوى الأوضاع النقدية، يتوقع أن ينخفض عجز السيولة إلى 122,5 مليار درهم في نهاية 2025، قبل أن يتفاقم إلى 140 ملياراً في 2026. وبالنظر إلى التطور المرتقب في النشاط الاقتصادي وإلى توقعات القطاع البنكي، من المرجح أن يشهد الائتمان البنكي الممنوح للقطاع غير المالي تسارعاً قوياً مع نمو بأزيد من 6% في 2025 و2026، عوض متوسط قدره 2,7% خلال السنتين الماضيتين. وفيما يتعلق بسعر الصرف الفعلي الحقيقي، يرتفع أن يعرف شبه استقرار مع متم 2026، مع ارتفاع بنسبة 1,9% هذه السنة، يليه انخفاض بواقع 1,7% في 2026.

17. وفي مجال المالية العمومية، يشير تنفيذ الميزانية برسم الأشهر الأربعة الأولى من سنة 2025 إلى استمرار تحسين المداخيل العادلة التي ارتفعت بحوالي 17%， مدفوعة بزيادة العائدات الضريبية. وبموازاة ذلك، تزايدت النفقات الإجمالية بنسبة 23,6% نتيجة ارتفاع كل من النفقات العادلة ونفقات الاستثمار. وأخذًا بالاعتبار هذه التطورات ومتضيقات قانون المالية لسنة 2025 والبرمجة الميزانية 2025-2027، وكذا الاعتمادات الإضافية التي فتحتها الحكومة في أبريل، يتوقع بنك المغرب أن يظل عجز الميزانية، دون احتساب عائدات تفويت مساهمات الدولة، عند 3,9% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2025، قبل أن يتراجع إلى 3,4% في 2026.

# نظرة عامة

بعد «هبوط هادئ» سنة 2024، يواجه الاقتصاد العالمي منذ بداية شهر أبريل مستوى استثنائي من اللايقين، وخطر تباطؤ ملموس على إثر الإعلانات المتتالية للإدارة الأمريكية عن فرض تعريفات جمركية. وتمثلت علامات هذا التراجع بالخصوص في اضطراب سلاسل الإمداد وتقلب متزايد على مستوى الأسواق المالية. وفي ظل هذه الظروف، راجعت عدة مؤسسات دولية، ومن بينها صندوق النقد الدولي، ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية والبنك الدولي، توقعاتها الخاصة بالنمو على المدى المتوسط نحو الانخفاض، مشيرة إلى أن التأثير يبقى محاطاً بقدر كبير من الشكوك ومرتبطاً بالشكل النهائي للإجراءات الجمركية وبردود الفعل التي ستختلف لدبي باقي البلدان.

وتظهر أحدث معطيات الحسابات الوطنية المتاحة، وخاصة بالفصل الأول من سنة 2025، تباطؤ طفيفاً للنمو الاقتصادي على أساس سنوي في الولايات المتحدة إلى 2,1% بعد 2,5% في الفصل السابق. وفي منطقة الأورو، تسرعت وتيرة النشاط من 1,2% إلى 1,5%، مع تسجيل تباينات كبيرة بين الدول الأعضاء. فقد ظل النمو مستقراً عند 0,6% في فرنسا، وارتفع بقدر طفيف من 0,6% إلى 0,7% في إيطاليا، وتباطأ من 3,3% إلى 2,8% في إسبانيا، وفي ألمانيا، بقي الناتج الداخلي الإجمالي مستقراً من حيث الحجم بعد تقلص طفيف بواقع 0,2%. أما بالنسبة لباقي الاقتصادات المتقدمة، فقد تحسن النمو من 1,4% إلى 1,7% في اليابان، بينما تباطأ من 1,5% إلى 1,3% في المملكة المتحدة.

كذلك الاقتصادات الصاعدة، شهدت تطورات متباعدة، فقد ظلت وتيرة النشاط قوية في الهند عند 7,4%， مقابل 6,4% في الفصل السابق، وتباطأت من 3,6% إلى 2,9% في البرازيل، ومن 3% إلى 2% في تركيا، ومن 4,5% إلى 1,4% في روسيا، فيما بقيت مستقرة عند 5,4% في الصين.

وفي أسواق الشغل في الاقتصادات المتقدمة، ظلت الأوضاع إيجابية إجمالاً. وتظهر البيانات الخاصة بشهر ماي استقرار نسبة البطالة في الولايات المتحدة في 4,2%， موزاً مع إحداث 139 ألف منصب شغل، بعد 147 ألفاً في الشهر السابق. وفي منطقة الأورو، تباطأت هذه النسبة بقدر طفيف من 6,3% في مارس إلى 6,2% في شهر أبريل، مع تباينات بين الدول الأعضاء، حيث بقيت دون تغيير في إسبانيا عند 10,9% وفي ألمانيا عند 3,6%， وتراجعت إلى 5,9% في إيطاليا وإلى 7,1% في فرنسا.

وعلى مستوى الأسواق المالية، تواصل على العموم أداء أسواق البورصة في أبرز الاقتصادات المتقدمة المسجل في سنة 2024، طيلة الشهور الخمسة الأولى من سنة 2025. فقد ارتفع مؤشر Eurostoxx50 بنسبة 6,8%， ومؤشر FTSE 100 بنسبة 3,7%， بينما تراجع مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر نيكاي 225 بواقع 3,1% و4,8% على التوالي. وصاحب هذه التطورات تزايد كبير في العزوف عن المضاربة سواء في الأسواق المالية الأمريكية أو الأوروبية، مع ارتفاعات، مع تتم شهر ماي، إلى 19,2% بالنسبة لمؤشر VIX وإلى 20,3% بالنسبة لمؤشر VSTOXX، وبلغ ذروات قدرها 52,3 يومي 8 و7 أبريل، والتي شكلت على التوالي أعلى المستويات المسجلة منذ شهر يناير 2000 (جائحة كوفيد-19) ومنذ شهر مارس 2022 (بعد اندلاع الحرب في أوكرانيا). وفيما يتعلق بالاقتصادات الصاعدة، سجل مؤشر MSCI EM، خلال الشهور الخمسة الأولى من السنة الجارية، ارتفاعاً بنسبة 1,3%， ارتباطاً علىخصوص بتنامي المؤشر الفرعى الصيني.

وبالنسبة لأسواق السندات السيادية، عرفت عائدات السندات لأجل طويل، لاسيما السندات الأمريكية، تقلبات كبيرة خلال الشهور الخمسة الأولى من السنة الجارية، ارتباطاً بالمخاوف المتعلقة بوضعية المالية العمومية وبالشكوك القوية المحيطة بالسياسات التجارية. وهكذا، بلغت أسعار الفائدة على السندات لأجل 10 سنوات في شهر ماي 4,4% في المتوسط بالنسبة للولايات المتحدة، و2,6% في ألمانيا، و3,3% في فرنسا، و3,2% في إسبانيا، و3,6% في إيطاليا. وبالنسبة للاقتصادات الصاعدة الرئيسية، تراجعت هذه الأسعار إلى 1,7% في الصين، وإلى 1,1% في البرازيل، و6,3% في الهند، بينما ارتفعت إلى 31,5% في تركيا.

وفي أسواق الصرف، ارتفعت قيمة الأورو مقابل الدولار بنسبة 3,5% في نهاية الشهور الخمسة الأولى من السنة الحالية، ارتباطاً على الخصوص بالمخاوف المحيطة بالسياسيتين التجارية والمالية الأمريكية. وارتفعت قيمته أيضاً بنسبة 1,6% مقابلين الياباني وبواقع 0,1% إزاء الجنيه الإسترليني. وبخصوص عملات أهم الاقتصادات الصاعدة، فقد عرفت تطورات متباعدة مقابل الدولار، مع تراجع الرمغيني الصيني والريال البرازيلي، وارتفاع الروبية الهندية والليرة التركية.

وعلى مستوى أسواق المواد الأولية، سجل سعر البرنت انخفاضاً شهرياً نسبته 5,2% ليصل إلى 64,2 دولاراً للبرميل في شهر ماي، متراجعاً بواقع 21,7% على أساس سنوي، ارتباطاً على الخصوص بزيادة الإنتاج في الدول الأعضاء في أوبيك، وبالمخاوف المتعلقة بالطلب العالمي. ومن جانب آخر، تزايدت أسعار المنتجات غير الطاقية بنسبة 1%， مدفوعة على الخصوص بارتفاع أسعار المعادن والخامات وأسعار المنتجات الفلاحية. وبالمقارنة السنوية، انخفضت هذه الأسعار بنسبة 1,3%， نتيجةً بالأساس لتدني أسعار المعادن والخامات بنسبة 8,4%. وفيما يتعلق بالفوسفات ومشتقاته، تزايدت أسعار الفوسفات الثنائي الأمونياك والفوسفات الثلاثي الممتاز، على أساس شهري، بنسبة 5,4% إلى 669,2 دولاراً للطن وبواقع 9,2% إلى 541,5 دولاراً للطن، على التوالي، فيما بقيت أسعار الفوسفات الخام مستقرة في 152,5 دولاراً. وعلى أساس سنوي، ارتفعت الأسعار بواقع 28,2% بالنسبة للفوسفات الثنائي الأمونياك و24,5% بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز، فيما ظلت أسعار الفوسفات الخام دون تغيير.

وفي هذا السياق، تراجع التضخم في الولايات المتحدة بقدر طفيف من 2,3% في أبريل إلى 2,4% في شهر ماي. وخلافاً لذلك، سجل تباطؤاً في منطقة الأورو من 2,2% إلى 1,9%， ما يعكس بالخصوص انخفاضاً من 2,2% إلى 2,1% في ألمانيا، ومن 0,9% إلى 0,6% في فرنسا، ومن 2,2% إلى 2% في إسبانيا، ومن 2% إلى 1,7% في إيطاليا. وعلى نفس المنوال، سُجل تباطؤ طفيف من 3,5% إلى 3,4% في كل من اليابان والمملكة المتحدة. وعلى مستوى الاقتصادات الصاعدة الكبرى، ظل التضخم في مستوى سلبي في الصين، حيث استقر عند 0,1% في ماي، فيما تباطأ من 5,5% إلى 5,3% في البرازيل، ومن 3,2% إلى 2,8% في الهند، ومن 2% إلى 9,9% في روسيا.

وفيما يتعلق بتوجه السياسات النقدية، قرر البنك المركزي الأوروبي، على إثر اجتماعه المنعقد في 5 يونيو، خفض أسعار فائدته الرئيسية الثلاثة بمقدار 25 نقطة أساس، وذلك للمرة السابعة على التوالي والثامنة منذ شهر يونيو 2024، مسيراً إلى أن التضخم ينchez حالياً النسبة المستهدفة وقدرها 2%. وهكذا، تم خفض أسعار الفائدة على تسهيلات الإيداع، وعلى عمليات إعادة التمويل الرئيسية، وعلى تسهيلات السلف الهامشي إلى 2,00% و2,15%، على التوالي. ومن جهته، وخلال اجتماعه المنعقد يومي 17 و18 يونيو، أبقى الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، للمرة الرابعة على التوالي، على النطاق المستهدف لسعر فائدته الرئيسي دون تغيير عند [4,25 - 4,50]%， في سياق يتسم بتضخم مرتفع نسبياً وبوتيرة مطردة للنشاط الاقتصادي وبمتانة سوق الشغل.

وعلى الصعيد الوطني، بلغ النمو الاقتصادي 3,8% سنة 2024 بعد 3,7% في 2023، نتيجةً لارتفاع نمو الأنشطة غير الفلاحية بنسبة 4,8% وتراجع القيمة المضافة الفلاحية بواقع 4,8%. وبالنسبة للطلب، ساهم مكونه الداخلي بنحو إيجابي في النمو في حدود 6,3 نقطة مئوية، بينما كانت مساهمة المبادرات الخارجية سلبية في حدود 2,5 نقطة.

وفي سوق الشغل، سجل الاقتصاد الوطني إحداث 282 ألف منصب شغل في الفصل الأول من سنة 2025. وباستثناء الفلاحة التي سجلت فقدان 72 ألف منصب شغل، شهدت باقي القطاعات إحداث عدداً من مناصب الشغل يصل إلى 216 ألفاً في قطاع الخدمات، و83 ألفاً في قطاع الصناعة، و52 ألفاً في قطاع البناء والأشغال العمومية. وأخذها في الاعتبار الدخول الصافي لما عدده 266 ألف باحث عن العمل، ارتفعت نسبة النشاط بمقدار 0,3 نقطة إلى 42,9% بشكل عام، و0,4% إلى 41,5% في الوسط الحضري، وبقيت شبه مستقرة عند 45,6% في البوادي. وبالموازاة مع ذلك، تراجعت نسبة البطالة من 13,7% إلى 13,3% على الصعيد الوطني، ومن 17,6% إلى 16,6% في المدن، بينما ارتفعت من 6,8% إلى 7,3% في المناطق الريفية.

وعلى صعيد الحسابات الخارجية، تشير البيانات المتعلقة بالشهور الأربع الأولى من سنة 2025، مقارنة بنفس الفترة من السنة السابقة، إلى تسارع وتيرة نمو مبادلات السلع وتواصل الأداء الجيد لعائدات الأسفار وللتتدفق الصافي للاستثمارات الأجنبية المباشرة. فقد سجلت الواردات ارتفاعاً نسبته 9,1% إلى 263 مليار درهم، وعرفت الصادرات نمواً بنسبة 1,2% إلى 154,1 مليار، وبذلك، تزايد العجز التجاري ليصل إلى 108,9 مليار درهم، وتراجعت نسبة تغطية الصادرات للواردات بمقابل 4,6 نقطة إلى 58,6%. وقد كانت الواردات مدفوعة بالأساس بارتفاع مقتنيات سلع التجهيز بنسبة 13,3%， ومنتجات الاستهلاك تامة الصنع بواقع 11,5% والمنتجات نصف المصنعة بنسبة 7,6%. بينما انخفضت الفاتورة الطافية، خلافاً لذلك، بنسبة 4,9%. أما بالنسبة لل الصادرات، فيعكس ارتفاعها بالأساس تزايد مبيعات الفوسفاط ومشتقاته بنسبة 12,3% وصادرات قطاع الطيران بنسبة 14%， فيما عرفت مبيعات قطاع السيارات تقلصاً بنسبة 7%. وبموازاة ذلك، سجلت عائدات الأسفار نمواً بنسبة 7,5%， وتزايدت النفقات برسم نفس النشاط بواقع 3,5%. وخلافاً لذلك، تدنت تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج بنسبة 3,7% إلى 35,9 مليار درهم. وفيما يتعلق بأهم العمليات المالية، ارتفعت عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة بنسبة 8,22% لتصل إلى 17,2 مليار درهم، بينما انخفضت الاستثمارات المباشرة للمغاربة في الخارج بواقع 21,9% إلى 6 مليارات. وفي ظل هذه الظروف، ارتفع المبلغ الجاري للأصول الاحتياطية الرسمية، في نهاية أبريل 2025، إلى 390,7 مليار درهم، ليمثل بذلك ما يعادل تغطية 5 أشهر و12 يوماً من واردات السلع والخدمات. وتظهر المعطيات الممحورة إلى غاية نهاية شهر ماي أنها بلغت 401,9 مليار درهم.

وعلى مستوى الأوضاع النقدية، تراجعت حاجة البنك إلى السيولة إلى 129,5 مليار درهم في المتوسط الأسبوعي خلال الفصل الأول من سنة 2025، ثم إلى 113,1 مليار في المتوسط في شهرى أبريل وماي 2025. وفي ظل هذه الظروف، خفض بنك المغرب مبلغ تدخلاته إلى 144 مليار ثم إلى 127,8 مليار، على التوالي. واتسمت الأوضاع النقدية خلال الفصل الأول من سنة 2025 بارتفاع نصفى سعر الصرف الفعلى الحقيقي بنسبة 0,8%. وانخفاض متوسط سعر الفائدة الإجمالي على القروض بمقابل 10 نقاط أساس إلى 5%， أي بتراجع قدره 45 نقطة منذ بداية التيسير النقدي في يونيو 2024. وبخصوص القروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي، فقد سجلت وتيرة نموها تسارعاً من 3,9% في الفصل الأول إلى 4,2% في شهر أبريل، ما يعكس ارتفاع نمو القروض الممنوحة للأسر من 2,3% إلى 2,6%， والقروض الممنوحة للشركات الخاصة من 2,1% إلى 2,3%.

وفيما يتصل بالمالية العمومية، أفرز تنفيذ الميزانية برسم الشهور الأربع الأولى من سنة 2025 عجزاً مالياً قدره 17,5 مليار درهم، عوض 6 مليارات سنة من قبل. فقد سجلت المدفوعات العادلة ارتفاعاً بنسبة 16,9% إلى 148,7 مليار، ما يعكس بالأساس تزايد العائدات الضريبية بنسبة 18,9% وانخفاض العائدات غير الضريبية بواقع 4,1%. وفي المقابل، تزايدت النفقات العادلة بنسبة 25,6% إلى 146,2 مليار، ما يعكس بالأساس نمو نفقات السلع والخدمات بنسبة 33,4% ونفقات فوائد الدين بواقع 27,5%， بينما انخفضت تكاليف المقاومة بنسبة 25,9%. وفي ظل هذه الظروف، حقق الرصيد العادي فائضاً قدره 2,5 مليار، بدلاً من 10,8 مليار في السنة السابقة. ومن جانبه آخر، عرف الاستثمار ارتفاعاً بنسبة 15,7% إلى 34,9 مليار، لتزداد بذلك النفقات الإجمالية إلى 181,1 مليار، متزايدة بواقع 23,6%. أما رصيد الحسابات الخاصة للخزينة، فأفرز فائضاً بمقابل 14,9 مليار مقابل 13,4 مليار، وانخفص خفض مخزون العمليات الآجلة بمبلغ 15,7 مليار، تفاقم عجز الصندوق إلى 33,2 مليار، مقابل 10,2 مليار مع متم أبريل 2024. وتمثل تغطية هذه الحاجة بواسطة مصادر داخلية صافية بمبلغ 4,6 مليار ويتدفق صاف خارجي إيجابي قدره 28,6 مليار درهم. وبذلك، يرجح أن يكون جاري الدين العمومي المباشر قد تزايد بنسبة 4,1% في نهاية أبريل 2025 مقارنة بمستواه المسجل مع متم دجنبر 2024.

وفي بورصة الدارالبيضاء، واصلت الأسعار منحاها التصاعدي، ما رفع أداء مؤشر مازي إلى 21,7% منذ متم دجنبر 2024. ويعكس هذا التطور بالخصوص نمو المؤشرات القطاعية بواقع 8,6% بالنسبة لقطاع «البناء ومواد البناء»، و33,8% لقطاع «الكهرباء»، وكذا تراجعات بواقع 11,1% بالنسبة لقطاع «الاتصالات» و16,7% لقطاع «المشاركة والإنشاء العقاريين». وفيما يتعلق بحجم المبادلات، فقد بلغ 21,6 مليار درهم في شهرى أبريل وماي، بعد 33,5 مليار درهم خلال الفصل الأول من سنة 2025، أذجز بالأساس في السوق المركزية للأسهم. وفي ظل هذه الظروف، بلغت رسملة البورصة 944,6 مليار درهم، أي بارتفاع نسبته 2,1% مقارنة بشهر مارس، و25,5% منذ دجنبر 2024.

وفي سوق العقار، تراجعت الأسعار، من فصل إلى آخر، بنسبة 1,8% خلال الفصل الأول من سنة 2025، ما يعكس انخفاضاً بواقع 2,1% بالنسبة للأملاك السكنية، و2,5% بالنسبة للأراضي، و0,7% بالنسبة للأملاك المخصصة للاستعمال المهني. وبموازاة ذلك، تقلص عدد المعاملات بنسبة 30,3% بشكل عام، مع تسجيل تراجيعات تتراوح بين 29,3% بالنسبة للأملاك السكنية، و1,1% بالنسبة للأراضي.

وفي هذا السياق، تراجع التضخم من 2% في المتوسط خلال الفصل الأول من سنة 2025 إلى 0,6% في المتوسط في شهرى أبريل وماي. ويعكس هذا التطور بالأساس تباطؤ التضخم الأساسي من 1,9% إلى 1%، ارتباطاً على الخصوص بتباطؤ مكونه الغذائي، وكذا تقلص نمو أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأئمة من 5,1% إلى 0,2%. وفي نفس الاتجاه، تزايد تقلص أسعار المحروقات وزيوت التشحيم من 9,8% إلى 14,6%. وخلافاً لذلك، تزايدت الأسعار المقننة بنسبة 2,1% عوض 2,6%. أما بالنسبة لتوقعات خبراء القطاع المالي المتعلقة بالتضخم برسم الفصل الأول من سنة 2025، فقد بلغت 2,3% بدلاً من 2,2% في الفصل السابق، في أفق الفصول الثمانية المقبلة، و2,5% بعد 2,4%، في أفق الفصول الإثنى عشر المقبلة.

وفيما يتصل بالتوقعات، من المرجح أن يواصل الاقتصاد العالمي تباطؤه في سياق الشكوك القوية المرتبطة على الخصوص بتوجه السياسات الاقتصادية، خاصة التجارية منها، وبتداعياتها. وبذلك يرجح أن يتراجع نمو الاقتصاد العالمي من 3,2% في 2024 إلى 2,8% خلال السنة الجارية، ثم إلى 2,6% في سنة 2026.

وفي الولايات المتحدة، يرجح أن يؤثر رفع الرسوم الجمركية على النشاط الاقتصادي، إذ يرتفع تباطؤ النمو من 2,8% في 2024 إلى 1,5% في 2025، ثم يبلغ 1,7% سنة 2026. وفي منطقة الأورو، من المتوقع أن يستفيد الاقتصاد من ارتفاع النفقات، لاسيما في ألمانيا، لكنه ستكتبه التوترات التجارية. وبذلك سيواصل تطويره بوتيرة ضعيفة، بالرغم من بعض التسارع الطفيف، ليتقل من 0,8% في 2024 إلى 1% في 2025 ثم إلى 1,5% في سنة 2026. وفي المملكة المتحدة، يرجح أن يظل النمو مستقراً في 1,1% سنة 2025، خاصة بسبب تباطؤ الطلب العالمي والتشديد المالي، وأن يبقى في هذا المستوى في سنة 2026، بينما يرتفع في اليابان، بعد ارتفاع طفيف سنة 2024، أن يتزايد الناتج الداخلي الإجمالي بالقيمة الحقيقية بنسبة 0,8% سنة 2025، ثم بواقع 0,5% سنة 2026.

وفي البلدان الصاعدة الرئيسية، من المتوقع أن يبقى نمو الاقتصاد الصيني مستقراً في 4,9% سنة 2025، مدعوماً بالارتفاع الملحوظ للصادرات، قبل أن ينخفض إلى 3,9% سنة 2026، متأثراً باستمرار الصعوبات التي يعرفها قطاع العقار، وبضعف الطلب العالمي. وفي الهند، يرتفع أن يبقى النشاط الاقتصادي قوياً، مع ارتفاع النمو من 6,6% سنة 2024 إلى 7,4% في السنة الجارية، ثم إلى 6,2% في سنة 2026، وذلك بفضل انتعاش نشاط الصناعات التحويلية والخدمات. وفي البرازيل، من المتوقع أن يتباين النمو من 2,9% سنة 2024 إلى 2% في 2025، ثم إلى 1% في سنة 2026، وفي روسيا، يتوقع أن يتباين النمو من 4,4% في سنة 2024 إلى 0,4% في سنة 2025، خاصة بسبب انخفاض أسعار النفط وتراجع الطلب الخارجي، ثم يبلغ 0,7% في سنة 2026.

وفي أسواق السلع الأساسية، من المرجح أن تواصل أسعار النفط منحها التنازلي. ويرتفع سعر البرنت على الخصوص من 79,8 دولاراً للبرميل في سنة 2024 إلى 66,8 دولاراً سنة 2025، ثم إلى 64,8 دولاراً في 2026. وبالنسبة للفوسفات المغربي ومشتقاته، يرتفع، حسب توقعات وحدة البحوث الخاصة بالسلع، أن يرتفع سعر الفوسفات الثنائي الأمونياك، من 586 دولاراً للطن سنة 2024 إلى 689 دولاراً خلال السنة الجارية، ثم يتراجع إلى 678 دولاراً في سنة 2026. أما سعر الفوسفات الثلاثي الممتاز، فيتظر أن ينتقل من 436 دولاراً للطن إلى 540 دولاراً، ثم إلى 535 دولاراً سنة 2026. وفي المقابل، يتوقع أن يواصل سعر الفوسفات الخام منحه التنازلي، ليتراجع من 214 دولاراً للطن سنة 2024 إلى 206 دولاراً للطن سنة 2025، ثم إلى 183 دولاراً للطن في سنة 2026. وفيما يخص المواد الغذائية، فبعد الانخفاض بنسبة 2% المسجل سنة 2024، ينتظر أن يرتفع مؤشر منظمة الزراعة والأغذية بنسبة 4,4% سنة 2025 وبواقع 1% سنة 2026.

وفي ظل هذه الظروف، من المرجح أن يواصل التضخم العالمي تباطؤه ليصل إلى 3% خلال السنة الجارية، مقابل 3,7% سنة 2024، ثم يبلغ 3,2% سنة 2026. وفي منطقة الأورو، يرتفع أن يتباطأ التضخم من 2,4% في 2024 إلى 2,2% في 2025، وأن يبقى في هذا المستوى في سنة 2026. وفي الولايات المتحدة، يتوقع أن ينتقل التضخم من 3% إلى 2,8% خلال السنة الجارية، قبل أن يتتسارع إلى 3,3% في سنة 2026.

على الصعيد الوطني، من المرجح أن تتواصل دينامية المبادرات الخارجية للسلع والخدمات في أفق التوقع. إذ يرتفع الصادرات بنسبة 5,1% في سنة 2025، مدفوعة بالأساس بارتفاع صادرات الفوسفاط ومشتقاته بنسبة 20,1%， ثم يبلغ 9% في 2026، أساساً بفعل التسارع المرتفع لوتيرة نمو صادرات قسم صناعة السيارات. أما بالنسبة للواردات، فيرجح أن تنمو بنسبة 5,1% سنة 2025 ثم 7% في 2026، ما يعكس بالخصوص النمو الكبير لمقتنيات سلع التجهيز، ارتباطاً بتواصل دينامية الاستثمار، وموازاة ذلك، ينطوي أن تواصل مداخيل الأسفار أداءها الجيد، مع تسجيل نمو نسبته 8,3% في 2025 و5,3% في 2026 لتصل إلى 128,4 مليار درهم. أما تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج، ومع فرضية تواصل منحاتها التنازلي، فمن المرتفع أن تسجل مع نهاية السنة تقليساً بنسبة 3,3%， قبل أن تنمو بواقع 5,1% إلى 120,9 مليار سنة 2026. وفي ظل هذه الظروف، وبعد أن بلغ عجز الحساب الجاري 1,2% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2024، من المرتفع أن يبلغ حوالي 2,2% سنة 2025 و2% سنة 2026. وبخصوص عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فتشير التوقعات إلى تدفق لهذه العائدات يعادل 3,3% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2025، 3,5% سنة 2026.

ومع افتراض تحقق التمويلات الخارجية المترقبة، يرجح أن ترتفع الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 407 مليار درهم مع متم سنة 2025، ثم إلى 423,7 مليار في نهاية سنة 2026، ما يمثل تغطية 5 أشهر و11 يوماً، و5 أشهر و17 يوماً من واردات السلع والخدمات، على التوالي.

وبخصوص الأوضاع النقدية، يرتفع أن يتراجع عجز السيولة ليصل إلى 122,5 مليار درهم مع متم سنة 2025. وفي سنة 2026، يتوقع أن يتزايد هذا العجز إلى حوالي 140 مليار، ارتباطاً بالأساس بنمو الأوراق البنكية والقطع النقدية المتداولة. أما بالنسبة للقروض البنكية الممنوعة للقطاع غير المالي، وأخذها في الاعتبار الإنجازات وآفاق النشاط الاقتصادي وتوقعات النظام البنكي، يرتفع أن تتزايد هذه القروض بنسبة 6,2% سنة 2025 و6,1% في سنة 2026.

وعلى مستوى المالية العمومية، يرجح أن يستقر عجز الميزانية في 3,9% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2025، وهو نفس المستوى المسجل في 2024. ويأخذ هذا التوقع في الاعتبار الاعتمادات المفتوحة برسم الميزانية العمومية وقدرها 13 مليار درهم مخصصة لتغطية جزء من الزيادة في الأجور العمومية ولدعم بعض المؤسسات والمقاولات العمومية، ورفع توقعات المداخيل الضريبية بسبب تحسن الأداء برسم الإنجازات مع متم أبريل 2025. وفي سنة 2026، يرتفع أن يتراجع العجز إلى 3,4% من الناتج الداخلي الإجمالي، ما يعكس بالخصوص إدراج تأثير ارتفاع الأجور العامة والاستثمارات، وكذا الأداء الجيد للعائدات الضريبية.

وفيما يتعلق بالنمو الاقتصادي، يرتفع أن يتتسارع من 3,8% في 2024 إلى 4,6% خلال السنة الجارية، ثم يتعزز إلى 4,4% في سنة 2026. ويتوقع أن يعكس هذا التطور نمو القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5% سنة 2025، أخذها في الاعتبار محصول حبوب قدره 44 مليون قنطار حسب توقعات وزارة الفلاحة، يليه ارتفاع نسبته 3,2% سنة 2026، مع فرضية العودة إلى تحقيق محصول حبوب متوسط قدره 50 مليون قنطار، وبالنسبة للأنشطة غير الفلاحية، ينطوي أن تواصل ارتفاعها، مدفوعة علىخصوص بالأوراش البنوية الكبرى وبدينامية قطاع السياحة، بنمو نسبته 4,5% في سنتي 2025 و2026.

وفي هذا السياق، وبعد تباطؤه إلى 0,9% سنة 2024، من المرجح أن يواصل التضخم تطوره في مستويات معتدلة، ليبلغ 1,1% سنة 2025 و1,8% سنة 2026. أما مكونه الأساسي، فيرتفع أن يتباطأ من 2,2% سنة 2024 إلى 1,2% في سنة 2025، قبل أن يرتفع إلى 1,8% سنة 2026، خاصة بفعل تأثير تباطؤ نمو أسعار «اللحوم الطيرية» وتراجع التضخم المستورد.

وتبقى الشكوك المحيطة بالتوقعات الخاصة بالاقتصاد العالمي مرتفعة، بسبب التوترات التجارية المرتبطة أساساً بالتعريفات الجمركية الجديدة للإدارة الأمريكية التي قد تحد من المبادرات الدولية، وتؤدي إلى اختلال سلاسل الإمداد وتؤثر سلباً على الاستثمارات، وتؤدي في نفس الوقت إلى تزايد الضغوط التضخمية. تضاف إلى ذلك الأزمة العقارية المتواصلة في الصين. ومن جهة أخرى، من شأن تأجج النزاع في الشرق الأوسط وتواصل الحرب في أوكرانيا، أن يزيداً من هشاشة النشاط الاقتصادي العالمي ويؤدياً إلى اضطراب سلاسل التموين، وخاصة الطاقية والغذائية منها.

وعلى الصعيد الوطني، تبقى أهم المخاطر التي تعني بالنشاط الاقتصادي مرتبطة بتوالي فترات الجفاف، وتفاقم الإجهاد المائي. وفي المقابل، فمن شأن الأوراش التي تم إغلاقها أو المبرمجة استعداداً لاحتضان تظاهرات رياضية دولية أن تتعشّل الاستثمار وتعزز التفاؤل بتحقيق وتيرة نمو أسرع. أما بالنسبة للتضخم، فتظل المخاطر متوجهة نحو الارتفاع. وبالإضافة إلى الضغوط الخارجية، يمكن أن تؤدي الظروف المناخية غير المواتية إلى ارتفاع أسعار المواد الغذائية، وبالتالي إلى تزايد الضغوط التضخمية. ومن جهة أخرى، يبقى تطور أسعار اللحوم الحمراء محاطاً بشكوك قوية، مرتبطة أساساً بإكراهات الإمداد وبالعادات الاستهلاكية، خاصة خلال فترة عيد الأضحى.

## 1. التطورات الدولية

تميز المحيط الدولي خلال النصف الأول من سنة 2025 بمستوى مرتفع بقدر استثنائي من الشكوك، ارتباطاً بالسياسات التجارية للولايات المتحدة وتواصل التوترات الجيوسياسية. وقد بدأ هذا السياق غير الملائم ينعكس على النشاط الاقتصادي في بعض البلدان المتقدمة. وموازاة ذلك، واصل التضخم منحه التنازلي، لاسيما في منطقة الأورو، حيث اقترب من النسبة المستهدفة من لدن البنك المركزي الأوروبي، وكذلك في الولايات المتحدة التي يبقى فيها خاضعاً لضغوط متزايدة ناجمة عن السياسة التجارية والنقدية. وفي أسواق الشغل، ظلت الأوضاع ملائمة إجمالاً في الاقتصادات المتقدمة. وفي الأسواق المالية، أدت هذه التطورات إلى تزايد التقلب وارتفاع عائدات السندات السيادية على المدى البعيد في الولايات المتحدة. أما بالنسبة لأسواق السلع الأساسية، وبسبب المخاوف المرتبطة بالطلب العالمي، انخفضت أسعار البنت والمنتجات غير الطاقية في نهاية شهر ماي على أساس شهري. غير أن سعر النفط على الخصوص عرف خلال شهر يونيو ارتفاعاً ملحوظاً مصحوباً بنسبة تقلب مرتفعة نتيجة لاندلاع النزاع الإسرائيلي الإيراني.

### 1.1 النشاط الاقتصادي والتشغيل

#### 1.1.1 النشاط الاقتصادي

وفي الاقتصادات الصاعدة، بلغ النمو 5,4% في الصين خلال الفصل الأول من سنة 2025، وهي نفس الوتيرة المسجلة في الفصل السابق. وفي الهند، ظلت وتنمية النشاط قوية عند 7,4% مقابل 6,4% في الفصل السابق، فيما تباطأت من 4,5% إلى 1,4% في روسيا.

تطور الاقتصاد العالمي منذ بداية سنة 2025 في سياق يتسم بشكوك قوية تعكس تضافر عدة عوامل، خاصة التوترات التجارية بين القوى العظمى والنزاعات المتواصلة في بعض المناطق.

وفي ظل هذه الظروف، تظهر أحد المعطيات المتعلقة بالنشاط الاقتصادي في الفصل الأول من سنة 2025 تباطؤ النمو إلى 2,1% في الولايات المتحدة، بعد 2,5% في الفصل السابق. وفي منطقة الأورو تسارع النمو إلى 1,5% مقابل 1,2%， لكن مع وجود تباينات واضحة بين الدول الأعضاء. وبالفعل، تسارعت وتيرة النمو بقدر طفيف إلى 0,7% في إيطاليا، وبقيت مستقرة في 0,6% في فرنسا، بينما سجلت تباطؤاً إلى 2,8% في إسبانيا، وظلت دون تغيير في ألمانيا. وفي باقي الاقتصادات المتقدمة، تشير البيانات إلى ارتفاع الناتج الداخلي الإجمالي من حيث الحجم بنسبة 1,7% مقابل 1,4% في الفصل السابق في اليابان، و1,3% بعد 1,5% في المملكة المتحدة.

## 2.1.1 سوق الشغل

جدول 1.1 : التطور الفصلي للنمو على أساس سنوي (%)

في أسواق الشغل، تشير البيانات الخاصة بشهر ماي إلى استقرار نسبة البطالة في الولايات المتحدة عند 4,2%， موازاة مع إحداث 139 ألف منصب شغل بعد 147 ألفا في الشهر السابق. وفي منطقة الأورو، انخفضت هذه النسبة في شهر أبريل إلى 6,2%， مع تسجيل تطورات متباينة بين الدول الأعضاء. فقد بقيت دون تغيير عند 3,6% في ألمانيا، وعند 10,9% في إسبانيا، بينما تراجعت إلى 7,1% في فرنسا، وإلى 5,9% في إيطاليا. أما في المملكة المتحدة، فتشير البيانات الخاصة بشهر أبريل إلى ارتفاع نسبة البطالة إلى 4,6%.

جدول 2.1 : تطور نسبة البطالة (%)

2025		2024		2023		(%)
ماي	أبريل	مارس	ماي	أبريل	مارس	الولايات المتحدة
4,2	4,2	4,2	4,0	3,6	3,6	الولايات المتحدة
غير متوفر	6,2	6,3	6,4	6,6	6,6	منطقة الأورو
غير متوفر	7,1	7,4	7,4	7,3	7,3	فرنسا
غير متوفر	3,6	3,6	3,4	3,1	3,1	ألمانيا
غير متوفر	5,9	6,1	6,5	7,7	7,7	إيطاليا
غير متوفر	10,9	10,9	11,4	12,2	12,2	إسبانيا
غير متوفر	4,6	4,5	4,3	4,1	4,1	المملكة المتحدة

المصادر: Eurostat و BLS.

## 2.1 الأوضاع النقدية ومالية

### 1.2.1 قرارات السياسات النقدية

قرر البنك المركزي الأوروبي، على إثر اجتماعه المنعقد يوم 5 يونيو، خفض أسعار فائدته الرئيسية الثلاثة بمقدار 25 نقطة أساس، وهو التخفيض السابع على التوالي، مشيرا إلى أن التضخم يبلغ حاليا حوالي النسبة المستهدفة وقدرها 2%. وبذلك، تم خفض أسعار الفائدة المطبقة على تسهيلات الإيداع، وعلى عمليات التمويل الرئيسية، وعلى تسهيلات القروض الهامشية إلى 2,00%， 2,15%， و 2,40%， على التوالي. وأشار، بالإضافة إلى ذلك، إلى تقليل محفظة برنامجه المتعلق بشراء الأصول وبرنامج مشتريات الطوارئ مواجهة الجائحة (PEPP) بوتيرة معتدلة ومتوقعة، لكون النظام الأوروبي لم يعد يستثمر في التسديدات برسم المبلغ الأساسي للسداد التي حل أجل استحقاقها.

البلدان المتقدمة									
2025		2024				2023			
البلدان المتقدمة	ف1	ف2	ف3	ف4	ف1	ف2	ف3	ف4	ف1
الولايات المتحدة	2,1	2,5	2,7	3,0	2,9	3,2	3,2	2,8	2,3
منطقة الأورو	1,5	1,2	0,9	0,6	0,5	0,2	0,1	0,7	1,5
فرنسا	0,6	0,6	1,1	1,0	1,7	1,7	1,6	1,9	1,4
ألمانيا	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,2
إيطاليا	0,7	0,6	0,6	0,7	0,3	0,6	0,2	0,4	2,1
إسبانيا	2,8	3,3	3,3	3,3	2,7	2,3	2,2	2,4	3,9
المملكة المتحدة	1,3	1,5	1,2	1,1	0,7	-0,2	0,4	0,5	0,8
اليابان	1,7	1,4	0,7	-0,5	-0,9	0,7	1,0	1,7	2,2

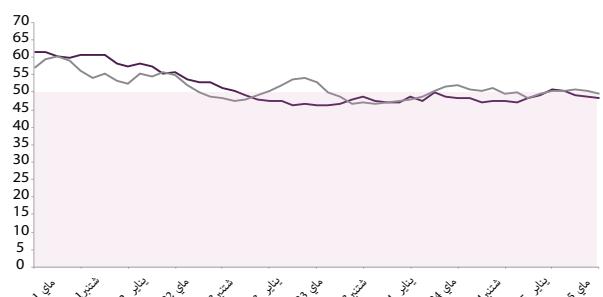
  

البلدان الصاعدة									
2025		2024				2023			
البلدان الصاعدة	ف1	ف2	ف3	ف4	ف1	ف2	ف3	ف4	ف1
الصين	5,4	5,4	4,6	4,7	5,3	5,3	5,0	6,5	4,7
الهند	7,4	6,4	5,6	6,5	8,4	9,5	9,3	9,7	6,9
البرازيل	2,9	3,6	4,0	3,3	2,6	2,4	2,4	3,9	4,4
تركيا	2,0	3,0	2,2	2,4	5,4	4,6	6,5	4,6	4,5
روسيا	1,4	4,5	3,3	4,3	5,4	5,3	6,2	5,3	-0,9

المصادر: Eurostat و Thomson Reuters Eikon

وبالنسبة للمؤشرات المتقدمة للنشاط، انخفض مؤشر مديري المشتريات المختلط في منطقة الأورو من 50,4% في شهر أبريل إلى 50,2% في شهر ماي. كما تراجع مؤشر مديري المشتريات الخاص بالقطاع الصناعي في الولايات المتحدة من 48,7% إلى 48,5% خلال نفس الفترة.

رسم بياني 1.1 : تطور بعض مؤشرات النشاط المتقدمة في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو



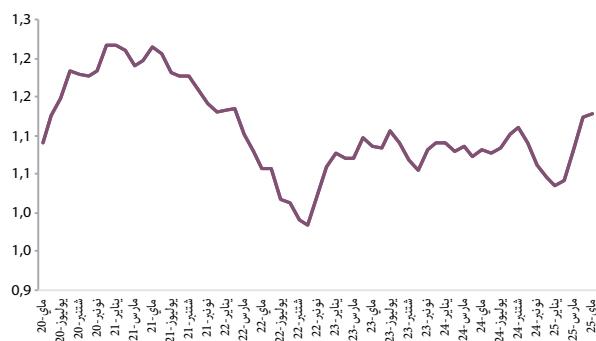
— مؤشر مديري المشتريات الخاص بالقطاع الصناعي في الولايات المتحدة  
— مؤشر مديري المشتريات المركبة في منطقة الأورو

المصدر: Thomson Reuters Eikon

والمالية الأمريكية. وسجلت قيمة الأورو أيضاً ارتفاعاً بواقع 1,6% إزاء الدين الياباني و0,1% مقابل الجنية الإسترليني.

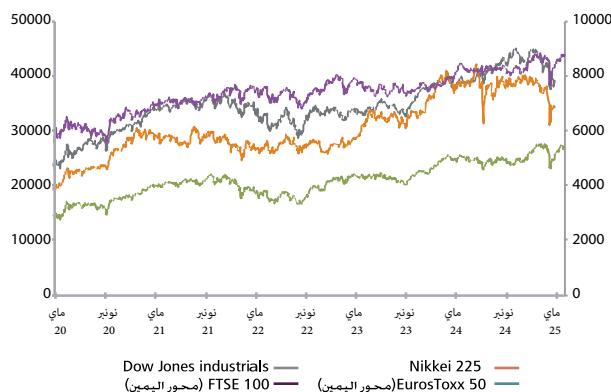
وبخصوص عملات أبرز الاقتصادات الصاعدة، فقد شهدت تطورات متباعدة مقابل الدولار خلال الشهور الخمسة الأولى من سنة 2025، مع تسجيل انخفاض بالنسبة للرئيسي الصيني (-0,2%), والريال البرازيلي (-5,1%), وارتفاع بالنسبة للروبية الهندية (1,3+%) والليرة التركية (6,2+%).

رسم بياني 2.1: تطور سعر صرف الأورو مقابل الدولار



وعلى مستوى أسواق البورصة في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، تواصل في بعض البلدان، خلال الشهور الخمسة الأولى من سنة 2025، الأداء الجيد المسجل سنة 2024. وهكذا، سجلت ارتفاعات بواقع 6,8% بالنسبة لمؤشر Eurostoxx 50، و3,7% بالنسبة لمؤشر FTSE 100، بينما سجل مؤشر الداوجونز الصناعي تراجعاً بنسبة 3,1% ومؤشر نيكاي 225 بواقع 4,8%.

رسم بياني 3.1: تطور مؤشرات البورصة الرئيسية للاقتصادات المتقدمة



ومن جهة، خلال اجتماعه المنعقد يومي 17 و18 يونيو، قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، للمرة الرابعة على التوالي، الإبقاء على النطاق المستهدف لسعر فائدته الرئيسي دون تغيير عند [4,25% - 4,50%]. وأشار إلى أنه رغم أن تقلبات الصادرات الصافية أثرت على البيانات، فإن المؤشرات الحديثة تظهر أن النشاط الاقتصادي ينمو بوتيرة مطردة، وأن نسبة البطالة تتلاشى بينما يبقى التضخم مرتفعاً نسبياً. وبموازاة ذلك، أعلن أنه سيواصل تقليص أصوله المكونة من سندات الخزينة والسنديات المستندة إلى ديون رهنية.

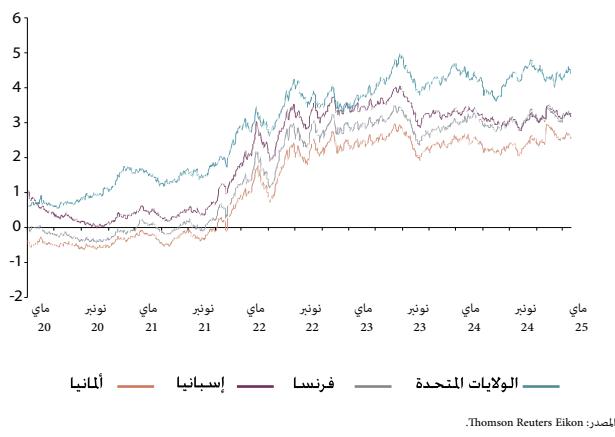
وبالمثل، قرر بنك إنجلترا، على إثر اجتماعه المنعقد في 18 يونيو، الإبقاء على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير عند 0,5%. عقب خفضه بمقدار 25 نقطة أساس في 8 ماي المنصرم، مشيراً إلى أن جهوداً حثيثة بذلت في مجال خفض التضخم خلال الستين الأخيرة. وعلى نفس المنوال، قرر بنك اليابان، إثر اجتماعه المنعقد في 16 و17 يونيو، الإبقاء على سعر فائدته دون تغيير عند 0,5%， في سياق يتسم بمستوى مرتفع من الالقين.

وبالنسبة للاقتصادات الصاعدة الرئيسية، أبقى بنك الصين المركزي، خلال اجتماعه المنعقد في 20 يونيو، على سعر فائدته الرئيسية عند 3%, وهو أدنى مستوى له على الإطلاق. ومن جهة، قرر البنك الاحتياطي الهندي وبينك روسيا المركزي، بتاريخ 6 يونيو، خفض سعر فائدتهما الرئيسية بمقدار 50 نقطة أساس إلى 5,5%، و100 نقطة أساس إلى 20%， على التوالي. كما خفض بنك جنوب إفريقيا المركزي، في 29 ماي، سعر فائدته الرئيسي بما قدره 25 نقطة أساس إلى 7,25%. أما بنك البرازيل المركزي، فقد قرر خلال اجتماعه المنعقد في 18 يونيو، رفع سعر فائدته الرئيسية بمقدار 50 نقطة أساس إلى 15%， بينما أبقى البنك المركزي لتركيا، في 19 يونيو، على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير عند 46%.

## 2.2.1 الأسواق المالية

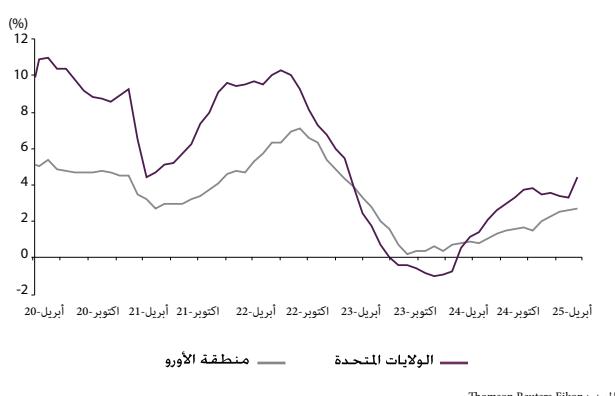
في أسواق الصرف، ارتفعت قيمة الأورو خلال الشهور الخمسة الأولى من السنة، بنسبة 3,5% مقابل الدولار، لتصل إلى 1,12 دولاراً في المتوسط، في شهر ماي، مقابل 1,03 في شهر ينابير. ويعكس هذا التطور بالأساس تباين الشكوك المحيطة بالسياسات التجارية

رسم بياني 5.1: تطور معدلات العائد على سندات الدولة مدة 10 سنوات



وفي الأسواق النقدية، تراجع سعر الفائدة ما بين البنوك الأوروبية ملدة ثلاثة أشهر (EURIBOR) خلال الشهور الخمسة الأولى من سنة 2025، بمقدار 41 نقطة أساس ليصل إلى 2,1٪، على غرار سعر التمويل القصير الأجل المضمون (SOFR) لنفس الأجل، الذي انخفض بما قدره 36 نقطة أساس إلى 4,4٪. وفيما يتعلق بالائتمان البنكي، فقد تسارع تدهور في شهر أبريل سواء في منطقة الأورو أو الولايات المتحدة، بوتيرة نحو سنوية نسبتها 2,7٪ و 4,4٪ على التوالي.

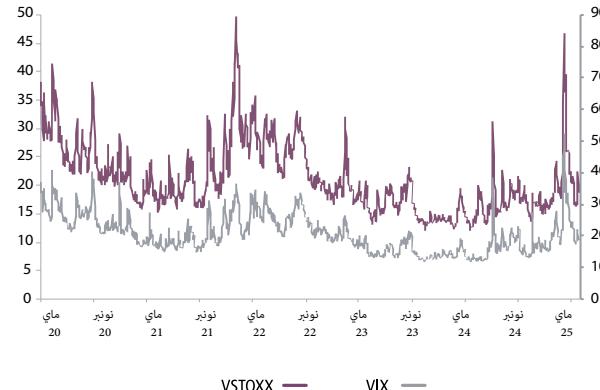
رسم بياني 6.1: تطور الائتمان في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو (على أساس سنوي)



صاحب هذه التطورات ارتفاع ملموس في العزوف عن المجازفة في الأسواق المالية الأمريكية، حيث بلغ مؤشر VIX 19,2 في شهر ماي مقابل 15,8 في شهر دجنبر، مع ذروة قدرها 52,3 سجلت في 8 أبريل، وهو أعلى مستوى له منذ يناير 2020 (جائحة كوفيد-19-). وكذلك في الأسواق المالية الأوروبية، مع نمو مؤشر VSTOXX إلى 20,3 مقابل 17,9 في شهر دجنبر 2024 ومع ذروة قدرها 46,7 سجلت يوم 7 أبريل، وهو أعلى مستوى له منذ مارس 2022 (عقب اندلاع التزاع الروسي الأوكراني).

وعلى مستوى الاقتصادات الصاعدة، سجل مؤشر MSCI EM، خلال الشهور الخمسة الأولى من السنة، ارتفاعاً بنسبة 1,3٪، يرتبط على الخصوص بارتفاع المؤشر الفرعي الصيني بواقع 8,9٪.

رسم بياني 4.1: تطور مؤشر VIX ومؤشر VSTOXX



وفي أسواق السندات السيادية، وارتباطاً بالمخاوف المتعلقة بأوضاع المالية العمومية في العديد من البلدان المتقدمة<sup>2</sup> وبالشكوك القوية المحيطة بالسياسات التجارية، شهدت أسعار السندات لأجل طويل، وخاصة السندات الأمريكية، تقلبات قوية خلال الشهور الخمسة الأولى من السنة. حيث بلغت عائدات السندات لأجل 10 سنوات 4,4٪ في الولايات المتحدة، و 2,6٪ في ألمانيا، و 3,3٪ في فرنسا، و 3,2٪ في إسبانيا، و 3,6٪ في إيطاليا. وفي الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، سجلت هذه العائدات تقلبات قدرها 10 نقاط أساس إلى 1,7٪ في الصين، و 48 نقطة أساس إلى 14,1٪ في البرازيل، و 19 نقطة أساس إلى 6,3٪ في الهند، بينما تزايدت بواقع 70 نقطة أساس إلى 31,5٪ في تركيا.

<sup>2</sup> كما يؤكد ذلك اعتماد غرفة النوب في الولايات المتحدة بتاريخ 22 ماي 2025 مشروع قانون مالية توسيع للرئيس ترامب، يتضمن مخططاً لخفض الراتب، وكذا برنامج التحفيز المالي المعلن عنه في مارس 2025 في ألمانيا والقاضي على الخصوص بزيادة الإنفاق العمومي والاستثمارات، لاسيما في البنية التحتية والدفاع.

### 2.3.1 أسعار المواد الأولية غير الطاقية

خلال الشهور الخمسة الأولى من السنة، سجلت أسعار المنتجات غير الطاقية انخفاضاً بنسبة 0,5%， وهو تطور يعكس تراجع أسعار المنتجات الفلاحية بنسبة 0,9% وارتفاع أسعار المعادن والخامات بواقع 0,2%. وعلى أساس سنوي، عرفت الأسعار نمواً نسبته 1,4%， ما يعكس تزايد أسعار المعادن والخامات بنسبة 4,3%، وأسعار المنتجات الفلاحية بنسبة 5,1%. وبشكل خاص، ارتفع سعر الذهب الذي مازال يستفيد من وضعه كقيمة احتياطية، بنسبة 4,6% في المتوسط خلال الشهور الخمسة الأولى من السنة، ليصل إلى 3023 دولاراً للأوقية، وبواقع 38,7% على أساس سنوي.

رسم بياني 8.1: تطور مؤشرات أسعار المواد الأولية غير الطاقية (100=2010)



المصدر: البنك الدولي.

وبخصوص الفوسفات ومشتقاته، ظلت الأسعار مستقرة عند 152,5 دولاراً للطن في المتوسط خلال الشهور الخمسة الأولى من السنة بالنسبة للفوسفات الخام، وارتفعت بواقع 3,3% إلى 621,2 دولاراً للطن بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيوم، و2,6% إلى 494,9 دولاراً للطن بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز. وعلى أساس سنوي، ارتفعت الأسعار بواقع 68,4% بالنسبة للفوسفات الثنائي الأمونيوم، و10,9% بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز، فيما بقيت أسعار الفوسفات الخام مستقرة في مستواها المسجل سنة من قبل.

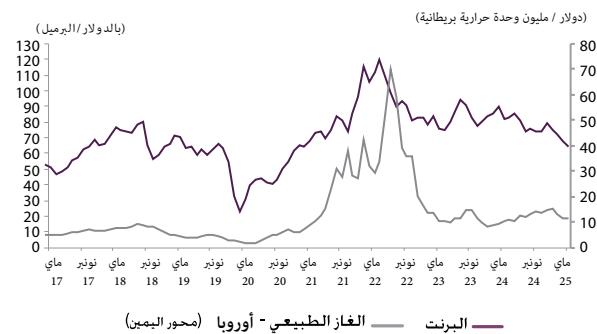
### 3.1 أسعار المواد الأولية والتضخم

#### 3.1.1 أسعار المواد الأولية الطاقية

في سوق النفط، سجل سعر البرنت خلال الشهور الخمسة الأولى من السنة، انخفاضاً متوسطاً بنسبة 6,2% ليصل إلى 71,8 دولاراً للبرميل، أي بانخفاض نسبته 21,7% على أساس سنوي. ويعزى هذا التطور بالأساس إلى زيادة الإنتاج في الدول الأعضاء في أوبيك+4 وإلى التحذفات المتعلقة بالطلب العالمي في سياق التوترات التجارية القوية. غير أنه سجل ارتفاعاً ملحوظاً في شهر يونيو، حيث تزايد بنسبة 12,8% ما بين فاتح 19 من نفس الشهر، ليصل إلى متوسط سعر قدره 75 دولاراً للبرميل، نتيجة للتجدد السريع للصراع الإسرائيلي الإيراني، الذي يغذي المخاوف بشأن سلامة الإمدادات في الشرق الأوسط.

ومن جانب آخر، تراجع سعر الغاز الطبيعي في السوق الأوروبية بنسبة 3% ليبلغ في المتوسط 13,3 دولاراً مليون وحدة حرارية، غير أنه يبقى مرتفعاً بالمقارنة مع مستوى المسجل في السنة السابقة.

رسم بياني 7.1: السعر العالمي للبرنت والغاز الطبيعي - أوروبا



المصدر: البنك الدولي.

3 مقارنة بشهر ديسمبر 2024.

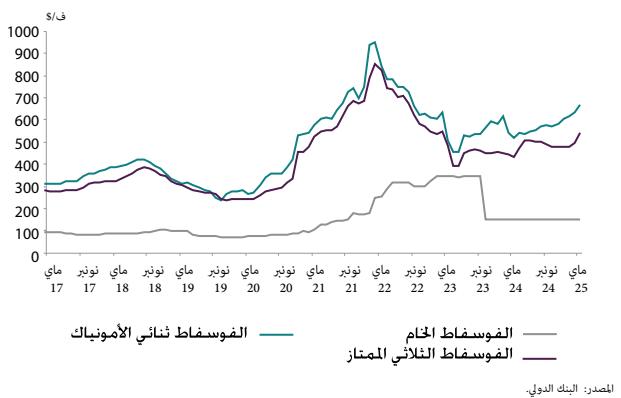
4 حيث قررت الدول الأعضاء في منظمة أوبيك+، عقب اجتماعها المنعقد في 31 مايو 2025، الزيادة مجدداً في إنتاج النفط بما قدره 411000 برميل إضافي يومياً انتلاقاً من شهر يونيو، وهو القرار الذي يندرج في سياق مواصلة سياستها (المقررة في ديسمبر 2024) الرامية إلى زيادة العرض في السوق العالمية.

جدول 3.3: التطور الأخير للتضخم في البلدان المتقدمة الرئيسية على أساس سنوي (%)

2025			2024	2023	
ماي	أبريل	مارس			
2,4	2,3	2,4	3,0	4,1	الولايات المتحدة
1,9	2,2	2,2	2,4	5,4	منطقة الأورو
2,1	2,2	2,3	2,5	6,0	ألمانيا
0,6	0,9	0,9	2,3	5,7	فرنسا
2,0	2,2	2,2	2,9	3,4	إسبانيا
1,7	2,0	2,1	1,1	5,9	إيطاليا
3,4	3,5	2,6	2,5	7,3	المملكة المتحدة
3,4	3,5	3,6	2,7	3,3	اليابان

المصدر: Eurostat وصندوق النقد الدولي

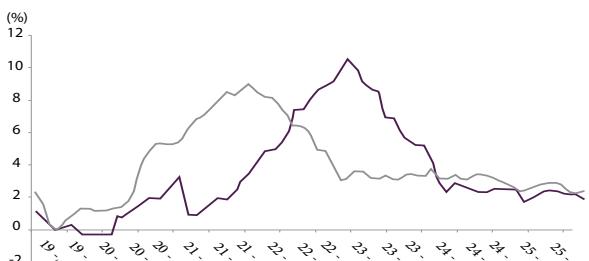
رسم بياني 9.1: تطور الأسعار العالمية للفوسفات ومشتقاته



### 3.3.1 التضخم

فيما يتعلّق بالتضخم، وبعد أن بلغ 2,2% في شهر أبريل، انخفض إلى 1,9% في شهر ماي في منطقة الأورو، نتيجة بالخصوص لتباطؤ من 2,2% إلى 2,1% في ألمانيا، ومن 0,6% إلى 0,9% في فرنسا، ومن 2,2% إلى 2% في إسبانيا، ومن 2% إلى 1,7% في إيطاليا. وفي الولايات المتحدة، سجل التضخم ارتفاعاً طفيفاً إلى 2,4% في ماي بعد 2,3% في الشهر السابق، وبالنسبة لباقي أهم الاقتصادات المتقدمة، سُجل تباطؤ من 3,5% في أبريل إلى 3,4% في ماي، في كل من المملكة المتحدة واليابان. أما في أبرز الاقتصادات الصاعدة، فظل التضخم في مستوى سلبي في الصين، حيث بقي مستقراً عند -0,1% في شهر ماي، بينما تراجع التضخم، ما بين أبريل وماي، من 5,5% على 5,3% في البرازيل، ومن 10,2% إلى 9,9% في روسيا، ومن 3,2% إلى 2,8% في الهند.

رسم بياني 10.1: تطور التضخم في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو



### الولايات المتحدة — منطقة الأورو

المصدر: Thomson Reuters Eikon

## 2. الحسابات الخارجية

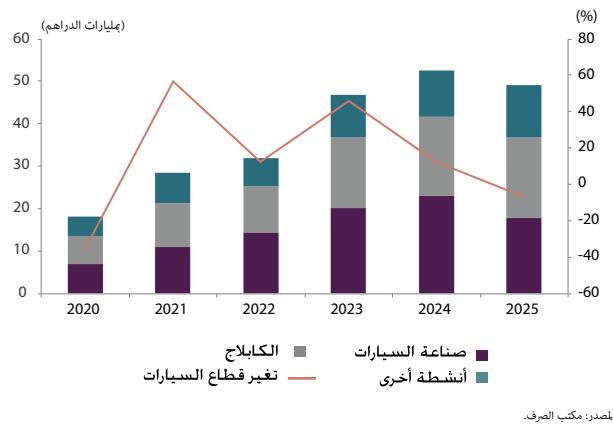
تشير البيانات المتعلقة بالتجارة الخارجية والخاصة بالشهور الأربع الأولى من سنة 2025، بمقارنة مع الفترة نفسها من السنة السابقة، إلى تراجع نمو مبادرات السلع والخدمات، وإلى تواصل الأداء الجيد لعائدات الأسفار وللتدايق الصافي للاستثمارات الأجنبية المباشرة. فقد تزايدت الواردات بنسبة 9,1% إلى 263 مليار درهم والصادرات بواقع 1,2% إلى 154,1 مليار. وبناء عليه، ارتفع العجز التجاري للسلع إلى 108,9 مليار درهم، وانخفضت نسبة تغطية الصادرات للواردات بمقدار 4,6 نقطة، لتتراجع من 63,2% إلى 58,6%.

وبموازاة مع ذلك، سجلت عائدات الأسفار نمواً بنسبة 7,5% لتصل إلى 34,4 مليار، بينما عرفت تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج تقلصاً بواقع 3,7% إلى 35,9 مليار. وبخصوص أهم العمليات المالية، فقد بلغت مداخيل الاستثمارات الأجنبية المباشرة 17,2 مليار، عوض 14 مليار في نهاية أبريل 2024، وتراجعت الاستثمارات المباشرة للمغاربة في الخارج بواقع 21,9% إلى 6 مليارات. وفي نهاية أبريل 2025، ارتفع المبلغ الجاري للأصول الاحتياطية الرسمية لبنك المغرب إلى 390,7 مليار درهم، أي ما يعادل تغطية 5 أشهر و12 يوماً من واردات السلع والخدمات.

### 1.2 الميزان التجاري

#### 1.1.2 الصادرات

رسم بياني 1.2: صادرات قطاع السيارات في نهاية أبريل



وبالنسبة لقطاع «النسيج والجلد»، فقد عرفت صادراته انخفاضاً بنسبة 2,7% إلى 14,8 مليار، مع تراجع مبيعات فرع «الملابس الجاهزة» بالخصوص بنسبة 3,2% إلى 9,7 مليار.

ومن جهتها، تدنت مبيعات قطاع «الإلكترونيك والكهرباء» بنسبة 7% إلى 5,7 مليار، ما يشمل انخفاضاً «المكونات الإلكترونية» بنسبة 42,5% إلى 1,6 مليار، ونمو «الأسلاك والكابلات» بواقع 37,2% إلى 2,3 مليار.

كان ارتفاع الصادرات مدفوعاً بالأساس بزيادة مبيعات الفوسفاط ومشتقاته التي تحسنت بنسبة 12,3% إلى 27,7 مليار، نتيجة لارتفاعات نسبتها 8,4% بالنسبة «للأسمدة الطبيعية والكيماوية» بفعل ارتفاع سعرها بواقع 5,3% ونمو حجم صادراتها بنسبة 48,5%، و42,9% بالنسبة «للفوسفاط الخام»، و13,8% بالنسبة «للحامض الفوسفوري». وفي نفس السياق، تواصلت دينامية صناعة الطيران، بتسجيل نمو جديد نسبته 14% إلى 9,5 مليار درهم، 6,2 مليار منها على مستوى قسم التجميع، و من جهتها، تزايدت صادرات نفس الفترة من السنة السابقة. ومن جهةها، تزايدت صادرات «الفلاحة والصناعات الغذائية» بنسبة 1,4% إلى 35,5 مليار، ما يعكس بالخصوص ارتفاع صادرات «الفواكه الطيرية أو الجافة، المجمدة أو المعلبة» بنسبة 32,4%， وصادرات «الحوامض» بنسبة 28,9%. وخلافاً لذلك، تراجعت مبيعات الصناعة الغذائية بواقع 5,3% إلى 13,7 مليار درهم.

وعلى النقيض من ذلك، شهدت صادرات قطاع السيارات تقلصاً بنسبة 7% إلى 49 مليار، ارتباطاً بتراجع مبيعات قسم «التصنيع» بواقع 22% إلى 17,8 مليار، في حين ارتفعت مبيعات «الكابلات»، خلافاً لذلك، بنسبة 1,7% إلى 18,9 مليار.

جدول 1.2 : الصادرات حسب القطاع (بملايين الدرهم)

## 2.1.2 الواردات

باستثناء الفاتورة الطاقية، هم تزايد الواردات جميع المنتجات الرئيسية. وبالفعل، ارتفعت مقتنيات سلع التجهيز بنسبة 13,3% إلى 61,8 مليار درهم، خاصة مع نمو مشتريات «أجزاء الطائرات والعربات الجوية الأخرى» بنسبة 27,4% إلى 6 ملايين و«السيارات النفعية» بنسبة 33,4% إلى 4,5 مليار. وفي نفس الاتجاه، سجلت مشتريات السلع الاستهلاكية ارتفاعاً بنسبة 11,5% إلى 61,2 مليار، وهو تطور يعكس نمو مشتريات «السيارات السياحية» بنسبة 14,5%， ومشتريات «الأدوية وباقى المواد الصيدلية» بواقع 19,7%. وبخصوص واردات المنتجات الغذائية، فقد ارتفعت إلى 33,5 مليار، بزيادة نسبتها 11,3%， خاصة مع تقلص واردات القمح بنسبة 14,5%， مقارنة بشهر أبريل 2024، بفعل تراجع أسعاره عند الاستيراد بواقع 5,9% والكميات المستوردة بنسبة 9,2%.

وفيما يتعلق بمشتريات المنتجات الخام، فقد تزايدت بنسبة 25,4% إلى 13,2 مليار، مدفوعة بالأساس بارتفاع مشتريات «الكربون الخام وغير المكرر» بنسبة 41%， وواردات المنتجات نصف المصنعة التي انتقلت إلى 55,6 مليار، أي بزيادة نسبتها 7,6%.

وخلال ذلك، تقلصت الفاتورة الطاقية بنسبة 4,9% إلى 37,3 مليار درهم، مع تراجع مشتريات «زيت الغاز وزيت الوقود» إلى 17,6 مليار، بفعل تأثير تدني سعرها عند الاستيراد.

القطاعات / الأنشطة		النوع		النوع	
		بيانير - أبريل		بيانير - مارس	
%	بالقيمة	2024	2025	2024	2025
1,2	1 799	152 285	154 084		
12,3	3 025	24 634	27 659		
8,4	1 570	18 741	20 311		
48,5	900	1 856	2 756		
13,8	555	4 037	4 592		
14,0	1 166	8 346	9 512		
15,3	820	5 373	6 193		
11,8	346	2 936	3 282		
1,4	506	34 986	35 492		
6,9	1 360	19 699	21 059		
-5,3	-766	14 494	13 728		
-2,7	-409	15 215	14 806		
-3,2	-316	10 035	9 719		
-2,2	-63	2 917	2 854		
-2,8	-27	979	952		
-7,0	-428	6 104	5 676		
-42,5	-1 205	2 835	1 630		
37,2	624	1 676	2 300		
-7,0	-3 677	52 685	49 008		
-22,0	-5 035	22 884	17 849		
10,3	314	3 035	3 349		
1,7	309	18 629	18 938		
15,7	234	1 486	1 720		
24,0	95	396	491		
39,7	89	226	315		
15,9	1 398	8 813	10 211		
24,4	553	2 265	2 818		
15,2	80	525	605		
-15,1	-77	511	434		

المصدر: مكتب المصرف

## 2.2 باقي بنود ميزان المعاملات الجارية

فيما يتعلق بميزان الخدمات، سجل رصيده الفائض ارتفاعاً كبيراً بنسبة 11,9%، نتيجة لنمو الصادرات بنسبة 5,3% وانخفاض الواردات بقدر طفيف نسبته 0,9%.

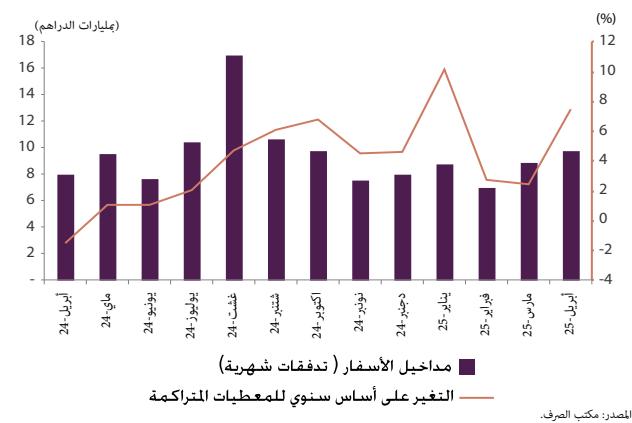
جدول 3.2: ميزان الخدمات (بملايين الدرهم)

التغيرات		يناير - أبريل		الواردات	الصادرات	الرصيد
%	بالقيمة	2023	2025			
-0,9	-382	44 551	44 169			
5,3	4 553	85 922	90 475			
11,9	4 935	41 371	46 306			

المصدر: مكتب الصرف.

وبشكل خاص، واصلت مداخيل الأسفار أداءها الجيد مسجلة نمواً جديداً نسبته 7,5% لتصل إلى 34,4 مليار، كما تزايدت النفقات برسم نفس النشاط بنسبة 3,5% إلى 9,2 مليار.

رسم بياني 2.2: التطور الشهري لمداخيل الأسفار



المصدر: مكتب الصرف.

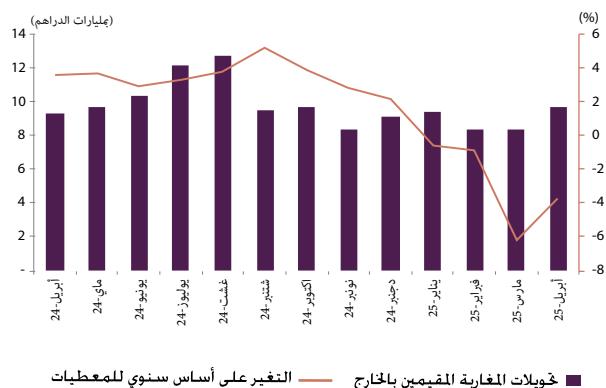
وفي المقابل، سجلت تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج تقلصاً بنسبة 3,7% لتصل إلى 35,9 مليار درهم.

جدول 2.2: الواردات حسب مجموعة استخدام المنتجات (بملايين الدرهم)

مجموعات الاستعمال	التغيرات		يناير - أبريل	
	%	بالقيمة	2024	2025
الواردات	9,1	21 996	241 028	263 023
معدات التجهيز	13,3	7 272	54 535	61 807
أجزاء الطائرات والمركبات الجوية أو الفضائية الأخرى	27,4	1 297	4 741	6 038
مركبات المراقب	33,4	1 120	3 350	4 470
الآلات والمعدات الهندسية المدنية والبناء	112,9	561	497	1 058
منتجات استهلاكية جاهزة	11,5	6 290	54 920	61 209
سيارات الركاب	14,5	1 055	7 269	8 324
الأدوية وغيرها من المنتجات الصيدلانية	19,7	659	3 342	4 001
المقاعد والأثاث والمتراب وأجهزة الإضاءة	29,0	479	1 651	2 131
نصف المنتجات	7,6	3 931	51 634	55 565
المنتجات الكيماوية	12,4	624	5 045	5 669
الألومنيوم الخام، نفايات ومساحيق الألومنيوم	43,5	467	1 074	1 541
أسلاك وقببان ومقاطع نحاسية	14,1	460	3 273	3 733
منتجات غذائية	11,3	3 402	30 060	33 461
الحيوانات الحية	-	1 328	917	2 246
الذرة	44,7	817	1 829	2 646
فوفة	-	561	501	1 061
قمح	-14,5	-1 033	7 106	6 073
منتجات خام	25,4	2 662	10 490	13 151
الكبريت الخام وغير المكرر	41,0	1 095	2 671	3 766
الخردة المعدنية والنفايات والمعادن الأخرى	43,1	524	1 214	1 738
زيت الصويا الخام أو المكرر	21,9	413	1 884	2 297
منتجات طاقية	-4,9	-1 905	39 202	37 297
زيوت الغاز وزيوت الوقود	-13,7	-2 803	20 434	17 631
البنزين البترولي	-2,1	-47	2 208	2 161
غاز البترول وغيره من الهيدروكربونات	6,7	476	7 143	7 619

المصدر: مكتب الصرف.

رسم بياني 3.2: التطور الشهري لتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج



المصدر: مكتب الصرف.

## 3.2 الحساب المالي

فيما يتعلق بالعمليات المالية الرئيسية، تزايد التدفق الصافي للاستثمارات الأجنبية المباشرة بنسبة 37,2% إلى 11,1 مليار درهم، مدفوعاً بارتفاع العائدات بنسبة 22,8% إلى 17,2 مليار، بينما عرفت التفويتات ارتفاعاً محدوداً نسبته 3,2% إلى 6,2 مليار، وبالموازاة مع ذلك، تقلص تدفق الاستثمارات المباشرة للمغاربة في الخارج بنسبة 9,7% ليتراجع إلى 1,2 مليار، ما يعكس انخفاض التدفق نحو الخارج بنسبة 21,9% إلى 6 ملايين وعمليات توطين هذه الاستثمارات بواقع 24,3% إلى 4,8 مليار.

ومع متم أبريل 2025، بلغ جاري الأصول الاحتياطية الرسمية 390,7 مليار درهم، أي ما يعادل تغطية 5 أشهر و12 يوماً من واردات السلع والخدمات.

جدول 4.2 : الاستثمارات المباشرة (بملايين الدرهم)

السنة	النغيرات	
	%	بالقيمة
2024	37,2	3 005
2025	8 075	11 080
		الاستثمارات الأجنبية المباشرة
	22,8	3 196
	14 044	17 240
	3,2	191
	5 969	6 160
	-9,7	-125
	1 289	1 164
		استثمارات المغاربة بالخارج
	-21,9	-1 685
	7 697	6 012
	-24,3	-1 560
	6 408	4 848
		المدفوعات
		المدفوعات

المصدر: مكتب الصرف.

### 3. النقد والائتمان وسوق الأصول

خلال الفصل الأول من سنة 2025، سجل متوسط سعر الفائدة الإجمالي على القروض انخفاضاً بواقع 10 نقط أساس، وارتفع سعر الصرف الفعلي الحقيقي بنسبة 0,8%. وبخصوص القروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي، فقد تزايدت بنسبة 4,2% في شهر أبريل بعد 3,9% في الفصل الأول، ما يعكس بالأساس تسارع نمو القروض الممنوحة للأسر وللمقاولات الخاصة. وفيما يتعلق بباقي مقابلات الكتلة النقدية، سجلت الديون الصافية على الإدارة المركزية تقلصاً بنسبة 3,4% مقابل ارتفاعها بواقع 6,7,5%， فيما شهدت الأصول الاحتياطية الرسمية ارتفاعاً نسبته 8,9% بعد تزايدها بنسبة 2,5%. وفي المجمل، تنامت الكتلة النقدية بواقع 6,9% مقابل 8% في الفصل الأول.

وفي سوق العقار، تقلصت الأسعار بنسبة 1,8%، من فصل إلى آخر، خلال الفصل الأول من سنة 2025، ما يعكس تراجع أسعار الأملاك السكنية بنسبة 2,1%， وأسعار الأراضي بنسبة 2,5%， وأسعار الأملاك المخصصة للاستعمال المهني بنسبة 0,7%. وبالموازاة مع ذلك، انخفض عدد المعاملات بنسبة 30,3% بشكل عام، بتراجعات تراوحت بين 29,3% بالنسبة للأملاك السكنية و33,1% بالنسبة للأراضي.

وعلى مستوى بورصة الدار البيضاء، واصلت الأسعار منحها التصاعدي، حيث ارتفع مؤشر مازي بنسبة 1,2% في شهر ماي مقارنة مع شهر مارس، لينتقل أداؤه إلى 21,7% منذ شهر دجنبر 2024. وفي ظل هذه الظروف، بلغت رسملة البورصة 944,6 مليار درهم، متزايدة بواقع 2,1% بمقابلة شهر مارس وبنسبة 25,5% منذ دجنبر 2024.

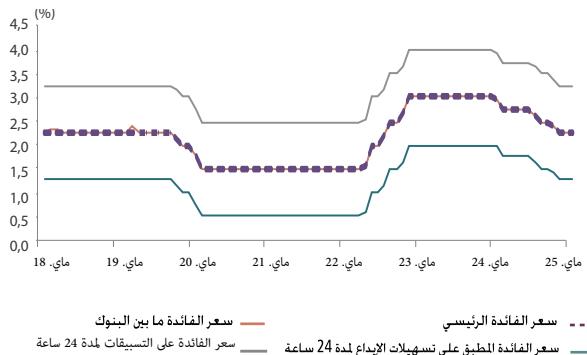
#### 1.3 الأوضاع النقدية

##### 1.1.3 السيولة البنكية وأسعار الفائدة

وتشير أحدث المعطيات المتوفرة إلى تراجع احتياجات البنوك من السيولة مجدداً إلى 113,1 مليار في المتوسط خلال شهري أبريل وماي 2025.

في الفصل الأول من سنة 2025، تراجعت احتياجات البنوك من السيولة إلى 129,5 مليار درهم في المتوسط الأسبوعي، بعد 137,9 مليار في الفصل الرابع من سنة 2024.

رسم بياني 1.3: سعر الفائدة ما بين البنوك (المعطيات اليومية)



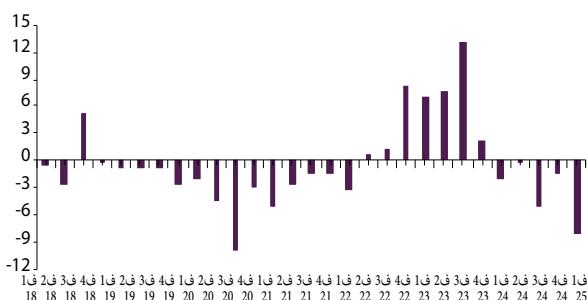
وعلى مستوى سوق سندات الخزينة، سجلت أسعار الفائدة انخفاضات جديدة في الفصل الأول من سنة 2025، سواء في السوق الأولية أو الثانوية. وهو التطور الذي زادت حدته، في المتوسط، خلال شهر أبريل وماي من سنة 2025.

وبذلك، خفض بنك المغرب مبلغ تدخلاته من 151,4 مليار درهم بعد 144 مليار، 61,8 مليار منها على شكل تسبيقات لمدة 7 أيام، و49,9 مليار من خلال عمليات إعادة الشراء، و32,9 مليار برسم عمليات القروض المضمونة الممنوحة في إطار برنامج دعم قويم المقاولات الصغيرة جداً والصغيرة والمتوسطة.

وفي ظل هذه الظروف، انتقل متوسط المدة المتبقية لتدخلات بنك المغرب من 37 يوماً إلى 20 يوماً، وتراجع سعر الفائدة ما بين البنوك من 2,71% إلى 2,47% في المتوسط، ارتباطاً بالقرار الذي اتخذه مجلس بنك المغرب، خلال اجتماعه المنعقد في 18 مارس 2025، والقاضي بخفض سعر الفائدة الرئيسي بمقدار 25 نقطة أساس إلى 2,25%.

وفيما يتعلق بسعر الفائدة الأدنى المطبق على الحسابات على الدفتر، فقد حدد بالنسبة للنصف الأول من سنة 2025 في %2,21، أي بانخفاض قدره 27 نقطة أساس مقارنة بنصف السنة السابقة. وفي ظل هذه الظروف، سجلت كلفة تمويل البنك انخفاضاً بمقدار 8 نقطة أساس، من فصل إلى آخر.

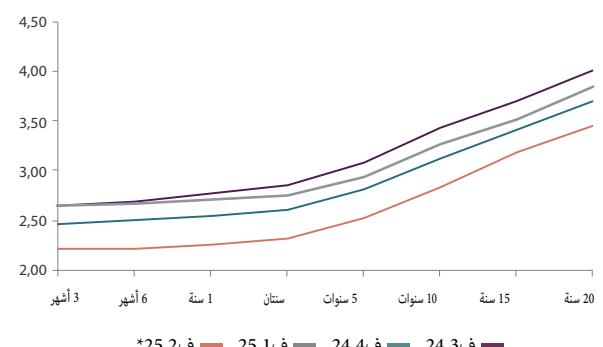
رسم بياني 3.3: تكلفة تمويل البنك (تغير فصلي بال نقاط الأساس)



جدول 1.3: سعر الفائدة على سندات الخزينة في السوق الأولية (بالنسبة المئوية)

	2025			2024				15 سنة
	ف1	ف2	ف3	ف4	ف1	ف2	ف3	
2,00	2,18	2,45	2,58	2,70	2,85	2,86	2,86	26 أسبوعاً
2,21	2,33	2,60	2,71	2,85	3,24	3,25	3,25	سنوات
2,44	2,58	2,84	2,94	3,11	3,43	3,42	3,42	5 سنوات
2,84	2,89	3,17	3,25	3,48	3,75	3,79	3,79	10 سنوات
3,15	3,22	3,45	3,54	3,74	4,03	4,05	4,05	

رسم بياني 2.3: بنية أسعار الفائدة في السوق الثانوية حسب الأجل (بالنسبة المئوية)



\*المتوسط المسجل في شهر إبريل وماي 2025.

وبخصوص أسعار الفائدة على القروض، تشير نتائج الاستقصاء الذي أجراه بنك المغرب لدى البنك برسم الفصل الأول من سنة 2025 إلى انخفاض فصلي متوسط سعر الفائدة الإجمالي بمقدار 10 نقاط أساس إلى 4,98%. وحسب القطاعات المؤسساتية، تراجعت أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للمقاولات غير المالية بواقع 16 نقطة أساس إلى 4,84%， مع تقلص قدره 26 نقطة أساس إلى 4,73% بالنسبة لتسهيلات الخزينة، وكذا ارتفاعات بما قدره 16 نقطة أساس إلى 5,14% بالنسبة لقروض التجهيز و31 نقطة أساس إلى 5,49% بالنسبة للقروض المخصصة للإيجار العقاري. وحسب حجم المقاولات، سجلت أسعار الفائدة انخفاضاً بواقع 12 نقطة أساس إلى 4,96% بالنسبة للمقاولات الكبرى، و9 نقاط أساس إلى 5,61% بالنسبة للمقاولات الصغيرة جداً والصغيرة والمتوسطة. وفي المقابل، سجلت أسعار الفائدة المطبقة على القروض الممنوحة للأفراد ارتفاعاً بما قدره 17 نقطة أساس إلى 5,96%， ويشمل هذا التطور تزايداً بمقدار 14 نقطة أساس إلى 7,13% بالنسبة لقروض الاستهلاك، بينما ظلت أسعار الفائدة على قروض السكن شبه مستقرة في 4,74%.

وفي سوق الدين الخاص، واصلت الأسعار المطبقة على إصدارات شهادات الإيداع تقلصها في الفصل الأول من سنة 2025. وبالنسبة لأسعار الفائدة على الودائع، فقد عرفت الأسعار المطبقة على الودائع لأجل 6 أشهر، في المتوسط، ارتفاعاً فصلياً بمقدار 8 نقاط أساس إلى 2,53% قبل أن تتراجع إلى 2,72% في شهر إبريل. بينما تدنت تلك المطبقة على الودائع لأجل عام واحد بما قدره 10 نقاط أساس إلى 2,78% خلال الفصل الأول ثم إلى 2,73% في شهر إبريل.

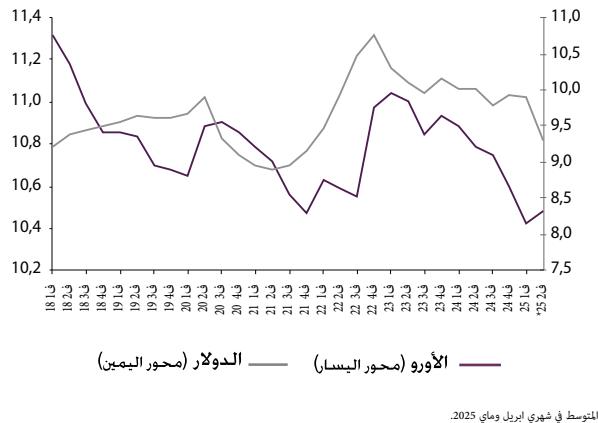
جدول 2.3: أسعار الفائدة على الودائع (بالنسبة المئوية)

	2025			2024				12 شهراً
	ف1	ف2	ف3	ف4	ف1	ف2	ف3	
2,72	2,53	2,45	2,77	2,56	2,54	2,54	2,54	6 أشهر
2,73	2,78	2,88	2,60	3,06	2,86	2,86	2,86	

1 تجربة كلفة التمويل كمتوسط مرجح تكلفات مصارف البنك.

تشير أحدث البيانات، المتعلقة بشهري أبريل وماي، إلى ارتفاع قيمة الأورو بنسبة 6,9% في المتوسط مقابل الدولار الأمريكي مقارنة بالفصل الأول. وبالتالي، ارتفعت قيمة الدرهم بواقع 6,5% مقابل الدولار وانخفضت بنسبة 0,5% مقابل الأورو.

رسم بياني 5.3: سعر صرف الدرهم



وفيما يتعلق بحجم المعاملات، سجل متوسط المبلغ الشهري لعمليات مبادلة العملات الأجنبية مقابل الدرهم في السوق ما بين البنوك تراجعا سنويا نسبته 8,7% في الفصل الأول إلى 45,9 مليار درهم. وبخصوص العمليات بالناجز التي تتجزأها البنوك مع زبنائها، فقد سجلت ارتفاعا بنسبة 10,3% إلى 37,2 مليار درهم بالنسبة للمشتريات من الزبائن، وانخفضا بواقع 1% بالنسبة للمبيعات. وبخصوص المعاملات لأجل، فقد تزايدت بنسبة 25% إلى 18,5 مليار بالنسبة للمبيعات، وبوالى 48,8% إلى 5,1 مليار بالنسبة للمشتريات.

### 3.1.3 الأوضاع النقدية<sup>2</sup>

بطأ تطور الكتلة النقدية م 3 من 6,9% إلى 6,8% ما بين الفصل الأول من سنة 2025 وشهر أبريل. وحسب أهم المكونات، تراجع نمو الودائع لأجل من 11,4% إلى 8,4% وهو النقد المتداول من 9,3% إلى 8,4%. وبخصوص سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنشورة النقدية، فقد تناولت بنسبة 14,6% بعد ارتفاعها

<sup>2</sup> تمثل المعطيات الفصلية المبالغ الجارية في نهاية الفترة.

جدول 3.3: أسعار الفائدة على القروض (بالنسبة المئوية)

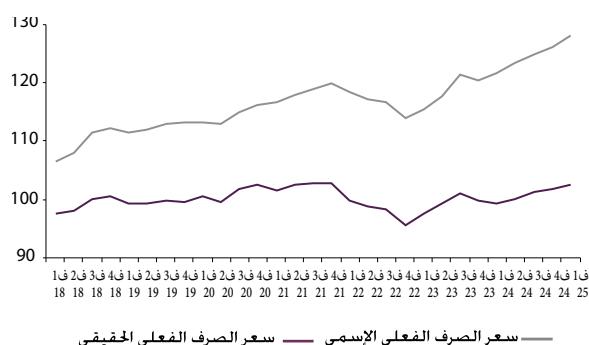
	2024				2023
	ف 1	ف 2	ف 3	ف 4	ف 1
سعر الفائدة الإجمالي	5,36	5,40	5,43	5,21	5,08
الأفراد	5,94	6,09	5,89	5,91	5,79
القروض العقارية	4,83	4,81	4,79	4,76	4,75
قروض الاستهلاك	7,18	7,22	7,03	7,06	6,99
المقاولات	5,30	5,26	5,37	5,12	5,00
قروض الخزينة	5,35	5,30	5,38	5,06	4,99
قروض التجهيز	4,90	5,11	4,99	5,24	4,98
القروض العقارية	5,49	5,19	5,68	5,69	5,18

### 2.1.3 سوق الصرف

خلال الفصل الأول من السنة، انخفضت قيمة الأورو بنسبة 1,4% مقابل الدولار الأمريكي. وفي هذا السياق، عرفت قيمة الدرهم ارتفاعا بنسبة 0,3% إزاء الدولار الأمريكي، و 1,7% مقابل الأورو.

ومقارنة بعملات أبرز البلدان الصاعدة، ارتفعت قيمة العملة الوطنية خلال الفصل الأول من سنة 2025 بنسبة 5,2% مقابل الليرة التركية، و 2% إزاء الجنيه الإسترليني، و 1,4% مقابل اليوان الصيني. وبناء عليه، وأخذنا في الاعتبار فارق التضخم مقارنة بأبرز شركاء المغرب ومنافسيه التجاريين، فقد ارتفع سعر الصرف الفعلي بنسبة 1,5% بالقيمة الإسمية و 0,8% بالقيمة الحقيقية.

رسم بياني 4.3: سعر الصرف الفعلي الاسمي وال حقيقي (أساس 100 في 2010)



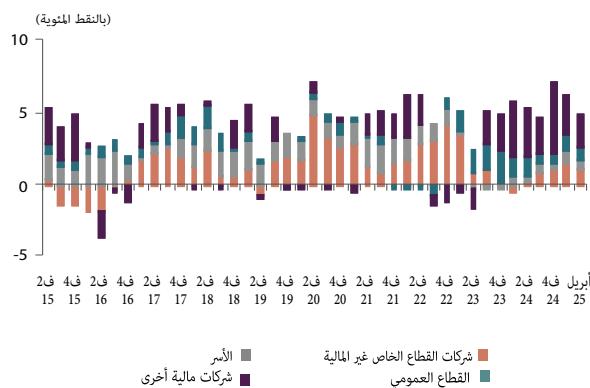
وبخصوص القروض الممنوحة للأفراد، انتقل نموها من 2,2% إلى 2,5%， مع ارتفاع قروض السكن من 1,7% إلى 2% وقروض الاستهلاك من 2,1% إلى 2,9%. أما القروض المخولة للمقاولين الأفراد، فبقي تقلصها شبه مستقر في 0,8%.

بواقع 17,7%. أما حسابات الأدخار، فقد ارتفعت بنسبة 2,3% في شهر أبريل، وهو تطور مشابه للتطور المسجل في الفصل الأول. وخلافاً لذلك، سجلت الودائع بالعملات الأجنبية ولأجل ارتفاعات نسبتها 3,3% و4,5% على التوالي، بعد 0,7% و14,9% في الفصل السابق.

ويعكس تطور القروض الموجهة للشركات غير المالية تسارع قروض الإنعاش العقاري من 6,4% إلى 9,8% وقروض التجهيز من 9,3% إلى 9,6%. وفي المقابل، سجلت تسهيلات الخزينة تزايد حدة انخفاضها من 0,5% إلى 2%.

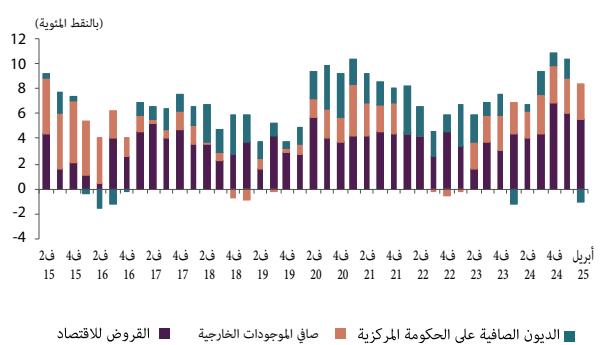
وبخصوص القروض الممنوحة للشركات العمومية، فيعكس تباطؤ نموها تقلص تسهيلات الخزينة من 30,8% إلى 24,9%， فيما ارتفعت قروض التجهيز بواقع 1,1%， بعد تراجعها بنسبة 1,1% في الفصل الأول.

رسم بياني 8.3: مساهمة القطاعات المؤسساتية في تغير الائتمان على أساس سنوي



وبحسب أهم المقابلات، يعزى تطور الكتلة النقدية إلى تقلص الديون الصافية على الإدارة المركزية بنسبة 3,4% بعد ارتفاعها بواقع 7,5% في الفصل الأول، وتتسارع نمو الأصول الاحتياطية الرسمية من 2,5% إلى 9,8%， والقروض البنكية من 5,1% إلى 5,4%.

رسم بياني 6.3: مساهمات المقابلات الرئيسية في تغير الكتلة النقدية على أساس سنوي



وبحسب قطاع النشاط، تشير البيانات الخاصة بالفصل الأول من سنة 2025 إلى نمو بواقع 13,4% بالنسبة لقطاع «الكهرباء والغاز والماء»، و16,9% بالنسبة «للصناعات الاستخراجية»، و3,4% بالنسبة لفرع «التجارة وإصلاح السيارات والأدوات المنزلية»، و2,3% بالنسبة لمقاولات «البناء والأشغال العمومية». وعلى النقيض من ذلك، سجلت القروض الممنوحة لفروع «الفنادق والمطاعم» و «الصناعات الكيماوية وشبه الكيماوية» انخفاضات نسبتها 12,8% و5,1%， على التوالي.

وفيما يتصل بالديون المعلقة الأداء، فقد تزايدت بنسبة 4,5% في شهر أبريل، وبلغت نسبتها إلى جاري الديون البنكية 8,7%. فقد ارتفعت الديون المعلقة الأداء على الأسر بنسبة 6,5%， والديون المعلقة الأداء

وبشكل خاص، تزايدت القروض الممنوحة للقطاع غير المالي بنسبة 4,2% بعد 3,9% في الفصل الأول، نتيجة لتسارع نمو القروض من 2,3% إلى 2,6% للأسر ومن 2,1% إلى 2,4% بالنسبة للمقاولات الخاصة، بينما شهدت القروض الممنوحة للمقاولات العمومية تباطؤاً من 11,9% إلى 10,5%.

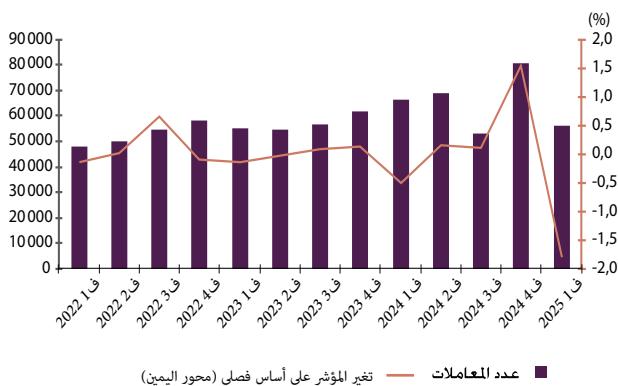
رسم بياني 7.3: الائتمان البنكي على أساس سنوي



عدد المعاملات تدنيا بنسبة 30,3% بشكل عام، ويوافق 29,3% بالنسبة للأملاك السكنية، و33,1% بالنسبة للأراضي و31,4% بالنسبة للأملاك المخصصة للاستعمال المهني.

وباستثناء مدینتي الرباط وأكادير، حيث ظلت الأسعار شبه مستقرة، وباستثناء وجدة أيضا التي سجلت الأسعار فيها ارتفاعا بنسبة 0,6%， كان انخفاض الأسعار شبه عام في كافة المدن الرئيسية الأخرى، مع تسجيل تراجعات تتراوح بين 1,1% في الجديدة والقنيطرة، و2,3% في مراكش. فيما يتعلق بالمباني، عرفت جميع المدن الرئيسية انخفاضات تراوح بين 15,7% في طنجة و55,9% في أكادير.

رسم بياني 10.3: تغير مؤشر أسعار الأصول العقارية وعدد المعاملات العقارية



### 2.2.3 الأصول المالية

#### 1.2.2.3 الأصول

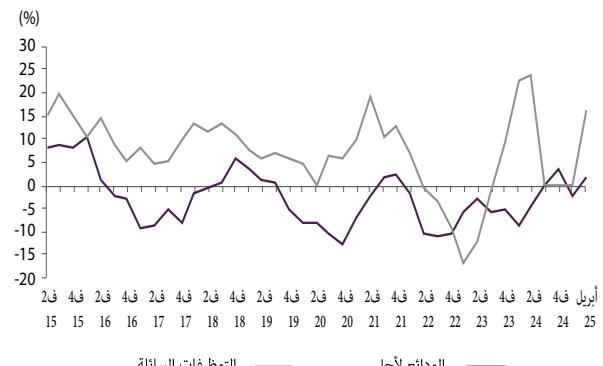
في شهرى أبريل وماي، واصل مؤشر مازى منحاه التصاعدي، بتتسجيل نمو بنسبة 1,2% مقارنة بالفصل الأول، ما يرفع أداءه إلى 21,7% منذ ديسمبر 2024. ويعكس هذا التطور الحديث بالأساس نمو المؤشرات القطاعية لـ «البناء ومواد البناء» بنسبة 8,6%， و «الكهرباء» بنسبة 33,8%， وتراجع المؤشرات القطاعية لـ «الاتصالات» بنسبة 11,1%， و «المساهمة والإنشاء العقاري» بواقع 17,6%.

على الشركات غير المالية الخاصة شبه بنسبة 2,7%， مع بلوغ نسبتها إلى جاري القروض البنكية 10,7% و13,2%， على التوالي.

وبالنسبة للقروض الممنوحة من طرف الشركات المالية غير البنوك لفائدة القطاع غير المالي، فقد تناست بنسبة 7,7% في الفصل الأول من سنة 2025. ويعكس هذا التطور ارتفاع القروض الممنوحة من طرف شركات التمويل بواقع 8,2%， والقروض الممنوحة من طرف جماعيات القروض الصغرى بنسبة 6,5%， بينما تراجعت القروض الممنوحة من طرف البنوك الحرة بنسبة 3,4%.

وبخصوص مجموعات التوظيفات السائلة، فقد ارتفعت بنسبة 19,5% بعد 15,6% في الفصل الأول، ما يشمل تسارع وتيرة نمو سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في سندات الاقتراض من 19,6% إلى 28,5%， وسندات الخزينة من 8,2% إلى 10%， وكذا تباطؤ نمو سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في الأسهم والسندات المختلفة من 42,5% إلى 47,7%.

رسم بياني 9.3: التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع للأجل



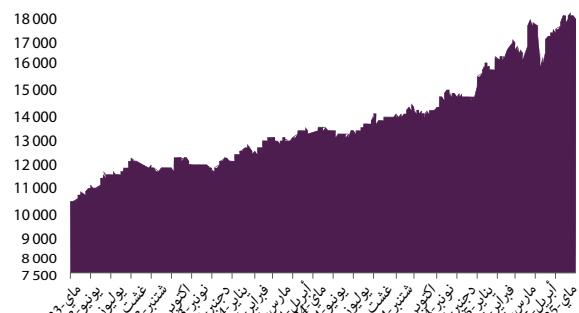
## 2.3 أسعار الأصول

#### 1.2.3 الأصول العقارية

في الفصل الأول من سنة 2025، تقلص مؤشر أسعار الأصول العقارية بنسبة 1,8%， ويشمل هذا التطور تراجع أسعار الأملاك السكنية بنسبة 2,1%， وأسعار الأراضي بنسبة 2,5%， وأسعار الأملاك المخصصة للاستعمال المهني بواقع 0,7%. وبالموازاة مع ذلك، سجل

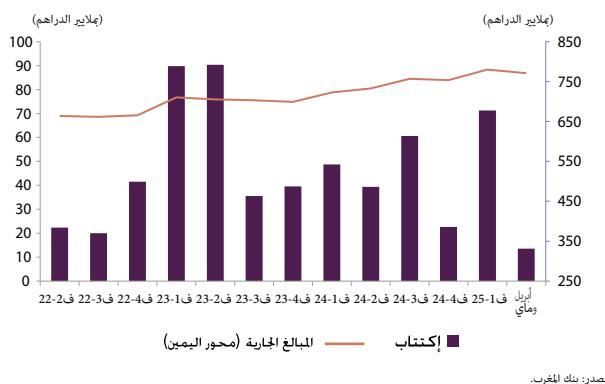
الاستحقاقات القصيرة الأجل سوى نسبة 7%. وأخذًا بالاعتبار التسديدات التي بلغت 22,4 مليار، وصل جاري سندات الخزينة إلى 771 مليار في نهاية شهر ماي، متراجعاً بنسبة 1,1% بالمقارنة مع الفصل الأول.

رسم بياني 11.3: تطور مؤشر مازي



المصدر: بورصة الدار البيضاء.

رسم بياني 13.3: تطور إصدارات سندات الخزينة



المصدر: بنك المغرب.

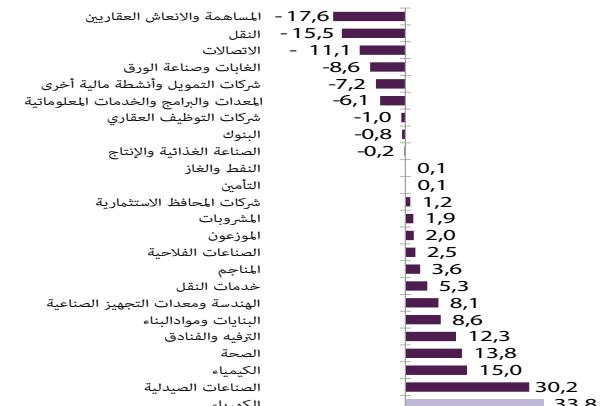
وظهرت المعطيات الخاصة بشهر ينایر ارتفاع إصدارات سندات الخزينة في شهر ينایر 2025 إلى 19,1 مليار مقابل 2,5 مليار في الشهر السابق. وهمت هذه الإصدارات بالأساس السندات المتوسطة الأجل في حدود 50%، والسندات الطويلة الأجل بنسبة 48%. وأخذًا في الاعتبار التسديدات بمبلغ 2,9 مليار، وصل جاري سندات الخزينة إلى 769,7 مليار في نهاية ينایر، أي بارتفاع شهري نسبته 2,1%.

### 3.2.2.3 سوق الدين الخاص

بلغت الإصدارات في سوق الدين الخاص 7,1 مليار درهم في شهر أبريل، بعد 24,2 مليار درهم في الفصل الأول. وبلغت إصدارات الشركات المالية 4,6 مليار عوض 12,8 مليار في الفصل السابق، وإصدارات الشركات غير المالية 2,5 مليار بعد 11,5 مليار.

وبحسب السندات، وصلت إصدارات سندات الدين القابلة للتداول إلى 5,6 مليار درهم، موزعة ما بين 3,9 مليار على شكل شهادات الإيداع، و1,1 مليار على شكل أوراق الخزينة، و800

رسم بياني 12.3: تغير المؤشرات المؤسساتية في الفصل الثالث 2025 (بالنسبة المئوية)



المصدر: بورصة الدار البيضاء.

وبالنسبة لحجم المبادرات، فقد بلغ 21,6 مليار، في شهرى أبريل وماي، بعد 33,5 مليار درهم خلال الفصل الأول من سنة 2025. وفي هذا السياق، بلغت رسملة البورصة 944,6 مليار درهم، متزايدة بنسبة 2,1% مقارنة بشهر مارس وبواقع 5,5% من دجنبر 2024.

### 2.2.2.3 سوق الدين السيادي

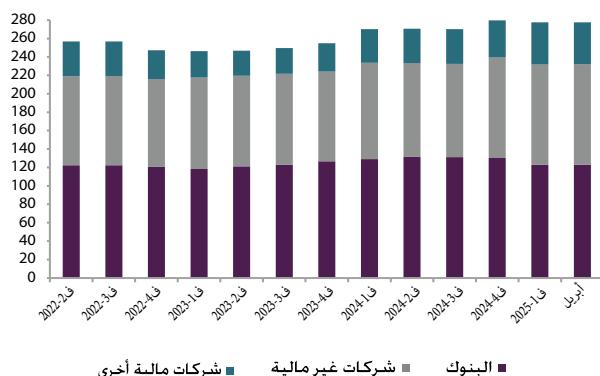
خلال شهرى أبريل وماي، بلغت إصدارات سندات الخزينة 13,5 مليار درهم بعد 44,2 مليار في الفصل الأول. وهمت هذه الإصدارات الاستحقاقات المتوسطة الأجل في حدود 49% والاستحقاقات الطويلة الأجل بنسبة 44%， بينما لم تمثل

يلصل إلى 772,7 مليار درهم، مدفوعا بارتفاعات تتراوح بين 6,9% بالنسبة لصناديق سندات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة النقدية، و 51,5% بالنسبة لسندات الدين قصيرة الأجل. وعلى العكس من ذلك، سجلت مؤسسات التوظيف الجماعي في السندات التعاقدية تقلصا بواقع 15,9%.

مليون على شكل سندات شركات التمويل. ومن جانبها، بلغت إصدارات سندات الدين 1,5 مليار، <sup>أُنجزت</sup> من طرف الشركات غير المالية.

وبأخذ التسديدات بعين الاعتبار، بلغ جاري الدين الخاص 278,6 مليار درهم مع متم شهر ماي 2025.

رسم بياني 14.3: تطور المبلغ الجاري للدين الخاص حسب جهات الإصدار (بملايين الدرهم)



المصادر: ماروكير وحسابات بنك المغرب.

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

خلال الشهور الخمسة الأولى من السنة، بلغت الاكتتابات في سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة 672,2 مليار درهم، مقابل 476,4 مليار خلال الفترة نفسها من السنة السابقة. ومن جانبها، ارتفعت عمليات إعادة الشراء إلى 594,5 مليار بدلا من 441,8 مليار، أي بتحصيل صاف قدره 77,7 مليار درهم. وفيما يتعلق بمؤشرات الأداء، فقد عرفت نموا بالنسبة لجميع الصناديق، بنساب تراوحت بين 3,1% بالنسبة لصناديق التوظيف الجماعي في القيم المنقولة النقدية، و 39,5% بالنسبة لصناديق الأسهم.

وعرف الرصيد الصافي لمؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة في نهاية شهر ماي ارتفاعا بنساب 18,3% مقارنة بمتجمد جنبر 2024.

## 4. توجهات السياسة المالية

أقرّ تفاصيل الميزانية برسم الشهور الأربع الأولى من سنة 2025 عجزاً مالياً قدره 17,5 مليار درهم، عوض 6 مليارات في السنة السابقة. فقد ارتفعت المداخيل العادلة بنسبة 16,9% إلى 148,7 مليار، ما يعكس بالأساس تزايد المداخيل الجبائية بنسبة 18,9% وانخفاض المداخيل غير الجبائية بواقع 4,1%. وفي المقابل، تزايدت النفقات العادلة بنسبة 25,6% لتصل إلى 146,2 مليار، ما يعكس بالخصوص ارتفاع نفقات السلع والخدمات بنسبة 33,4% ونفقات فوائد الدين بنسبة 27,5%， بينما تقلصت تكاليف المقاومة بنسبة 25,9%. وفي ظل هذه الظروف، أقرّ الرصيد العادي فائضاً بمبلغ 2,5 مليار، عوض 10,8 مليارات في السنة السابقة. ومن جانبها، سجلت نفقات الاستثمار ارتفاعاً نسبته 15,7% إلى 34,9 مليار، لتزداد بذلك النفقات الإجمالية إلى 181,1 مليار، أي بنمو نسبته 23,6%. أما رصيد الحسابات الخصوصية للخزينة، فقد كان إيجابياً حيث حقق مبلغ 14,9 ملياراً مقابل 13,4 ملياراً في نهاية أبريل 2024.

وأخذنا بعين الاعتبار خفض مخزون العمليات قيد الأداء بمبلغ 15,7 مليار، تزايد عجز الصندوق ليصل إلى 33,2 مليار، مقابل 10,2 مليارات في متم أبريل 2024. وتمثل تغطية هذه الحاجة موارد داخلية صافية بمبلغ قدره 4,6 مليارات وتدفق خارجي صاف إيجابي قدره 28,6 مليار درهم. وبذلك، يرجح أن يكون المبلغ الجاري للدين العمومي قد تزايد بنسبة 4,1% في نهاية أبريل 2025 مقارنة بمستواه المسجل في متم دجنبر 2024. وبخصوص ظروف تمويل الخزينة، فقد تحسنت بالمقارنة مع نفس الفترة من سنة 2024.

### 1.4 المداخيل العادلة

وبالنسبة لمداخيل الضرائب غير المباشرة، فقد بلغت 57,7 مليار، متزايدة بنسبة 9,1%， ما يعكس نمو عائدات الضريبة على القيمة المضافة بنسبة 8,3% إلى 46,2 مليار، ومداخيل الضريبة الداخلية على الاستهلاك بواقع 12,3% إلى 11,5 ملياراً. ويشمل تطور هذه الضريبة الأخيرة على الخصوص ارتفاع الضريبة الداخلية على استهلاك المنتجات الطاقية بنسبة 15,3% إلى 6,8 مليارات والضريبة الداخلية على استهلاك التبغ بواقع 6,8% إلى 3,8 مليارات. ويعكس تحسن عائدات الضريبة على القيمة المضافة تزايد مداخيل الضريبة على القيمة المضافة عند الاستيراد بنسبة 14,4% إلى 29,3 ملياراً، وتقلص عائدات الضريبة على القيمة المضافة الداخلية بواقع 0,9% إلى 16,9 ملياراً.

يظهر تنفيذ الميزانية إلى نهاية نهاية أبريل 2025 ارتفاع المداخيل العادلة بنسبة 16,9% إلى 148,7 مليار، مع نمو المداخيل الجبائية بنسبة 18,9% إلى 137,4 مليار، مدفوعة بالأساس بارتفاع عائدات الضريبة على الشركات والضريبة على القيمة المضافة، وانخفاض المداخيل غير الجبائية بواقع 4,1% إلى 9,6 مليارات.

وتزايدت مداخيل الضرائب المباشرة بنسبة 33,1% إلى 65,3 مليار درهم، ما يعكس نمو كل من عائدات الضريبة على الشركات بنسبة 34,1% إلى 36,4 ملياراً، وعائدات الضريبة على الدخل بنسبة 32,1% إلى 27,3 ملياراً. ويشمل تطور هذه الأخيرة بالأساس تحصيل عائدات قدرها 3,8 مليارات نتيجة لعملية التسوية الجبائية الطوعية، وكذا تحسن المداخيل الناجمة عن المراقبة على الدخل المفروضة على الأجور بمبلغ 528 مليون درهم. أما تطور الضريبة على الشركات، فيعزى بالأساس إلى ارتفاع تكلفة التسوية بمبلغ قدره 6,7 مليارات، والقسط الأول بما قدره 3,8 مليارات.

وفيما يتصل بالعائدات غير الجبائية، فيعكس تطورها تحصيل مبلغ 4,7 مليارات برسم بند «باقي المداخيل»، مقابل 6,3 مليارات في نهاية أبريل 2024. وبلغ مجموع الموارد المتأنية من المؤسسات والمقاولات العمومية 4,9 مليارات، بدلاً من 3,7 مليارات سنة من قبل، 3,8 مليارات منها من بنك المغرب (مقابل 2,4 مليار)، ومليار واحد من الوكالة الوطنية للمحافظة العقارية والمسلح العقاري والخانطية، وهو نفس المبلغ المسدد في نهاية أبريل 2024.

## 2.4 النفقات

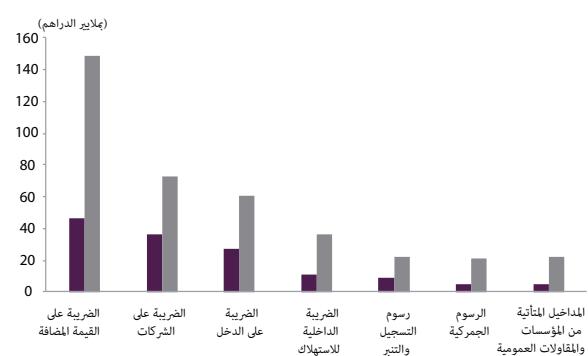
ازدادت النفقات الإجمالية بنسبة 23,6% لتصل إلى 181,1 مليارات مع متم أبريل 2025، ما يعكس نمو النفقات العادبة بنسبة 25,6% إلى 146,2 مليارات ونفقات الاستثمار بواقع 15,7% إلى 34,9 مليارات. وتزايدت نفقات السلع والخدمات إلى 110 مليارات، متزايدة بنسبة 33,4%， مع تسجيل ارتفاع كتلة الأجرور بنسبة 12,4% إلى 58,3 مليارات، والنفقات برسم باقي السلع والخدمات بنسبة 69% إلى 51,7 مليارات. ويأخذ تطور هذه الأخيرة بعين الاعتبار التحويلات لفائدة المؤسسات والمقاولات العمومية بمبلغ 22,3 مليارات، والتحويلات لفائدة الحسابات الخصوصية للخزينة البالغة 17,2 مليارات، أي بزيادة قدرها على التوالي 6,3 مليارات و15 مليارات. وبخصوص تطور كتلة الأجرور، تزايد الجزء المؤدي من طرف مديرية نفقات الموظفين بنسبة 11,1% إلى 48,2 مليارات، نتيجة لنمو مكونها البنوي بنسبة 15,7% وتراجع متأخرات الأجرور بنسبة 53,7% إلى 1,3 مليارات.

جدول 1.4: المداخيل العادبة (بملايين الدرهم)\*

نسبة التنفيذ بالنسبة لقانون المالية (%)	قانون المالية 2025	التغير بالنسبة للمشورة 2024	يوليو - أبريل 2025	يوليو - أبريل 2024	المداخيل العادبة
34,0	436,7	16,9	148,7	127,2	المداخيل العادبة
37,4	367,6	18,9	137,4	115,5	المداخيل الجبائية
46,9	139,3	33,1	65,3	49,1	- الضرائب المباشرة (ها فيها) الضريبة على الشركات
49,8	73,0	34,1	36,4	27,1	الضريبة على الدخل
44,9	60,9	32,1	27,3	20,7	- الضرائب غير المباشرة الضريبة على القيمة المضافة*
31,1	185,3	9,1	57,7	52,9	الرسوم الداخلية على الاستهلاك
31,1	148,4	8,3	46,2	42,6	- الرسوم الجمركية
31,3	36,9	12,3	11,5	10,3	- رسوم التسجيل والتنبر
25,3	21,3	6,9	5,4	5,0	المداخيل غير الجبائية
41,4	21,7	5,4	9,0	8,5	- المداخيل المتأنية من المقاولات والمؤسسات العمومية
14,7	65,6	-4,1	9,6	10,0	- مداخيل أخرى آليات التمويل المجددة
21,7	22,6	32,8	4,9	3,7	مداخيل بعض الحسابات الخصوصية للخزينة
11,0	43,0	-25,6	4,7	6,3	* بما فيها من عائدات الضريبة على القيمة المضافة التي تم تحويلها إلى الجماعات الترابية في 2024 و32% في 2025.
0,0	35,0	0,0	0,0	0,0	المصادر: بيانات وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية)، إعادة مراجعة الضريبة على القيمة المضافة من طرف بنك المغرب.

ومن جهتها، تزايدت مداخيل الرسوم الجمركية بنسبة 6,9% إلى 5,4 مليارات، ورسوم التسجيل والتنبر بنسبة 5,4% إلى 9 مليارات.

رسم بياني 1.4: إنجازات المداخيل الرئيسية بالنسبة لتوقعات قانون المالية



■ يوليوز - أبريل 2025 ■ قانون المالية 2025

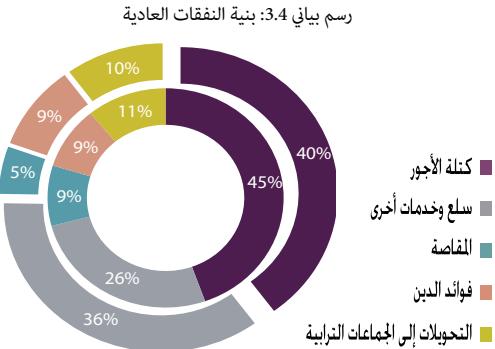
المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية، وإعادة مراجعة الضريبة على القيمة المضافة من طرف بنك المغرب.

جدول 2.4: تنفيذ النفقات العمومية (بملايين الدرهم)\*

نسبة التنفيذ بالنسبة لقانون المالي (%)	قانون 2025	التغير بالنسبة للسنة ال yıllıة	يناير - أبريل 2025	يناير - أبريل 2024	نفقات إجمالية
35,7	507,0	23,6	181,1	146,5	نفقات عادية
36,4	401,4	25,6	146,2	116,4	سلع وخدمات
37,4	294,2	33,4	110,0	82,5	المستخدمون
32,3	180,3	12,4	58,3	51,9	سلع وخدمات أخرى
45,4	113,9	69,0	51,7	30,6	فوائد الدين
32,2	42,6	27,5	13,7	10,8	المقاومة
44,7	17,1	-25,9	7,7	10,3	التحويلات إلى الجماعات الترابية
31,1	47,5	15,5	14,8	12,8	الاستثمار
33,1	105,6	15,7	34,9	30,2	

\* بما فيها 30% من عائدات الضريبة على القيمة المضافة التي يتم تحويلها إلى الجماعات الترابية في 2024 و32% في 2025.

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



الحلقة الداخلية: يناير - أبريل 2024

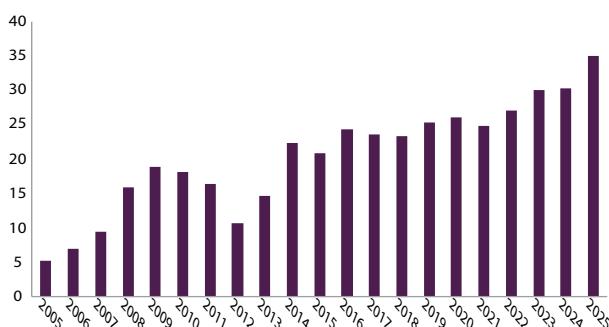
الحلقة الخارجية: يناير - أبريل 2025

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

وتراجعت تكاليف المقاومة بنسبة 25,9% إلى 7,7 مليارات، ما يمثل نسبة إنجاز قدرها 44,7% مقارنة مع قانون المالية. وتعكس هذه النتيجة انخفاض الدعم المخصص لغاز البوتان بمبلغ 0,9 مليار ليصل إلى 5,1 مليارات، والدعم المخصص للسكر بمبلغ 0,6 مليار إلى 0,7 مليار، والدعم الموجه للدقيق الوطني للقمح الطري، بمبلغ 0,2 مليار إلى 0,7 مليار. ولم تسجل أي نفقات تتعلق بالدعم المخصص لمهني قطاع النقل الطرقي، مقابل مبلغ 1 مليار الذي منح لهذا القطاع في السنة السابقة.

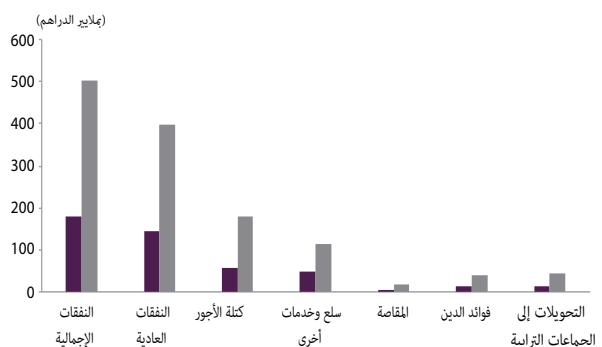
ومن جانبه، ارتفعت نفقات الاستثمار بنسبة 15,7% إلى 34,9 مليار، ما يمثل نسبة إنجاز قدرها 33,1% مقارنة بتوقعات إصدارات قانون المالية. ويشمل هذا التطور نحو نفقات الوزارات بنسبة 9,5% إلى 17,8 مليار.

رسم بياني 4.4: نفقات الاستثمار إلى متم أبريل



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

رسم بياني 4.2: تنفيذ النفقات مقارنة بقانون المالية



■ يناير - أبريل 2025 ■ قانون المالية 2025

المصادر: بيانات وزارة الاقتصاد والمالية، وإعادة معالجة الضريبة على القيمة المضافة، من طرف بنك المغرب.

وفيما يخص أداءات فوائد الدين، فقد تقلصت بنسبة 26,1% إلى 957 مليونا، ما يعكس انخفاض فوائد الدين الداخلي بنسبة 45,5% إلى 300 مليونا، وفوائد الدين الخارجي بواقع 11,9% إلى 657 مليونا.

## 3.4 العجز وتمويل الخزينة

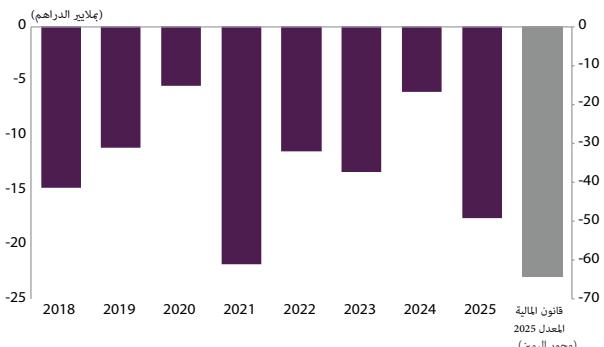
جدول 3.4: تمويل العجز (بملايين الدرهم)

قانون المالية 2025	يناير - أبريل 2025	يناير - أبريل 2024	
35,4	2,5	10,8	الرصيد العادي
6	14,9	13,4	رصيد الحسابات الخصوصية للخزينة
-21,6	-3,8	4,7	الرصيد الأولي
-64,2	-17,5	-6	رصيد الميزانية
0	-15,7	-4,2	تغير متأخرات الأداء
-64,2	-33,2	-10,2	الحاجة إلى التمويل
58,2	4,6	2,2	التمويل الداخلي
51,5	28,6	8	التمويل الخارجي
6	0	0	بيع حصة الدولة

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

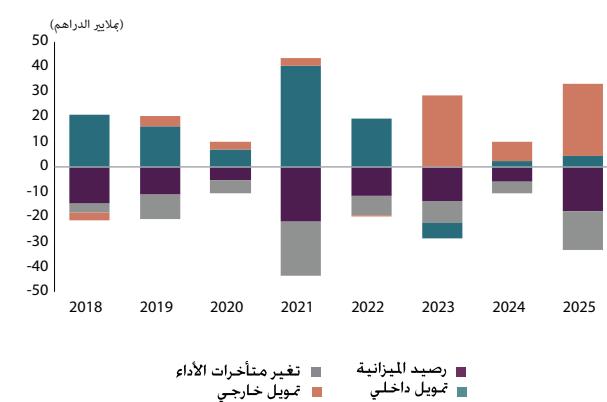
وعلى مستوى التمويل الداخلي، مكن اللجوء إلى سوق المزادات من تعبئة مبلغ صاف قدره 21,6 مليار، مقابل 22,6 مليارات في السنة السابقة. وهمت الالكتابات الصافية بالخصوص السندات لأجل 10 سنوات بمبلغ 9,5 مليارات، والسندات لأجل سنتين في حدود 6,8 مليارات، والسندات لأجل 52 أسبوعاً بمبلغ 5,1 مليارات، والسندات لأجل 30 سنة بمبلغ 2,2 مليار. وموازاة ذلك، أنجزت التسديدات الصافية على السندات لأجل 15 سنة بمبلغ قدره 4,6 مليارات.

رسم بياني 4: رصيد الميزانية مع نهاية أبريل



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

رسم بياني 6: رصيد المالية العمومية والتمويل إلى متم أبريل\*

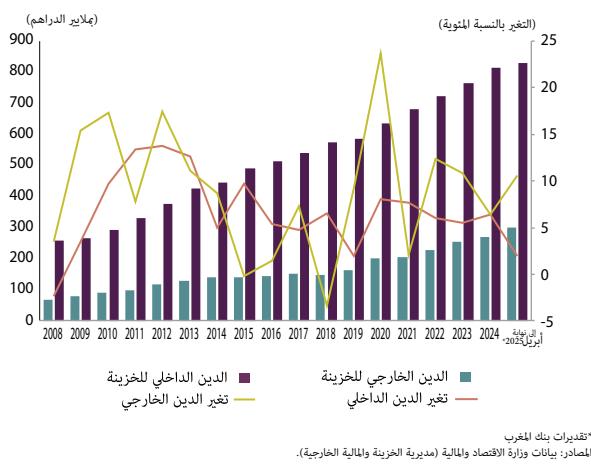


المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية).

\*تم إدراج مداخيل الخصوصية، التي تسمى بمقدوريتها وعدم استمراريتها، ضمن مصادر التمويل الداخلي.

وتمت تغطية الحاجيات التمويلية للخزينة بواسطة موارد داخلية بمبلغ صاف قدره 4,6 مليارات ويتدفق صاف خارجي إيجابي بمبلغ 28,6 مليار درهم. ويشمل هذا المبلغ الأخير سحوبات إجمالية في حدود 32,5 مليار، مقابل 11,3 مليار سنة من قبل، 20,9 مليارات منها معبأة في سوق العقار الدولي و4,8 مليارات لدى صندوق النقد الدولي.

رسم بياني 7.4: مديونية الخزينة



وفيما يتعلق بظروف تمويل الخزينة في سوق المزادات، تظهر البيانات المحفوظة في نهاية شهر أبريل انخفاض متوسط أسعار الفائدة المرجحة مقارنة بنفس الفترة من سنة 2024. وبالنسبة للسندات المتوسطة والقصيرة الأجل، بلغت الانخفاضات 71 نقطة أساس إلى 2,53% بالنسبة للسندات لأجل سنتين، و65 نقطة أساس إلى 2,77% بالنسبة للسندات لأجل 5 سنوات، و60 نقطة أساس إلى 2,27% بالنسبة للسندات لأجل 13 أسبوعاً، و52 نقطة أساس إلى 2,46% بالنسبة للسندات لأجل 52 أسبوعاً، و47 نقطة أساس إلى 2,39% بالنسبة للسندات لأجل 26 أسبوعاً. وعلى نفس المنوال، تراجعت أسعار الفائدة على السندات الطويلة الأجل بمقدار 94 نقطة أساس إلى 4,04% بالنسبة للسندات لأجل 30 سنة، و68 نقطة أساس بالنسبة للسندات لأجل 10 سنوات، و67 نقطة أساس إلى 3,66% و37% على التوالي بالنسبة للسندات لأجل 20 سنة والأجل 15 سنة.

جدول 4.4: مديونية الخزينة (بملايين الدرهم)

السنة	إلى نهاية أبريل 2025*						
	2024	2023	2022	2021	2020	2019	
الدين الخارجي للخزينة	298,4	269,8	253,6	228,9	203,8	199,7	161,6
التغير بالنسبة المئوية	10,6	6,4	10,8	12,3	2,0	23,6	9,2
الدين الداخلي للخزينة	827,8	811,8	763,0	722,9	681,5	632,9	585,7
التغير بالنسبة المئوية	2,0	6,4	5,6	6,1	7,7	8,1	1,9
المبلغ الجاري للدين المباشر	1 126,2	1 081,6	1 016,7	951,8	885,3	832,6	747,3
التغير بالنسبة المئوية	4,1	6,4	6,8	7,5	6,3	11,4	3,4

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

\* بالنسبة للدين إلى متم أبريل 2025، فيتم تقديره على أساس تدفقات التمويلات الصافية التي تنشأ عنها ديون.

وفي ظل هذه الظروف، يرجح أن يكون الدين العمومي المباشر قد ارتفع بنسبة 4,1% في متم أبريل 2025 مقارنة بمستواه المسجل في نهاية دجنبر 2024، مع نمو مكونه الداخلي بنسبة 2% ومكونه الخارجي بواقع 10,6%.

## 5. الطلب والعرض وسوق الشغل<sup>1</sup>

خلال سنة 2024، بلغ النمو الاقتصادي 3,8% بعد 3,7%، مع تقلص القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4,8% وارتفاع الناتج الداخلي الإجمالي غير الفلاحي بواقع 4,8%. وبالنسبة للطلب، فقد ارتفعت مساهمة مكونه الداخلي إلى 6,3 نقطة مئوية، بينما ظلت مساهمة المبادرات الصافية من حيث الحجم سلبية بمقدار 2,5 نقطة.

وفي الفصل الأول من سن 2025، وأخذًا في الاعتبار محصول حبوب قدره 44 مليون قنطار، من المتوقع أن تنمو القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5,2%. وبالموازاة مع ذلك، يرجح أن تنمو الأنشطة غير الفلاحية بنسبة 3,9% وأن يصل النمو بذلك إلى 4,2%.

وفي سوق الشغل، اتسمت الأوضاع في الفصل الأول من سنة 2025 بإحداث عدد كبير من مناصب الشغل تصل إلى 282 ألف منصب. وباستثناء قطاع الفلاحة الذي سجل فقدانا جديدا لما قدره 72 ألف منصب شغل، شهدت باقي القطاعات إحداثات مناصب الشغل، بلغ عددها 216 ألفًا في قطاع الخدمات، و83 ألفًا في قطاع الصناعة، و52 ألفًا في قطاع البناء والأشغال العمومية. وأخذًا في الاعتبار دخولا صافيا لما قدره 266 ألفًا من طالبي الشغل، ارتفعت نسبة النشاط بما قدره 0,3 نقطة إلى 42,9% بشكل عام، و0,4 نقطة إلى 41,5% في الوسط الحضري، فيما عرفت شبه استقرار عند 45,6% في البوادي. وبموازاة ذلك، انخفضت نسبة البطالة من 13,7% إلى 13% على الصعيد الوطني، ومن 17,6% إلى 16,6% في المدن، فيما ارتفعت من 6,8% إلى 7,3% في المناطق الريفية.

### 1.5 الطلب الداخلي

#### 1.1.5 الاستهلاك

##### 2.1.5 الاستثمار

سجل الاستثمار ارتفاعاً بنسبة 10,9% سنة 2024 بعد 4,3% في السنة السابقة، وتعززت مساهمته في النمو لتنقل من 1,3 إلى 3,2 نقطة مئوية.

ومن حيث الآفاق، من المرجح أن يواصل الاستثمار أداءه الإيجابي الذي بدأ منذ الفصل الرابع من سنة 2023، ليتسارع بنسبة 8,4% في النصف الأول من سنة 2025 بعد 6,7% المسجلة في الفترة نفسها من السنة السابقة. ويعكس هذا التطور بالخصوص تنفيذ العديد من الأوراش البنوية المرتبطة بالاستعداد لاحتضان تظاهرات دولية كبيرة. وتؤكد المؤشرات المسجلة خلال السنة المتاحة في نهاية أبريل هذا التطور نحو الارتفاع، كما يبين ذلك نمو واردات سلع التجهيز بنسبة 13,3%، ومبيعات الإسمنت بنسبة 10,3%， وقرض التجهيز بواقع 18,2%. وفي نفس السياق، تزايدت مبيعات الإسمنت بنسبة 9,5% في متم شهر ماي.

تزايد استهلاك الأسر بنسبة 3,2% سنة 2024، بعد 4,7% في 2023، وكانت مساهمته في النمو إيجابية بمقدار 1,9 نقطة مئوية.

وفي النصف الأول من سنة 2025، من المرجح أن تزايد و Tingira استهلاك الأسر بنسبة 3,7% في المتوسط، عوض 3% في نفس الفترة من السنة السابقة. ويرجح أن تكون هذه الدينامية مدرومة باعتدال التضخم وارتفاع مداخيل الأسر.

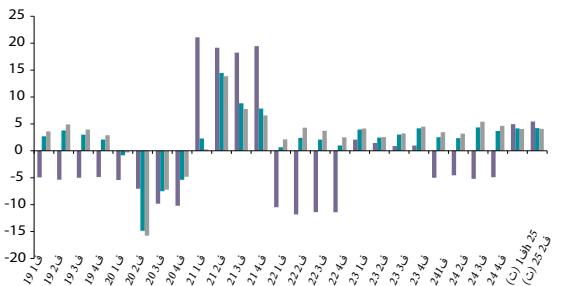
وفيما يتعلق باستهلاك الإدارات العمومية، فنظهر الإنجازات برسم سنة 2024 تباطؤاً من 6,1% إلى 5,6% سنة 2024. وبقيت مساهمته في النمو مستقرة في 1 نقطة مئوية.

وفي النصف الأول من سنة 2025، يرجح أن يتسارع استهلاك الإدارات العمومية بواقع 4,7% بعد 3,9% ارتباطاً على الخصوص بتنامي نفقات التسيير.

<sup>1</sup> يعتمد التحليل الفصلي لهذا الفصل على بيانات الحسابات الوطنية الفصلية التي نشرتها المندوبية السامية للتخطيط في 31 مارس 2025.

## 2.5 الطلب الخارجي

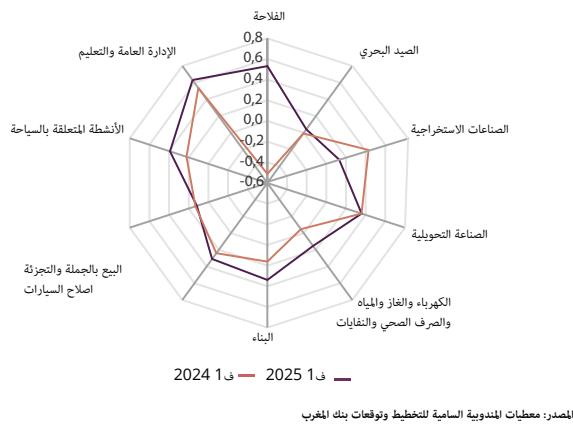
رسم بياني 1.5: الناتج الداخلي الإجمالي حسب المكونات (بأسعار السنة الماضية، التغير بالنسبة المئوية على أساس سنوي، 2014 هي السنة الأساس)



المصدر: معطيات المندوبية السامية للتخطيط وتقديرات بنك المغرب

وبالنسبة للقطاع الثانوي، يرجح أن تتتسارع وتيرة نمو قيمته المضافة إلى 4,1% بعد 3,7%， ما يعكس بالخصوص نموا في فروع «البناء»، و«الكهرباء، والغاز والماء والتقطير والنفايات».

رسم بياني 2.5: مساهمات فروع النشاط في النمو (بالنسبة المئوية)



المصدر: معطيات المندوبية السامية للتخطيط وتقديرات بنك المغرب

وعلى مستوى القطاع الثالثي، ينتظر أن تنمو القيمة المضافة بنسبة 3,8% في نفس الفترة من السنة السابقة. وأن يعكس هذا التطور بالخصوص ارتفاعا في نشاط «الفنادق والمطاعم»، وكذا في الخدمات غير التجارية.

## 2.5 الطلب الخارجي

خلال سنة 2024، ساهمت الصادرات الصافية من حيث الحجم مجددا على نحو سلبي في النمو، في حدود 2,5 نقطة مئوية، بعد 1,8 نقطة سنة 2023. وسجلت وتيرة واردات السلع والخدمات تسارعا ملحوظا من 9,5% إلى 11,6%， فيما ارتفعت وتيرة نمو الصادرات من 7,9% إلى 8,0%.

وفي النصف الأول من سنة 2025، من المرجح أن تنمو صادرات السلع والخدمات، من حيث الحجم، بوتيرة أقل من تلك المسجلة سنة من قبل، ارتباطا بتقلص مبيعات قطاع السيارات وتباطؤ صادرات الفوسفات ومشتقاته.

وبالموازاة مع ذلك، يرتفع أن تباطأ واردات السلع والخدمات، لتعكس تباطؤ وتيرة مشتريات المنتجات الاستهلاك تامة الصنع، والمنتجات الغذائية.

## 3.5 العرض الإجمالي

في النصف الأول من سنة 2025، يرتفع أن يتزايد الناتج الداخلي الإجمالي في المتوسط بنسبة 4,2% بعد 2,4%， مع نمو القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5,2% مقابل تدنيها بنسبة 4,8%， بفضل ارتفاع محصول الحبوب بواقع 41% مقارنة بالموسم السابق، ليصل إلى 44 مليون قنطرة حسب تقديرات وزارة الفلاحة. ومن جانبها، يرتفع أن تسجل الأنشطة غير الفلاحية ارتفاعا بنسبة 3,9% بدلا من 3,2%.

## 4.5 سوق الشغل والطاقات الإنتاجية

### 2.4.5 البطالة والتشغيل الناقص

سجل عدد العاطلين عن العمل تراجعاً بنسبة 0,9% ليصل إلى حوالي 1,6 مليون شخص، وتقلصت نسبة البطالة من 13,7% إلى 13,3% على الصعيد الوطني، ومن 17,6% إلى 16,6% في المدن، بينما انتقلت من 6,8% إلى 7,3% في المناطق الاقرورية. وبالنسبة للشباب المترافقون معهم ما بين 15 و24 سنة بشكل خاص، واصلت نسبة البطالة ارتفاعها، بتسجيل تزايد قدره 1,8 نقطة إلى 37,7%. وقد ارتفعت هذه النسبة بما قدره 5,3 نقطة إلى 25,5% في البوادي، وانخفضت بمقدار 0,8 نقطة إلى 46,9% في الوسط الحضري. ومن جانب آخر، سجلت نسبة البطالة في أوساط الحاصلين على الشهادات انخفاضاً بواقع 0,9 نقطة، إذ تراجعت من 20,3% إلى 19,4%.

وبالموازاة مع ذلك، عرفت نسبة التشغيل الناقص<sup>1</sup> نمواً بمقدار 1,5 نقطة إلى 11,8% على الصعيد الوطني، و2,3 نقطة إلى 14,8% في المناطق الاقرورية ونقطة 1 إلى 10% في المدن.

### 3.4.5 الإنتاجية والأجور

من المرجح أن تسجل الإنتاجية الظاهرة للعمل، في القطاعات غير الفلاحية، والتي تقاس بنسبة القيمة المضافة إلى نسبة التشغيل، انخفاضاً بنسبة 0,8% في الفصل الأول من سنة 2025، بعد ارتفاعها بواقع 1,5% من قبل. ويحتمل أن يعكس هذا التطور تزايد القيمة المضافة بنسبة 3,9% عوض 3,2%， وعدد الأشخاص المشغلين بنسبة 4,6% بعد .%1,7.

ومن جانب آخر، وبناءً على آخر البيانات المتاحة، والخاصة بالفصل الأول من سنة 2025، فقد سجل متوسط الأجور، الذي يتم حسابه على أساس بيانات الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي من خلال حساب نسبة كتلة الأجور إلى عدد المستخدمين، ارتفاعاً بنسبة 5,8%， بدلاً من 3,3% من قبل، بالقيمة الإسمية، وبنسبة 3,7% بعد 2,1%， بالقيمة الحقيقية.

<sup>1</sup> يقصد بالساقية التي توجد في وضعية التشغيل الناقص الأشخاص الذين سبق لهم العمل : (1) خلال الأسبوع المرجعي أقل من 48 ساعة لكنهم مستعدون للعمل ساعات تكميلية ويتظرون 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 المقترن.

### 1.4.5 النشاط والشغل

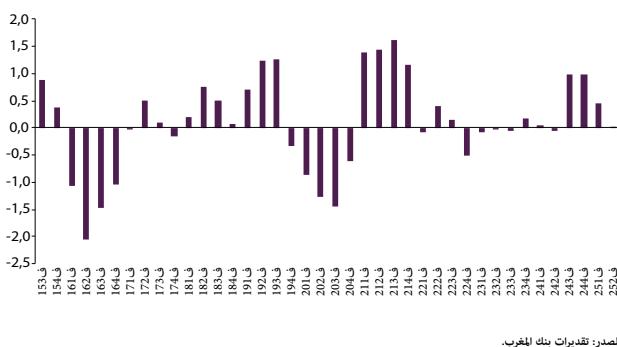
ما بين الفصل الأول من سنة 2024 والفترة نفسها من سنة 2025، اتسمت أوضاع سوق الشغل بارتفاع عدد السكان النشطين البالغة أعمارهم 15 سنة فما فوق بنسبة 2,2% إلى حوالي 12,2 مليون شخص. ويشمل هذا النمو ارتفاعاً نسبياً 3,2% في المدن و0,5% في البوادي.

وأخذاً في الاعتبار تطور عدد الأشخاص البالغين سن الشغل، سجلت نسبة النشاط ارتفاعاً بمقدار 0,3 نقطة إلى 42,9% على الصعيد الوطني، وبمقدار 0,4 نقطة إلى 41,5% في الوسط الحضري، بينما بقيت شبه مستقرة في 45,6% في البوادي.

وبالموازاة مع ذلك، سجل الاقتصاد الوطني إحداث عدد كبير من مناصب الشغل قدره 282 ألف منصب، حصرياً في المجال الحضري، بعد فقدان 80 ألفاً في السنة السابقة، وبذلك تزايد عدد السكان النشطين المشغلين بنسبة 2,7% إلى حوالي 10,6 مليون شخص.

وباستثناء الفلاحة التي سجلت من جديد فقدان 72 ألف منصب شغل، عرفت باقي القطاعات إحداثاً لمناصب الشغل بلغ عددها 52 ألف منصب في قطاع البناء والأشغال العمومية، و83 ألفاً في الصناعة، و216 ألفاً في قطاع الخدمات. وتعكس هذه الأرقام بالأساس إحداث 74 ألف منصب شغل في «الخدمات الاجتماعية المقدمة للجماعات»، و66 ألفاً في «الأنشطة المالية، والمتعلقة بالتأمين، والعقارات، والعلمية، والتقنية، والخدمات الإدارية والدعم»، و48 ألفاً في فرع التجارة.

رسم بياني 5.5: فجوة الناتج الإجمالي (بالنسبة المئوية)

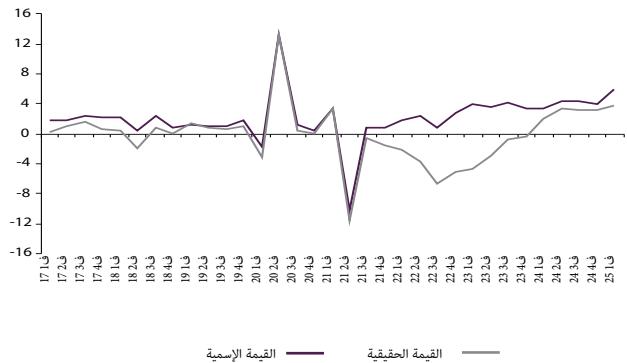


جدول 1.5: المؤشرات الرئيسية لسوق الشغل

2025 ف 1	2024 ف 1	المؤشر
42,9	42,6	معدل النشاط (بالنسبة المئوية)
41,5	41,1	الوسط الحضري
45,6	45,6	الوسط القروي
13,3	13,7	نسبة البطالة (بالنسبة المئوية)
37,7	35,9	الشباب البالغون ما بين 15 و25 سنة
16,6	17,6	الوسط الحضري
46,9	47,7	الشباب البالغون ما بين 15 و25 سنة
7,3	6,8	الوسط القروي
282	-80	مئانص الشغل المحدثة (بالآلاف)
285	78	الوسط الحضري
-3	-159	الوسط القروي
		القطاعات
-72	-206	- الزراعة والغابات وصيد الأسماك
83	34	- الصناعة بما فيها الصناعة التقليدية
52	25	- البناء والأشغال
216	63	- الخدمات
-0,8	1,5	الإنتاجية الظاهرة للعمل غير الفلاحي (التغير بالنسبة المئوية)
5,8	3,3	المؤشر المئوي
3,7	2,1	القيمة الحقيقة

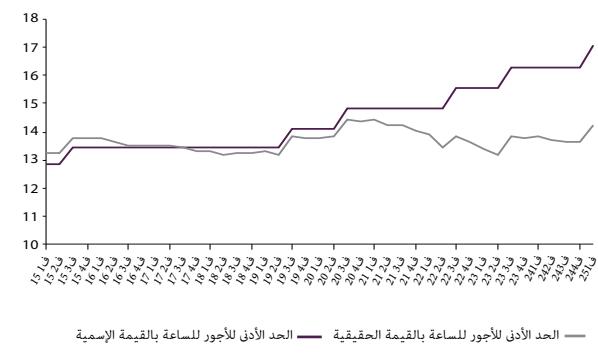
المصدر: المندوبية السامية للتخطيط، الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي وحسابات بنك المغرب.

رسم بياني 3.5: مؤشر متوسط الأجر في القطاع الخاص (التغير على أساس سنوي بالنسبة المئوية)



وبالنسبة للحد الأدنى للأجر للساعة، وتنفيذًا لاتفاق الاجتماعي المبرم في 29 أبريل 2024، فقد أعيد تقييمه بالقيمة الإسمية بنسبة 5% إلى 17,10 درهما في الفصل الأول من سنة 2025. وأخذًا في الاعتبار ارتفاع مؤشر أسعار الاستهلاك بنسبة 2%， يرجح أن يكون الحد الأدنى للأجر قد ارتفع بنسبة 2,9% بالقيمة الحقيقة.

رسم بياني 4.5: الحد الأدنى للأجر للساعة بالقيمة الإسمية والحقيقة (بالدرهم)



المصدر: وزارة الشغل والإدماج المهني وحسابات بنك المغرب.

وفي المجمل، يرتفع أن تكون فجوة الناتج قد ظلت إيجابية خلال النصف الأول من سنة 2025.

## 6. تطور التضخم في الفترة الأخيرة

تماشيا مع التوقعات الواردة في تقرير السياسة النقدية لشهر مارس المنصرم، تسارع التضخم في الفصل الأول من سنة 2025، وإن بوتيرة أقل مما كان متوقعا، منتقلًا من 0,7% في الفصل الرابع من سنة 2024 إلى 2% في المتوسط ما بين يناير ومارس، قبل أن يتباطأ إلى 0,6% في المتوسط في شهرى أبريل وماي. ويعكس هذا التطور بالأساس تباطؤ التضخم الأساسي من 1,9% في الفصل الأول من سنة 2025 إلى 1% في المتوسط في شهرى أبريل وماي، مدفوعا على الخصوص بتباطؤ مكونه الغذائي، وكذا تراجع حدة ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأئنة من 5,1% إلى 0,2%. وعلى نفس المنوال، تزايد تقلص أسعار المحروقات وزبادات التسحيم من 9,8% إلى 14,6%. ومن جهتها، ارتفعت الأسعار المقننة بنسبة 2,1% بدلًا من 2,6%.

وفي الفصل الثاني من السنة، من المرجح أن يتباطأ التضخم إلى 0,5%， ويرتقب أن يبلغ مكونه الأساسي 1%.

جدول 1.6: التضخم ومكوناته

على أساس سنوي			على أساس شهري			بالنسبة المئوية
ماي 25	أبريل 25	مارس 25	ماي 25	أبريل 25	مارس 25	
0,4	0,7	1,6	-0,4	-0,3	-0,3	التضخم
-0,2	0,5	4,2	-2,6	-1	0,6	المنتجات الغذائية متقلبة الأئنة
1,5	2,7	2,6	0	0,1	0,1	المنتجات المقننة
-15,1	-14,2	-10,0	-2,7	-3,4	-1,8	الوقود وزبادات التسحيم
1,0	1,0	1,4	0,0	-0,2	-0,5	التضخم الأساسي
0,8	0,8	1,6	-0,1	-0,6	-1,4	المنتجات الغذائية
0,7	0,8	1,0	-0,1	0,1	0,3	الألبسة والأحذية
1,1	1,0	1,1	0,1	0,2	0,1	السكن وملاء والغاز والكهرباء <sup>1</sup> ومحروقات أخرى <sup>1</sup>
0,4	0,4	0,4	-0,1	0,1	0,1	الأثاث والأدوات المنزلية والصيانة الجارية للمنزل
-1,1	-0,8	-1,7	-0,3	0,6	-0,2	الصحة <sup>2</sup>
0,9	1,2	1,5	-0,1	0,1	-0,1	النقل <sup>2</sup>
-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	الاتصالات
-0,9	-1,2	-0,6	0,1	-0,3	-0,1	الترفيه والثقافة <sup>2</sup>
2,3	2,3	2,3	0,0	0,0	0,0	التعليم
3,9	4,4	3,9	0,2	0,5	0,1	مطاعم وفنادق
1,5	1,5	1,9	0,1	0,1	0,4	مواد وخدمات أخرى <sup>1</sup>

1. باستثناء المنتجات المقننة  
2. باستثناء المحروقات وزبادات التسحيم والمواد المقننة  
المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

### 1.6 تطور التضخم

تراجع التضخم من 2% في المتوسط في الفصل الأول من 2025 إلى متوسط قدره 0,6% في شهرى أبريل وماي. ويعكس هذا التطور تباطؤ التضخم الأساسي وارتفاع أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأئنة والأئنة والأسعار المقننة، وبدرجة أقل، تزايد انخفاض أسعار المحروقات وزبادات التسحيم.

#### 1.1.6 أسعار المنتجات المستثناء من التضخم الأساسي

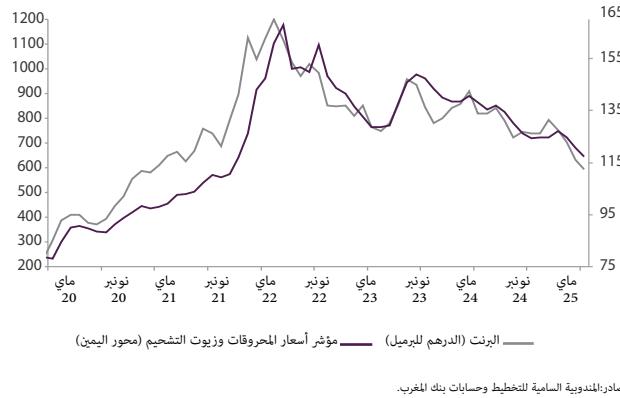
شهدت أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأئنة انخفاضا تراكميا نسبته 3,5% في شهرى أبريل وماي، ما يعكس بالأساس تراجع أسعار «الدواجن والأرانب» بنسبة 8,5%， و«البيض» بواقع 16,6%， و«الأسماك الطيرية» بنسبة 6,5%.

وعلى أساس سنوي، عرف نمو أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأئنة تباطؤا ملحوظا، إذ تراجع من 5,1% في الفصل الأول إلى 0,2% في المتوسط في شهرى أبريل وماي.

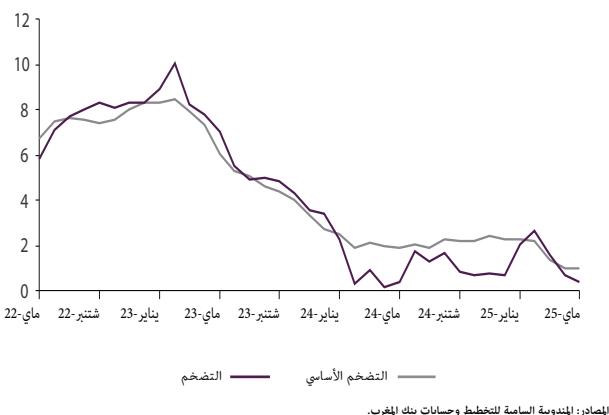
وبذلك كانت مساهمتها في التضخم منعدمة عوض 0,7 نقطة مئوية في الفصل السابق.

وعلى أساس سنوي، تزايدت حدة تقلص أسعار المحروقات وزيوت التشحيم، حيث انتقل من 9,8% في الفصل الأول إلى 14,6% في المتوسط في أبريل وماي. وبناء عليه، واصلت مساهمتها السلبية في التضخم بما قدره 0,5 نقطة مئوية، مقابل 0,3 نقطة في الفصل السابق.

رسم بياني 3.6: تطور الأسعار الدولية للبرنت ومؤشر أسعار المحروقات وزيوت التشحيم (100=2017)



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



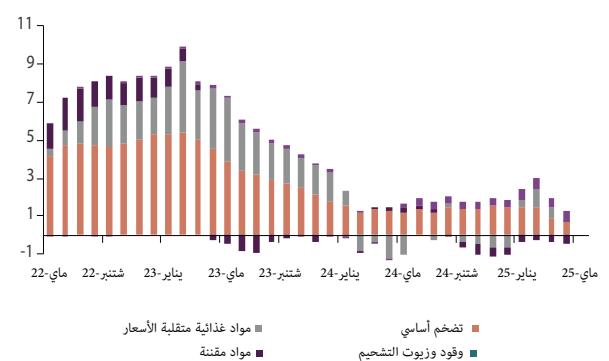
وفيما يتصل بالأسعار المقلنة، فقد تزايدت بنسبة 2,1% في المتوسط في شهري أبريل وماي، عوض 2,6% في الفصل الأول من سنة 2025 ما يعكس تباطؤ نمو أسعار الغاز بنسبة 17,2% بعد 24,5%. وبلغت مساهمتها في التضخم 0,4 نقطة مئوية بدلا من 0,5 نقطة فصلا من قبل.

## 2.1.6 التضخم الأساسي

تراجع التضخم الأساسي من 1,9% خلال الفصل الأول إلى 1% في المتوسط في شهري أبريل وماي. وهذا التباطؤ مرتبط بالأساس بتقلص مكونه الغذائي من 2,9% إلى 0,8%， خاصة مع تراجع وتيرة نمو أسعار «اللحوم الطيرية» من 13,3% إلى 3,6%， وتزايد تراجع أسعار «الزيوت» من 1,2% إلى 0,1%

وبخصوص مكونات التضخم الأساسي غير الغذائية، ارتفعت الأسعار بواقع 1% بدلا من 1,8% بالنسبة «للنقل» و 1,6% بعد 1,9% بالنسبة «للسلع والخدمات المختلفة».

رسم بياني 2.6: مساهمات أسعار المكونات الرئيسية في التضخم (بنقاط مئوية)



ومن جانب آخر، سجلت أسعار المحروقات وزيوت التشحيم انخفاضا تراكميا نسبته 6,1% في أبريل وماي، في سياق متسم بتراجع الأسعار العالمية للمنتجات النفطية. وبشكل خاص، تقلص سعر البرنت من 75,6 دولارا للبرميل في الفصل الأول إلى 66 دولارا للبرميل في المتوسط خلال شهر أبريل وماي، أي ما يمثل تدنيا بنسبة 12,8%.

## 2.6 آفاق التضخم على المدى القصير

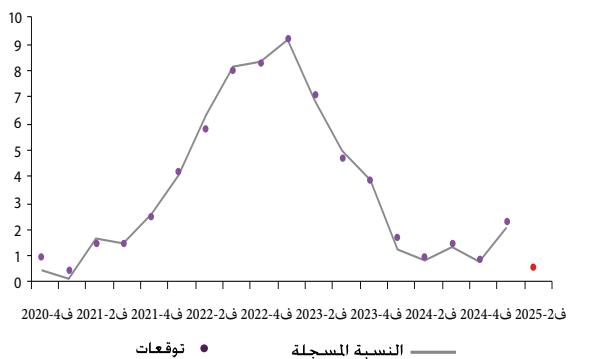
على المدى القصير، يرجح أن يتباطأ التضخم إلى 0,5% في الفصل الثاني من سنة 2025، مقابل 6% في الفصل الأول من نفس السنة. ويتوقع أن يكون هذا التباطؤ مدفوعاً بالأساس بتقلص مكونه الأساسي الذي يرتفع أن يتراجع من 1,9% إلى 1%.

وبدرجة أقل، من المتوقع أن تنمو أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأئمة بنسبة 0,4% في الفصل الثاني، عوض 5,1% في الفصل السابق.

وعلى النحو ذاته، يرجح أن يتزايد انخفاض أسعار المحروقات وزيوت التشحيم إلى 14,1% خلال الفصل الثاني، مقابل 9,8% في الفصل الأول.

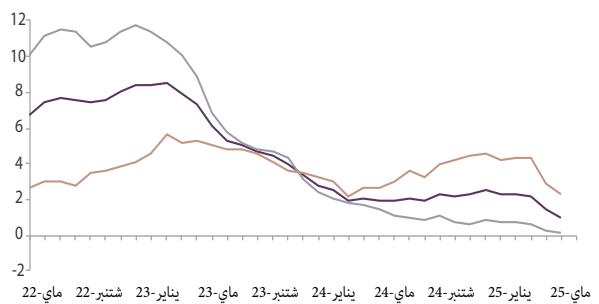
ومن جانب آخر، من المتوقع أن تزايد الأسعار المقننة بنسبة 1,6% في الفصل الثاني، بعد تسجيل 2,6% في الفصل السابق.

رسم بياني 6.6 : توقعات على المدى القصير وإنجازات التضخم (بالنسبة المئوية)



المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وتحصيات بنك المغرب.

رسم بياني 4.6: تطور مؤشرات أسعار السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول (بالنسبة المئوية، على أساس سنوي)



المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وتحصيات بنك المغرب.

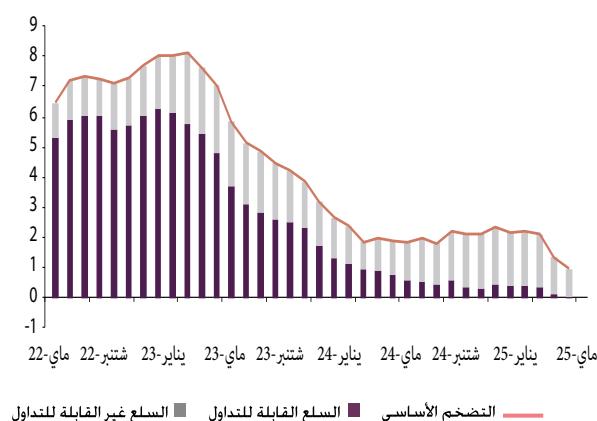
وقد كان تباطؤ التضخم الأساسي مدفوعاً بانخفاض أسعار السلع والخدمات غير القابلة للتداول من 3,8% إلى 2%, وبدرجة أقل، بتراجع أسعار المنتجات القابلة للتداول من 0,6% إلى 0,3%.

جدول 2.6: تطور مؤشرات أسعار السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول

	على أساس سنوي		على أساس شهري			
	ماي 25	أبريل 25	مارس 25	ماي 25	أبريل 25	مارس 25
السلع القابلة للتداول	0,4	0,1	0,3	-0,1	-0,2	-0,2
السلع غير القابلة للتداول	1,8	2,3	2,9	0,1	-0,2	-1,0
<b>التضخم الأساسي</b>	1,0	1,0	1,4	0,0	-0,2	-0,5

المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وتحصيات بنك المغرب.

رسم بياني 5.6: مساهمة السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول في التضخم الأساسي (بالنقطات المئوية)

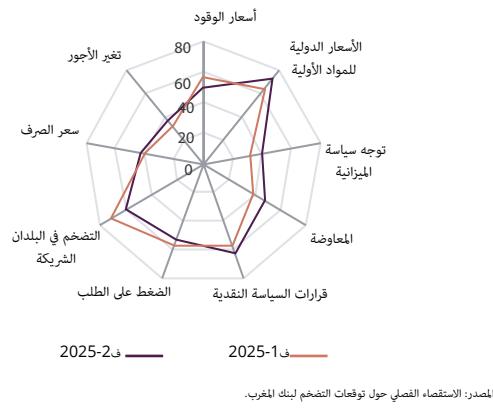


المصادر: المندوبية السامية للتخطيط وتحصيات بنك المغرب.

### 3.6 توقعات التضخم

ويرى المستجوبون أن تطور التضخم خلال الفصول الثمانية المقبلة سيكون رهيناً بالأساس بنسبة التضخم في البلدان الشريكية، وبالأسعار العالمية للمنتجات الأساسية باستثناء النفط، وكذا بقرارات السياسة النقدية والضغوط على الطلب.

#### رسم بياني 9.6: تطور المؤشرات الرئيسية لأسعار الإنتاج الصناعي (على أساس سنوي)

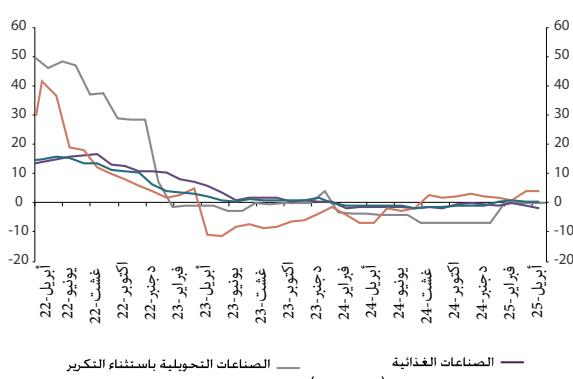


## 4.6 أسعار الإنتاج

سجلت أسعار الإنتاج الخاصة بالصناعات التحويلية، باستثناء تكرير النفط، تقلصاً شهرياً نسبته 0,2% في شهر أبريل. ويعزى هذا الانخفاض أساساً إلى تراجع أسعار «الصناعات الغذائية» بنسبة 0,9%， وأسعار «الصناعة الكيماوية» بنسبة 0,2%， وأسعار فرع «صناعة المنتجات المنجمية غير المعدنية الأخرى» بواقع 0,1%.

وعلى أساس سنوي، تزايدت أسعار الإنتاج باستثناء التكثير بنسبة 0,3% في أبريل، عوض 0,5% في المتوسط خلال الفصل الأول من سنة 2025.

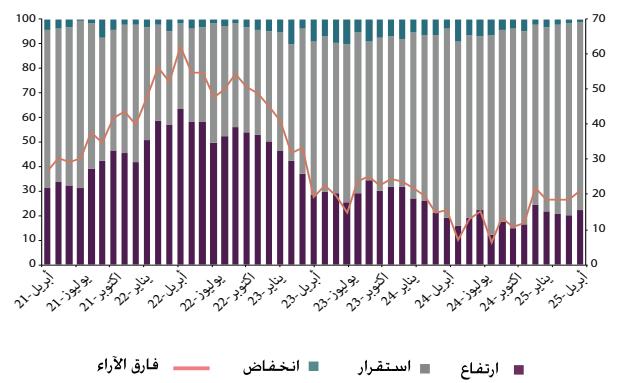
## رسم بياني 10.6: العناصر المحددة للتطور المستقبلي للتضخم حسب توقعات خبراء القطاع



J. Lat. Amer. Stud. 30 (1998), 101–110. © 1998 Cambridge University Press

تشير نتائج استقصاء الظرفية الذي أنجزه بنك المغرب لدى أرباب المصانع برسم شهر أبريل 2025 إلى أن 77% من المستجوبين يتوقعون استقرار التضخم خلال الأشهر الثلاثة المقبلة، ويرتقب 22% منهم ارتفاعه، فيما يتوقع 1% منهم انخفاضه. وبذلك، بلغ رصيد الرأي

رسم بياني: 7.6 توقعات تطور التضخم للأشهر الثلاث القادمة حسب أرباب المقاولات (النسبة المئوية)



ومن جهة أخرى، تشير نتائج استقصاء توقعات التضخم الذي أجراه بنك المغرب لدى خبراء القطاع المالي برسم الفصل الثاني من سنة 2025، إلى شبه استقرار في توقعاتهم. وبالفعل، يتوقع هؤلاء الخبراء أن يبلغ متوسط التضخم 2,3% في أفق الفصول الشمانية المقبلة، بدلاً من 2,2% في الفصل السابق. وعلى نفس المنوال، بلغ توقعهم في أفق 12 شهراً المقللة 2,5% بعد 2,4%.

رسم بياني 8.6: توقعات خبراء القطاع المالي بشأن التضخم خلال الفصول الثمانية المقبلة (بالنسبة المئوية)



المصدر: الاستقصاء، الفصلي حول توقعات التضخم لبنك المغرب.

## 7. الآفاق على المدى المتوسط

### ملخص

بعد «هبوط هادئ» سنة 2024، من المرجح أن يواصل الاقتصاد العالمي تباطؤه في سياق يتسم بشكوك قوية ترتبط على الخصوص بتوجه السياسات الاقتصادية، لاسيما التجارية، وكذا بتداعياتها. وبذلك يرتفب أن يتراجع نمو الاقتصاد العالمي من 3,2% سنة 2024 إلى 2,8% خلال السنة الجارية، ثم إلى 2,6% في سنة 2026. وفي الولايات المتحدة، من المتوقع أن تؤثر الزيادة في الرسوم الجمركية على النشاط، إذ يرجح أن يتباطأ النمو من 2,8% في 2024 إلى 1,5% في 2025، ثم يبلغ 1,7% في سنة 2026. وفي منطقة الأورو، يرتفب أن يستفيد الاقتصاد من زيادة النفقات، لاسيما في ألمانيا، وإن كان من المتوقع أن يتأثر سلباً بتصاعد التوترات التجارية. وهكذا، من المنتظر أن يواصل النمو تطوره بوتيرة ضعيفة، رغم تسارعه الطفيف، لينقل من 0,8% في 2024 إلى 1% في 2025 ثم إلى 1,5% في سنة 2026. وفي المملكة المتحدة، من المرجح أن يظل النمو مستقراً في 1,1% سنة 2025، خاصة بسبب تباطؤ الطلب العالمي والتشديد ال amatي، وأن يبقى في هذا المستوى خلال سنة 2026، بينما يتوقع في اليابان، وبعد ارتفاعه الطفيف بنسبة 0,2% سنة 2024، أن ينمو الناتج الداخلي الإجمالي بالقيمة الحقيقة بنسبة 0,8% سنة 2025، ثم 0,5% سنة 2026.

وفي أبرز البلدان الصاعدة، من المرجح أن يبقى نمو الاقتصاد الصيني مستقراً عند 4,9% في 2025، مدعاً بالارتفاع الواضح للصادرات، قبل أن يتباطأ إلى 3,9% في سنة 2026، متأثراً بالصعوبات المتواصلة التي تطبع قطاع العقار، وبضعف الطلب العالمي. وفي الهند، يتوقع أن يظل النشاط قوياً، مع ارتفاع نسبة النمو من 6,6% في 2024 إلى 7,4% خلال السنة الحالية، ثم إلى 6,2% سنة 2026، وذلك على الخصوص بفضل انتعاش نشاط الصناعات التحويلية والخدمات. وفي البرازيل، يرتفب أن يتباطأ النمو من 2,9% سنة 2024 إلى 2% سنة 2025، ثم إلى 1% سنة 2026، وفي روسيا، ينتظر أن يتباطأ من 4,4% في 2024 إلى 0,4% في 2025، بسبب انخفاض أسعار النفط وتراجع الطلب الخارجي، ثم يبلغ 0,7% سنة 2026.

وفي أسواق السلع الأساسية، من المتوقع أن تواصل أسعار النفط منحاجها التنازلي. ويرجح أن يتراجع سعر البرنت على الخصوص من 79,8 دولاراً للبرميل سنة 2024 إلى 66,8 دولاراً في سنة 2025 ثم إلى 64,8 دولاراً للبرميل في 2026. وبالنسبة للفوسفات المغربي ومشتقاته، يرتفب، حسب توقعات الوحدة المكلفة بالأبحاث حول المواد الأولية، أن يرتفع سعر الفوسفات الثنائي الأمونياك من 586 دولاراً للطن سنة 2024 إلى 689 دولاراً خلال السنة الجارية، ثم يتراجع إلى 678 دولاراً سنة 2026. وأن ينتقل سعر الفوسفات الثلاثي الممتاز من 436 دولاراً للطن إلى 540 دولاراً، ثم 535 دولاراً في 2026. وفي المقابل، ينتظر أن يواصل سعر الفوسفات الخام منحاج التنازلي، متراجعاً من 214 دولاراً للطن في 2024 إلى 206 دولاراً في 2025، ثم إلى 183 دولاراً سنة 2026. وفيما يتعلق بالمنتجات الغذائية، وبعد التقلص بنسبة 2% المسجل سنة 2024، يرتفب أن يرتفع مؤشر منظمة الأغذية والزراعة بنسبة 4,4% في 2025 و1% في 2026.

وفي ظل هذه الظروف، يرجح أن يواصل التضخم العالمي تباطؤه ليصل إلى 3% في السنة الجارية، مقابل 3,7% سنة 2024، ثم يبلغ 3,2% سنة 2026. وفي منطقة الأورو، يرتفب أن يتباطأ التضخم من 2,4% سنة 2024 إلى 2,2% في سنة 2025، وأن يبقى في هذا المستوى في 2026. أما في الولايات المتحدة، فمن المتوقع أن ينتقل التضخم من 3% إلى 2,8% في السنة الجارية، قبل أن يتتسارع إلى 3,3% في سنة 2026.

وبخصوص توجه السياسات النقدية، قرر البنك المركزي الأوروبي، على إثر اجتماعه المنعقد في 5 يونيو، خفض أسعار فائدته الرئيسية الثلاثة بمقدار 25 نقطة أساس، وهو التخفيض السابع على التوالي والثامن منذ شهر يونيو 2024. مشيراً إلى أن التضخم يناهز حالياً نسبة 2% المستهدفة. ومن جانبه، قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، خلال اجتماعه المنعقد يومي 17 و18 يونيو، للمرة الرابعة على التوالي، الإبقاء على النطاق المستهدف لسعر فائدته دون تغيير عند [4,25% - 4,50%] في سياق يتسم بتضخم مرتفع نسبياً وبوتيرة مطردة للنشاط الاقتصادي وعاتنة سوق الشغل. وعلى نفس المنوال، قرر بنك إنجلترا، عقب اجتماعه المنعقد في 18 يونيو، الإبقاء على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير عند 4,25%， مشيراً إلى إحراز تقدم ملموس فيما يتعلق بخفض التضخم خلال السنتين الأخيرتين.

وعلى الصعيد الوطني، من المرجح أن تتوالى دينامية المبادرات الخارجية للسلع والخدمات في أفق التوقع. إذ يرتفب أن ترتفع الصادرات بنسبة 5,1% سنة 2025، مدفوعة على الخصوص بارتفاع صادرات الفوسفات ومشتقاته بواقع 20,1%， ثم بنسبة 9% سنة 2026، أساساً بفعل تأثير التسارع المرتفع لوتيرة نمو صادرات قسم صناعة السيارات. ومن جانبه، يتوقع أن تتزايد الواردات بنسبة 5,1% في سنة 2025 ثم 7% في 2026، ما يعكس بالخصوص

النمو الكبير لمقننات سلع التجهيز، ارتباطا بالдинامية المنتظرة للاستثمار. وبالموازاة ع ذلك، يرجح أن تحافظ عائدات الأسفار على أدائها الجيد، مع نموها بواقع 8,3% سنة 2025 و5,3% سنة 2026 لتصل إلى 128,4 مليار درهم. أما تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج، فمن المرتقب، مع فرضية تواصل منحاتها التنازلي، أن تنهي السنة بتقلص نسبته 3,3%， قبل أن ترتفع بواقع 5,1% إلى 120,9 مليار في سنة 2026. وفي ظل هذه الظروف، وبعد أن بلغ عجز الحساب الجاري 1,2% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2024، ينتظر أن يبلغ حوالي 2,2% في 2025 و2% في سنة 2026. وبخصوص تدفق عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، تشير التوقعات إلى تدفق يعادل 3,3% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2025 و3,5% في سنة 2026.

ومع فرضية تحقق التمويلات الخارجية المرتقبة، من المرجح أن ترتفع الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 407 مليار درهم مع متم سنة 2025، ثم إلى 423,7 مليار في نهاية سنة 2026، أي بمتغطية ما يعادل 5 أشهر و11 يوما، ثم 5 أشهر و17 يوما من واردات السلع والخدمات، على التوالي.

وفيما يتعلق بالأوضاع النقدية، وبعد تباطؤها إلى 2,6% سنة 2024، من المرجح أن تسجل القروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي ارتفاعاً بنسبة 6,2% سنة 2025 ثم 6,1% سنة 2026. ومن جانب آخر، يرتفع أن يواصل سعر الصرف الفعلي الحقيقي ارتفاعه في سنة 2025.

وعلى مستوى العمومية، ينتظر أن يظل عجز الميزانية مستقرا في 3,9% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2025، وهو نفس المستوى المسجل سنة 2024. ويأخذ هذا التوقع في الاعتبار الاعتمادات الإضافية المفتوحة برسم الميزانية العامة والبالغة 13 مليار درهم المخصصة لتغطية جزء من الزيادة في الأجور العمومية ولدعم بعض المؤسسات والمقاولات العمومية، ورفع توقعات المداخيل الضريبية بسبب الأداء الأفضل المسجل برسم الإنجازات في متم أبريل 2025. وفي سنة 2026، يرجح أن يتقلص عجز الميزانية إلى 3,4% من الناتج الداخلي الإجمالي، ما يشمل بالخصوص إدراجه التأثير الناجم عن الزيادة في الأجور العمومية وفي الاستثمارات وكذا الأداء الأفضل للناتج الجبائي.

وبالنسبة للنمو الاقتصادي، يرجح أن يتتسارع من 3,8% سنة 2024 إلى 4,6% في السنة الجارية، ثم يتعزز إلى 4,4% في سنة 2026. ويعكس هذا التطور ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5% سنة 2025، أخذًا في الاعتبار تحقيق محصول حبوب قدره 44 مليون قنطار، حسب تقديرات وزارة الفلاحة، يليه ارتفاع نسبته 3,2% سنة 2026، مع فرضية العودة إلى تحقيق محصول حبوب متوسط قدره 50 مليون قنطار. وبالنسبة للأنشطة غير الفلاحية، فيتظر أن تواصل تحسنها، مدرومة على الخصوص بالأوراش البنوية الكبرى وبدينامية النشاط السياحي، مع تسجيل نمو نسبته 4,5% سنوي 2025 و2026.

وفي هذا السياق، وبعد تباطؤه بواقع 0,9% سنة 2024، من المتوقع أن يواصل التضخم تطوره في مستويات معتدلة، ليبلغ 1,1% في 2025 و1,8% في سنة 2026. أما مكونه الأساسي، فيرتفع أن يتبايناً من 2,2% في 2024 إلى 1,2% في 2025، قبل أن يرتفع إلى 1,8% سنة 2026، خاصة بفعل تأثير تباطؤ أسعار «اللحوم الطيرية» وتراجع التضخم المستورد.

## 1.7 الفرضيات الأساسية

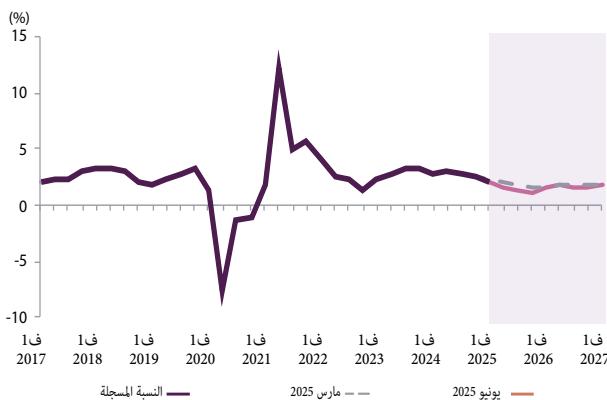
### تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي في أفق التوقع

بعد «هبوط هادئ» سنة 2024، من المرجح أن يتباطأ نمو الاقتصاد العالمي من 3,2% سنة 2024 إلى 2,8% خلال السنة الجارية، ثم إلى 2,6% في سنة 2026، في سياق يتسم بشكوك قوية دفعت المؤسسات الدولية الرئيسية (صندوق النقد الدولي، ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، والبنك الدولي) إلى مراجعة توقعاتها نحو الانخفاض.

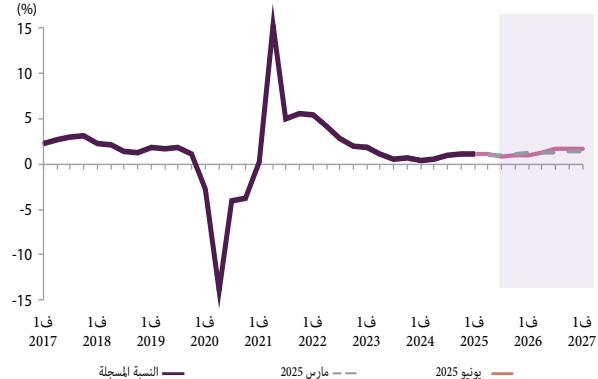
ففي الولايات المتحدة، من المتوقع أن تؤدي الزيادة في الرسوم الجمركية إلى انخفاض نفقات الاستهلاك، وتدور نسبية لثقة المقاولات، وتباطؤ النمو المحتمل، دون أن تؤدي إلى انكمash الاقتصادي. وبذلك، يرجح أن يتباطأ النمو من 2,8% في 2024 إلى 1,5% في 2025، ثم يبلغ 1,7% في سنة 2026. وبخصوص منطقة الأورو، يرتفع أن يستفيد الاقتصاد من زيادة النفقات، لاسيما في ألمانيا، غير أن التوترات التجارية أضعفـت ثقة المستهلكين والمستثمرين. وهكذا، وبعد أن بلغ النمو 0,8% في 2024، يرجح ألا يتتجاوز 1% سنة 2025، ثم يبلغ 1,5% سنة 2026. وفي المملكة المتحدة، من المرجح أن يبلغ النمو 1,1% سنة 2025، وهي نفس الوتيرة المسجلة سنة 2024، أساساً بسبب تباطؤ الطلب العالمي والتهديد المالي، وأن يبقى في هذا المستوى خلال سنة 2026، أما في اليابان، فيرتفع أن تتسرّع وتيرة النشاط الاقتصادي من 0,2% سنة 2024 إلى 0,8% سنة 2025، مدعوماً بارتفاع الأجور، غير أن هذا النشاط سيقى مكبوباً بالتوترات التجارية وبضعف الطلب الخارجي، خاصة الصادر عن الدول الآسيوية. وبذلك، يتوقع تسجيل تباطؤ واضح إلى 0,5% في سنة 2026.

وفي أبرز الاقتصادات الصاعدة، من المرجح أن يدعم ارتفاع الصادرات في الصين النشاط الاقتصادي خلال سنة 2025، مع تسجيل نمو سنوي يقدر في 4,9%. إلا أن ضعف الطلب العالمي وتواصل الصعوبات التي يعاني منها سوق العقار قد يؤثران سلباً على النمو في سنة 2026، إذ يرجح أن يتباطأ وتيرته إلى 3,9%. وفي الهند، يتوقع أن يظل النشاط قوياً، مع ارتفاع نسبة النمو من 6,6% في 2024 إلى 7,4% في 2025، ثم إلى 6,2% سنة 2026، مستفيداً على الخصوص من انتعاش الصناعات التحويلية والخدمات، على خلفية هدوء النزاع الحدودي مع باكستان. أما في البرازيل، فيتظر أن تكون وتيرة النشاط معتدلة، بحيث تنتقل من 2,9% في 2024 إلى 2% في السنة الجارية ثم إلى 1% في سنة 2026، ارتباطاً باستمرار التوجه التقديري للسياسة النقدية وتعزيز الماليـة. وفي روسيا، وبعد أن بلغت وتيرة النشاط 4,4% سنة 2024، يتوقع أن يتباطأ بقدر محسوس إلى 0,4% سنة 2025، أساساً بسبب تراجع أسعار النفط وانخفاض الطلب الخارجي، لبلغ 0,7% سنة 2026.

رسم بياني 2.7: النمو في الولايات المتحدة



رسم بياني 1.7: النمو في منطقة الأورو



المصدر: شبكة بموجـة التوقعات العالمية، ماي 2025.

توجه أسعار النفط نحو الانخفاض، وتوجه إجمالي نحو تباطؤ التضخم على خلفية وجود شكوك.

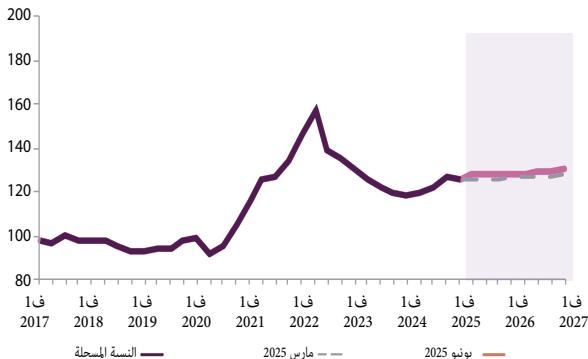
في سوق السلع الأساسية، من المرتقب أن تواصل أسعار النفط منحها التنازلي في أفق التوقع، إذ يرجح أن يتراجع سعر البرنت على الخصوص من 79,8 دولاراً للبرميل في المتوسط خلال سنة 2024 إلى 66,8 دولاراً سنة 2025، ثم إلى 64,8 دولاراً في سنة 2026، بسبب العرض الذي يفوق التوقعات (فقد قررت منظمة أوبك+، إثر اجتماعها في 31 ماي، الإبقاء على زيادة إنتاجها اعتباراً من يوليو 2025) وكذا بسبب ارتفاع الاحتياطيات الأمريكية. وبخصوص الفحم، ينتظر أن تظل الأسعار في مستويات منخفضة، أي 100,3 دولاراً للطن في سنة 2025 ثم 103,5 دولاراً في سنة 2026، ارتباطاً بتدني الطلب العالمي والانتقال التدريجي نحو الطاقات المتجددة، مما يقلص حصة الفحم في إنتاج الكهرباء. ومن جهة أخرى، سجل سعر الغاز الطبيعي في السوق الأوروبية تدنياً بنسبة 16,4% سنة 2024 إلى 11,6 دولاراً مليون وحدة حرارية، ويرجح، حسب توقعات البنك الدولي الخاصة بشهر أبريل 2025، أن يتراوح حوالي هذا المستوى في سنتي 2025 و2026.

ويرتقب أن تتجه أسعار مشتقات الفوسفات نحو الارتفاع في سنة 2025 ارتباطاً بانخفاض العرض الناجم عن القيود الجديدة المفروضة على تصدير الفوسفات الثنائي الأمونياك من طرف الصين، بسبب الارتفاع القوي للأسعار الداخلية لهذا السماد داخل البلد. وخلافاً لذلك، يرجح أن تواصل أسعار الفوسفات الخام منحها التنازلي، أساساً بسبب ارتفاع العرض. وفي ظل هذه الظروف، تتوقع بيانات وحدة بحوث السلع ارتفاع أسعار مشتقات الفوسفات المغربي إلى 689 دولاراً للطن بالنسبة للفوسفات الثنائي الأمونياك وإلى 540 دولاراً للطن بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز في سنة 2025. قبل أن تبلغ خلال سنة 2026 678 دولاراً للطن و535 دولاراً للطن، على التوالي. أما الفوسفات الخام، فينتظر أن ينخفض سعره إلى 206 دولاراً للطن في 2025، ثم إلى 183 دولاراً للطن في 2026.

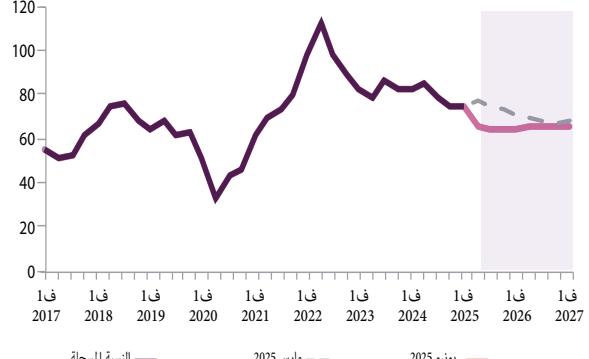
أما فيما يتعلق بأسعار المنتجات الغذائية، وبعد انخفاضه بنسبة 2% سنة 2024، يرجح أن يتوجه مؤشر منظمة الأغذية والزراعة نحو الارتفاع، خاصة بفعل تزايد أسعار الأرز ومشتقات الحليب واللحوم، مع تسجيل ارتفاع نسبته 4,4% في 2025 و1% في 2026. غير أن هذه التوقعات تبقى محاطة بشكوك قوية ترتبط على الخصوص بالتورات التجارية وبالظروف المناخية. وبالنسبة للقمح الصلب الأمريكي بشكل خاص، وبعد تقلصه بنسبة 26,7% سنة 2024، يرتفع، حسب توقعات البنك الدولي الخاصة بشهر أبريل 2025، أن يواصل سعره منحه التنازلي في أفق التوقع، مع تسجيل تراجع بواقع 2,1% إلى 263 دولاراً سنة 2025، و1,1% إلى 260 دولاراً في 2026. ويعزى هذا التطور، حسب وزارة الفلاحة الأمريكية، إلى المحصول الجيد المحقق خلال السنة الجارية وإلى ارتفاع مستوى المخزون المرتقب (2025/2026) بنسبة 10% مقارنة بمستوى المسجل في الموسم السابق (2024/2025)، وهو أعلى مستوى يسجل منذ 6 سنوات.

وفي ظل هذه الظروف، من المرجح أن يواصل التضخم العالمي منحه التنازلي متراجعاً من 3,7% سنة 2024 إلى 3% سنة 2025، لاسيما بسبب التباطؤ المرتقب للنمو الاقتصادي العالمي وتراجع أسعار الطاقة. ويتوقع أن يتسرّع التضخم بقدر طفيف إلى 3,2% سنة 2026. وفي منطقة الأورو، يرتفع أن يتباطأ التضخم إلى 2,2% سنة 2025، وأن يبقى في هذا المستوى سنة 2026. غير أن الزيادة في الرسوم الجمركية واضطراب سلاسل الإمداد العالمية ستواصل تأثيرها على هذه التوقعات. وفي الولايات المتحدة، يتوقع أن تنجم الضغوط التضخمية عن رفع الرسوم الجمركية وعن السياسات المالية. وهكذا، يرجح أن يستقر التضخم في 2,8% سنة 2025 قبل أن يتسرّع إلى 3,3% سنة 2026. وفي الصين، ينتظر أن يبقى قريباً من 0% سنة 2025، ما يعكس استمرار انخفاض أسعار المواد الغذائية والطاقة. وأن يبلغ 1,2% في سنة 2026، ارتباطاً بالارتفاع التدريجي للطلب الداخلي.

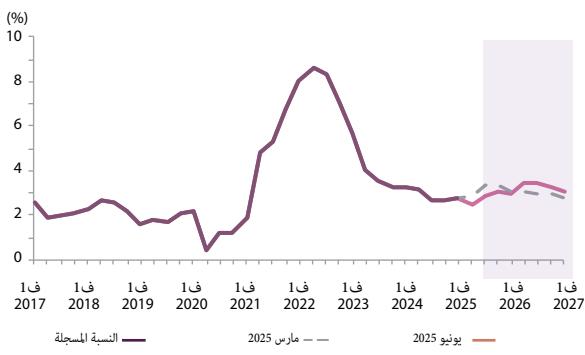
رسم بياني 4.7: مؤشر منظمة الأغذية والزراعة للمواد الغذائية  
(2014-2016 = 100)



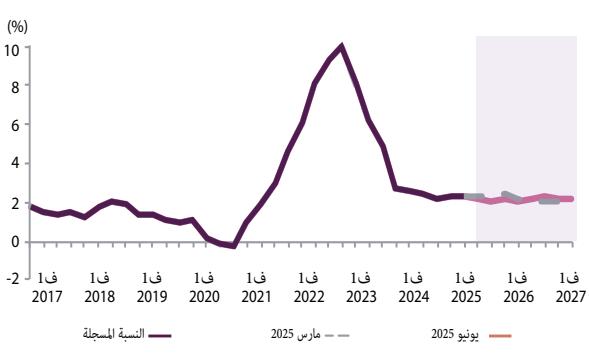
رسم بياني 3.7 : سعر البرفت



رسم بياني 6.7 : التضخم في الولايات المتحدة



رسم بياني 5.7 : التضخم في منطقة الأورو



المصدر: شبكة فوجد التوقعات العالمية، ماي 2025.

تواصل التيسير النقدي بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي، وبقاء الوضع على ما هو عليه بالنسبة للبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وبنك إنجلترا

على إثر اجتماعه المنعقد في 5 يونيو، قرر البنك المركزي الأوروبي خفض أسعار فائدته الرئيسية الثلاثة بما قدره 25 نقطة أساس، وهو التخفيف السابع على التوالي، مشيراً إلى أن التضخم يناهز نسبة 2% المستهدفة. وبناء عليه، تم خفض أسعار الفائدة المطبقة على تسهيلات الودائع، وعلى عمليات إعادة التمويل الرئيسية، وعلى تسهيلات القروض الهاشمية إلى 2,00% و 2,15% و 2,40% على التوالي.

ومن جانبه، قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، خلال اجتماعه المنعقد يومي 17 و 18 يونيو، الإبقاء على النطاق المستهدف لسعر فائدته الرئيسية عند [4,25% - 4,50%]، للمرة الخامسة على التوالي. وأشار إلى أنه رغم تأثير تقلبات الصادرات الصافية على البيانات، فإن المؤشرات الحدية تظهر أن النشاط الاقتصادي ينمو بوتيرة مطردة، وأن نسبة البطالة تظل ضعيفة بينما يبقى التضخم مرتفعاً نسبياً. وبموازاة ذلك، أعلن أنه سيواصل تقليل أصوله المكونة من سندات الخزينة والسنادات المستندة إلى ديون رهنية.

وبالمثل، قرر بنك إنجلترا، على إثر اجتماعه المنعقد في 18 يونيو، الإبقاء على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير عند 4,25%，عقب خفضه بمقدار 25 نقطة أساس في 8 ماي المنصرم، مشيراً إلى أن تقدماً ملحوظاً قد أحرز في مجال خفض التضخم خلال السنين الأخيرتين.

وفي سوق الصرف العالمية، من المرجح أن يسجل سعر الأورو، الذي كان قد ارتفع بقدر كبير في شهر أبريل، انخفاضاً خلال ما تبقى من السنة وخلال سنة 2026، أخذنا في الاعتبار التوترات التجارية، وتفاقم فارق السعر وتواصل الضعف البنيوي لل الاقتصاد في منطقة الأورو. وفي المجمل، يرتفب أن

يعرف سعر صرف الأورو ارتفاعا طفيفا بنسبة 0,4 % سنة 2025 مقابل الدولار ليصل إلى 1,086 دولارا في المتوسط، قبل أن ينخفض بواقع 1,1% ليبلغ 1,075 دولارا سنة 2026.

رسم بياني 7.7 : سعر صرف الدولار مقابل الأورو



المصدر: شبكة موجز التوقعات العالمية، ماي 2025.

تسجيل محصول حبوب قدره 44 مليون قنطار برسم الموسم الفلاحي 2024/2025، ومحصول متوسط يبلغ 50 مليون قنطار بالنسبة لموسم 2025/2026

بالنسبة لموسم 2024/2025، قدرت وزارة الفلاحة محصول الحبوب في 44 مليون قنطار، أي بارتفاع نسبته 41 % مقارنة بالموسم السابق. وبالموازاة مع ذلك، يرجح أن تعرف بعض الزراعات الربيعية تحسنا نسبيا بفضل التساقطات المطرية المسجلة في شهري مارس وأبريل 2025. وفي ظل هذه الظروف، من المرتقب أن ترتفع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5 %، عوض 2,5 % الذي كان متوقعا في التوقع الصادر في مارس 2025.

وبالنسبة لموسم 2025/2026، ومع فرضية تحقيق محصول حبوب متوسط قدره 50 مليون قنطار، وتطور توجهي لباقي الزراعات، ينتظر أن تنمو القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 3,2 % سنة 2026، مقابل 6,1 % التي كانت متوقعة في التقرير السابق.

## 2.7 التوقعات الاقتصادية الكلية

تواصل دينامية المبادرات الخارجية للسلع والخدمات، وعائدات الأسفار في أفق التوقع

أخذًا في الاعتبار الفرضيات الجديدة المتعلقة بالمحيط الدولي، والتوقعات الاقتصادية الكلية، وكذا الإنجازات التي تم تحقيقها إلى متم أبريل 2024، يرجح أن ينتقل عجز الحساب الجاري من 1,2 % من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2024 إلى 2,2 % سنة 2025، ثم إلى 2 % سنة 2026.

وخلال سنة 2025، من المرجح أن تتزايد الصادرات بنسبة 5,1 %، مدفوعة بالأساس بنمو مبيعات الفوسفاط ومشتقاته بواقع 20,1 % إلى 104,6 مليار، بفعل ارتفاع أسعارها. أما صادرات قطاع صناعة السيارات، فيتوقع أن تبقى شبه مستقرة في 158 مليار، متأثرة على الخصوص بالأوضاع غير المواتية في السوق الأوروبية. وبموازاة ذلك، وبفعل التأثير الجزئي لانخفاض الفاتورة الطاقية بنسبة 15,9 %، يرتفع أن تتباطأ وتيرة نمو الواردات إلى 5,1 %، خاصة مع ارتفاع مقتنيات سلع التجهيز بواقع 12,1 %، ارتباطا بالдинامية المرتقبة للاستثمار، وفيما يتعلق بعائدات الأسفار، يرجح أن تواصل ديناميكتها، مع تسجيل ارتفاع نسبته 8,3 % لتصل إلى 121,9 مليار، وخلافا لذلك، ومع فرضية تواصل منحاتها التنازلي، يتوقع أن تسجل تحويلات

المغاربة المقيمين في الخارج مع نهاية السنة تقلصا بنسبة 63,3% إلى 115,1 مليار. ويرتقب أن تواصل عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة أداءها الجيد لتبلغ 56 مليار درهم، أي ما يعادل 3,3% من الناتج الداخلي الإجمالي، بعد 2,7% في سنة 2024.

ومع فرضية تحقق التمويلات الخارجية المرتقبة، يرجح أن تزداد الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 407 مليار درهم مع متم سنة 2025، أي ما يعادل 5 أشهر و11 يوما من واردات السلع والخدمات.

وفي سنة 2026، من المرجح أن تزداد الصادرات بنسبة 9%， بفعل ارتفاع وتيرة نمو صادرات قطاع السيارات إلى 8%， بسبب انتعاش قسم التصنيع، من جهة؛ ومن جهة أخرى، نتيجة لاستمرار الأداء الجيد لمبيعات الفوسفاط ومشتقاته التي ينتظر أن تبلغ 106,7 مليار. أما الواردات، فيحتمل أن تزداد بنسبة 7% في 2026، ما يعكس بالخصوص نمو مقتنيات سلع التجهيز بواقع 12,2%. ومن جانبها، يتوقع أن تبقى الفاتورة الطلاقية شبه مستقرة عند 96 مليار درهم. وفيما يتعلق بعائدات الأسفار، يرجح أن تسجل ارتفاعاً بنسبة 5,3% إلى 128,4 مليار، فيما يتوقع أن ترتفع تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج إلى 120,9 مليار، أي بزيادة نسبتها 5,1%. وبخصوص تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، تشير التوقعات إلى مستوى يعادل 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2026.

وأخذا في الاعتبار على الخصوص السحوبات الخارجية المرتقبة من طرف الخزينة، يتوقع أن تبلغ الأصول الاحتياطية الرسمية 423,7 مليار مع متم سنة 2026، لتمثل بذلك ما يعادل 5 أشهر و17 يوما من واردات السلع والخدمات.

جدول 1.7 : المكونات الرئيسية لميزان الأداءات

الفارق (يونيو/مارس)	النسبة المترقبة	النسبة المسجلة										التغير (%) مما يتم الإشارة إلى غير ذلك	
		2026	2025	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	
-0,8	-1,2	9,0	5,1	6,1	0,4	30,1	25,2	-7,5	3,3	10,7			الصادرات السلع (التسليم على ظهر السفينة)
1,0	-1,7	7,0	5,1	6,4	-2,9	39,5	25,0	-13,9	2,0	9,9			واردات السلع (مع إحتساب تكاليف التأمين)
-0,1	3,0	5,3	8,3	4,6	14,6	171,5	-5,1	-53,7	7,8	1,2			عائدات الأسفار
1,7	-3,3	5,1	-3,3	3,3	4,0	16,0	40,1	4,8	0,1	-1,5			تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج
-0,1	0,7	-2,0	-2,2	-1,2	-1,0	-3,5	-2,3	-1,2	-3,4	-4,9			رصيد الحساب الجاري (%) من الناتج الداخلي الإجمالي
0,2	0,2	5,6	5,4	5,3	5,4	5,4	5,3	7,1	6,9	5,4			الأصول الاحتياطية الرسمية بعدد الأشهر من واردات السلع والخدمات

المصدر: مكتب الصرف وتوقعات بنك المغرب.

## تسارع نمو القروض الممنوحة للقطاع غير المالي في أفق التوقع

من المرجح أن ينخفض عجز السيولة البنكية ليصل إلى 122,5 مليار درهم في نهاية سنة 2025. وفي سنة 2026، يرتفع إلى 140 مليار ارتباطا على الخصوص بتزايد التداول النقدي. وبعد نمو هذا الأخير بنسبة 67,6% في 2024، يرتفع أن تزداد بواقع 8,1% في سنة 2025 و67,1% في سنة 2026. وبالنسبة لنمو القروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي، وأخذا في الاعتبار الإنجازات والتوقعات الخاصة بالنشاط الاقتصادي وتوقعات النظام البنكي، يرتفع أن يتضاعف إلى 6,2% في 2025 وإلى 6,1% في 2026. وفي ظل هذه الظروف، وتماشيا مع التطور المرتقب لباقي مقابلات الكتلة النقدية، يُرتفع أن ترتفع الكتلة 3 بنسبة 7,2% في سنة 2025 و6,3% في سنة 2026. ومن جانب آخر، يرجح أن يواصل سعر الصرف الفعلي الحقيقي ارتفاعه خلال سنة 2025، ليزيد بنسبة 1,9%. ويعزى هذا التطور إلى ارتفاع قيمته الإسمية، وهو الارتفاع الذي يحد منه مستوى التضخم الداخلي الذي يقل عن التضخم المسجل لدى الشركاء والمنافسين التجاريين.

## جدول 2.7: الكتلة النقدية والائتمان البنكي

الفارق (يونيو/مارس)	النسبة المتوقعة	النسبة المسجلة						التغير (%) مالم يتم الإشارة إلى غير ذلك	
		2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	
0,1	0,3	6,1	6,2	2,6	2,9	7,8	2,9	4,2	القروض البنكية للقطاع غير المالي
0,0	1,0	6,3	7,2	8,0	3,9	8,0	5,1	8,4	المجموع 3م
21,7	20,2	-139,9	-122,5	-137,4	-111,4	-86,6	-64,4	-74,6	الحاجة إلى السيولة، بملايين الدرهم

استقرار عجز الميزانية خلال سنة 2025 قبل انخفاضه في سنة 2026

بعد أن بلغ 3,9% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2024، يرجح أن يبقى عجز الميزانية مستقراً في نفس المستوى خلال سنة 2025، قبل أن ينخفض إلى 3,4% من الناتج الداخلي الإجمالي في سنة 2026. وترتکز هذه التوقعات بالأساس على قانون المالية لسنة 2025، والبرمجة الثلاثية لميزانية سنة 2026، وكذا على تنفيذ الميزانية إلى متم أبريل 2025. كما تأخذ هذه التوقعات بعين الاعتبار الاعتمادات الإضافية المفتوحة من طرف الحكومة في شهر أبريل بمبلغ قدره 13 مليار درهم، 4 مليارات منها مخصصة لدعم المكتب الوطني للكهرباء واماء، و5,5 مليارات كمساهمة في تغطية جزء من الزيادة في الأجور العمومية التي تقررت في إطار الحوار الاجتماعي.

وفي سنة 2025، يرتفع المداخيل الجبائية بنسبة 11,1% لعائدات الضرائب غير المباشرة وبواقع 10,9% لمداخيل الضرائب المباشرة. ومن جانبه، يرجح أن تسجل المداخيل غير الجبائية تقلصاً بنسبة 0,8%， متأثرة على الخصوص بانخفاض مداخيل بند «باقي العائدات» غير الجبائية بنسبة 43,6%， والمداخيل المتأتية من آليات التمويل المبتكرة بواقع 0,8% إلى 35 مليار. وفي المقابل، ينتظر أن تزيد النفقات العادية بنسبة 15,2%， مع نمو النفقات برسم السلع والخدمات على الخصوص بواقع 18,7%. ويرجح أن ترتفع كتلة الأجور بنسبة 11,3% وتکاليف باقي السلع والخدمات بواقع 32,9%. وعلى نفس المنوال، من المرجح أن تنمو مبالغ أداء فوائد الدين بنسبة 23,9%. وفي المقابل، يتوقع أن تتراجع تکاليف المقاصلة بنسبة 42,5% وتقلص نفقات الاستثمار بنسبة 1,5% إلى 115,6 مليار، أو ما يعادل 6,8% من الناتج الداخلي الإجمالي.

وفي سنة 2026، يرتفع العائد الضريبي بنسبة 5,6% من سنة إلى أخرى، مع تسجيل ارتفاعات بواقع 4,1% بالنسبة لمداخيل الضرائب المباشرة و7,2% بالنسبة لمداخيل الضرائب غير المباشرة. ومن جهتها، يتوقع أن تتراجع الموارد غير الضريبية بنسبة 1,2%， خاصة مع تقلص الموارد الصادرة عن المؤسسات والمقاولات العمومية بنسبة 64,4%， مع بقاء المداخيل برسم آليات التمويل المبتكرة مستقرة في 35 مليار. وبموازاة ذلك، يرجح أن تزيد النفقات العادية بنسبة 3,8%， مدفوعة على الخصوص بنمو نفقات السلع والخدمات بنسبة 4,8% وتکاليف فوائد الدين بواقع 1%. وينتظر أن ترتفع كتلة الأجور بما نسبته 5,3% والنفقات برسم باقي السلع والخدمات بنسبة 64,1%. أما تکاليف المقاصلة، فمن المرجح أن تنخفض بنسبة 22% مقابل ارتفاع نفقات الاستثمار بنسبة 0,6% لتبلغ ما يعادل 6,5% من الناتج الداخلي الإجمالي.

تحسن ملموس للأنشطة غير الفلاحية على المدى المتوسط

مدفوعاً بالتحسن الملحوظ للأنشطة غير الفلاحية خلال سنة 2024، يرجح أن يتسارع النمو الاقتصادي الوطني ليصل إلى 4,6% سنة 2025، بعد 3,8% في 2024. ويعزى هذا التطور، الذي يفوق بقدر ملحوظ التوقعات الصادرة في شهر مارس، أساساً إلى دينامية الأنشطة غير الفلاحية التي كانت أكبر مما كان متوقعاً في شهر مارس، مع نمو مرتقب نسبته 64,5%， وبدرجة أقل، إلى مراجعة نمو القيمة المضافة الفلاحية نحو الارتفاع إلى 5%. وفيما يتعلق بالطلب، ينتظر أن يبقى النمو مدعوماً بمحاذة الداخلي، خاصة بفضل الدينامية المطردة للاستثمار المدعوم بالأوراش التي تم إطلاقها

أو برمجتها، وتواصل ارتفاع الاستهلاك النهائي للأسر ارتباطاً بارتفاع المدفوعات الفلاحية. وخلافاً لذلك، ينتظر أن تساهم الصادرات الصافية في النمو بنحو سلبي، بسبب ارتفاع واردات السلع والخدمات بقدر أكبر، ارتباطاً بارتفاع الطلب الداخلي. أما الصادرات، فالرغم من تباطؤها، نتيجةً لارتفاع المرتقب لسعر الصرف الفعلي الحقيقي ولقلص الطلب الخارجي في سياق دولي يتسم بارتفاع الشكوك، فينتظر أن تحافظ على وتيرة قوية مطردة.

وفي سنة 2026، من المتوقع أن يرتفع النمو إلى 4,4%， ما يعكس ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية إلى 3,2%， مع فرضية العودة إلى تحقيق محصول حبوب متوسط قدره 50 مليون قنطرار. أما الأشطبة غير الفلاحية، فيرجح أن تبقى مستقرة في 4,5%， لتأكيد بذلك استمرار الدينامية الإيجابية المسجلة سنة 2024. وبخصوص الطلب، يحتمل أن يكون هذا التطور مدعوماً بالأساس بارتفاع مكونه الداخلي، فيما يرتفع أن تقل حدة المساهمة السلبية للصادرات الصافية في النمو.

جدول 3.7 : النمو الاقتصادي

الفارق (يونيو/مارس)	النسبة المئوية	النسبة المسجلة							النحو (%)
		2024	2023	2022	2021	2020	2019		
0,2	0,7	4,4	4,6	3,8	3,7	1,8	8,2	-7,2	2,9
-2,9	2,5	3,2	5,0	-4,8	1,5	-11,3	19,5	-8,1	-5,0
0,5	0,5	4,5	4,5	4,8	3,9	3,5	6,9	-7,1	3,8

المصادر: بيانات المندوبية السامية للخطط وحسابات وتوقعات بنك المغرب.

رسم بياني 8.7 : توقعات النمو في أفق التوقع (1-2025/ف 1-2027) على أساس سنوي \*



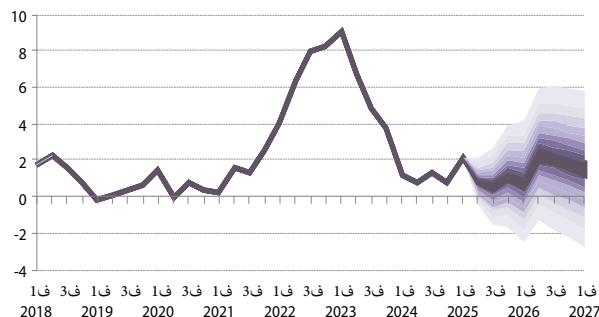
\*الشكوك المحاطة بالتوقع المركزي مع فوائل ثقة تتراوح ما بين 10% و90%.

### تضخم معتدل في أفق التوقع

بعد تباطؤ الملموس إلى 0,9% سنة 2024، من المرجح أن يسجل التضخم ارتفاعاً معتدلاً ليصل إلى 1,1% في 2025، ما يعني مراجعة نحو الانخفاض قدرها 0,9 نقطة مئوية بمقارنة مع التوقعات الصادرة في شهر مارس، قبل أن يبلغ 1,8% في سنة 2026. ومدعوماً على الخصوص بتباطؤ أسعار «اللحوم الطيرية» وارتفاع التضخم المستورد، يرتفع أن يتباين التضخم الأساسي من 2,2% سنة 2024 إلى 1,2% سنة 2025، قبل أن يرتفع إلى 1,8% في سنة 2026. وبخصوص أسعار المحروقات وزيوت التشحيم، يتوقع أن تسجل انخفاضاً بواقع 11% سنة 2025، يليه ارتفاع بنسبة 4,1% سنة 2026، قابلاً مع التطورات المرتقبة للأسعار العالمية للبرت وسعر الصرف مقابل الدولار. ومن جانبها، ينتظر أن تشهد الأسعار المقننة ارتفاعاً متواصلاً نسبته 2,5% في أفق التوقع، أخذًا في الاعتبار تواصل عملية الرفع التدريجي للدعم عن غاز البوتان. أما أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأئمة، فتشير التوقعات إلى ارتفاعها سنة 2025 واستقرارها في سنة 2026.

### رسم بياني 9.7: توقعات التضخم خلال أفق التوقع

\*( 2027 - 1 ف / 2025 - 1 ف )



الشكوك المحيطة بالتوقع المركزي يفوارق ثقة تتراوح بين 10% و 90%.

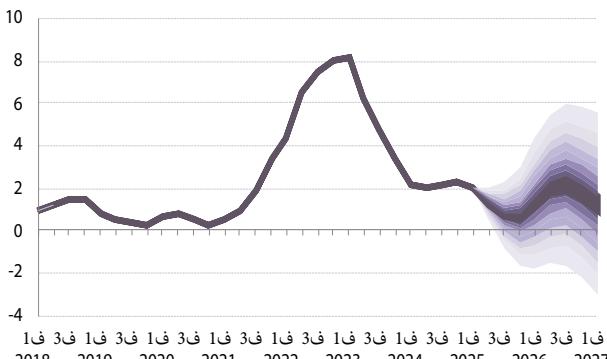
#### جدول 4.7 : التضخم و التضخم الأساسي

الفارق (يونيو/مارس)	النسبة المتوقعة				النسبة المسجلة						
	2026	2025	الأفق المتوقع 2027- فـ 2025 -2	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019
0,0	-0,9		1,4	1,8	1,1	0,9	6,1	6,6	1,4	0,7	0,2
-0,2	-0,8		1,4	1,8	1,2	2,2	5,6	6,6	1,7	0,5	0,5

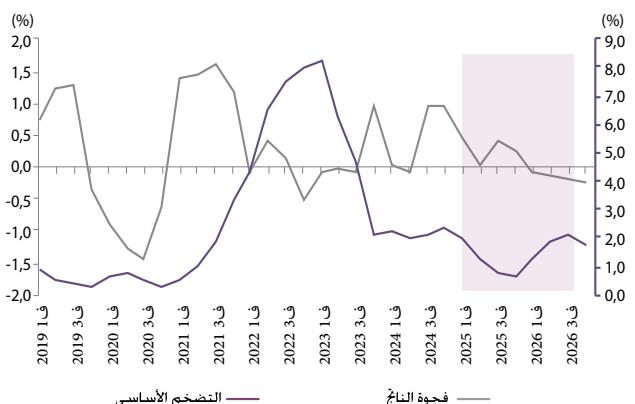
المصادر: بيانات المندوية السامية للخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب

### رسم بياني 11.7 : توقعات التضخم الأساسي خلال أفق التوقع

\*( 2027 - 1 ف / 2025 - 1 ف )



#### رسم بياني 10.7 : تطور التضخم الأساسي وفجوة الناتج



\*الشكوك المحيطة بالتوقع المركزي بفارق ثقة تتراوح بين 10% و90%.  
المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب.

### 3.7 ميزان المخاطر

تبقي الشكوك المحيطة بآفاق الاقتصاد العالمي مرتفعة، وتزيد من حدتها التوترات التجارية، ارتباطاً على الخصوص بالإجراءات الحديثة التي اتخذتها الإدارة الأمريكية الجديدة. ويمكن أن تؤدي هذه الشكوك إلى تراجع المبادلات الدولية واضطراب سلاسل الإمداد، كما يمكن أن تؤثر سلباً على الاستثمارات، مع زيادة الضغوط التضخمية. ويضاف إلى هذا كله الأزمة العقارية المتواصلة في الصين. ومن جهة أخرى، من شأن تأجج النزاع في الشرق الأوسط وتواصل الحرب في أوكرانيا يساهمما في تفاقم هشاشة النشاط الاقتصادي العالمي واضطراب سلاسل الإمداد، لاسيما الطاقية والغذائية منها.

وعلى الصعيد الوطني، ترتبط أهم المخاطر المحيطة بالنشاط الاقتصادي بتوالي فترات الجفاف وتزايد حدة الإجهاد المائي. غير أن الأوراش التي تم إطلاقها أو برمجتها استعداداً لاحتضان المملكة لتظاهرات رياضية دولية يمكن أن تتعشّل الاستثمار، ما يعزّز التفاؤل بتحقيق و Tingira نموًّا أسرع. وبالنسبة للتضخم، تبقى المخاطر متوجهة نحو الارتفاع. فبالإضافة إلى الضغوط الخارجية، يمكن أن تؤدي الظروف المناخية غير المواتية إلى ارتفاع أسعار المواد الغذائية الأساسية، مما يؤدي إلى تزايد الضغوط التضخمية. ومن جهة أخرى، يبقى تطور أسعار اللحوم الطرية محاطاً بشكوك قوية، ترتبط على الخصوص بإكراهات الإمداد وبعادات الاستهلاك، لاسيما خلال فترة عيد الأضحى.

## لائحة الرسوم البيانية

رسم بياني 1.1 : تطور بعض مؤشرات النشاط المتقدمة في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو.....	16
رسم بياني 2.1: تطور سعر صرف الأورو مقابل الدولار.....	17
رسم بياني 3.1: تطور مؤشرات البورصة الرئيسية للاقتصادات المتقدمة.....	17
رسم بياني 4.1: تطور مؤشر VIX ومؤشر VSTOXX.....	18
رسم بياني 5.1: تطور معدلات العائد على سندات الدولة لمدة 10 سنوات .....	18
رسم بياني 6.1: تطور الائتمان في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو.....	18
رسم بياني 7.1: السعر العالمي للبرنٍ والغاز الطبيعي - أوروبا.....	19
رسم بياني 8.1: تطور مؤشرات أسعار المواد الأولية غير الطاقية (100=2010).....	19
رسم بياني 9.1: تطور الأسعار العالمية للفوسفاط ومشتقاته.....	20
رسم بياني 10.1: تطور التضخم في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو.....	20
رسم بياني 1.2: صادرات قطاع السيارات في نهاية أبريل .....	21
رسم بياني 2.2: التطور الشهري لمداخيل الأسفار.....	23
رسم بياني 3.2: التطور الشهري لتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج.....	24
رسم بياني 1.3: سعر الفائدة ما بين البنوك.....	25
رسم بياني 2.3: بنية أسعار الفائدة في السوق الثانوية حسب الأجل .....	26
رسم بياني 3.3: تكلفة تمويل البنوك.....	26
رسم بياني 4.3: سعر الصرف الفعلي الاسمي وال حقيقي (أساس 100 في 2010).....	27
رسم بياني 5.3: سعر صرف الدرهم .....	27
رسم بياني 6.3: مساهمات المقابلات الرئيسية في تغير الكتلة النقدية .....	28
رسم بياني 7.3: الائتمان البنكي على أساس سنوي .....	28
رسم بياني 8.3: مساهمة القطاعات المؤسساتية في تغير الائتمان.....	28
رسم بياني 9.3: التطور السنوي للوظيفات السائبة والودائع للأجل .....	29
رسم بياني 10.3: تغير مؤشر أسعار الأصول العقارية وعدد المعاملات العقارية .....	29
رسم بياني 11.3: تطور مؤشر مازي .....	30
رسم بياني 12.3 تغير المؤشرات المؤسساتية في الفصل الثالث 2025 .....	30
رسم بياني 13.3: تطور إصدارات سندات الخزينة.....	30
رسم بياني 14.3: تطور المبلغ الجاري للدين الخاص حسب جهات الإصدار .....	31
رسم بياني 1.4: إنحازات المداخيل الرئيسية بالنسبة لتوقعات قانون المالية .....	33
رسم بياني 2.4: تنفيذ النفقات مقارنة بقانون المالية .....	34
رسم بياني 3.4: بنية النفقات العادلة.....	34
رسم بياني 4.4: نفقات الاستثمار إلى متم أبريل.....	34
رسم بياني 5.4: رصيد الميزانية مع نهاية أبريل.....	35
رسم بياني 6.4: رصيد المالية العمومية والتمويل إلى متم أبريل.....	35
رسم بياني 7.4: مديونية الخزينة.....	36
رسم بياني 1.5: الناتج الداخلي الإجمالي حسب المكونات .....	38
رسم بياني 2.5: مساهمات فروع النشاط في النمو .....	38
رسم بياني 3.5: مؤشر متوسط الأجر في القطاع الخاص .....	40

رسم بياني 4.5: الحد الأدنى للأجور للساعة بالقيمة الإسمية والحقيقة ..... 40	رسم بياني 5.5: فجوة الناتج الإجمالي ..... 40
رسم بياني 1.6 : التضخم والتضخم الأساسي ..... 42	رسم بياني 2.6: مساهمات أسعار المكونات الرئيسية في التضخم ..... 42
رسم بياني 3.6: تطور الأسعار الدولية للبرنت ومؤشر أسعار المحروقات وزيوت التشحيم (2017=100) ..... 42	رسم بياني 4.6: تطور مؤشرات أسعار السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول ..... 43
رسم بياني 5.6: مساهمة السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول في التضخم الأساسي ..... 43	رسم بياني 6.6: توقعات على المدى القصير وإنجازات التضخم ..... 43
رسم بياني 7.6: توقعات تطور التضخم للأشهر الثلاث القادمة حسب أرباب المقاولات ..... 44	رسم بياني 8.6: توقعات خبراء القطاع المالي بشأن التضخم خلال الفصول الثمانية المقبلة ..... 44
رسم بياني 9.6: تطور المؤشرات الرئيسية لأسعار الإنتاج الصناعي ..... 44	رسم بياني 10.6: العناصر المحددة للتطور المستقبلي للتضخم حسب توقعات خبراء القطاع المالي ..... 44
رسم بياني 2.7: النمو في الولايات المتحدة ..... 47	رسم بياني 1.7: النمو في منطقة الأورو ..... 47
رسم بياني 4.7: مؤشر منظمة الأغذية والزراعة للمواد الغذائية ..... 49	رسم بياني 3.7 : سعر البرنت ..... 49
رسم بياني 6.7 : التضخم في الولايات المتحدة ..... 49	رسم بياني 5.7 : التضخم في منطقة الأورو ..... 49
رسم بياني 7.7 : سعر صرف الدولار مقابل الأورو ..... 50	رسم بياني 8.7 : توقعات النمو في أفق التوقع (ف 1- 2025/ ف 1- 2027) ..... 53
رسم بياني 9.7: توقعات التضخم خلال أفق التوقع (ف 1- 2025 / ف 1 - 2027) ..... 54	رسم بياني 10.7 : تطور التضخم الأساسي وفجوة الناتج ..... 54
رسم بياني 11.7 : توقعات التضخم الأساسي خلال أفق التوقع ( ف 1- 2025 / ف 1 - 2027 ) ..... 54	

## لائحة الجداول

جدول 1.1 : التطور الفصلي للنمو ..... 16	جدول 16 ..... 16
جدول 2.1 : تطور نسبة البطالة ..... 16	جدول 20 ..... 20
جدول 3.1: التطور الأخير للتضخم في البلدان المتقدمة الرئيسية ..... 22	جدول 2.2 : المادرات حسب القطاع ..... 22
جدول 3.2: ميزان الخدمات ..... 23	جدول 2.3: الواردات حسب مجموعة استخدام المنتجات ..... 23
جدول 4.2 : الاستثمارات المباشرة ..... 24	جدول 3.2: ميزان الخدمات ..... 23
جدول 4.3: سعر الفائدة على سندات الخزينة في السوق الأولية ..... 26	جدول 4.2 : الاستثمارات المباشرة ..... 24
جدول 2.3: أسعار الفائدة على الودائع ..... 26	جدول 4.3: سعر الفائدة على سندات الخزينة في السوق الأولية ..... 26
جدول 3.3: أسعار الفائدة على القروض ..... 27	جدول 2.3: أسعار الفائدة على الودائع ..... 26
جدول 4.4: المداخيل العادلة ..... 33	جدول 3.3: أسعار الفائدة على القروض ..... 27
جدول 2.4: تفاصيل النفقات العمومية ..... 34	جدول 4.4: المداخيل العادلة ..... 33
جدول 3.4: تمويل العجز ..... 35	جدول 2.4: تفاصيل النفقات العمومية ..... 34

36 .....	جدول 4.4: مديونية الخزينة .....
40 .....	جدول 1.5: المؤشرات الرئيسية لسوق الشغل .....
41 .....	جدول 1.6: التضخم ومكوناته .....
43 .....	جدول 2.6: تطور مؤشرات أسعار السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول .....
51 .....	جدول 1.7 : المكونات الرئيسية لميزان الأداءات .....
52 .....	جدول 2.7: الكتلة النقدية والاتساع البنكي .....
53 .....	جدول 3.7 : النمو الاقتصادي .....
54 .....	جدول 4.7 : التضخم و التضخم الأساسي .....