



تقرير حول السياسة النقدية

عدد 76 / 2025

وثيقة مقدمة لمجلس البنك المنعقد في
23 شتنبر 2025

الإيداع القانوني : 2025PE0058

بنك المغرب

الإدارة المركزية

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

الهاتف : 05 / 41 57 537 (212)

الفاكس : 11 41 537 537 (212)

البريد الإلكتروني : dee@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

المحتويات

تهيد	
6	البلاغ الصحفي
9	نظرة عامة
15	1. التطورات الدولية
15	1.1 النشاط الاقتصادي والتشغيل
16	2.1 الأوضاع النقدية والمالية
18	3.1 أسعار السلع الأساسية والتضخم
21	2. الحسابات الخارجية
21	1.2 الميزان التجاري
23	2.2 باقي بنود ميزان المعاملات الجارية
24	3.2 الحساب المالي
25	3. النقد والائتمان وسوق الأصول
25	1.3 الأوضاع النقدية
29	2.3 أسعار الأصول
32	4. توجهات السياسة المالية
32	1.4 المداخيل العادية
33	2.4 النفقات
35	3.4 العجز وتمويل الخزينة
37	5. الطلب والعرض وسوق الشغل
37	1.5 الطلب الداخلي
38	2.5 الطلب الخارجي
38	3.5 العرض الإجمالي
40	4.5 سوق الشغل والطاقات الإنتاجية
43	6. تطور التضخم في الفترة الأخيرة
43	1.6 تطور التضخم
45	2.6 آفاق التضخم على المدى القصير
45	3.6 توقعات التضخم
46	4.6 أسعار الإنتاج
47	7. الآفاق على المدى المتوسط
47	ملخص
49	1.7 الفرضيات الأساسية
52	2.7 التوقعات الاقتصادية الكلية
56	3.7 ميزان المخاطر
58	لائحة الرسوم البيانية
59	لائحة الجداول
60	لائحة الإطارات



بنك المغرب

بنك المغرب

تمهيد

طبقا 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 الرئيسي والاحتياطي الإلزامي.

وتنعكس قرارات السياسة النقدية على الاقتصاد خاصة من خلال تأثيراتها على أسعار الفائدة بمختلف الأسواق، وتوقعات الوحدات الاقتصادية وأسعار الأصول، التي يؤثر تغييرها 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 مقارنة 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 البنيوي، الذي يستند في الوقت ذاته إلى الأسس النظرية التي تنبني عليها نماذج التوازن العام وإلى التعديل حسب البيانات المميزة للنماذج التجريبية.

وحرصا على التقيد بالشفافية في ما يخص قرارات السياسة النقدية، يصدر البنك بلاغا صحفيا على إثر الاجتماعات التي يعقدها مجلسه، كما ينظم السيد الوالي مؤتمرا صحفيا يتطرق فيه إلى القرار الذي تم اتخاذه ويوضح الأسس التي ينبنى عليها هذا القرار. كما يعد البنك وينشر في موقعه الإلكتروني التقرير الفصلي حول السياسة النقدية الذي يتضمن مجموع التحليلات التي تركز عليها قرارات السياسة النقدية. فبالإضافة إلى النظرة العامة التي تعرض بإيجاز التطورات الاقتصادية، والنقدية والمالية الأخيرة، وكذا التوقعات الماكرواقتصادية، يضم هذا التقرير جزأين. يتناول الجزء الأول التطورات الاقتصادية الأخيرة ويضم ستة فصول تتمثل 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، رئيسا

المدير العام

مديرة الخزينة والمالية الخارجية، ممثلة الوزارة المكلفة بالمالية

السيدة منى الشرقاوي

السيد محمد الدايري

السيدة نجاة المكاوي

السيد العربي الجعيدي

السيد مصطفى موساوي

السيد فتح الله ولعلو

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

البلاغ الصحفي

اجتماع مجلس بنك المغرب

الرباط، 23 شتنبر 2025

1. عقد مجلس بنك المغرب يومه الثلاثاء 23 شتنبر اجتماعه الفصلي الثالث برسم سنة 2025.
2. خلال هذا الاجتماع، تدارس المجلس تطور الظرفية الاقتصادية الوطنية والدولية وكذا التوقعات الماكرو اقتصادية للبنك على المدى المتوسط.
3. فعلى الصعيد الدولي، استعرض المجلس في البداية التطورات الأخيرة التي شهدتها السياسة التجارية الأمريكية، والتي تميزت بإبرام عدد من الاتفاقيات الثنائية، دون أن يؤدي ذلك إلى تبدد ملحوظ في مستوى اللاحقين. ولا يزال هذا الأخير يلقي بظلاله على آفاق الاقتصاد العالمي الذي يتوقع أن يواصل تباطؤه وإن بوتيرة أقل مما كان مرتقبا في يونيو. في هذا السياق، وبالنظر إلى تراجع أسعار الطاقة، من المرتقب أن يستمر التضخم في التباطؤ، مع ديناميات متباينة من اقتصاد إلى آخر.
4. وعلى المستوى الوطني، تشير المعطيات الأخيرة للحسابات الوطنية المتعلقة بالفصل الأول من سنة 2025 إلى استمرار التطور الإيجابي للنشاط الاقتصادي المسجل في 2024، مع تحسن ملموس في القطاعات غير الفلاحية. وقد انعكست هذه الدينامية، التي يرتقب أن تتعزز على المدى المتوسط بفضل الأوراش الكبرى التي تم إطلاقها أو برمجةها، على سوق الشغل، حيث عرف ارتفاعا ملموسا في عدد مناصب الشغل المحدثة ابتداءً من الفصل الثالث من سنة 2024. غير أن آخر المعطيات المتعلقة بالفصل الثاني من سنة 2025، كشفت تضاوفا ملحوظا في هذا العدد لاسيما في قطاع الخدمات.
5. أما التضخم، فيواصل تطوره في مستويات معتدلة، حيث بلغ في المتوسط 1,1% خلال الأشهر الثمانية الأولى من سنة 2025. وسيصل، حسب توقعات بنك المغرب، إلى 1% هذه السنة، ليظل شبه مستقر مقارنة بسنة 2024، قبل أن يتسارع إلى 1,9% في 2026. ومن المنتظر أن ينتقل مكونه الأساسي من 2,2% في 2024 إلى 1,1% في 2025 وأن يتسارع إلى 2% في 2026.
6. ومن جهة أخرى، لا تزال توقعات التضخم مثبتة، حيث يرتقب خبراء القطاع المالي، في الفصل الثالث من سنة 2025، بلوغ التضخم 2,1% في المتوسط في أفق 8 فصول و2,2% في أفق 12 فصلا.
7. وفيما يخص انتقال قرارات المجلس السابقة، يستمر انخفاض أسعار الفائدة المطبقة على القروض البنكية المقدمة للقطاع غير المالي، حيث بلغ التراجع المتراكم منذ بداية التيسير النقدي في يونيو من السنة الماضية 59 نقطة أساس في الفصل الثاني من سنة 2025، مقابل انخفاض قدره 75 نقطة بالنسبة لسعر الفائدة الرئيسي.
8. وإجمالا، اعتبر المجلس أن الشكوك المحيطة بالآفاق الاقتصادية تظل في مستوى مرتفع. فعلى الصعيد الخارجي، تنبع هذه الأخيرة، إضافة إلى تطور السياسة التجارية للولايات المتحدة، من استمرار التوترات الجيو اقتصادية ومن النزاعين في الشرق الأوسط وأوكرانيا وتداعياتهما. وعلى المستوى الداخلي، ترتبط على وجه الخصوص بالإجهاد المائي وبالأوضاع المناخية التي ستسود خلال الموسم الفلاحي المقبل، وكذا بمعطيات البرمجة الميزانية 2026-2028.

9. وأخذاً بالاعتبار كافة هذه المعطيات، قرر مجلس البنك الإبقاء على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير في 2,25% مع الاستمرار في تعزيز التدابير الرامية إلى تيسير شروط تمويل المقاولات لاسيما الصغيرة جداً. وسيواصل المجلس تتبع تطور الظرفية الاقتصادية عن كثب، كما سيبنى قراراته، خلال كل اجتماع، على أحدث المعطيات المحيطة.
10. وفي الأسواق الدولية للمواد الأولية، تواصل أسعار النفط منحها التنازلي، مدعومة بسياسة زيادة العرض التي اعتمدها الدول الأعضاء في منظمة أوبك+ وبارتفاع الإنتاج في الولايات المتحدة، وكذا بالشكوك المحيطة بالطلب العالمي. ومن المتوقع على وجه الخصوص أن ينخفض سعر البرنت من 79,8 دولاراً للبرميل في المتوسط خلال 2024 إلى 68,5 دولاراً في 2025، ثم إلى 65,2 دولاراً سنة 2026. أما سعر الفوسفات الخام المغربي، فمن المنتظر أن يتراجع إلى 202 دولاراً للطن سنة 2025 ثم إلى 183 دولاراً في 2026، في سياق يتسم بتحسّن العرض العالمي. في المقابل، يرتقب أن ترتفع أسعار مشتقات الفوسفات إلى 718 دولاراً للطن سنة 2025 ثم إلى 720 دولاراً في 2026 بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيوم، ارتباطاً بالخصوص باستمرار القيود على الصادرات الصينية، وإلى 524 دولاراً ثم 561 دولاراً بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز. وعلى مستوى المواد الغذائية، فبعد انخفاض بنسبة 2% في 2024، من المتوقع أن يرتفع مؤشر أسعار منظمة الأغذية والزراعة (FAO) بمعدل 5,1% سنة 2025 وبواقع 0,8% سنة 2026.
11. وفيما يتعلق بوتيرة النشاط الاقتصادي، من المرتقب أن يتباطأ نمو الاقتصاد العالمي من 3,2% سنة 2024 إلى 3% هذه السنة ثم إلى 2,6% في 2026. وفي الاقتصادات المتقدمة، يرجح أن يتباطأ النمو من 2,8% إلى 1,7% سنة 2025 ثم إلى 1,6% في 2026 في الولايات المتحدة الأمريكية، وأن يتحسن من 0,9% سنة 2024 إلى 1,3% خلال السنتين الموالتين في منطقة الأورو. وفي البلدان الصاعدة الرئيسية، وبفضل قوة الصادرات والهدنة الجمركية المبرمة مع الولايات المتحدة، من المنتظر أن تحقق الصين هدف النمو البالغ 5% هذا العام قبل تسجيل تباطؤ إلى 4,2% سنة 2026. وفي الهند، ورغم ارتفاع الرسوم الجمركية الأمريكية، يتوقع أن يحافظ الاقتصاد على ديناميته، مع نمو الناتج الداخلي الإجمالي من حيث الحجم بنسبة 7,1% في 2025 ثم بواقع 6,2% سنة 2026، مدعوماً بالخصوص بالاتفاق التجاري المبرم مع المملكة المتحدة.
12. في ظل هذه الظروف، من المتوقع أن يستمر تباطؤ التضخم على المستوى الدولي خلال سنة 2025، ليتراجع إجمالاً من 3,7% في 2024 إلى 2,9%، قبل أن يرتفع بشكل طفيف إلى 3,1% سنة 2026. وفي الاقتصادات المتقدمة، من المنتظر أن يتأرجح حول 2,2% في 2025 و2026 في منطقة الأورو، في حين يرتقب أن يظل في مستوى أعلى من هدف البنك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة، ليصل إلى 2,7% سنة 2025 وإلى 3,1% في 2026، متأثراً بالخصوص بالزيادة في التعريفات الجمركية.
13. وفيما يتعلق بتوجه السياسات النقدية في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، وبعد تخفيض أسعار الفائدة الرئيسية 8 مرات منذ يونيو 2024، قرر البنك المركزي الأوروبي، في اجتماعه المنعقد يوم 11 شتنبر، الإبقاء عليها دون تغيير، وذلك للمرة الثانية. في المقابل، وبسبب ضعف إحداث فرص الشغل، قام البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، على إثر اجتماعه المنعقد يومي 16 و17 شتنبر، بخفض النطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي بمقدار 25 نقطة أساس إلى [4,25%-4%]. ومن جهته، ورغم التراجع الهام في التضخم، قرر بنك إنجلترا يوم 17 شتنبر الحفاظ على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير عند 4%.
14. على المستوى الوطني، يتوقع بنك المغرب أن يتسارع النمو الاقتصادي من 3,8% سنة 2024 إلى 4,6% هذه السنة، ليستقر عند 4,4% في 2026. ويرجح أن ترتفع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5% هذه السنة، أخذاً بالاعتبار محصول حبوب قدره 41,3 مليون قنطار، ثم بمعدل 3,2% في 2026، مع فرضية إنتاج 50 مليون قنطار من الحبوب. أما القطاعات غير الفلاحية، فمن المتوقع أن يناهز نموها 4,5% في 2025 و2026، وذلك بفضل الدينامية القوية للاستثمار في البنيات التحتية.

15. وعلى صعيد الحسابات الخارجية، يرتقب أن تستمر دينامية المبادلات التجارية على المدى المتوسط، مع بقاء أثر التدابير الجمركية الأمريكية الأخيرة ضعيفا. وهكذا، يتوقع أن ترتفع الصادرات بنسبة 6,2% في 2025، مدفوعة بالأساس بتزايد مبيعات الفوسفات ومشتقاته إلى 110,7 مليار درهم، ثم بمعدل 9,4% في 2026، ارتباطا بالانتعاش المنتظر في صناعة السيارات، التي يرتقب أن تسجل مبيعاتها نموا بنسبة 20% في 2026 إلى 187,6 مليار درهم، وذلك بعد تراجع طفيف هذه السنة. بالمقابل، من المتوقع أن تتنامى الواردات بنسبة 7,4% في 2025 ثم بواقع 7,1% في 2026، نتيجة بالخصوص للارتفاع الهام في مقتنيات سلع التجهيز، فيما يرتقب أن تستمر الفاتورة الطاقية في الانخفاض لتعود إلى 94,4 مليار في 2026. موازاة مع ذلك، من المرجح أن تواصل مداخيل الأسفار أداءها الجيد، مع ارتفاعات جديدة بنسبة 11,3% هذه السنة وواقع 4,8% في السنة المقبلة إلى 131,2 مليار. أما تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، وبعد شبه استقرار منتظر هذه السنة، من المتوقع أن تنمو بنسبة 4,8% في 2026 إلى 125,5 مليار درهم. وفي ظل هذه الظروف، من المتوقع أن يظل عجز الحساب الجاري محدودا في حوالي 2,3% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2025 و2% في 2026 بعد أن استقر في 1,2% في 2024. وفيما يخص الاستثمارات الأجنبية المباشرة، يتوقع أن تناهز عائداتها ما يعادل 3,3% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2025 و3,5% في 2026. وفي المجمل، وأخذا بالاعتبار التمويلات الخارجية المرتقبة للخزينة، يرتقب أن تواصل الأصول الاحتياطية الرسمية ارتفاعها لتصل إلى 418 مليار درهم مع متم سنة 2025 وإلى 434,5 مليارا بنهاية 2026، وهي مستويات تعادل 5 أشهر ونصف من واردات السلع والخدمات.

16. وفيما يخص الأوضاع النقدية، من المنتظر أن يتراجع عجز السيولة إلى 115,3 مليار درهم مع نهاية 2025، قبل أن يتفاقم من جديد إلى 133 مليارا في 2026، مدفوعا بتزايد حجم النقد المتداول. وفيما يتعلق بالائتمان البنكي، وفي ضوء التطور المرتقب للنشاط الاقتصادي وتوقعات النظام البنكي، من المرجح أن تعرف التمويلات الموجهة للقطاع غير المالي تسارعا ملحوظا، حيث سترتفع بنسبة 5,9% في 2025 و2026، عوض متوسط قدره 2,7% خلال السنتين الماضيتين. وفيما يتعلق بسعر الصرف الفعلي الحقيقي، يرتقب أن يعرف استقرارا بنهاية أفق التوقع، نتيجة ارتفاع منتظر هذه السنة بنسبة 2,2%، وتراجع متوقع بنسبة 2,3% في 2026. وفي نفس هذا السياق، تشير التقييمات الفصلية التي ينجزها بنك المغرب، وفقا لأحدث نسخة من المنهجية المستخدمة دوليا، إلى أن قيمة العملة الوطنية تظل عموما متسقة مع الأسس الاقتصادية.

17. وفي مجال المالية العمومية، تشير معطيات تنفيذ الميزانية إلى غاية متم شهر غشت 2025 إلى تحسن ملموس في المداخيل العادية بنسبة 14,5%، مدعومة بالأساس بأداء العائدات الضريبية، وبموازاة ذلك، تزايدت النفقات الإجمالية بنسبة 12,6%، ما يعكس ارتفاع كل من النفقات العادية ونفقات الاستثمار. وأخذا بالاعتبار هذه التطورات ومقتضيات قانون المالية لسنة 2025 والبرمجة الميزانية 2025-2026، والاعتمادات الإضافية التي فتحتها الحكومة في أبريل الماضي، وكذا توجهات مشروع قانون المالية لسنة 2026، يتوقع بنك المغرب أن يستقر عجز الميزانية، دون احتساب عائدات تفويت مساهمات الدولة، عند 3,9% من الناتج الداخلي الإجمالي هذه السنة وأن يتراجع إلى 3,4% في 2026.

18. وأخيرا، في إطار مسار الانفتاح والاستماع الرامي إلى الإحاطة بشكل أفضل بأداء قطاعات الاقتصاد الوطني وآفاقه، سيعقد المجلس، يوم 24 شتنبر 2025، لقاء مع مجموعة المكتب الشريف للفوسفات.

نظرة عامة

تميز المحيط الدولي خلال الفصل الثالث من سنة 2025 بتراجع حالة الالايقين بشكل طفيف، بفضل التقدم المسجل في المفاوضات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية وعدد من شركائها الرئيسيين، إضافة إلى تمديد بعض الهدن الجمركية. غير أن الزيادات في الرسوم الجمركية بدأت تؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي العالمي.

أما على مستوى الحسابات الوطنية، فالمعطيات المتوفرة تهم الفصل الثاني من سنة 2025 وتشير إلى تسجيل نمو معتدل في الاقتصاد الأمريكي بنسبة 2,1% على أساس سنوي، مقابل 2% في الفصل السابق. وفي منطقة الأورو، تباطأت وتيرة النمو بشكل طفيف من 1,6% إلى 1,5%، مع تسجيل تباينات ملموسة بين البلدان الأعضاء؛ فقد استقرت نسبة النمو في ألمانيا عند 0,2%، وبلغت 2,8% في إسبانيا، وارتفعت في فرنسا من 0,6% إلى 0,8%، فيما تراجعت في إيطاليا من 0,7% إلى 0,4%. أما في الاقتصادات المتقدمة الأخرى، فقد تباطأ النمو من 1,8% إلى 1,3% في اليابان، ومن 1,3% إلى 1,2% في المملكة المتحدة.

وفي الاقتصادات الصاعدة، تباينت كذلك مسارات النمو حيث تسارعت وتيرته في الهند من 7,4% إلى 7,8%، وفي تركيا من 2,3% إلى 4,8%، بينما تباطأت في الصين من 5,4% إلى 5,2%، وفي البرازيل من 2,9% إلى 2,2%، وفي روسيا من 1,4% إلى 1,1%.

وعلى صعيد أسواق الشغل في الاقتصادات المتقدمة، بدأت بوادر تراجع الضغوط في الظهور، خصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أبرزت معطيات شهر غشت إحداث 22 ألف منصب شغل، بعد 79 ألفا في يوليو، مع ارتفاع نسبة البطالة إلى 4,3% مقابل 4,2%. وفي منطقة الأورو، تقلصت البطالة بشكل طفيف من 6,3% في يونيو إلى 6,2% في يوليو، مع ملاحظة تفاوتات بين الدول الأعضاء؛ إذ استقرت عند 7,6% في فرنسا، و3,7% في ألمانيا، و10,4% في إسبانيا، فيما تراجعت في إيطاليا من 6,2% إلى 6%.

أما الأسواق المالية، فقد كان أداءها متباينا خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة. فقد ارتفع مؤشر Eurostoxx 50 بنسبة 7,6% و FTSE 100 بنسبة 5,8%، في حين تراجع كل من مؤشر Dow Jones Industrials و Nikkei 225 بنسبتي 1,6% و 2% على التوالي. وتزامنت هذه التطورات مع زيادة طفيفة في درجة العزوف عن المخاطر في الأسواق الأمريكية والأوروبية، حيث ارتفع مؤشر VIX إلى 16 ونظيره الأوروبي VSTOXX إلى 17,4 مع نهاية غشت. وفي الاقتصادات الناشئة، ارتفع مؤشر MSCI للأسواق الصاعدة بنسبة 5,6% مدفوعا أساسا بأداء السوق الصينية.

وفيما يخص أسواق السندات السيادية، سجلت الأسواق المتقدمة استقرارا نسبيا خلال شهر غشت بعد التقلبات الكبيرة التي عرفتها ما بين يناير وماي. وهكذا استقر العائد على السندات لأجل عشر سنوات في الولايات المتحدة عند حوالي 4,4% في المتوسط، وارتفع إلى 2,7% في ألمانيا، و3,4% في فرنسا، و3,2% في إسبانيا، و3,5% في إيطاليا. أما في الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، فقد ظل العائد شبه مستقر عند 1,7% في الصين، وتراجع إلى 14,1% في البرازيل و6,5% في الهند، بينما ارتفع إلى 29,2% في تركيا.

وعلى صعيد أسواق الصرف، شهد الأورو خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة ارتفاعا بنسبة 6,3% مقابل الدولار الأمريكي، نتيجة المخاوف المحيطة بالسياسة التجارية الأمريكية وتزايد التوقعات خلال الآونة الأخيرة بشأن تخفيض النطاق المستهدف لنسبة الفائدة على الأموال الفيدرالية. كما ارتفع الأورو بنسبة 2,1% مقابل الين الياباني و2,4% مقابل الجنيه الإسترليني. أما عملات الاقتصادات الصاعدة

الرئيسية، فقد شهدت تطورات متفاوتة إزاء الدولار، حيث تراجعت قيمة الرغينيبي الصيني والريال البرازيلي، في حين ارتفع سعر صرف الروبية الهندية والليرة التركية.

وفي سوق المواد الأولية، سجل سعر البرنت خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة انخفاضا بنسبة 3,6% ليصل إلى 71,2 دولارا للبرميل مقارنة بدجنبر 2024، وبنسبة 12,9% على أساس سنوي، ارتباطا بارتفاع إنتاج بلدان منظمة «أوبك+» والتراجع المتوقع للطلب العالمي. كما انخفضت أسعار المواد غير الطاقية بنسبة 1,6%، مدفوعة أساسا بتراجع أسعار المنتجات الزراعية. وعلى أساس سنوي، ارتفعت أسعار هذه المواد بنسبة 3,3%، نتيجة زيادة بنسبة 3,1% في المنتجات الزراعية و1,8% في المعادن والمناجم. وفيما يتعلق بالفوسفات ومشتقاته، ارتفعت أسعار الفوسفات ثنائي الأمونيак والفوسفات الثلاثي الممتاز خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة بنسبة 17,7% إلى 669 دولارا للطن و16,1% إلى 554,2 دولارا للطن على التوالي، بينما ظل سعر الفوسفات الخام مستقرا عند 152,5 دولارا للطن. وعلى أساس سنوي، سجلت الأسعار ارتفاعا بنسبة 19,2% لكل من الفوسفات ثنائي الأمونيак والفوسفات الثلاثي الممتاز، في حين لم يشهد سعر الفوسفات الخام أي تغيير.

وفي هذا السياق، ظلت نسبة التضخم في الولايات المتحدة أعلى بكثير من هدف الاحتياطي الفيدرالي، إذ بلغت 2,9% في غشت مقابل 2,7% في يوليو. أما في منطقة الأورو، فقد استقرت عند 2%، نتيجة تسارع التضخم في ألمانيا من 1,8% إلى 2,1%، وتباطئه في فرنسا من 0,9% إلى 0,8%، وفي إيطاليا من 1,7% إلى 1,6%، واستقراره في إسبانيا عند 2,7%. وبالنسبة للاقتصادات المتقدمة الأخرى، تراجع التضخم في اليابان من 3% إلى 2,7%، وظل مستقرا في المملكة المتحدة عند 3,8%.

أما على مستوى توجه السياسات النقدية، فقد قرر البنك المركزي الأوروبي، عقب اجتماعه بتاريخ 11 شتنبر، الإبقاء على نسب الفائدة الرئيسية الثلاث دون تغيير، بعد إجراء ثماني تخفيضات منذ يونيو 2024، مشيرا إلى أن التضخم بلغ حاليا مستوى قريبا من الهدف المحدد في 2%. وهكذا تم الإبقاء على نسب فائدة تسهيلات الإيداع وعمليات إعادة التمويل الرئيسية وتسهيلات الإقراض الهامشي عند 2,00% و2,15% و2,40% على التوالي. أما الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، فقد قرر في اجتماعه ليومي 16 و17 شتنبر خفض نطاق نسبة الفائدة المستهدف على الأموال الفيدرالية بمقدار 25 نقطة أساس إلى [4% - 4,25%]، مستندا أساسا إلى ضعف وتيرة خلق فرص الشغل. وبدوره، أبقى بنك إنجلترا، رغم الانخفاض الملموس في التضخم، على نسبة الفائدة الرئيسية دون تغيير عند 4% خلال اجتماعه بتاريخ 17 شتنبر.

وعلى الصعيد الوطني، تشير معطيات الحسابات الوطنية الخاصة بالفصل الأول من سنة 2025 إلى أن النمو الاقتصادي تسارع بنسبة 4,8% مقابل 3% خلال نفس الفترة من السنة السابقة. ويُعزى هذا التطور إلى تحسن القيمة المضافة للقطاع الفلاحي بنسبة 4,5% بعد انخفاضها بنسبة 5% سنة من قبل، وإلى نمو الأنشطة غير الفلاحية بنسبة 4,6% بعد 3,6%. وعلى مستوى الطلب، ساهم مكونه الداخلي إيجابيا في النمو بمقدار 8,5 نقطة مئوية، في حين ظلت مساهمة المبادلات الخارجية سلبية في 3,8 نقاط.

وفي سوق الشغل، عرف الاقتصاد الوطني بين الفصلين الثاني من سنة 2024 ونفس الفترة من سنة 2025 إحداث 5 آلاف منصب شغل، مقابل فقدان 82 ألف منصب سنة من قبل. وباستثناء القطاع الفلاحي الذي فقد 108 آلاف منصب، سجلت باقي القطاعات زيادات بلغت 74 ألفا في قطاع البناء والأشغال العمومية، و35 ألفا في قطاع الخدمات، وألفي منصب في القطاع الصناعي. وباحتساب خروج صافٍ من سوق الشغل يناهز 32 ألف باحث عن العمل، تراجع معدل النشاط بواقع 0,8 نقطة ليصل إلى 43,4%، وانخفض معدل البطالة من 13,1% إلى 12,8%.

وعلى مستوى الحسابات الخارجية، أظهرت معطيات الأشهر السبعة الأولى من سنة 2025 استمرار الأداء الجيد لمداخيل الأسفار والاستثمارات الخارجية المباشرة، إلى جانب ارتفاع ملحوظ في الواردات. فقد ارتفعت هذه الأخيرة بنسبة 8,8% لتبلغ 469,7 مليا

درهم، مقابل زيادة بنسبة 4,2% في الصادرات إلى 274,8 مليار درهم. ونتيجة لذلك، تفاقم العجز التجاري بنسبة 15,9% ليصل إلى 194,9 مليار درهم، وتراجعت نسبة التغطية إلى 58,5% بعد أن بلغت 61,1% في يوليو 2024. ويعزى ارتفاع الواردات أساسا إلى زيادة مشتريات سلع التجهيز بنسبة 14,5%، والمنتجات الجاهزة للاستهلاك بنسبة 13,7%، والمنتجات نصف المصنعة بنسبة 6,8%، بينما انخفضت الفاتورة الطاقية بنسبة 6,1%. وفيما يخص الصادرات، فقد تحسنت بفضل ارتفاع مبيعات الفوسفات ومشتقاته بنسبة 20,9%، وارتفاع صادرات قطاع صناعة الطائرات بنسبة 8,9%، في حين تراجعت صادرات قطاع السيارات بنسبة 1,8%. وفيما يخص مداخل الأسفار، فقد ارتفعت بنسبة 12,6%، بينما ازدادت نفقاتها بواقع 7,6%. أما تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، فقد تراجعت بنسبة 1% لتبلغ 68,8 مليار درهم. وعلى صعيد العمليات المالية الرئيسية، سجلت تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة نموا بنسبة 26,8%، في حين انخفضت نفقات الاستثمارات المغربية المباشرة بالخارج بنسبة 3,8%. وفي ظل هذه التطورات، ارتفعت الأصول الاحتياطية الرسمية بنسبة 11% لتصل إلى 406 مليارات درهم مع نهاية يوليو، وهو ما يعادل تغطية 5 أشهر و14 يوما من واردات السلع والخدمات.

وفيما يتعلق بالأوضاع النقدية، فقد تزايدت حاجة البنوك للسيولة من 113,4 مليار درهم في الفصل الثاني من 2025 إلى 118 مليارا في المتوسط خلال شهري يوليو و غشت. ونتيجة لذلك، رفع بنك المغرب حجم تدخلاته من 127,9 مليار درهم إلى 132,1 مليارا. وتميزت الأوضاع النقدية خلال الفصل الثاني من سنة 2025 بارتفاع طفيف في سعر الصرف الفعلي الحقيقي بنسبة 0,2% على أساس فصلي، وتراجع متوسط سعر الفائدة الإجمالي على القروض بواقع 14 نقطة أساس إلى 4,84%، أي بانخفاض قدره 59 نقطة منذ بداية عملية التيسير النقدي في يونيو 2024. أما القروض البنكية الموجهة للقطاع غير المالي، فقد تباطأت نسبة نموها السنوي إلى 3,4% في يوليو مقابل 4,4% في الفصل الثاني، نتيجة بالأساس للتراجع المسجل في تسهيلات الخزينة الممنوحة للمقاولات الخاصة.

وعلى صعيد المالية العمومية، أسفر تنفيذ قانون المالية خلال الأشهر الثمانية الأولى من سنة 2025 عن عجز في الميزانية بلغ 59,8 مليار درهم، دون احتساب عائدات تفويت مساهمات الدولة، مرتفعا بواقع 17,7 مليارا مقارنة بالفترة نفسها من سنة 2024. وتحسنت المداخل العادية بنسبة 14,5% لتصل إلى 288,2 مليار درهم، مدفوعة بنمو العائدات الجبائية بنسبة 15,5% وغير الجبائية بنسبة 8,4%. في المقابل، تزايدت النفقات العادية بنسبة 15% لتبلغ 272,7 مليار درهم، نتيجة ارتفاع نفقات السلع والخدمات بنسبة 18,4%، وفوائد الدين بنسبة 18,8%، بينما تراجعت تكاليف المقاصة بنسبة 26,8%. وبذلك سجل الرصيد العادي فائضا بقيمة 15,4 مليار درهم مقابل 14,5 مليارا سنة من قبل. أما حجم الاستثمار، فقد ارتفع بنسبة 3,7% ليبلغ 67,9 مليار درهم، مما رفع إجمالي النفقات إلى 340,6 مليار درهم بزيادة 12,6%. وفيما يتعلق برصيد الحسابات الخصوصية للخزينة، فقد سجلت عجزا بواقع 7,3 مليار درهم بعد تحقيق فائض بواقع 8,9 مليارات. وأخذا بالاعتبار تقليص مخزون العمليات قيد الأداء بواقع 15,8 مليار درهم، فقد تفاقم عجز الصندوق إلى 75,6 مليار درهم مقابل 47 مليارا في نهاية غشت 2024. وتم تغطية هذا العجز عن طريق موارد داخلية صافية قدرها 41,7 مليار درهم، وتدفقات خارجية صافية إيجابية بمبلغ 34 مليار درهم. ونتيجة لذلك، ارتفع جاري الدين العمومي المباشر بنسبة 5,8% مع متم غشت 2025 مقارنة بنهاية دجنبر 2024.

وعلى مستوى بورصة الدار البيضاء، تواصل ارتفاع أسعار القيم المدرجة، لترتفع بذلك حصيلة أداء مؤشر «مازي» منذ نهاية دجنبر 2024 إلى 35,8%. ويعكس هذا التطور خصوصا ارتفاعات بلغت 8,3% في قطاع «البنوك»، و20% في «خدمات النقل»، و11,1% في «المباني ومواد البناء»، و11,5% في «الاتصالات»، و13,4% في قطاع «الصحة». أما حجم التداول، فقد بلغ 37,5 مليار درهم خلال شهري يوليو و غشت، مقابل 31,9 مليارا في الفصل الثاني من 2025. وفي هذا السياق، ارتفعت رسملة البورصة إلى 1055,7 مليار درهم، أي بزيادة بلغت 10% مقارنة بشهر يونيو و 40,3% منذ دجنبر 2024.

وفي سوق العقار، سجلت المعاملات انخفاضا فاصلا جديدا بنسبة 10,8% خلال الفصل الثاني من 2025، بعد تراجعها بنسبة 25,4% في الفصل السابق، نتيجة انخفاض مبيعات العقارات السكنية بنسبة 15,1% والعقارات المخصصة للاستعمال المهني بنسبة 13,3%، مقابل ارتفاع بنسبة 6% في مبيعات الأراضي. وفي هذا السياق، استمرت الأسعار في الانخفاض من فصل لآخر هذه السنة، متراجعة بنسبة 0,2% مقابل 1,6% في الفصل السابق، وشمل هذا التراجع مختلف أصناف العقارات مع انخفاض بنسبة 0,3% للعقارات السكنية وبنسبة 0,2% لكل من العقارات المخصصة للاستعمال المهني والأراضي.

وفي ظل هذه التطورات، انخفضت نسبة التضخم من 0,5% في المتوسط خلال الفصل الثاني من 2025 إلى 0,3% خلال شهري يوليووز وغشت. ويُعزى هذا التطور، من جهة، إلى تباطؤ وتيرة نمو الأسعار المقننة من 1,5% إلى 0,5%، وتراجع التضخم الأساسي من 1% إلى 0,8%، ومن جهة أخرى إلى تسارع ارتفاع أسعار المواد الغذائية المتقلبة الأثمان من 0,5% إلى 1,1%، وكذا تراجع وتيرة انخفاض أسعار المحروقات والزيوت من 14,1% إلى 10,1%. أما توقعات خبراء القطاع المالي بشأن التضخم خلال الفصل الثالث من 2025، فقد بلغت 2,1% مقابل 2,3% في الفصل السابق، وذلك في أفق الفصول الثمانية المقبلة، و2,2% مقابل 2,5% في أفق اثني عشر فصلا.

ومن حيث الآفاق المستقبلية، يُتوقع أن يواصل الاقتصاد العالمي تباطؤه في سياق يتسم بزيادة في الرسوم الجمركية وبمستوى لا يقين لا يزال عاليا. وهكذا، من المنتظر أن يتراجع معدل النمو العالمي من 3,2% سنة 2024 إلى 3% سنة 2025، ثم إلى 2,6% سنة 2026. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، ورغم الانحسار النسبي لحالة الشكوك المرتبطة بالمبادلات التجارية، يُتوقع أن تظل ثقة المستهلكين ضعيفة بفعل المخاوف المرتبطة بالقدرة الشرائية، مما سيؤدي على الأرجح إلى تباطؤ النمو من 2,8% سنة 2024 إلى 1,7% سنة 2025، ليستقر عند هذا المستوى في سنة 2026. أما في منطقة الأورو، فيرتقب أن يقلص الاتفاق التجاري المبرم مع الولايات المتحدة حالة عدم اليقين على المدى القصير، غير أنه يتوقع أن يؤثر سلبا على اقتصادات المنطقة وقطاعاتها، وإن بشكل متفاوت. ومن المنتظر أن يتسارع النمو الاقتصادي من 0,9% سنة 2024 إلى 1,3% سنة 2025، ليظل قريبا من هذا المستوى في سنة 2026. وفي المملكة المتحدة، يُنتظر أن تتحسن وتيرة النمو الاقتصادي من 1,1% إلى 1,3% سنة 2025 مدعوما أساسا بالاستهلاك العمومي، قبل أن يتراجع مجددا إلى 1,1% في سنة 2026. أما في اليابان، فمن المرتقب أن يتسارع النمو من 0,1% سنة 2024 إلى 1,2% سنة 2025، وأن يتباطأ إلى 0,6% سنة 2026.

وفيما يخص الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، يرجح أن يرتفع النمو في الصين بشكل طفيف من 4,9% سنة 2024 إلى 5% سنة 2025 بفضل تحسن الصادرات، قبل أن يتراجع إلى 4,2% سنة 2026 متأثرا باستمرار الصعوبات التي يعاني منها قطاع العقار وضعف الطلب العالمي. وفي الهند، يُنتظر أن يظل النشاط الاقتصادي قويا، منتقلا من 6,7% سنة 2024 إلى 7,1% سنة 2025، قبل أن يتراجع إلى 6,2% سنة 2026. أما في البرازيل، فسيُعرف النمو تباطؤا من 3% سنة 2024 إلى 2,5% سنة 2025 ثم إلى 0,9% سنة 2026، نتيجة بالأساس للتوجه التقييدي للسياسة النقدية واستمرار التوترات التجارية. وفي روسيا، من المتوقع أن يتراجع النمو من 4,4% سنة 2024 إلى 0,6% سنة 2025، ثم أن يستقر في 0,7% سنة 2026.

وفي أسواق المواد الأولية، من المتوقع أن تواصل أسعار النفط منحها التنازلي نتيجة وفرة العرض من دول منظمة «أوبك+» والتراجع المتوقع للطلب العالمي. ويُرتقب أن ينخفض سعر البرنت من 79,8 دولارا للبرميل سنة 2024 إلى 68,5 دولارا سنة 2025، ثم إلى 65,2 دولارا سنة 2026. وفيما يتعلق بالفوسفات المغربي ومشتقاته، تُشير توقعات قسم أبحاث المواد الأولية (Commodities Research Unit) إلى أن سعر الفوسفات ثنائي الأمونياك سيرتفع من 586 دولارا للطن سنة 2024 إلى 718 دولارا في المتوسط خلال سنة 2025، ثم إلى 720 دولارا سنة 2026، فيما سيزداد سعر الفوسفات الثلاثي الممتاز من 436 دولارا إلى 524 دولارا سنة 2025، ثم إلى 561 دولارا سنة 2026. وفي المقابل، يرتقب أن يواصل سعر الفوسفات الخام توجهه نحو الانخفاض، منتقلا من 214 دولارا للطن سنة 2024 إلى 202 دولار سنة 2025، ثم إلى 183 دولارا سنة 2026. وبخصوص المواد الغذائية، وبعد التراجع المسجل بنسبة 2% سنة 2024، يُتوقع أن يرتفع مؤشر منظمة الأغذية والزراعة (FAO) بنسبة 5,1% سنة 2025 وبنسبة 0,8% سنة 2026.

في ظل هذه المعطيات، يُتَوَقَّع أن يواصل التضخم العالمي تباطؤه ليبليغ 2,9% سنة 2025 مقابل 3,7% في 2024، قبل أن يرتفع قليلا إلى 3,1% سنة 2026. وفي منطقة الأورو، من المنتظر أن يتباطأ التضخم من 2,4% سنة 2024 إلى 2,2% سنة 2025 ليستقر عند 2,3% سنة 2026، بينما سيتراجع في الولايات المتحدة الأمريكية من 3% إلى 2,7% سنة 2025 قبل أن يتسارع مجددا إلى 3,1% سنة 2026.

وعلى الصعيد الوطني، يُرتقب أن تتواصل دينامية المبادلات الخارجية للسلع والخدمات خلال أفق التوقع. فمن المنتظر أن ترتفع الصادرات بنسبة 6,2% سنة 2025، مدعومة أساسا بزيادة مبيعات الفوسفات ومشتقاته، ثم بنسبة 9,4% سنة 2026 بفعل الانتعاش المتوقع في قطاع صناعة السيارات. أما الواردات، فمن المنتظر أن تنمو بنسبة 7,4% سنة 2025 و7,1% سنة 2026، نتيجة بالأساس للارتفاع القوي الذي عرفه اقتناء مواد التجهيز، ارتباطا بالدينامية الاستثمارية التي ستنتج عن الأوراش الكبرى التي تم إطلاقها أو برمجتها. وفي المقابل، يُتوقع أن تحافظ مداخيل الأسفار على أدائها الجيد بارتفاع قدره 11,3% سنة 2025 ثم 4,8% سنة 2026 لتبلغ 131,2 مليار درهم. أما تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، فستسجل تحسنا طفيفا بنسبة 0,6% سنة 2025 لتبلغ 119,7 مليار درهم، قبل أن ترتفع بنسبة 4,8% سنة 2026 لتصل إلى 125,5 مليار درهم. وفي ظل هذه التطورات، يُرتقب أن يظل عجز الحساب الجاري متحكما فيه، ليستقر عند حوالي 2,3% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2025 و2% سنة 2026، مقابل 1,2% في 2024. أما مداخيل الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فمن المفترض أن تعادل 3,3% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2025 و3,5% في 2026.

وبالنظر أساسا إلى التمويلات الخارجية المتوقعة، ستواصل الأصول الاحتياطية الرسمية تحسنها لتبلغ 418 مليار درهم في نهاية 2025، ثم 434,5 مليار درهم في نهاية 2026، أي ما يعادل تغطية 5 أشهر و13 يوما و5 أشهر و19 يوما من واردات السلع والخدمات على التوالي.

وفيما يتعلق بالأوضاع النقدية، يتوقع أن يصل عجز السيولة البنكية إلى 115 مليار درهم بنهاية 2025، قبل أن يتفاقم إلى 133 مليارا في 2026، ارتباطا بالأساس بالزيادة المتوقعة في حجم الأوراق والقطع النقدية المتداولة. أما القروض البنكية الموجهة للقطاع غير المالي، فاستنادا إلى ما تم تسجيله وكذا توقعات كل من النشاط الاقتصادي والنظام البنكي، يُرتقب أن يتسارع نموها من 2,6% سنة 2024 إلى 5,9% في كل من 2025 و2026. وفيما يتعلق بسعر الصرف الفعلي الحقيقي، فمن المنتظر أن يظل مستقرا بنهاية أفق التوقع، مع تسجيل ارتفاع بنسبة 2,2% سنة 2025 وتراجع بنسبة 2,3% سنة 2026.

وعلى صعيد المالية العمومية، يتوقع أن تتواصل جهود تعزيز الميزانية على المدى المتوسط، حيث يرتقب بلوغ عجز الميزانية 3,9% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2025، قبل أن يتراجع إلى 3,4% سنة 2026. وترتكز هذه التوقعات على قانون المالية لسنة 2025، والبرمجة الميزانية للثلاث سنوات (2025-2027)، إلى جانب التوقعات الماكرو-اقتصادية الجديدة لبنك المغرب. كما تأخذ بعين الاعتبار الاعتمادات الإضافية البالغة 13 مليار درهم المفتوحة في أبريل برسم الميزانية العامة والأرقام المحققة مع متم يوليو 2025.

وفيما يتعلق بالنشاط الاقتصادي، من المنتظر أن يتسارع نمو الاقتصاد الوطني من 3,8% سنة 2024 إلى 4,6% سنة 2025، ليستقر عند 4,4% سنة 2026. ويُعزى هذا التطور إلى ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5% سنة 2025، على أساس تحقيق محصول حبوب يصل إلى 41,3 مليون قنطار وفق تقديرات وزارة الفلاحة، يليه ارتفاع بنسبة 3,2% سنة 2026 مع افتراض عودة الإنتاج إلى مستوى متوسط يبلغ 50 مليون قنطار. أما الأنشطة غير الفلاحية، فمن المتوقع أن تحافظ على ديناميتها، مدفوعة بالأوراش الكبرى للبنية التحتية والخدمات غير التجارية، مع نمو بواقع 4,5% في سنتي 2025 و2026.

وفي هذا الإطار، وبعد تباطؤ التضخم إلى 0,9% سنة 2024، يُتَوَقَّع أن يظل في مستويات معتدلة تبلغ 1% سنة 2025 و1,9% سنة 2026. أما التضخم الأساسي، فمن المنتظر أن يتراجع من 2,2% سنة 2024 إلى 1,1% سنة 2025، بفعل تباطؤ ارتفاع أسعار اللحوم الطرية وتراجع التضخم المستورد، قبل أن يرتفع مجددا إلى 2% سنة 2026.

ورغم الانحسار النسبي للتوترات التجارية، فإن الشكوك المحيطة بأفاق نمو الاقتصاد العالمي تظل مرتفعة، مما قد يعيق نمو التجارة الدولية، ويعطل سلاسل التوريد، ويؤثر في نهاية المطاف على النمو الاقتصادي العالمي. وتُضاف إلى ذلك استمرار الصعوبات في قطاع العقار بالصين، وارتفاع المديونية العمومية العالمية، وتواصل الضغوط التضخمية في بعض الاقتصادات الكبرى، لا سيما في الولايات المتحدة الأمريكية. كما أن استمرار النزاعات في الشرق الأوسط والحرب في أوكرانيا قد يُفاقمان من هشاشة النشاط الاقتصادي العالمي ويُحدثان اضطرابات إضافية في سلاسل التوريد، خاصة الطاقة منها.

أما على الصعيد الوطني، فإن المخاطر الرئيسية التي قد تُواجه النشاط الاقتصادي ترتبط أساساً بتوالي فترات الجفاف وتفاقم الإجهاد المائي. وفي المقابل، فإن الأوراش الكبرى التي تم إطلاقها أو برمجتها في إطار الاستعداد لاحتضان التظاهرات الرياضية الدولية يُمكن أن تُحدث تأثيرات إيجابية وتُسهم في تسريع وتيرة النمو. أما بالنسبة للتضخم، فتظل المخاطر متجهة نحو الارتفاع، إذ يمكن أن تؤدي الضغوط الخارجية، إلى جانب الظروف المناخية غير المواتية، إلى ارتفاع أسعار المواد الغذائية.

1. التطورات الدولية

خلال الفصل الثالث من سنة 2025، اتسم المحيط الدولي بتراجع نسبي في حالة اللاحقين، وذلك بفضل التقدم المسجل في المفاوضات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية والبعض من شركائها الرئيسيين، وكذا تمديد فترات الهدنة الجمركية المبرمة فيما بينهم. ومع ذلك، فإن الزيادات في التعريفات الجمركية أضحت تؤثر تدريجياً على وتيرة النشاط الاقتصادي.

وبالرغم من ذلك، تشير أحدث المعطيات إلى بروز نوع من الصمود في النشاط الاقتصادي العالمي، خصوصاً في الولايات المتحدة والصين، نتيجة عمليات الشراء المسبقة المنجزة تحسباً لارتفاع الرسوم التجارية. بموازاة ذلك، ظلت نسب التضخم متباينة بين الاقتصادات الكبرى؛ إذ لا يزال التضخم في الولايات المتحدة يتجاوز الهدف المحدد عند 2%، في حين اقترب من هذا المستوى داخل منطقة الأورو. أما على صعيد أسواق الشغل، فقد بدأت تظهر علامات تراجع تدريجي في حدة الضغوط، لا سيما في الولايات المتحدة حيث تقلصت وتيرة إحداث مناصب الشغل بشكل ملحوظ. وعلى مستوى الأسواق المالية، اتسمت الأشهر الثمانية الأولى من السنة بتواصل ارتفاع قيمة الأورو، وبدرجة عالية من التقلب في أسواق البورصة والسندات داخل الاقتصادات المتقدمة الرئيسية. وفي أوروبا، ما تزال المخاوف المرتبطة بأوضاع المالية العمومية، خاصة في فرنسا، تذي التوترات في الأسواق المالية. أما بخصوص أسواق المواد الأولية، فقد واصل سعر النفط الخام توجهه التنازلي عموماً، حيث انخفض سعر خام برنت بنسبة 12,9% على أساس سنوي خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة الجارية. وفي المقابل، سجلت أسعار المواد غير الطاقية ارتفاعاً بنسبة 3,3%، نتيجة بالأساس لتزايد أسعار المنتجات الفلاحية بنسبة 3,1% وأسعار المعادن والمناجم بنسبة 1,8%.

1.1 النشاط الاقتصادي والتشغيل

1.1.1 النشاط الاقتصادي

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

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

المصدر: Eurostat و Thomson Reuters Eikon

تشير المعطيات الخاصة بالفصل الثاني من سنة 2025 إلى ارتفاع معتدل في وتيرة النمو الاقتصادي بالولايات المتحدة الأمريكية، حيث بلغ 2,1% مقابل 2% خلال الفصل السابق. وفي منطقة الأورو، عرف النشاط الاقتصادي تباطؤاً طفيفاً ليستقر عند 1,5% مقابل 1,6% في الفصل الأول من السنة، مع ملاحظة تطورات متباينة بين الدول الأعضاء. فقد تسارعت وتيرة النمو في فرنسا إلى 0,8%، بينما استقرت في ألمانيا عند 0,2% وفي إسبانيا عند 2,8%، في حين تراجعت إلى 0,4% في إيطاليا. أما في باقي الاقتصادات المتقدمة الكبرى، فقد تراجع معدل النمو في المملكة المتحدة إلى 1,2% خلال الفصل الثاني، مقابل 1,3% في الفصل السابق، كما انخفض في اليابان من 1,8% إلى 1,3%.

وفي الاقتصادات الصاعدة، شهد النشاط الاقتصادي تباطؤاً في الصين ليستقر عند 5,2% بدلا من 5,4% في الفصل السابق. كما تراجع معدل النمو في البرازيل من 2,9% إلى 2,2%، وفي روسيا من 1,4% إلى 1,1%، في حين تسارعت وتيرة النمو في الهند من 7,4% إلى 7,8%، وفي تركيا من 2,3% إلى 4,8%.

2.1 الأوضاع النقدية والمالية

1.2.1 قرارات السياسات النقدية

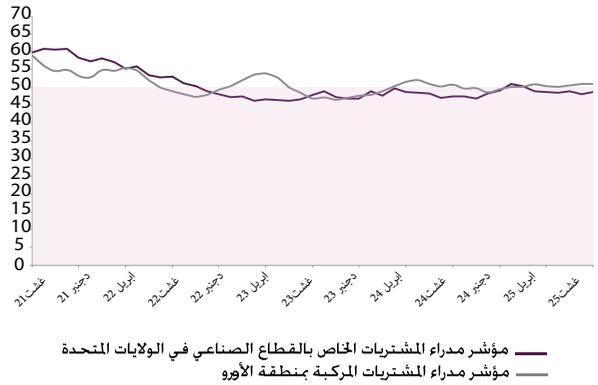
قرر البنك المركزي الأوروبي، عقب اجتماعه المنعقد في 11 سبتمبر 2025، الإبقاء على أسعار فائده الرئيسية دون تغيير، وهو نفس القرار القاضي بالإبقاء على الوضع القائم تالياً بعد سلسلة من ثماني تخفيضات متتالية منذ يونيو 2024. وبذلك، ستظل أسعار الفائدة الخاصة بتسهيله الإيداع والعمليات الرئيسية لإعادة التمويل وتسهيله الإقراض الهامشي ثابتة عند 2,00% و 2,15% و 2,40% على التوالي. وأشار البنك إلى أن نسبة التضخم الحالية تقترب من الهدف المتوسط الأجل المحدد في 2%، وأن الآفاق المستقبلية تبقى إجمالاً دون تغيير مقارنة بتوقعات شهر يونيو. كما أوضح أن محافظ برنامج شراء الأصول (APP) وبرنامج المشتريات الطارئة في مواجهة الجائحة (PEPP) تتراجع بوتيرة تدريجية ومدروسة، حيث لم يعد النظام الأوروبي يعيد استثمار مبالغ أصل السندات التي يحين أجل استحقاقها.

أما في الولايات المتحدة، فقد قرر الاحتياطي الفيدرالي، عقب اجتماعه المنعقد يومي 16 و 17 سبتمبر 2025، خفض النطاق المستهدف لسعر الفائدة على الأموال الفيدرالية بمقدار 25 نقطة أساس ليصبح في حدود [4% - 4,25%]، وذلك إذاً بالاعتبار تغير ميزان المخاطر. وأشار الاحتياطي الفيدرالي إلى تباطؤ وتيرة نمو النشاط الاقتصادي خلال النصف الأول من السنة، وتراجع فرص الشغل المحدثة، إلى جانب تسجيل ارتفاع طفيف في نسبة البطالة التي تظل رغم ذلك في مستويات منخفضة. ومن جهة أخرى، أكد الاحتياطي الفيدرالي أنه سيواصل تقليص حيازاته من سندات الخزنة الأمريكية، وسندات الديون الصادرة عن الوكالات الحكومية، وكذلك السندات المضمونة بالرهون العقارية.

بدوره، قرر بنك إنجلترا، خلال اجتماعه المنعقد في 17 سبتمبر 2025، الإبقاء على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير عند مستوى 4%، مع التأكيد على التراجع الكبير في نسبة التضخم خلال السنتين والنصف الماضيتين، في أعقاب سلسلة الصدمات الخارجية السابقة، والذي ساهم فيه الطابع التقييدي للسياسة النقدية

وبالنسبة للمؤشرات المتقدمة للنشاط الاقتصادي، فقد ارتفع المؤشر المركب لمديري المشتريات (PMI) في منطقة الأورو بشكل طفيف ليصل إلى 51 نقطة في شهر غشت، مقابل 50,9 نقطة في شهر يوليو. وبالمثل، سجل مؤشر قطاع الصناعة التحويلية الأمريكي (ISM) ارتفاعاً من 48 إلى 48,7 خلال نفس الفترة.

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



المصدر: Thomson Reuters Eikon.

2.1.1 سوق الشغل

يُظهر سوق الشغل في الولايات المتحدة الأمريكية مؤشرات على تراجع حدة الضغوط، حيث تُظهر معطيات شهر غشت تسجيل ارتفاع نسبة البطالة مجدداً من 4,2% في يوليو إلى 4,3% في غشت، إضافة إلى تباطؤ ملموس في وتيرة إحداث مناصب الشغل، التي انخفضت من 79 ألفاً إلى 22 ألف منصب. وفي منطقة الأورو، تراجعت نسبة البطالة من 6,3% في يونيو إلى 6,2% في يوليو، مع تسجيل تفاوتات متباينة بين البلدان الأعضاء. فقد استقرت هذه النسبة في 3,7% في ألمانيا، و 7,6% في فرنسا، و 10,4% في إسبانيا، بينما انخفضت إلى 6% في إيطاليا. أما في المملكة المتحدة، فتشير معطيات شهر يوليو إلى استقرار نسبة البطالة عند مستوى 4,7%.

جدول 2.1 : تطور نسبة البطالة (%)

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

المصدر: Eurostat و BLS.

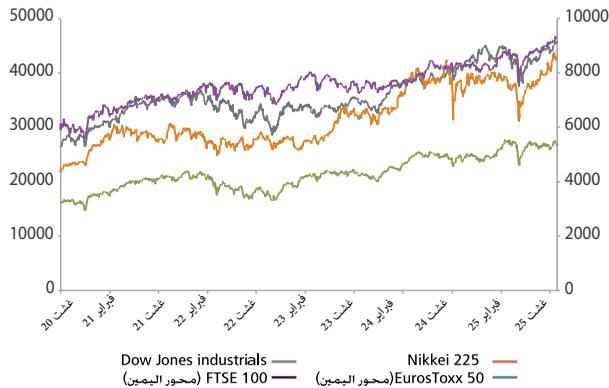
رسم بياني 2.1: تطور سعر صرف الأورو مقابل الدولار



المصدر: Thomson Reuters Eikon.

وعلى مستوى أسواق القيم في الاقتصادات المتقدمة الكبرى، جاء الأداء متبايناً خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة. وبشكل خاص، استفادت الأسواق الأوروبية من ظروف مالية أكثر تيسيراً، في حين تأثرت الأسواق الأمريكية بالشكوك المحيطة بالسياسات التجارية والمالية. وسُجلت ارتفاعات بنسبة 7,6% لمؤشر-Euros Dow toxx50 و 5,8% لمؤشر FTSE100، في المقابل تراجع مؤشر Nikkei 225 بنسبة 2%.

رسم بياني 3.1: تطور مؤشرات البورصة الرئيسية للاقتصادات المتقدمة



المصدر: Thomson Reuters Eikon.

وتزامنت هذه التطورات مع ارتفاع طفيف في مستويات العزوف عن المخاطر، سواء في الأسواق المالية الأمريكية، حيث ارتفع مؤشر التقلب (VIX) من 15 نقطة في دجنبر 2024 إلى 16 نقطة في غشت 2025، أو في الأسواق الأوروبية، حيث انتقل

المتبعة. وفي ما يتعلق برنامج التشديد الكمي، قرر البنك إبطاء وتيرة تقليص رصيد السندات الحكومية من 100 إلى 70 مليار جنيه إسترليني خلال الاثني عشر شهراً المقبلة، مما سيُخفف هذا الرصيد إلى 488 مليار جنيه إسترليني.

أما بالنسبة للاقتصادات الصاعدة الرئيسية، فقد قرر البنك المركزي الصيني، بتاريخ 20 غشت 2025، الإبقاء على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير عند 3%. وبالمثل، حافظ كلٌّ من البنك الاحتياطي الهندي والبنك المركزي البرازيلي، في اجتماعاتهما الأخيرة، على أسعار الفائدة الرئيسية عند 5,5% و 15% على التوالي. وعلى النقيض من ذلك، قامت البنوك المركزية لروسيا وتركيا خلال شهر شتبر بخفض أسعار فائدتها الرئيسية بمقدار 100 نقطة أساس إلى 17% في روسيا، و 250 نقطة أساس إلى 40,5% في تركيا.

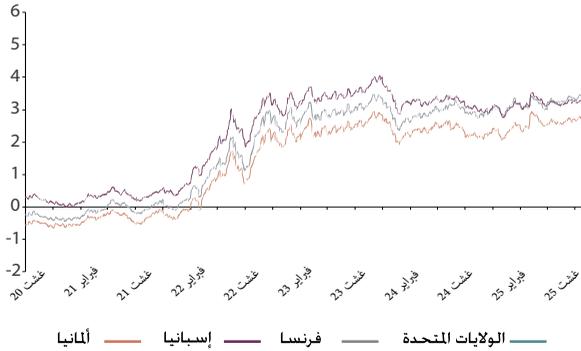
2.2.1 الأسواق المالية

في أسواق الصرف، سجل الأورو ارتفاعاً بنسبة 6,3% خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة مقارنةً مع الدولار الأمريكي، ليستقر في المتوسط عند 1,16 دولار في شهر غشت. ويُعزى هذا التطور بالأساس إلى حالة الارتباب المحيطة بالسياسة التجارية الأمريكية، وإلى تزايد التوقعات بخفض النطاق المستهدف لسعر الفائدة الفيدرالية في الولايات المتحدة. كما سجل الأورو ارتفاعاً بنسبة 2,1% مقابل الين الياباني، و 2,4% مقابل الجنيه الإسترليني، خلال الفترة نفسها.

أما بالنسبة لعملات الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، فقد شهدت تفاوتات متباينة مقابل الدولار خلال الأشهر الثمانية من سنة 2025، حيث سجل اليوان الصيني انخفاضاً بنسبة 0,7% والريال البرازيلي بنسبة 6,9%، مقابل ارتفاعات بنسبة 1,5% للروبية الهندية و 9,4% لليرة التركية.

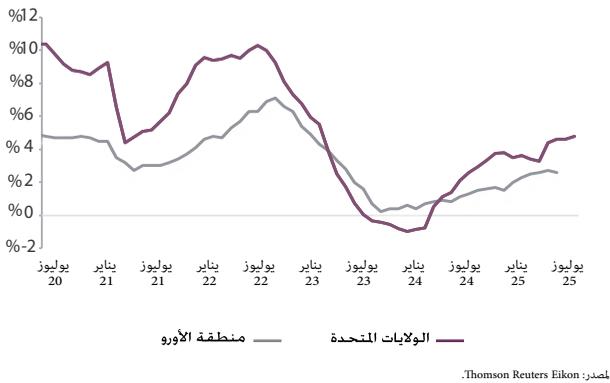
1 السعر التضخمي لسنة واحدة (« Loan Prime Rate »).

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



وفي الأسواق النقدية، تراجع سعر الفائدة ما بين البنوك الأوروبية لمدة ثلاثة أشهر (EURIBOR) بشكل طفيف بمقدار 10 نقاط أساس خلال الأشهر الثمانية الأولى من عام 2025، ليستقر عند 2%، في حين استقر سعر التمويل المضمون لليلة واحدة (SOFR) لنفس الأجل عند حوالي 4,4% أما بالنسبة للائتمان البنكي، فقد تباطأ نموه في الولايات المتحدة خلال شهر يوليو، مسجلاً زيادة سنوية بلغت 4,8%. وفي منطقة الأورو، بلغ نمو الائتمان 2,6% خلال شهر يوليو، مقابل 2,8% في الشهر السابق.

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



3.1 أسعار المواد الأولية والتضخم

1.3.1 أسعار المواد الأولية الطاقية

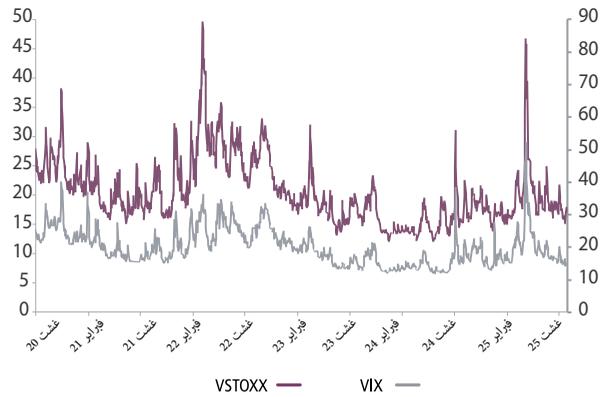
في سوق النفط، سجل سعر خام برنت خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة 2024 انخفاصاً بلغ في المتوسط 3,6% مقارنة بشهر دجنبر 2024، ليستقر عند 71,2 دولاراً للبرميل، أي بتراجع سنوي نسبته 12,9%.

2 مقارنة بدجنبر 2024

مؤشر (VSTOXX) إلى 17,4 نقطة في غشت، مقابل 16 نقطة في دجنبر 2024.

وعلى صعيد الاقتصادات الصاعدة، سجل مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الصاعدة (MSCI EM) ارتفاعاً بنسبة 5,6% خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة، مدفوعاً أساساً بنمو بنسبة 12,8% في المؤشر الفرعي للصين و2,8% في المؤشر الخاص بالبرازيل.

رسم بياني 4.1: تطور مؤشر VIX ومؤشر VSTOXX



وبدورها، عرفت أسواق السندات السيادية في الاقتصادات المتقدمة خلال شهر غشت استقراراً نسبياً، وذلك بعد فترة من التقلبات الحادة المسجلة ما بين يناير وماي من السنة نفسها. وإجمالاً، مع نهاية الأشهر الثمانية الأولى من السنة، استقر العائد على السندات لأجل عشر سنوات عند 4,4% في الولايات المتحدة الأمريكية، في حين ارتفع إلى 2,7% في ألمانيا (+39 نقطة أساس)، وإلى 3,4% في فرنسا (+29 نقطة أساس)، وإلى 3,2% في إسبانيا (+32 نقطة أساس)، و 3,5% في إيطاليا (+28 نقطة أساس). أما في الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، فقد ظل العائد شبه مستقر عند 1,7% في الصين، بينما انخفض بواقع 75 نقطة أساس ليصل إلى 14,1% في البرازيل، وبواقع 27 نقطة أساس إلى 6,5% في الهند، في حين ارتفع بمقدار 113 نقطة أساس ليبلغ 29,2% في تركيا.

بنسبة 18,8% خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة، ليصل إلى 3147 دولارًا للأونصة⁴، أي بزيادة سنوية قدرها 39,1%.

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



المصدر: البنك الدولي.

وفيما يخص الفوسفات ومشتقاته، ظلَّت الأسعار مستقرة في المتوسط عند 152,5 دولارًا للطن بالنسبة إلى الفوسفات الخام خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة، في حين ارتفعت في المتوسط بنسبة 17,7% لتصل إلى 669 دولارًا للطن بالنسبة إلى الفوسفات ثنائي الأمونيak، وبنسبة 16,1% لتبلغ 554,2 دولارًا للطن بالنسبة إلى الفوسفات الثلاثي الممتاز. وعلى أساس سنوي، سجلت الأسعار ارتفاعًا بنسبة 19,2% لكلِّ من الفوسفات ثنائي الأمونيak والفوسفات الثلاثي الممتاز، بينما ظل سعر الفوسفات الخام دون تغيير مقارنة بالسنة السابقة.

رسم بياني 9.1: تطور الأسعار العالمية للفوسفات ومشتقاته



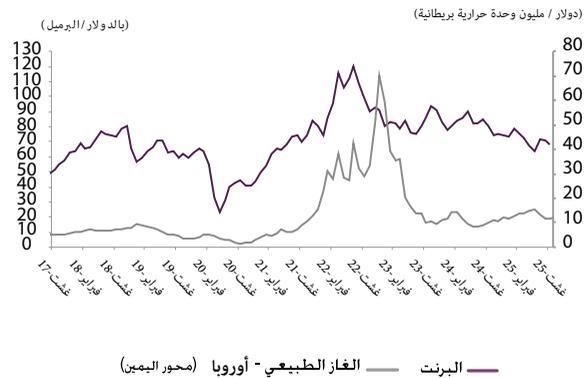
المصدر: البنك الدولي.

4 بلغ سعره مستوى تاريخيا في 3685,7 دولار للأونصة في 17 شنتبر.

ويُعزى هذا التطور أساسًا إلى فائض المعروض الناتج عن الزيادات المتتالية في الإنتاج من قبل بلدان أوبك +3 منذ شهر أبريل 2025، علاوة على التراجع المتوقع في الطلب العالمي، وهو ما كان تأثيره أكبر مقارنة بالمخاوف المرتبطة بانخفاض المخزون الأمريكي واستمرار النزاع في أوكرانيا.

أما في السوق الأوروبية للغاز الطبيعي، فقد انخفض سعره بنسبة 8,3% خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة، ليستقر في المتوسط عند 12,7 دولار لكل مليون وحدة حرارية بريطانية (mmBTU)، أي بارتفاع بنسبة 28,5% مقارنة بمستواه خلال السنة السابقة.

رسم بياني 7.1: السعر العالمي للبرنت والغاز الطبيعي - أوروبا



المصدر: البنك الدولي.

2.3.1 أسعار المواد الأولية غير الطاقة

خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة، سجلت أسعار المواد غير الطاقة انخفاضًا متوسطًا بلغ 1,6%، وهو ما يعكس تراجعًا بنسبة 4,1% في أسعار المنتجات الزراعية، مقابل ارتفاع بنسبة 2,3% في أسعار الحديد والمعادن. وعلى أساس سنوي، شهدت هذه الأسعار زيادة بلغت 3,3% مدفوعة بارتفاع أسعار المنتجات الزراعية بنسبة 3,1% وأسعار الحديد والمعادن بنسبة 1,8%. أما بالنسبة للذهب، فقد وصل الاستفادة من وضعه كملاد آمن، مسجلًا ارتفاعًا متوسطًا

3 حيث قررت بلدان الأوبك+، في أعقاب اجتماعهم بتاريخ 7 شنتبر، مواصلة مسلسل الزيادة في الإنتاج الذي بدأ في أبريل 2025، من خلال ضخ 137 ألف برميل جديد اعتبارًا من أكتوبر 2025.

3.3.1 التضخم

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

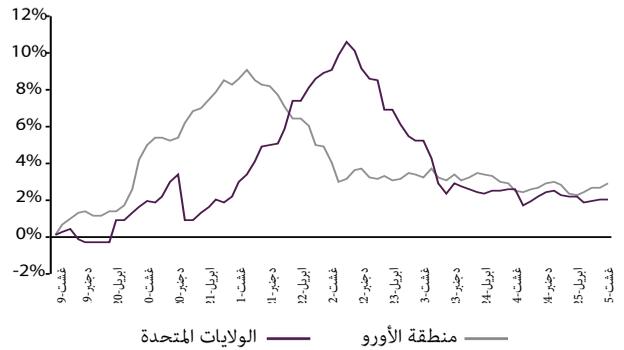
غشت	2025		2024	2023	
	يوليو	يونيو			
2,9	2,7	2,7	3,0	4,1	الولايات المتحدة
2,0	2,0	2,0	2,4	5,4	منطقة الأورو
2,1	1,8	2,0	2,5	6,0	ألمانيا
0,8	0,9	0,9	2,3	5,7	فرنسا
2,7	2,7	2,3	2,9	3,4	إسبانيا
1,6	1,7	1,8	1,1	5,9	إيطاليا
3,8	3,8	3,6	2,5	7,3	المملكة المتحدة
2,7	3,0	3,2	2,7	3,3	اليابان

المصدر: Thomson Reuters Eikon و Eurostat وصندوق النقد الدولي

ظلت نسبة التضخم في الولايات المتحدة تتجاوز بشكل ملحوظ هدف الاحتياطي الفيدرالي، إذ بلغت 2,9% في غشت 2025 مقابل 2,7% في يوليو. أما في منطقة الأورو، فقد ظلت دون تغيير عند 2%، وهو نفس المستوى المسجل خلال الشهرين السابقين. ويعكس هذا التطور على الخصوص تسارع وتيرة التضخم في ألمانيا من 1,8% في يوليو إلى 2,1% شهر غشت، واستقرارها في إسبانيا عند 2,7% فيما تم تسجيل تباطؤ طفيف للتضخم في فرنسا من 0,9% إلى 0,8%، وفي إيطاليا من 1,7% إلى 1,6%. وبالنسبة للاقتصادات المتقدمة الأخرى، استقر التضخم في المملكة المتحدة عند 3,8%، وتباطأ في المقابل في اليابان من 3% إلى 2,7%.

أما في الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، فبعد أن ظلّ التضخم مستقرًا إجمالاً في يونيو ويوليو، عاد في الصين إلى المنطقة السالبة مسجلاً -0,4% في غشت. من ناحية أخرى، تراجع التضخم في روسيا من 8,8% في يوليو إلى 1,8% في غشت، وكذلك في البرازيل من 5,2% إلى 5,1%، بينما تسارع في الهند من 1,6% إلى 2,1%.

رسم بياني 10.1: تطور التضخم في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو



المصدر: Thomson Reuters Eikon

5 دخلت جُلّ التعريفات الجمركية التي فرضتها الولايات المتحدة حيز التنفيذ شهر غشت، بعد الهدن الأولية. وحسب مكتب إحصائيات التشغيل، فإن التضخم في الولايات المتحدة كان مصدرها على الخصوص ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية والسكن.

2. الحسابات الخارجية

تشير معطيات التجارة الخارجية المتعلقة بالأشهر السبعة الأولى من سنة 2025 إلى تسارع وتيرة نمو المبادلات التجارية للسلع، وتواصل الأداء الجيد لعائدات الأسفار، إضافة إلى تعزيز تدفقات الاستثمارات الخارجية المباشرة مقارنة بالفترة نفسها من السنة السابقة.

فقد ارتفعت الواردات بنسبة 8,8% لتصل إلى 469,7 مليار درهم، في حين نمت الصادرات بنسبة 4,2% لتبلغ 274,8 مليار درهم. ونتيجة لذلك، تفاقم عجز الميزان التجاري للسلع ليصل إلى 194,9 مليار درهم، بينما تراجعت نسبة التغطية من 61,1% إلى 58,5%.

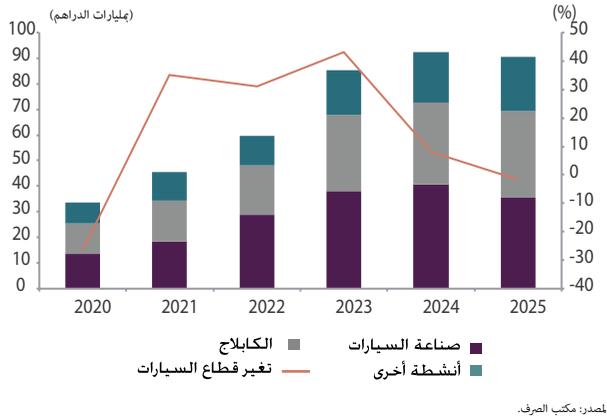
بموازاة ذلك، سجلت مداخيل الأسفار ارتفاعاً بنسبة 12,6% لتصل إلى 67,1 مليار درهم، في حين تراجعت تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج بنسبة 1% لتصل إلى 68,8 مليار درهم. أما فيما يتعلق بالعمليات المالية الرئيسية، فقد بلغت مداخيل الاستثمارات الأجنبية المباشرة 30,5 مليار درهم مقابل 24 مليار درهم سنة من قبل، بينما تراجعت الاستثمارات المباشرة المغربية في الخارج بنسبة 3,8% لتبلغ 11,7 مليار درهم.

ومع نهاية يوليوز 2025، بلغ جاري الأصول الاحتياطية الرسمية لدى بنك المغرب 406 مليارات درهم، وهو ما يعادل 5 أشهر و14 يوماً من واردات السلع والخدمات.

1.2 الميزان التجاري

1.1.2 الصادرات

رسم بياني 1.2: صادرات قطاع السيارات في نهاية يوليوز



المصدر: مكتب الصرف.

يعزى نمو الصادرات بالأساس إلى ارتفاع مبيعات الفوسفات ومشتقاته، التي تحسنت بنسبة 20,9% لتصل إلى 55,2 مليار درهم. ويعكس هذا التطور ارتفاع مبيعات «الأسمدة الطبيعية والكيميائية» بنسبة 19,3%، و«الفوسفات الخام» بنسبة 56,2%، و«الحامض الفوسفوري» بنسبة 12,1%. وعلى نفس المنوال، ارتفعت صادرات قطاع «الفلاحة والصناعات الغذائية» بنسبة 3,4% لتبلغ 53,8 مليار درهم، وهو ما يعكس من جهة زيادة بنسبة 10,5% في مبيعات المنتجات الفلاحية لتبلغ 28,7 مليار درهم، ومن جهة أخرى، تراجع مبيعات الصناعات الغذائية بنسبة 3,3% لتصل إلى 23,6 مليار درهم. بموازاة ذلك، واصل قطاع الطيران أداءه القوي، حيث نمت صادراته بنسبة 8,9% لتبلغ 16,7 مليار درهم، منها 11 مليار درهم لفرع «التجميع»، مقابل 10,1 مليار درهم خلال الفترة نفسها من السنة السابقة.

أما بالنسبة لقطاع «النسيج والجلد»، فقد عرفت صادراته انكماشاً بنسبة 3,3% لتصل إلى 27 مليار درهم، ويعزى ذلك بالأساس إلى تراجع صادرات «الملابس الجاهزة» بنسبة 3% إلى 17,9 مليار درهم.

وبدورها، تراجعت مبيعات قطاع «الإلكترونيات والكهرباء» بنسبة 6,5% لتستقر في 10,1 مليار درهم، وهو ما يعكس انخفاضاً حاداً بنسبة 39,6% إلى 2,9 مليار درهم في مبيعات «المكونات الإلكترونية»، وهو تراجع فاق أثر الزيادة بنسبة 28,7% إلى 4,1 مليار المسجلة بالنسبة «للأسلاك والكابلات».

بالمقابل، سجلت صادرات قطاع صناعة السيارات انخفاضا بنسبة 1,8% لتستقر في 90,7 مليار درهم، وذلك نتيجة انخفاض بنسبة 12,7% إلى 35,4 مليار درهم في مبيعات قطاع «التصنيع»، فيما تراجعت مبيعات «الأسلاك والكابلات الكهربائية» بنسبة 5% إلى 33,9 مليار درهم.

جدول 1.2 : الصادرات حسب القطاع (بملايين الدراهم)

2.1.2 الواردات

شمل ارتفاع الواردات جميع المنتجات الرئيسية، باستثناء المنتجات الطاقية التي انخفضت فاتورتها بنسبة 6,1% لتصل إلى 62,8 مليار درهم، نتيجة تراجع بنسبة 14,2% إلى 29,5 مليار درهم في واردات الغاز والوقود. أما مقتنيات سلع التجهيز، فقد تزايدت بنسبة 14,5% لتصل إلى 110,4 مليار درهم، نتيجة بشكل رئيسي لنمو واردات «أجزاء الطائرات والمركبات الجوية الأخرى» بنسبة 30,2% إلى 9,8 مليار درهم.

وفي ما يتعلق بمشتريات المنتجات الخام، فقد ارتفعت بنسبة 28,8% لتبلغ 24,4 مليار درهم. ويُعزى ذلك أساساً إلى النمو الكبير بنسبة 52,3% في واردات «الكبريت الخام وغير المكرر». أما واردات المنتجات نصف المصنعة، فقد انتقلت إلى 100,4 مليار درهم، مرتفعة بنسبة 6,8%.

وبالمثل، ارتفعت واردات السلع الاستهلاكية بنسبة 13,7% لتصل إلى 115,6 مليار درهم، نتيجة الارتفاع بنسبة 39,9% في واردات «العربات السياحية» وبنسبة 17,6% في واردات «الأدوية وغيرها من المنتجات الصيدلانية». أما بالنسبة للمنتجات الغذائية، فقد سجلت وارداتها نمواً بنسبة 2,7% لتبلغ 55,1 مليار درهم، نتيجة زيادة بنسبة 39,9% في مشتريات «الحيوانات الحية»، في حين تراجعت واردات القمح بنسبة 13,1% لتصل إلى حوالي 10 مليارات درهم.

القطاعات / الأنشطة	يناير - يوليوز		التغيرات
	2024	2025	
الصادرات	263 665	274 803	4,2
الفوسفات ومشتقاته	45 630	55 185	20,9
الأسمدة الطبيعية والكيميائية	33 897	40 429	19,3
الفوسفات	3 640	5 684	56,2
حمض الفسفوريك	8 093	9 073	12,1
الفلاحة والصناعة الغذائية	52 039	53 810	3,4
الفلاحة والغابات والصيد	25 986	28 714	10,5
صناعة التبغ	753	764	1,5
الصناعة الغذائية	24 427	23 619	-3,3
صناعة الطائرات	15 351	16 717	8,9
التجميع	10 059	10 954	8,9
نظام الربط البيني للأسلاك الكهربائية (EWIS)	5 218	5 706	9,4
صناعات استخراجية معدنية أخرى	3 106	2 895	-6,8
خامات معدنية أخرى ونفايات معدنية	131	34	-74,0
خام الزنك	238	173	-27,3
خام الرصاص	466	499	7,1
الصناعات الإلكترونية والكهربائية	10 766	10 067	-6,5
المكونات الإلكترونية	4 739	2 862	-39,6
المعدات الكهربائية الخاصة بالهاتف أو التلفزيون السلكي	1 145	1 083	-5,4
الأسلاك والكابلات	3 179	4 091	28,7
النسيج والجلد	27 942	27 033	-3,3
الملابس المحبوكة	18 504	17 942	-3,0
الجوارب	5 309	5 007	-5,7
النسيج الفني	312	420	34,6
السيارات	92 390	90 703	-1,8
صناعة السيارات	40 536	35 393	-12,7
الكابلاج	32 253	33 852	5,0
أجزاء الداخلية للسيارات والمقاعد	5 415	5 920	9,3
مجموعة نقل الحركة	7 046	7 499	6,4
صناعات أخرى	16 440	18 394	11,9
التعدين وتجهيز المعادن	4 376	5 141	17,5
صناعة البلاستيك والمطاط	909	1 166	28,3
صناعة الأدوية	895	876	-2,1

المصدر: مكتب الصرف

2.2 باقي بنود ميزان المعاملات الجارية

فيما يتعلق بميزان الخدمات، فقد سجل فائضه ارتفاعاً بنسبة 10,8%، نتيجة نمو الصادرات بنسبة 8,8% والواردات بنسبة 7%.

جدول 3.2: ميزان الخدمات (بملايين الدراهم)

التغيرات		يناير - يوليوز		
%	بالقيمة	2023	2025	
7,0	5 697	81 088	86 785	الواردات
8,8	13 690	155 213	168 903	الصادرات
10,8	7 993	74 125	82 118	الرصيد

المصدر: مكتب الصرف.

وعلى وجه الخصوص، واصلت عائدات الأسفار أداءها الجيد، حيث ارتفعت بنسبة 12,6% لتصل إلى 67,1 مليار درهم، في حين تزايدت النفقات المتعلقة بها بنسبة 7,6% إلى 18,2 مليار درهم.

رسم بياني 2.2: التطور الشهري لمداخيل الأسفار



المصدر: مكتب الصرف.

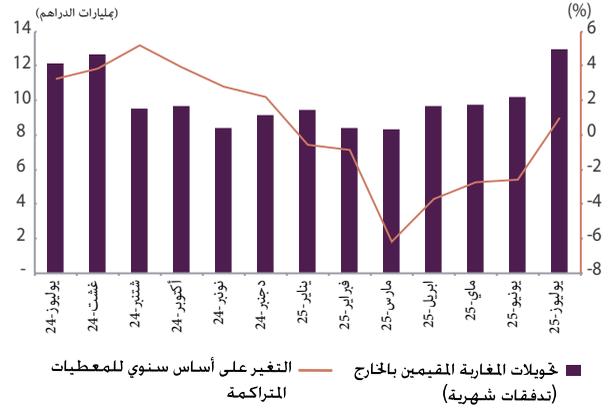
في المقابل، استمرت تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج في التراجع، وإن بوتيرة ضعيفة، حيث انخفضت بنسبة 1% لتستقر عند 68,8 مليار درهم.

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

مجموعات الاستعمال	يناير - يوليوز		التغيرات
	2024	2025	
الواردات	431 868	469 726	8,8
معدات التجهيز	96 362	110 357	14,5
الطائرات والمركبات الجوية أو الفضائية الأخرى	78	2 785	-
أجزاء الطائرات والمركبات الجوية أو الفضائية الأخرى	7 525	9 797	30,2
الألات والأجهزة المختلفة	6 825	7 881	15,5
منتجات استهلاكية جاهزة	101 592	115 552	13,7
سيارات الركاب	14 874	20 806	39,9
الأدوية وغيرها من المنتجات الصيدلانية	6 361	7 481	17,6
المقاعد والأثاث والمراتب وأجهزة الإضاءة	3 170	3 906	23,2
الدراجات الهوائية والنارية، وأجزائها ومكوناتها	1 332	1 852	39,0
نصف المنتجات	93 981	100 400	6,8
المنتجات الكيماوية	9 164	10 448	14,0
المواد البلاستيكية والمنتجات البلاستيكية المختلفة	12 511	13 442	7,4
أسلاك وقضبان ومقاطع نحاسية	6 091	6 853	12,5
منتجات خام	18 932	24 384	28,8
الكبريت الخام وغير المكرر	5 094	7 760	52,3
زيت الصويا الخام أو المكرر	3 260	4 016	23,2
لخردة المعدنية والتفائيات والمعادن الأخرى	2 278	2 975	30,6
منتجات غذائية	53 683	55 122	2,7
الحيوانات الحية	2 625	3 673	39,9
الذرة	3 641	4 510	23,9
قهوة	1 131	1 661	46,9
قمح	11 446	9 945	-13,1
منتجات طاقة	66 895	62 825	-6,1
زيوت الغاز وزيوت الوقود	34 358	29 476	-14,2
البنزين البترولي	3 935	3 735	-5,1
الفحم وأنواع الوقود الصلب المماثلة	7 601	8 147	7,2

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، فقد ارتفع صافي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة بنسبة 25,6% ليبلغ 16,9 مليار درهم، مدفوعاً بتحسين المداخيل بنسبة 26,8% إلى 30,5 مليار درهم، في حين سجلت عمليات التفويت ارتفاعاً بنسبة 28,3% لتصل إلى 13,5 مليار درهم. بموازاة ذلك، بلغ صافي تدفقات الاستثمارات المباشرة المغربية في الخارج 3,5 مليار درهم، وهو ما يعكس تراجعاً بنسبة 3,8% في التدفقات الموجهة إلى الخارج بقيمة 11,7 مليار درهم، وانخفاضاً بنسبة 22,4% في عمليات استرداد هذه الاستثمارات إلى 8,2 مليار درهم.

ومع نهاية يوليوز 2025، بلغ جاري الأصول الاحتياطية الرسمية 406 مليار درهم، وهو ما يعادل 5 أشهر و14 يوماً من واردات السلع والخدمات.

جدول 4.2 : الاستثمارات المباشرة (بملايين الدراهم)

التغيرات	يناير - يوليوز		
	بالقيمة	%	
الاستثمارات الأجنبية المباشرة	16 932	13 481	2024
المداخيل	30 460	24 026	2025
النفقات	13 528	10 545	
استثمارات المغاربة بالخارج	3 460	1 553	
النفقات	11 667	12 133	
المداخيل	8 207	10 580	

المصدر: مكتب الصرف.

3. النقد والائتمان وسوق الأصول

خلال الفصل الثاني من سنة 2025، انخفض متوسط سعر الفائدة على القروض الإجمالي على أساس فصلي بواقع 14 نقطة أساس، في حين ارتفع سعر الصرف الفعلي الحقيقي بنسبة 0,2%. وفيما يتعلق بالائتمان البنكي الممنوح للقطاع غير المالي، فقد تباطأت وتيرة نموه السنوية إلى 3,4% في يوليو مقابل 4,4% في الفصل الثاني. ويُعزى ذلك أساساً إلى التراجع الحاد في تسهيلات الخزينة الممنوحة للمقاولات غير المالية الخاصة. أما بالنسبة للمقاولات الأخرى للكتلة النقدية، فقد ارتفعت الأصول الاحتياطية الرسمية بنسبة سنوية بلغت 11% في يوليو بعد نموها بنسبة 11,1%، بينما سجلت الديون الصافية على الإدارة المركزية نمواً طفيفاً بنسبة 0,1% بعد تراجعها بنسبة 0,9%. وإجمالاً، سجلت الكتلة النقدية نمواً سنوياً بنسبة 7,7% في يوليو مقابل 8% خلال الفصل الثاني.

في سوق العقار، تراجعت المعاملات العقارية مرة أخرى بنسبة 10,8% خلال الفصل الثاني من 2025، بعد انخفاضها بنسبة 25,4% في الفصل السابق. وشمل هذا التراجع انخفاضاً بنسبة 15,1% بالنسبة للعقارات السكنية و13,3% بالنسبة للعقارات المخصصة للاستعمال المهني، مقابل ارتفاعها بواقع 6% بالنسبة للأراضي. وفي هذا السياق، سجلت الأسعار من جديد تقلصاً طفيفاً بنسبة 0,2% بعد تراجعها بنسبة 1,6% في الفصل السابق. وشمل هذا التراجع جميع فئات العقارات، وذلك بنسب بلغت 0,3% للعقارات السكنية و0,2% لكل من الأراضي والعقارات المخصصة للاستعمال المهني.

أما على مستوى بورصة الدار البيضاء، فقد واصلت الأسعار منحها التصاعدي، حيث ارتفع مؤشر «مازي» في شهر غشت، ليصل أداؤه إلى 35,8% منذ دجنبر 2024. وفي ظل هذه الظروف، بلغت رسملة البورصة 1055,7 مليار درهم، أي بزيادة قدرها 10% مقارنة بشهر يونيو و40,3% منذ نهاية دجنبر 2024.

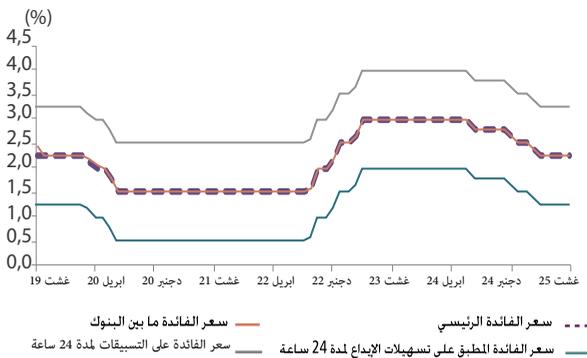
1.3 الأوضاع النقدية

1.1.3 السيولة البنكية وأسعار الفائدة

ورافق هذه التطورات تقلصاً في المدة المتوسطة لتدخلات بنك المغرب، التي انخفضت من 14 يوماً إلى 11 يوماً. وفي ظل هذه الظروف، ظل سعر الفائدة بين البنوك متنسقاً مع سعر الفائدة الرئيسي، ليستقر في 2,25%.

تفاقم عجز السيولة لدى البنوك من 113,4 مليار درهم خلال الفصل الثاني من سنة 2025 إلى 118 مليار درهم في المتوسط خلال شهري يوليو وغشت.

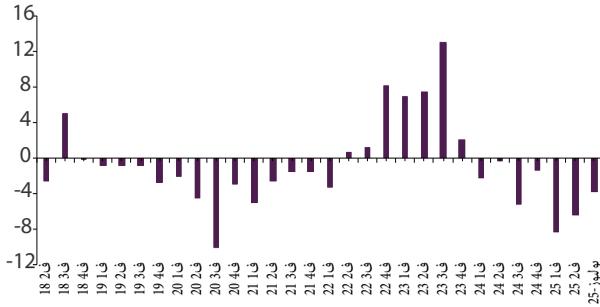
رسم بياني 1.3: سعر الفائدة ما بين البنوك (المعطيات اليومية)



وهكذا، رفع بنك المغرب حجم تدخلاته إلى 132,1 مليار درهم مقابل 127,9 ملياراً في الفصل الثاني، موزعاً أساساً ما بين التسهيلات لمدة 7 أيام بقيمة 54,6 مليار درهم، وعمليات إعادة الشراء بمبلغ 43,7 مليار درهم، وعمليات القروض المضمونة في إطار برامج دعم تمويل المقاولات الصغيرة جداً والصغيرة والمتوسطة بقيمة 33,8 مليار درهم.

أما بالنسبة لسعر الفائدة الأدنى المطبق على الحسابات على الدفتر، فقد تم تحديده خلال النصف الثاني من سنة 2025 في 1,91%، منخفضا بواقع 30 نقطة أساس مقارنة بالفصل السابق. وفي ظل هذه الظروف، ظلَّت تكلفة تمويل البنوك¹ شبه مستقرة خلال شهر يوليو 2025 مقارنة بالفصل الثاني.

رسم بياني 3.3: تكلفة تمويل البنوك (تغير فصلي بالنقاط الأساس)



وفيما يخص أسعار الفائدة على القروض، تشير نتائج الاستقصاء الذي أنجزه بنك المغرب لدى البنوك برسم الفصل الثاني من سنة 2025 إلى انخفاض فصلي بواقع 14 نقطة أساس كمتوسط إجمالي، ليستقر عند 4,84%. وحسب القطاعات المؤسسية، تراجعت أسعار الفائدة المطبقة على القروض الموجهة للأفراد بواقع 19 نقطة أساس إلى 5,77%، نتيجة بالأساس لانخفاض قدره 25 نقطة أساس إلى 6,88% في قروض الاستهلاك، و6 نقاط أساس إلى 4,68% في قروض السكن. أما بالنسبة لأسعار الفائدة المطبقة على القروض الممنوحة للمقاولات غير المالية، فقد سجلت تراجعا بواقع 12 نقطة أساس إلى 4,72%، مع انحسار قدره 32 نقطة أساس إلى 4,82% لقروض التجهيز، و9 نقاط أساس إلى 4,64% لتسهيلات الخزينة، وشبه استقرار في 5,47% بالنسبة لقروض الإنعاش العقاري. وحسب حجم المقاولات، بلغت نسبة الانخفاض 29 نقطة أساس إلى 4,67% بالنسبة للمقاولات الكبرى، و18 نقطة أساس إلى 5,43% بالنسبة للمقاولات الصغيرة جدا والصغرى والمتوسطة.

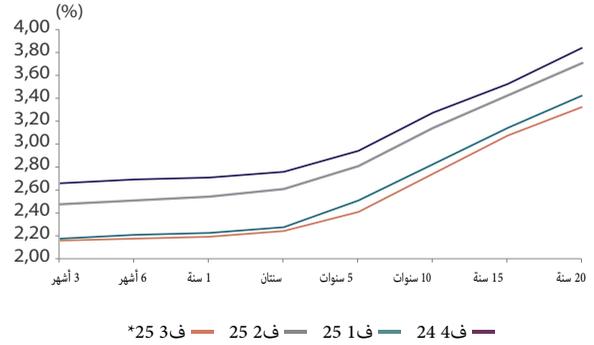
في سوق سندات الخزينة، اتجه متوسط أسعار الفائدة إجمالا نحو الانخفاض خلال شهري يوليو و غشت مقارنة مع الفصل الثاني من السنة، وذلك سواء على مستوى السوق الأولية أو السوق الثانوية.

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

	2025			2024			
	3 ف	2 ف	1 ف	4 ف	3 ف	2 ف	
26 أسبوعا	1,94	2,09	2,45	2,58	2,70	2,85	
52 أسبوعا	2,04	2,02	2,54	2,59	2,74	-	
سنتان	2,24	2,20	2,60	2,71	2,85	3,24	
5 سنوات	2,37	2,46	2,84	2,94	3,11	3,43	
10 سنوات	2,72	2,80	3,17	3,25	3,48	3,75	
15 سنة	3,08	3,12	3,45	3,54	3,74	4,03	

*المتوسط المسجل في شهري يوليو و غشت 2025.

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



*المتوسط المسجل في شهري يوليو و غشت 2025.

على مستوى سوق الدين الخاص، سجلت نسب الفائدة الخاصة بإصدارات شهادات الإيداع ارتفاعا خلال شهر يوليو مقارنة بالفصل الثاني. أما بالنسبة لأسعار الفائدة على الودائع، فقد شهدت تلك المطبقة على الودائع لأجل انخفاضا بلغ 29 نقطة أساس إلى 2,16% بالنسبة لمدة ستة أشهر، و23 نقطة أساس إلى 2,57% بالنسبة لمدة سنة واحدة.

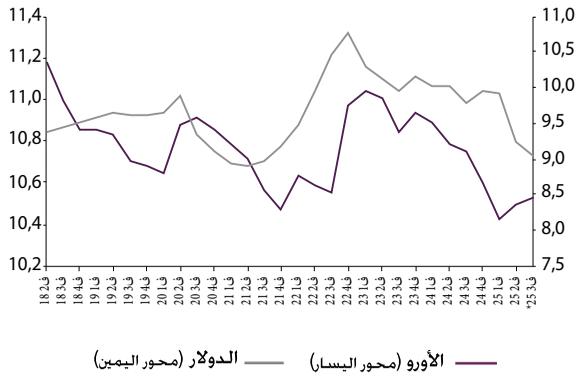
جدول 2.3: أسعار الفائدة على الودائع (بالنسبة المئوية)

	2025			2024			
	يوليو	2 ف	1 ف	4 ف	3 ف	2 ف	
6 أشهر	2,16	2,45	2,53	2,45	2,77	2,56	
12 شهرا	2,57	2,80	2,78	2,88	2,60	3,06	

1 تحسب تكلفة تمويل البنوك على أساس المتوسط المرجح لمختلف مواردها.

تشير المعطيات المتعلقة بشهري يوليوز وغشت إلى استمرار ارتفاع قيمة الأورو مقابل الدولار الأمريكي، حيث سجل زيادة متوسطة بلغت 2,8% مقارنة بالفصل الثاني. وتبعاً لذلك، ارتفع سعر صرف الدرهم بنسبة 2,4% مقابل الدولار الأمريكي، فيما تراجع بنسبة 0,3% أمام الأورو.

رسم بياني 5.3: سعر صرف الدرهم



* المتوسط المسجل في شهري يوليوز وغشت 2025.

وفيما يتعلق بحجم المعاملات، سجلت عمليات صرف العملات مقابل الدرهم في السوق ما بين البنوك، البالغة 23,1 مليار درهم خلال شهر يوليوز، انخفاضا بنسبة 32% مقارنة بالفصل الثاني من سنة 2025. أما بالنسبة لعمليات الصرف بالناجز التي تقوم بها البنوك مع زبائنها، فقد ارتفعت بنسبة 12,5% إلى 41,4 مليار درهم بالنسبة لعمليات الشراء، وبنسبة 16% إلى 41,2 مليار درهم بالنسبة لعمليات البيع. وفيما يخص العمليات لأجل، فقد بلغ مجموعها 23,3 مليار درهم بالنسبة لعمليات الشراء، أي بارتفاع بنسبة 41,5%، و2,2 مليار درهم بالنسبة لعمليات البيع، أي بانخفاض بنسبة 46,3%.

3.1.3 الأوضاع النقدية²

ارتفعت الكتلة النقدية م3 من 7,7% في يوليوز بعد تسجيل 8% خلال الفصل الثاني من 2025. وحسب أهم المكونات، يعكس هذا التباطؤ تراجع نمو الودائع تحت الطلب لدى البنوك من 11,8% إلى 11,2% والودائع لأجل بواقع 0,3% بعد زيادة بنسبة 3,2%. كما ارتفعت الودائع بالعملات الأجنبية بنسبة 2,8% بعد 3%. في المقابل، تسارع وتيرة نمو التداول النقدي من 7% خلال الفصل

2 تمثل المعطيات الفصلية المبالغ الجارية في نهاية الفترة.

جدول 3.3: أسعار الفائدة على القروض (بالنسبة المئوية)

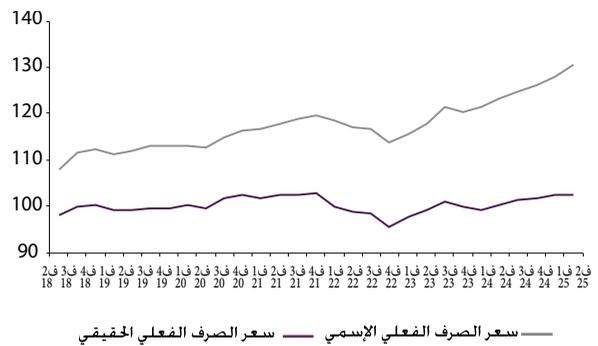
	2025		2024			
	1 ف	2 ف	4 ف	3 ف	2 ف	1 ف
سعر الفائدة الإجمالي	4,84	4,98	5,08	5,21	5,43	5,40
الأفراد	5,77	5,96	5,79	5,91	5,89	6,09
القروض العقارية	4,68	4,74	4,75	4,76	4,79	4,81
قروض الاستهلاك	6,88	7,13	6,99	7,06	7,03	7,22
المقاولات	4,72	4,84	5,00	5,12	5,37	5,26
قروض الخزينة	4,64	4,73	4,99	5,06	5,38	5,30
قروض التجهيز	4,82	5,14	4,98	5,24	4,99	5,11
القروض العقارية	5,47	5,48	5,18	5,68	5,69	5,19

2.1.3 سوق الصرف

على مستوى سوق الصرف، سجل الأورو ارتفاعا بنسبة 7,8% مقابل الدولار الأمريكي في المتوسط خلال الفصل الثاني من سنة 2025 مقارنة بالفصل السابق. وبذلك، تراجع سعر صرف الدرهم بنسبة 0,7% مقابل الأورو، في حين ارتفع بنسبة 7,2% مقابل الدولار الأمريكي.

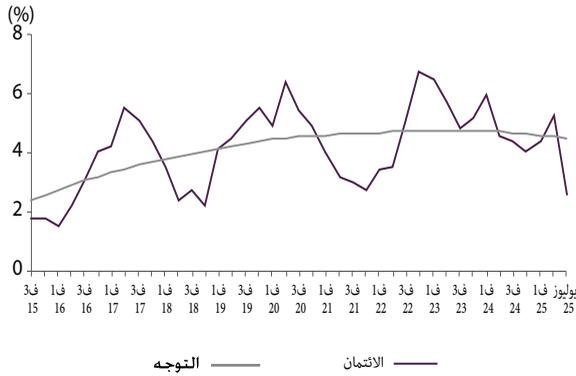
أما مقابل عملات البلدان الصاعدة الرئيسية، فقد سجل الدرهم، ما بين الفصلين الأول والثاني من سنة 2025، ارتفاعا بنسبة 14,6% أمام الليرة التركية، و6,5% مقابل اليوان الصيني، و1% أمام الجنيه الإسترليني. ونتيجة لذلك، وبالنظر إلى الفارق في نسب التضخم بين المغرب وشركائه ومنافسيه التجاريين الرئيسيين، ارتفع سعر الصرف الفعلي بنسبة 2% من حيث القيمة الإسمية، وبنسبة 0,2% من حيث القيمة الحقيقية.

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



— سعر الصرف الفعلي الاسمي — سعر الصرف الفعلي الحقيقي

رسم بياني 7.3: الائتمان البنكي على أساس سنوي



ويعكس تطور القروض الممنوحة للمقاولات غير المالية الخاصة التراجع المتزايد لتسهيلات الخزينة من 2,3% إلى 8,2%، فيما ارتفعت القروض الخاصة بالإنعاش العقاري بنسبة 8,3% بدلا من 7,1%، وقفزت قروض التجهيز إلى 13,9% مقابل 12%.

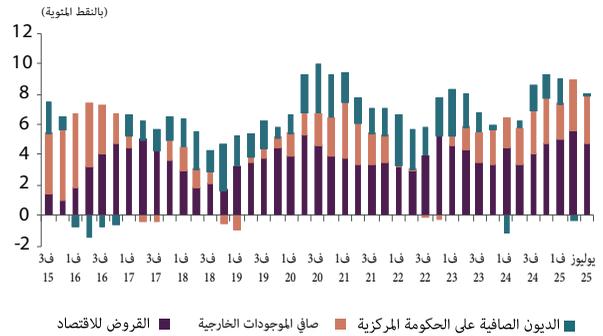
وجاء تطور التمويلات الموجهة للمقاولات العمومية نتيجة التسارع المسجل في نمو قروض التجهيز من 3,5% إلى 11%، فيما ارتفعت تسهيلات الخزينة بنسبة 10,2% مقابل 16,9% خلال الفصل الثاني.

وفيما يتعلق بالقروض الممنوحة للأفراد، فقد ارتفعت وتيرة نموها من 2,5% إلى 3%، مدعومة بتسارع قروض السكن من 2% إلى 2,5%، والقروض الاستهلاكية من 2,8% إلى 3,2%. أما التمويلات الموجهة للمقاولين الأفراد، فقد تزايدت حدة تراجعها، منخفضة من 0,6% إلى 1,6%.

الثاني إلى 8,7% في شهر يوليو. ومن جهتها، سجلت سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية وحسابات الادخار ارتفاعات بلغت 7,6% و 1,9% على التوالي، بعد زيادات قدرها 6,3% و 1,8% خلال الفصل السابق.

وعلى مستوى المقابلات الرئيسية، يعكس تطور الكتلة النقدية التباطؤ المسجل في وتيرة نمو القروض البنكية من 5,8% خلال الفصل الثاني إلى 4,9% في يوليو، وشبه الاستقرار في وتيرة ارتفاع الأصول الاحتياطية الرسمية عند 11%، إلى جانب نمو الديون الصافية على الإدارة المركزية بنسبة 0,1% بعد انخفاضها بنسبة 0,9%.

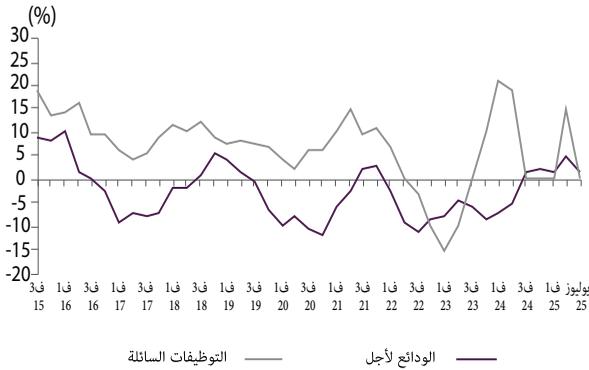
رسم بياني 6.3: مساهمات المقابلات الرئيسية في تغير الكتلة النقدية على أساس سنوي



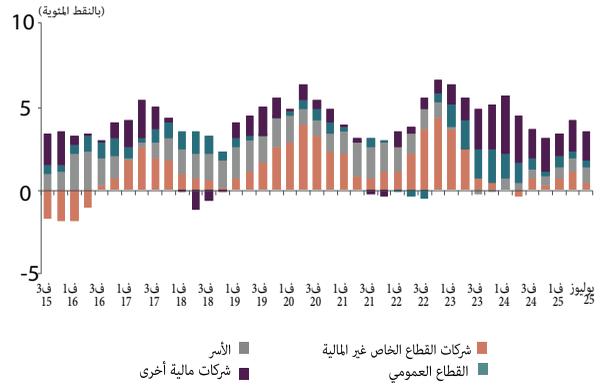
وبوجه خاص، سجلت القروض الموجهة إلى القطاع غير المالي نموا بنسبة 3,4% في شهر يوليو بدلا من 4,4% خلال الفصل الثاني، وهو ما يعزى إلى تباطؤ وتيرة نمو القروض الممنوحة للمقاولات الخاصة من 3,5% إلى 1,2%، وإلى شبه استقرار في نمو القروض الموجهة للمقاولات العمومية عند 7,5%، في حين سجلت القروض الممنوحة للأسر تسارعا من 2,5% إلى 2,9%.

الجماعي للقيم المنقولة المتنوعة وبالأهم من 52,3% إلى 55,6%. في المقابل، سجلت سندات الخزينة ارتفاعا بنسبة 1,3% بدلا من 2,3%.

رسم بياني 9.3: التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع لأجل



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



حسب فرع النشاط، تشير المعطيات المتوفرة الخاصة بالفصل الثاني من سنة 2025 إلى تسجيل ارتفاعات سنوية بنسبة 13,8% في قطاع «الكهرباء والغاز والماء»، و7,5% لدى المقاولات العاملة في «البناء والأشغال العمومية»، و6% في فرع «التجارة وإصلاح السيارات والمعدات المنزلية»، و2,5% بالنسبة للصناعات الغذائية والتبغ». في المقابل، سجلت التمويلات الموجهة لفرعي «الصناعات الاستخراجية» و«الفنادق والمطاعم» انخفاضات بنسبة 9,8% و13,2% على التوالي.

2.3 أسعار الأصول

1.2.3 الأصول العقارية

خلال الفصل الثاني من سنة 2025، تراجع مؤشر أسعار الأصول العقارية على أساس فصلي بنسبة 0,2%، نتيجة تسجيل انخفاضات بنسبة 0,3% في أسعار العقارات السكنية، و0,2% في كل من أسعار الأراضي والعقارات المخصصة للاستعمال المهني.

بموازاة ذلك، سجل عدد المعاملات العقارية انخفاضا فصليا بنسبة 10,8%، وهو ما يعكس تراجعات بلغت 15,1% بالنسبة للعقارات السكنية، و13,3% للعقارات المخصصة للاستعمال المهني، مقابل ارتفاع بنسبة 6% بالنسبة للأراضي.

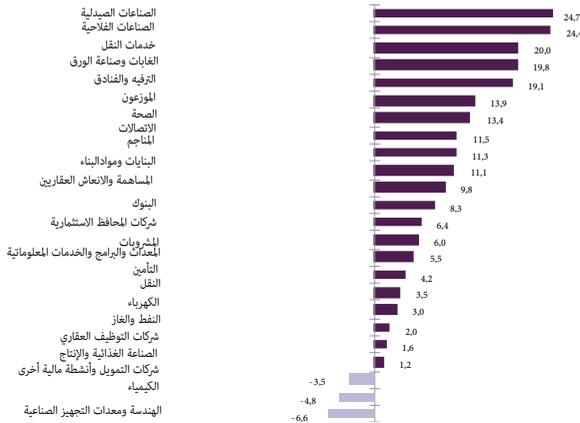
وعلى مستوى المدن الرئيسية، انخفضت الأسعار بنسبة 0,5% في كل من الدار البيضاء وطنجة والجديدة، وبنسبة 1,2% في مكناس، في حين سجلت ارتفاعا بنسبة 1,4% في الرباط والقنيطرة، وظلت شبه مستقرة في أكادير ومراكش وفاس ووجدة. أما بخصوص حجم المبيعات، فباستثناء مدن الرباط وأكادير ومراكش التي سجلت زيادات تراوحت بين 2,7% و9,6%، سجلت باقي المدن الرئيسية تراجعات تراوحت بين 9,1% في فاس ووجدة و24,6% في مكناس.

وتزايدت القروض المتعثرة بنسبة 5,4% في شهر يوليوز، وبلغت نسبتها إلى جاري القروض البنكية 8,7%. وارتفعت هذه القروض بنسبة 5,5% لدى الأسر و4,9% بالنسبة للمقاولات الخاصة غير المالية، بمعدلات بلغت على التوالي 10,6% و13%.

وفيما يتعلق بالقروض الممنوحة من طرف الشركات المالية عدا البنوك لفائدة القطاع غير المالي، فقد ارتفعت بنسبة 11,2% خلال الفصل الثاني من سنة 2025. ويعكس هذا التطور نموا بنسبة 13,1% في القروض الموزعة من لدن شركات التمويل و6,9% في التمويلات المقدمة من جمعيات القروض الصغرى، مقابل تراجع بنسبة 12,2% في القروض الممنوحة من طرف البنوك الحرة.

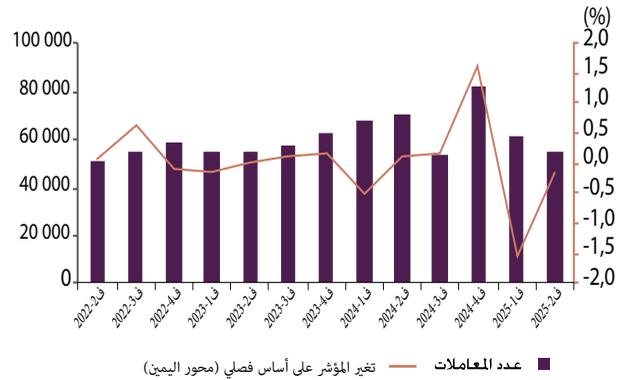
أما فيما يخص مجتمعات التوظيف السائلة، فقد ارتفعت بنسبة 16,2% في شهر يوليوز مقابل 13,5% خلال الفصل الثاني، مدعومة بتسارع وتيرة نمو سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (سندات الاقتراض) من 18% إلى 25,6%، وسندات هيئات التوظيف

رسم بياني 12.3 يبيّن تغير المؤشرات المؤسسية في الفصل الثاني 2025 (بالنسبة المئوية) النقل



المصدر: بورصة الدار البيضاء.

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



المصدر: بنك المغرب والمحافظة العقارية والمسح العقاري والخرائطية

2.2.3 الأصول المالية

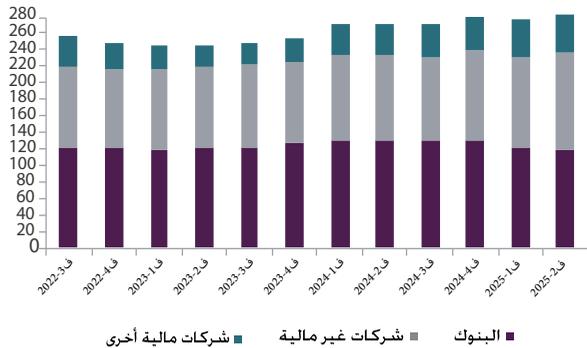
2.2.2.3 سوق الدين السيادي

1.2.2.3 الأسهم

خلال شهر يوليوز، بلغت إصدارات سندات الخزينة 13,4 مليار درهم، مقابل 30 مليار درهم خلال الفصل الثاني. وقد همت هذه الإصدارات بالأساس السندات متوسطة الأجل بنسبة 79%، والسندات طويلة الأجل بنسبة 20%. وباحتساب عمليات السداد البالغة 10,5 مليارات درهم، بلغ جاري سندات الخزينة مع نهاية شهر يوليوز 779 مليار درهم، مسجلا ارتفاعا بنسبة 0,4% مقارنة بالفصل الثاني، و1,2% مقارنة ببداية السنة.

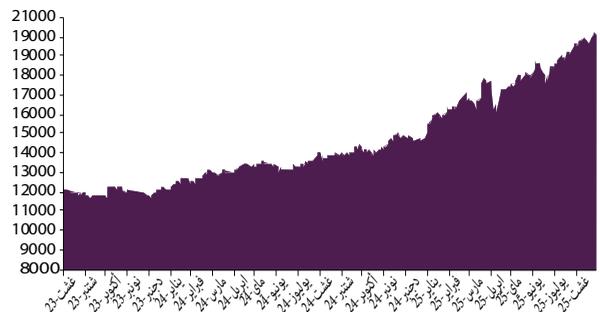
خلال شهري يوليوز و غشت، تواصل المنحى التصاعدي لمؤشر «مازي» حيث سجل ارتفاعا بنسبة 9,6% مقارنة بنهاية شهر يونيو، ليصل أداؤه إلى 35,8% منذ دجنبر 2024. ويعزى هذا التطور أساسا إلى الارتفاعات المسجلة على مستوى المؤشرات القطاعية، والتي بلغت 8,3% بالنسبة لقطاع «البنوك»، و20% لقطاع «خدمات النقل»، و11,1% لقطاع «البنائات ومواد البناء» و11,5% لقطاع «الاتصالات» و13,4% لقطاع «الصحة».

رسم بياني 13.3: تطور إصدارات سندات الخزينة



المصدر: بنك المغرب.

رسم بياني 11.3: تطور مؤشر مازي



المصدر: بورصة الدار البيضاء.

3.2.2.3 سوق الدين الخاص

ومن جهتها، بلغ إجمالي عمليات إعادة الشراء 949 مليار درهم بدلا من 751,5 مليار درهم، مما نتج عنه تدفق صافي إيجابي بقيمة 92,6 مليار درهم. وفيما يتعلق بمؤشرات الأداء، فقد سجلت ارتفاعا خلال شهر غشت بالنسبة لمجموع فئات الصناديق، بنسب تراوحت ما بين 2,8% على أساس سنوي بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية و 46,1% بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالأسهم.

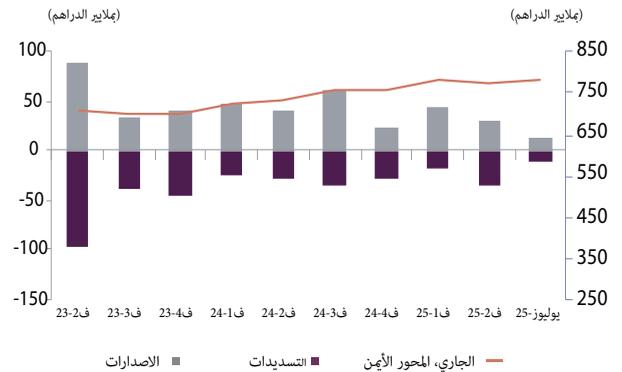
بلغت إصدارات سندات الدين الخاص خلال الفصل الثاني ما مجموعه 26,5 مليار درهم، مقابل 24,2 مليار درهم في الفصل السابق. وقامت المؤسسات المالية بتعبئة 13,1 مليار درهم بدلا من 12,8 مليار درهم، في حين بلغت إصدارات الشركات غير المالية 13,4 مليار درهم مقابل 11,5 مليار درهم.

وبلغت الأصول الصافية لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة مع نهاية شهر غشت 806,6 مليار درهم، مسجلة ارتفاعا بنسبة 23,5% مقارنة بنهاية دجنبر 2024. وباستثناء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة التعاقدية التي انخفض مبلغها الجاري بنسبة 30,3%، فقد سجلت باقي فئات هيئات التوظيف الجماعي ارتفاعات تراوحت بين 12,9% بالنسبة لصناديق سندات الاقتراض المتوسطة والطويلة الأجل و 55,9% بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالأسهم.

وحسب السندات، بلغت إصدارات سندات الدين القابلة للتداول 9 مليار درهم، توزعت على 5,9 مليار درهم في شكل شهادات إيداع، و 2,2 مليار درهم على شكل سندات شركات التمويل، و 1 مليار درهم على شكل أوراق خزينة. أما الإصدارات من سندات الاقتراض، فقد بلغت 17,5 مليار درهم، أنجزت المقاولات غير المالية 70,9% منها.

باحتراب عمليات السداد، وصل المبلغ الجاري للدين الخاص مع نهاية شهر يونيو 2025 ما مجموعه 284,7 مليار درهم.

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



المصادر: ماروكليو وحسابات بنك المغرب.

4.2.2.3 سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة 3، بلغت الاكتتابات في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ما مجموعه 1041,7 مليار درهم، مقابل 787,6 مليار درهم خلال نفس الفترة من السنة السابقة.

3 توافق المحطيات الأخيرة المتاحة 22 غشت 2025.

4. توجهات السياسة المالية

أسفر تنفيذ قانون المالية خلال الأشهر الثمانية الأولى من سنة 2025 عن عجز في الميزانية، دون احتساب عائدات تفويت مساهمات الدولة، بلغ 59,8 مليار درهم، أي بزيادة قدرها 17,7 مليار مقارنة بالفترة نفسها من سنة 2024. وتحسنت المداخيل العادية بنسبة 14,5% إلى 288,2 مليار، نتيجة أساساً لارتفاع المداخيل الجبائية بنسبة 15,5% والمداخيل غير الجبائية بنسبة 8,4%. في المقابل، تزايدت النفقات العادية بنسبة 15% لتبلغ 272,7 مليار، نتيجة بالأساس لزيادة قدرها 18,4% في نفقات السلع والخدمات، و18,8% في فوائد الدين، بينما تراجعت نفقات المقاصة بنسبة 26,8%. وفي ظل هذه التطورات، سجل الرصيد العادي فائضاً بلغ 15,4 مليار مقابل 14,5 مليار سنة من قبل. أما حجم الاستثمار، فقد ارتفع بنسبة 3,7% إلى 67,9 مليار درهم، لتتفجع النفقات الإجمالية إلى 340,6 مليار، أي بزيادة قدرها 12,6% وبالنسبة لرصيد الحسابات الخصوصية للخزينة، فقد سجل عجزاً بلغ 7,3 مليارات درهم مقابل فائض بقيمة 8,9 مليار خلال الفترة نفسها من السنة الماضية.

وأخذاً بالاعتبار تقليص مخزون العمليات قيد التنفيذ بمقدار 15,8 مليار، بلغ عجز الصندوق 75,6 مليار مقابل 47 مليار مع نهاية غشت 2024. وتم تمويل هذا العجز عن طريق موارد داخلية صافية بلغت 41,7 مليار، وتدفقات خارجية صافية إيجابية قدرها 34 مليار درهم. وبالتالي، من المتوقع أن يرتفع جاري الدين العمومي المباشر بنسبة 5,8% مع نهاية غشت 2025 مقارنة بمستواه في نهاية دجنبر 2024.

أما شروط تمويل الخزينة، فقد تحسنت على الخصوص بفضل الانخفاض المسجل في أسعار الفائدة المطبقة على إصدارات سندات الخزينة في سوق المزادات.

1.4 المداخيل العادية

وبالنسبة لمداخيل الضرائب غير المباشرة، فقد بلغت 121,1 مليار، مرتفعة بنسبة 12,1%، نتيجة تزايد مداخيل الضريبة على القيمة المضافة بنسبة 11,5% إلى 95,1 مليار، والضريبة الداخلية على الاستهلاك بنسبة 14,6% إلى 26 مليار. ويُعزى ارتفاع هذه الأخيرة بالخصوص إلى زيادة الضريبة الداخلية على الاستهلاك المفروضة على المنتجات الطاقية بنسبة 18,3% إلى 14,1 مليار درهم، وعلى التبغ بنسبة 9,4% إلى 9,3 مليار درهم. أما تحسن مداخيل الضريبة على القيمة المضافة، فيعكس نمو عائداتها على العمليات الداخلية بنسبة 13,5% إلى 34,8 مليار درهم، وعلى الواردات بنسبة 10,3% إلى 60,3 مليار درهم.

أظهرت نتائج تنفيذ الميزانية إلى نهاية غشت 2025 ارتفاع المداخيل العادية بنسبة 14,5% لتبلغ 288,2 مليار درهم، مدعومة بزيادة بنسبة 15,5% في المداخيل الجبائية التي بلغت 254,7 مليار درهم، ونمو قدره 8,4% في المداخيل غير الجبائية التي بلغت 30,2 مليار.

وارتفعت مداخيل الضرائب المباشرة بنسبة 24,9% لتبلغ 107,4 مليار درهم، نتيجة نمو عائدات الضريبة على الشركات بنسبة 31,3% إلى 57,4 مليار، والضريبة على الدخل بنسبة 18,3% إلى 46,9 مليار درهم. ويندرج ضمن تطور هذه الأخيرة على الخصوص تحصيل 3,8 مليار في إطار عملية التسوية الجبائية الطوعية، وتحسين مداخيل المراقبة الضريبية بما قيمته 2 مليار، وتحصيل 445 مليون درهم إضافية من الضريبة على الأجور. أما ارتفاع مداخيل الضريبة على الشركات، فيُعزى أساساً إلى تعزيز مكمل التسوية بواقع 6,9 مليار، والذي بلغ مستوى قياسياً في 19,6 مليار درهم، إلى جانب ارتفاع الدفعتين الأوليين من التسبيقات بما مجموعه 7,2 مليارات درهم.

أما بالنسبة للمداخيل غير الجبائية، فقد بلغ مجموع ما تم تحصيله ضمن بند «مداخيل أخرى» 18,4 مليار مقابل 19,6 مليار خلال نفس الفترة من السنة الماضية، ويشمل ذلك 3,8 مليار من عائدات آليات التمويل المبتكرة مقابل 11 مليار في نهاية غشت 2024. أما الموارد المتأتية من المؤسسات والمقاولات العمومية، فقد بلغت 11,8 مليار، مقابل 8,3 مليارات سنة من قبل. وساهم فيها أساساً كل من المكتب الشريف للفوسفاط (OCP) بمبلغ 4,4 مليار مقابل 3 مليارات درهم، وبنك المغرب بمبلغ 4 مليارات درهم مقابل 2,6 مليار، والوكالة الوطنية للمحافظة العقارية والمسح العقاري والغرائطية بمبلغ 2,5 مليار درهم مقابل 2 مليار خلال السنة السابقة.

2.4 النفقات

ارتفعت النفقات الإجمالية بنسبة 12,6% لتبلغ 340,6 مليار مع نهاية غشت 2025. ويعزى هذا التطور إلى زيادة بنسبة 15% في النفقات العادية التي بلغت 272,7 مليار، وبنسبة 3,7% في نفقات الاستثمار إلى 67,9 مليار. أما نفقات السلع والخدمات، فقد بلغت 197,3 مليار، مرتفعة بنسبة 18,4%، نتيجة لتزايد كتلة الأجور بنسبة 11,6 إلى 118,9 مليار، وكذا النفقات المتعلقة بباقي السلع والخدمات بنسبة 30,3% إلى 78,3 مليار. وتشمل هذه الأخيرة على وجه الخصوص تحويلات بقيمة 35,1 مليار لفائدة المؤسسات والمقاولات العمومية، أي بزيادة قدرها 6 مليارات درهم، و22,6 مليار درهم موجهة إلى الحسابات الخصوصية للخرينة، بزيادة قدرها 12,9 مليار درهم. وفيما يتعلق بتطور كتلة الأجور، فقد ارتفع الجزء الذي تقدمه مديرية نفقات الموظفين بنسبة 11,7% ليصل إلى 100,6 مليار درهم، نتيجة نمو مكونه الهيكلي بنسبة 14,5%، وتراجع المستحقات المتأخرة بنسبة 23,8% إلى 5,1 مليار.

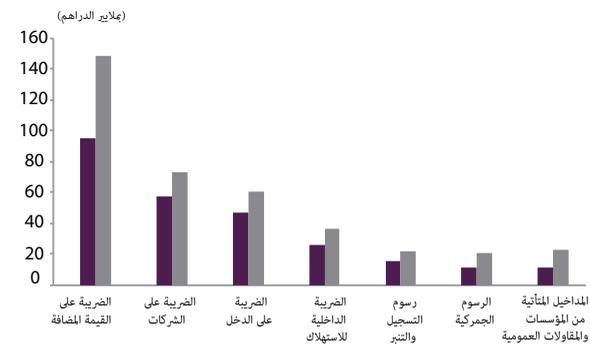
جدول 1.4: المداخيل العادية (بملايير الدراهم)*

	يناير - غشت 2024	يناير - غشت 2025	التغير بالنسبة للتوتية	قانون المالية 2025	نسبة التنفيذ بالنسبة لقانون المالية (%)
المداخيل العادية	251,6	288,2	14,5	436,7	66,0
المداخيل الجبائية	220,5	254,7	15,5	367,6	69,3
- الضرائب المباشرة (مما فيها)	86,0	107,4	24,9	139,3	77,1
- الضريبة على الشركات	43,7	57,4	31,3	73,0	78,7
- الضريبة على الدخل	39,6	46,9	18,3	60,9	77,0
- الضرائب غير المباشرة	108,0	121,1	12,1	185,3	65,4
- الضريبة على القيمة المضافة*	85,3	95,1	11,5	148,4	64,1
- الرسوم الداخلية على الاستهلاك	22,7	26,0	14,6	36,9	70,5
- الرسوم الجمركية	12,1	10,9	-9,8	21,3	51,2
- رسوم التسجيل والتبر	14,4	15,3	6,7	21,7	70,5
المداخيل غير الجبائية	27,9	30,2	8,4	65,6	46,1
- المداخيل المتأتية من المقاولات والمؤسسات العمومية	8,3	11,8	41,8	22,6	52,3
- مداخيل أخرى	19,6	18,4	-5,8	43,0	42,9
آليات التمويل المجددة	11,0	3,8	-65,1	35,0	11,0
مداخيل بعض الحسابات الخصوصية للخرينة	3,3	3,2	-1,8	3,6	89,1

* بما فيها 30% من عائدات الضريبة على القيمة المضافة التي يتم تحويلها إلى الجماعات الترابية في 2024 و33% في 2025. المصادر: بيانات وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية)، إعادة مراجعة الضريبة على القيمة المضافة من طرف بنك المغرب.

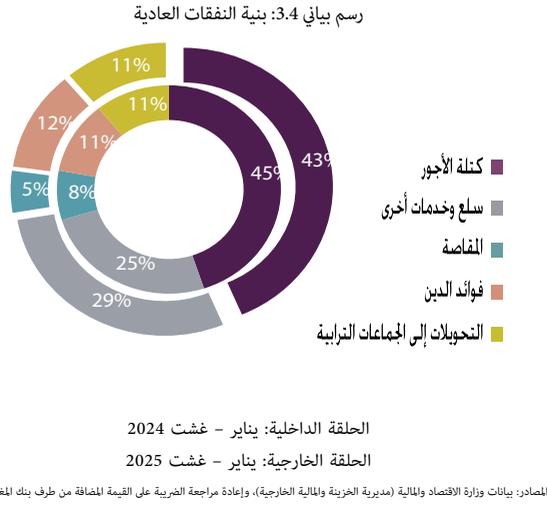
من جهتها، تراجعت مداخيل الرسوم الجمركية بنسبة 9,8% إلى 10,9 مليار فيما تعززت عائدات رسوم التسجيل والتمبر بنسبة 6,7% إلى 15,3 مليار.

رسم بياني 1.4: إنجازات المداخيل الرئيسية بالنسبة لتوقعات قانون المالية



يناير - غشت 2025 ■ قانون المالية 2025 ■

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



جدول 2.4: تنفيذ النفقات العمومية (بملايير الدراهم)*

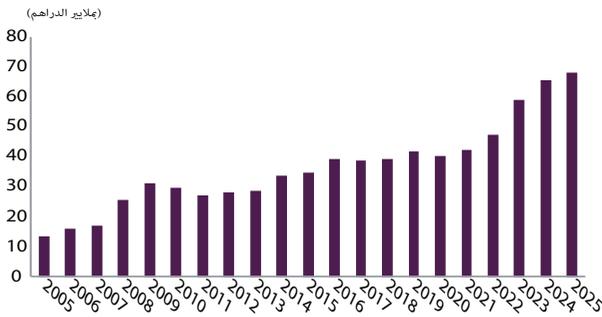
نسبة التنفيذ بالنسبة لقانون المالية (%)	قانون المالية 2025	التغير بالنسبة للمئوية	يناير - غشت 2025	يناير - غشت 2024	
67,2	507,0	12,6	340,6	302,6	نفقات إجمالية
68,0	401,4	15,0	272,7	237,2	نفقات عادية
67,1	294,2	18,4	197,3	166,7	سلع وخدمات
66,0	180,3	11,6	118,9	106,5	المستخدمون
68,8	113,9	30,3	78,3	60,1	سلع وخدمات أخرى
74,7	42,6	18,8	31,8	26,8	فوائد الدين
77,4	17,1	-26,8	13,3	18,1	المقاصة
64,1	47,5	18,9	30,4	25,6	التحويلات إلى الجماعات الترابية
64,3	105,6	3,7	67,9	65,4	الاستثمار

* بما فيها 30% من عائدات الضريبة على القيمة المضافة التي يتم تحويلها إلى الجماعات الترابية في 2024 و32% في 2025.
المصدر: بيانات وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية)، وإعادة مراجعة الضريبة على القيمة المضافة من طرف بنك المغرب.

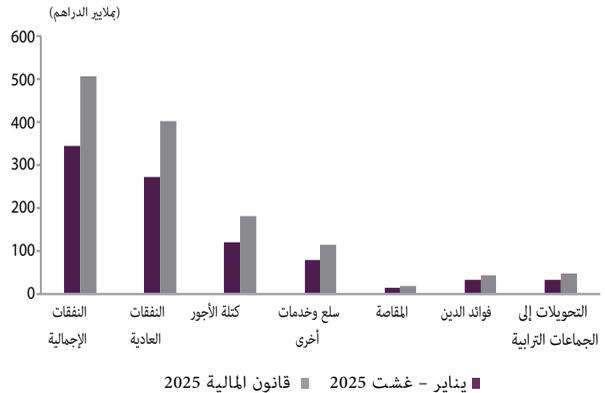
وتراجعت نفقات صندوق المقاصة بنسبة 26,8% إلى 13,3 مليار درهم، أي بنسبة تنفيذ بلغت 77,4% مقارنة بما ورد في قانون المالية. ويعكس هذا الانخفاض تراجع نفقات دعم غاز البوتان بمقدار 1,9 مليار درهم، والسكر بمقدار مليار درهم، ودقيق القمح الطري الوطني بمبلغ 0,4 مليار درهم. ولم تُسجل أي نفقات تتعلق بدعم مهني قطاع النقل الطرقي، مقابل صرف 1,6 مليار درهم خلال نفس الفترة من السنة الماضية.

أما نفقات الاستثمار، فقد ارتفعت بنسبة 3,7% إلى 67,9 مليار درهم، أي بنسبة تنفيذ بلغت 64,3% مقارنة بالتوقعات الواردة في قانون المالية. وتشمل هذه الزيادة ارتفاع نفقات الوزارات بنسبة 0,9% إلى 38,4 مليار درهم.

رسم بياني: 4.4 نفقات الاستثمار إلى متم غشت



رسم بياني 2.4: تنفيذ النفقات مقارنة بقانون المالية



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

فيما يخص التحملات برسم فوائد الدين، فقد سجلت ارتفاعاً بنسبة 18,8% لتصل إلى 31,8 مليار درهم، تشمل نمواً كبيراً بنسبة 28,5% في فوائد الدين الداخلي التي بلغت 25,6 مليار درهم، مقابل انخفاض بنسبة 9,5% في فوائد الدين الخارجي إلى 6,2 مليار درهم.

3.4 العجز وتمويل الخزينة

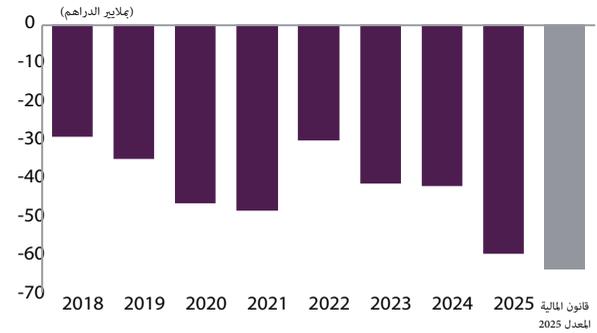
جدول 3.4: تمويل العجز (بملايير الدراهم)

قانون المالية 2025	يناير - غشت 2025	يناير - غشت 2024	
35,4	15,4	14,5	الرصيد العادي
6,0	-7,3	8,9	رصيد الحسابات الخصوصية للخزينة
-21,6	-28,0	-15,3	الرصيد الأولي
-64,2	-59,8	-42,1	رصيد الميزانية
0,0	-15,8	-4,9	تغير متأخرات الأداء
-64,2	-75,6	-47,0	الحاجة إلى التمويل
58,2	41,7	40,3	التمويل الداخلي
51,5	34,0	4,9	التمويل الخارجي
6,0	0,0	1,7	بيع حصص الدولة

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

أخذاً بالاعتبار تطور المداخيل والنفقات وكذا رصيد الحسابات الخصوصية للخزينة، أسفرت وضعية تحملات وموارد الخزينة عن تفاقم العجز في الميزانية إلى 59,8 مليار درهم بدلا من 42,1 مليار إلى جانب ذلك، قامت الخزينة بتقليص مخزونها من العمليات قيد التسوية بمبلغ 15,8 مليار، مقابل 4,9 مليار درهم في نهاية غشت 2024، ليلبغ بذلك عجز الصندوق 75,6 مليار، بدلا من 47 مليار المسجلة في نفس الفترة من السنة السابقة.

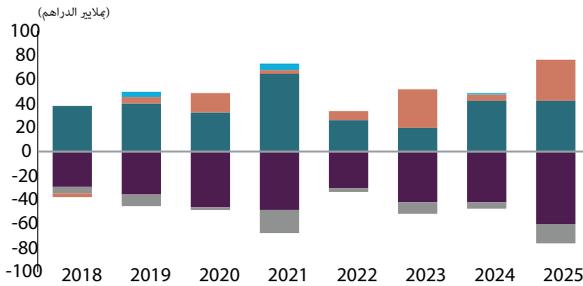
رسم بياني 5.4: رصيد الميزانية مع نهاية غشت



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

فيما يخص التمويل الداخلي، مكن اللجوء إلى سوق المزادات من تعبئة مبلغ صافي بقيمة 30,4 مليار، مقابل 51,1 مليار درهم خلال الفترة نفسها من السنة الماضية. و تركزت الاكتتابات الصافية أساساً في سندات الخزينة لأجل 5 سنوات بمبلغ 10 مليارات، وسندات لأجل 20 سنة بقيمة 5 مليارات، وسندات لأجل 10 سنوات بمبلغ 4,4 مليار، وسندات لأجل 52 أسبوعاً بقيمة 4,2 مليار.

رسم بياني 6.4: رصيد المالية العمومية والتمويل إلى متم غشت*

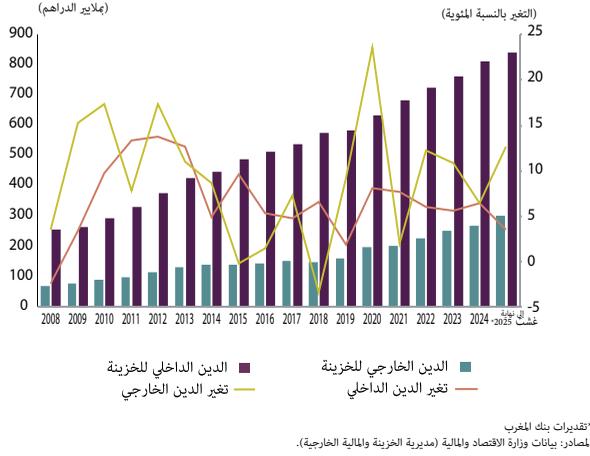


تغير متأخرات الأداء
تمويل داخلي
تمويل خارجي
عائدات بيع الأسهم المملوكة للدولة

المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية).
* تم إدراج مداخيل الخصوصية، التي تتسم بمحدوديتها وعدم استمراريتهما زمنياً، ضمن مصادر التمويل الداخلي.

تمت تغطية حاجيات الخزينة من التمويل بواسطة موارد داخلية صافية بلغت 41,7 مليار، وتدفقات خارجية صافية قدرها 34 مليار درهم. وتشمل هذه الأخيرة سحباً إجمالية بقيمة 41,3 مليار، مقابل 22,7 مليار خلال السنة الماضية، منها 20,9 مليار درهم تم تعبئتها عبر السوق المالي الدولي، و 10 مليار من لدن البنك الدولي.

رسم بياني 7.4: مديونية الخزينة



وفيما يتعلق بشروط تمويل الخزينة في سوق المزادات، تشير المعطيات المحصورة إلى غاية متم شهر غشت إلى انخفاض نسب الفائدة المتوسطة المرجحة مقارنة مع نفس الفترة من سنة 2024. فبالنسبة لسندات الخزينة متوسطة وقصيرة الأجل، بلغت التراجعات 79 نقطة أساس إلى 2,36% بالنسبة لسندات لأجل سنتين، و 76 نقطة أساس إلى 2,58% بالنسبة لسندات لأجل خمس سنوات، و 75 نقطة أساس إلى 2,05% بالنسبة للسندات لأجل 13 أسبوعًا، و 66 نقطة أساس إلى 2,22% بالنسبة للسندات لأجل 52 أسبوعًا، و 55 نقطة أساس إلى 2,25% بالنسبة للسندات لأجل 26 أسبوعًا. وعلى نفس المنوال، بالنسبة للسندات طويلة الأجل، انخفضت نسب الفائدة بواقع 101 نقطة أساس إلى 3,89% بالنسبة للسندات لأجل 30 سنة، و 78 نقطة أساس إلى 3,20% بالنسبة للسندات لأجل 15 سنة، و 76 نقطة أساس إلى 2,95% بالنسبة للسندات لأجل 10 سنوات، و 75 نقطة أساس إلى 3,49% بالنسبة للسندات لأجل 20 سنة.

جدول 4.4: مديونية الخزينة (بملايير الدراهم)

إلى نهاية	2024	2023	2022	2021	2020	2019	
غشت 2025*							
الدين الخارجي للخزينة	303,8	269,8	228,9	203,8	199,7	161,6	
التغير بالنسبة المئوية	12,6	6,4	10,8	12,3	2,0	23,6	9,2
الدين الداخلي للخزينة	840,2	811,8	763,0	722,9	681,5	632,9	585,7
التغير بالنسبة المئوية	3,5	6,4	5,6	6,1	7,7	8,1	1,9
المبلغ الجاري للدين المباشر	1 144,0	1 081,6	1 016,7	951,8	885,3	832,6	747,3
التغير بالنسبة المئوية	5,8	6,4	6,8	7,5	6,3	11,4	3,4

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

* بالنسبة للدين إلى متم غشت 2025، فيتم تقديره على أساس تدفقات التمويل الصافية التي تنشأ عنها ديون.

في ظل هذه الظروف، يُتوقع أن يسجل الدين العمومي المباشر ارتفاعًا بنسبة 5,8% مع نهاية شهر غشت 2025 مقارنة بمستواها المسجل بنهاية دجنبر 2024، مع نمو بنسبة 3,5% في مكونه الداخلي وارتفاع بنسبة 12,6% في مكونه الخارجي.

5. الطلب والعرض وسوق الشغل

تسارعت وتيرة النمو الاقتصادي خلال الفصل الأول من سنة 2025 لتصل إلى 4,8% مقابل 3% خلال نفس الفترة من سنة 2024. ويُعزى هذا التطور إلى ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4,5% بعد انخفاضها بنسبة 5% سنة من قبل، وإلى تحسن القيمة المضافة غير الفلاحية بنسبة 4,6% بدلا من 3,6%. ومن جهة الطلب، ساهم الطلب الداخلي بما يعادل 8,5 نقطة مئوية في النمو، بينما ظلت مساهمة الصادرات الصافية سالبة في حدود 3,8 نقطة مئوية.

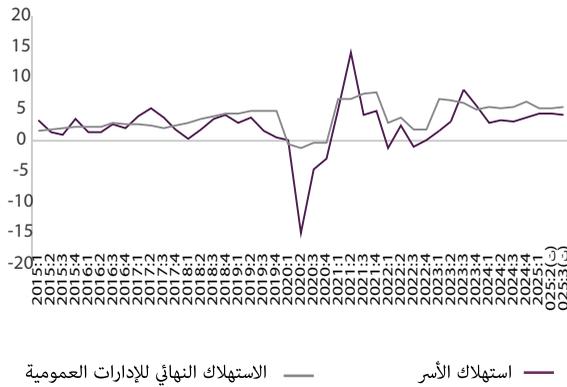
وخلال الفصلين الثاني والثالث من سنة 2025، من المرتقب أن تسجل القيمة المضافة الفلاحية ارتفاعاً بنسبة 4,9%، والقيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية بنسبة 4,6% في المتوسط، لتبلغ نسبة النمو الإجمالية حوالي 4,6%.

على صعيد سوق الشغل، سجل الاقتصاد الوطني، ما بين الفصل الثاني من سنة 2024 ونفس الفصل من سنة 2025، إحداث 5 آلاف منصب شغل صافٍ، بعد فقدان 82 ألفاً سنة من قبل. وباستثناء قطاع الفلاحة الذي فقد 108 آلاف منصب، فقد سجلت القطاعات الأخرى ارتفاعاً بلغ 74 ألفاً في قطاع البناء والأشغال العمومية، و 35 ألفاً في قطاع الخدمات، وألقي منصب في قطاع الصناعة. ومع الخروج الصافي لـ 32 ألف باحث عن العمل، تراجعت نسبة النشاط بواقع 0,8 نقطة لتصل إلى 43,4%، وانخفضت نسبة البطالة من 13,1% إلى 12,8%. أما بالنسبة للشباب المتراوحة أعمارهم بين 15 و24 سنة، فقد تراجع هذه النسبة بواقع 0,3 نقطة لتصل إلى 35,8% على المستوى الوطني وبواقع 1,9 نقطة إلى 46,9% في الوسط الحضري، فيما ارتفعت بواقع 1,1 نقطة إلى 21,3% في الوسط القروي.

1.5 الطلب الداخلي

1.1.5 الاستهلاك

رسم بياني 1.5: نفقات الاستهلاك (التغير بالنسبة المئوية)



المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب.

خلال الفصل الأول من سنة 2025، سجل الاستهلاك النهائي للأسر ارتفاعاً بنسبة 4,4% مقابل 2,8% خلال نفس الفصل من السنة السابقة، لترتفع مساهمته في النمو الاقتصادي من 1,7 نقطة مئوية إلى 2,6 نقطة. ومن المنتظر أن يبلغ نموه خلال الفصلين الثاني والثالث من سنة 2025 حوالي 4,2% في المتوسط، مقابل 3,2% خلال نفس الفترة من السنة الماضية. ويُعزى هذا التطور إلى تواصل تباطؤ التضخم، والتحسين النسبي في المداديل الفلاحية، وتعزيز المداديل غير الفلاحية.

أما الاستهلاك النهائي للإدارات العمومية، فقد ارتفع بنسبة 5,2% بدلا من 5,5%، وتراجعت مساهمته في النمو من نقطة واحدة إلى 0,9 نقطة. وخلال الفصلين الثاني والثالث من السنة، يُتوقع أن يتسارع نموه قليلاً، منتقلاً في المتوسط من 5,3% إلى 5,4%، ارتباطاً خصوصاً بارتفاع نفقات الأجور بنسبة 9,8% ما بين أبريل ويوليوز، بدلا من 8,5% خلال نفس الفترة من السنة السابقة.

2.1.5 الاستثمار

خلال الفصل الأول من سنة 2025، سجل الاستثمار ارتفاعاً ملحوظاً بنسبة 17,5% على أساس سنوي، بعد نموه بنسبة 4,9% خلال الفترة نفسها من السنة السابقة، مما رفع مساهمته في النمو إلى 4,9 نقطة مئوية بدلاً من 1,4 نقطة.

3.5 العرض الإجمالي

خلال الفصل الأول من سنة 2025، بلغت نسبة النمو 4,8%، مقابل 3% خلال نفس الفصل من السنة السابقة. ويعكس هذا التسارع ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4,5%، بعد تراجعها بنسبة 5%، وارتفاع القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية بنسبة 4,6% بدلا من 3,6%.

وخلال الفصلين الثاني والثالث، يُرتقب أن يرتفع الناتج الداخلي الإجمالي بنسبة 4,6% في المتوسط، مقابل 4% خلال نفس الفترة من سنة 2024. ومن المنتظر أن ترتفع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4,9%، بعد انخفاضها بنسبة 4,8%، مستفيدة بالأساس من تحسن محصول الحبوب الثلاث الرئيسية بنسبة 33,3% ليصل إلى 41,3 مليون قنطار في حين يُتوقع أن تسجل القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية زيادة بنسبة 4,6%، وهي وتيرة مماثلة لتلك المسجلة سنة 2024.

الإطار 5.1: تطور زراعة الحبوب خلال الفترة 1961-2025

شكّلت زراعة الحبوب تاريخياً إحدى السلاسل الفلاحية الرئيسية في المغرب. وتلعب دوراً اجتماعياً واقتصادياً محورياً، إذ يساهم الإنتاج الوطني من الحبوب في تعزيز الأمن الغذائي نظراً للمكانة المركزية لهذه المنتجات في العادات الغذائية للسكان. كما يدعم نشاط تربية الماشية من خلال إنتاج الشعير وعدد من المشتقات الثانوية التي يعتمد عليها في تغذية القطيع. وعلى الرغم من الجهود المبذولة لتحويل النشاط الزراعي نحو زراعات أخرى أقل حساسية لشح المياه، فإن زراعة الحبوب ما تزال تغطي حوالي 71% من المساحة المزروعة المستعملة، وتُدرّ حوالي 20% من رقم المعاملات الفلاحي. كما تُعد ركيزة أساسية لخلق فرص الشغل ومصدر دخل شريحة واسعة من المواطنين.

وزارة الفلاحة المغربية - Filière Céréalière
وزارة الفلاحة - زراعة الحبوب تساهم بـ 19% من التشغيل الفلاحي

وتشير المؤشرات المتاحة إلى تسارع وتيرة نموه إلى 17,9% في المتوسط خلال الفصلين الثاني والثالث، مقابل 13,1% في السنة المنصرمة. وتعكس هذه التطورات خصوصاً تسارع وتيرة الواردات من سلع التجهيز من حيث الحجم من 19,6% إلى 33% مع نهاية يوليو، وقروض التجهيز من 12,6% إلى 20,5%، إضافة إلى تحسن مبيعات الإسمنت التي انتقلت وتيرتها من 12,3% إلى 13,8% مع نهاية غشت.

ومن جهة أخرى، أظهرت النتائج الفصلية للاستقصاء حول الظرفية الذي أنجزه بنك المغرب برسم الفصل الثاني من سنة 2025 أن المقاولات تصنف مناخ الأعمال بكونه "عادياً".

2.5 الطلب الخارجي

خلال الفصل الأول من سنة 2025، ساهمت الصادرات الصافية للسلع والخدمات بشكل سلبي في النمو الاقتصادي بمقدار 3,8 نقاط مئوية، مقابل 1,3 نقطة خلال السنة السابقة. وتزايدت الصادرات بنسبة 2,2 بدلاً من 5,8%، فيما ارتفعت الواردات بنسبة 9,8% بدلا من 7,6%.

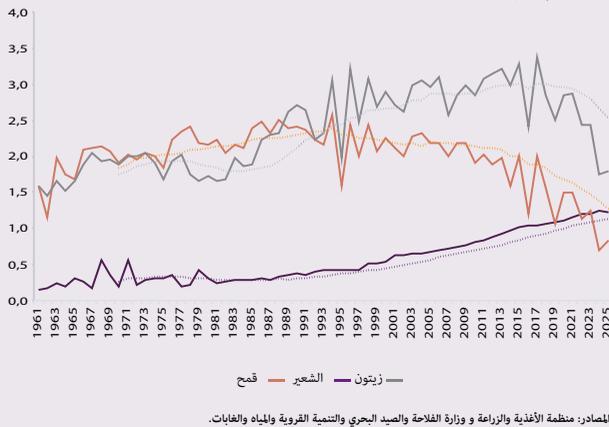
أما من حيث الآفاق المستقبلية، فمن المتوقع أن يتباطأ نمو الصادرات إلى 6,4% في المتوسط خلال الفصلين الثاني والثالث، مقابل 8,2% خلال نفس الفترة من السنة السابقة. ويُعزى هذا التطور إلى تباطؤ مبيعات الفوسفات ومشتقاته، وكذا تراجع صادرات قطاع السيارات.

وفي المقابل، يُرتقب أن ترتفع الواردات بنسبة 13,9% في المتوسط، بدلاً من 12,4%، مما يعكس بتزايد الواردات من سلع التجهيز المرتبطة بالأوراش الكبرى قيد الإنجاز أو تلك المبرمجة في مختلف القطاعات.

وخلال المرحلة الثالثة (2001-2015)، واصلت الإنتاج من الحبوب تحسنه ليبلغ في المتوسط 72,3 مليون قنطار، في حين استقرت المساحة المزروعة في حوالي 5 ملايين هكتار. ويمكن تفسير هذا التطور بالجوء المتزايد إلى استخدام التقنيات الحديثة والمكننة الفلاحية، خاصة في إطار مخطط المغرب الأخضر (2008-2020).

أما خلال المرحلة الرابعة التي بدأت سنة 2016، فقد تأثرت زراعة الحبوب بشكل كبير بتوالي سنوات الجفاف. وسجلت المساحات المزروعة بالحبوب منحنى تنازلياً لتصل إلى مستويات متدنية جداً بلغت 2,7 مليون هكتار في سنة 2024 و2,9 مليون هكتار في سنة 2025، بينما تراجع الإنتاج المتوسط إلى 59,6 مليون قنطار. ويعزى هذا التطور في جزء منه إلى تكثيف زراعة محاصيل أخرى تستفيد من دعم السلطات العمومية، وعلى رأسها أشجار الزيتون، بحسب وزارة الفلاحة. فمنذ سنة 2008، تاريخ انطلاق مخطط المغرب الأخضر، ارتفعت المساحة المزروعة بأشجار الزيتون بواقع 481,5 ألف هكتار، مقابل فقدان 2,4 مليون هكتار من الأراضي المخصصة للحبوب.

رسم بياني إ.1.1.5:3. المساحات المزروعة بالحبوب والزيتون (بملايين الهكتارات)



وإجمالاً، يُظهر تطور زراعة الحبوب استمرار ضعف هذا القطاع وارتثانه بالتقلبات المناخية. ويسلط هذا الواقع الضوء على استعجالية إحداث تحول هيكلي يركز على تطوير أصناف نباتية أكثر مقاومة للجفاف وتحسين تدبير الموارد المائية على نحو مستدام.

رسم بياني إ.1.1.5:1. المساحة المزروعة بالحبوب (بملايين الهكتارات)



رسم بياني إ.1.1.5:2. إنتاج الحبوب (بملايين القنطارات)



المصادر: المندوبية السامية للتخطيط ووزارة الفلاحة والصيد البحري والتنمية القروية والمياه والغابات

تُظهر دراسة تطور زراعة الحبوب خلال الفترة الأولى -1961- 2025 أربع مراحل متميزة. تتميز المرحلة الأولى، الممتدة من سنة 1961 إلى غاية 1983، بنشاط قوي ودينامية ملحوظة، حيث سجلت كل من المساحة المزروعة والإنتاج ارتفاعاً ملموساً قبل أن يستقرا تواليًا عند حدود 4,4 ملايين هكتار و38 مليون قنطار. وتزامن هذا التوجه مع تحول هيكلية لصالح القمح الطري وعلى حساب الشعير والقمح الصلب، اللذين يُعدّان أكثر مقاومة لنقص المياه.

وخلال المرحلة الثانية (1984-2000)، تم تكثيف الجهود الرامية إلى زيادة المساحات المزروعة بالحبوب. وسجلت كل من المساحة المزروعة والإنتاج منحنى تصاعدياً خلال الفترة 1984-1990، قبل أن يتأرجح بعد ذلك في حوالي 5 ملايين هكتار و56 مليون قنطار على التوالي.

الاجتماعي الإلزامي» و«التعليم والصحة البشرية وأنشطة العمل الاجتماعي» ارتفاعاً في قيمتها المضافة، وذلك ارتباطاً بالزيادات في الأجور التي تقرر في إطار الحوار الاجتماعي.

4.5 سوق الشغل والطاقات الإنتاجية

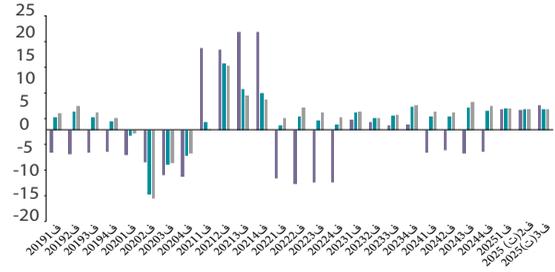
1.4.5 النشاط والشغل

خلال الفترة ما بين الفصل الثاني من سنة 2024 ونفس الفترة من سنة 2025، تميزت وضعية سوق الشغل بانخفاض طفيف بنسبة 0,3% في عدد النشيطين البالغين 15 سنة فما فوق إلى حوالي 12,5 مليون شخص. ويعكس هذا التطور تراجعاً بنسبة 3,1% في الوسط القروي، مقابل ارتفاع بنسبة 1,4% في المدن.

ومع ارتفاع عدد السكان في سن العمل بنسبة 1,5%، انخفضت نسبة النشاط بواقع 0,8 نقطة إلى 43,4% على الصعيد الوطني، بواقع 1,6 نقطة إلى 46,4% في الوسط القروي وبواقع 0,3 نقطة إلى 42% في الوسط الحضري.

بالموازاة مع ذلك، سجل الاقتصاد الوطني إحداث خمسة آلاف منصب شغل صافي، بعد فقدانه 82 ألف منصب سنة من قبل، في حين ظل عدد السكان النشيطين المشتغلين شبه مستقر في حوالي 10,9 ملايين شخص. وباستثناء قطاع الفلاحة الذي سجل تراجعاً ملحوظاً في مناصب الشغل بلغ 108 ألف منصب، عرفت القطاعات الأخرى إحداث مناصب جديدة بلغ عددها 74 ألفاً في قطاع البناء والأشغال العمومية، و 35 ألفاً في قطاع الخدمات، وألفي منصب في قطاع الصناعة.

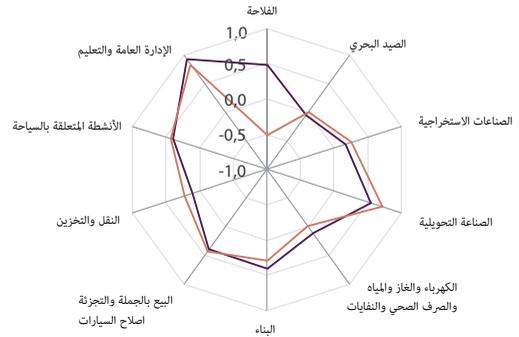
رسم بياني 2.5: الناتج الداخلي الإجمالي حسب المكونات (بأسعار السنة الماضية، التغير بالنسبة المئوية على أساس سنوي، 2014 هي السنة الأساس)



المصدر: معطيات المندوبية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب

وفيما يتعلق بالقطاع الثانوي، يُتوقع أن يكون النشاط قد ارتفع بنسبة 4,9% في المتوسط، مقابل 5% خلال السنة السابقة. وتعكس هذا الأداء بالأساس تحسناً في أنشطة الصناعات التحويلية بنسبة 3,7% ونمو في قطاع البناء والأشغال العمومية بنسبة 7,3%.

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



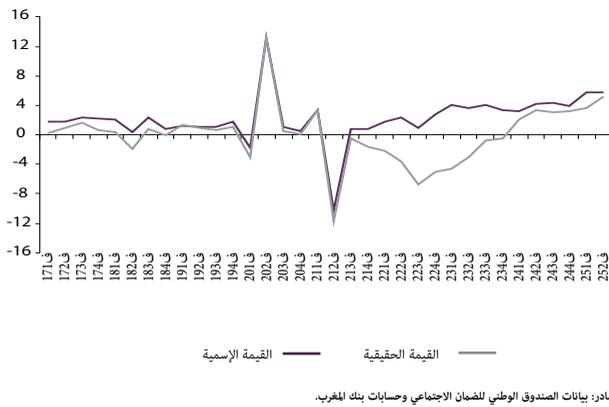
المصدر: معطيات المندوبية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب.

على مستوى القطاع الثالثي، من المتوقع أن ترتفع قيمته المضافة بنسبة 4,5% بدلاً من 4,6% خلال نفس الفترة من السنة السابقة. وقد سجل، على وجه الخصوص، تحسن بنسبة 9,5% مقابل 10,8% في فرع أنشطة الإيواء والمطاعم، وزيادة بنسبة 3,8% بدلا من 4,1% في قطاع التجارة. كما يرتقب أن تشهد فروع «الإدارة العمومية والدفاع والضمان

من قبل، نتيجة نمو بنسبة 4,7% مقابل 3,8% في القيمة المضافة وبنسبة 1,4% بدلا من 0,9% في عدد النشيطين العاملين.

من جهته، سجل الأجر المتوسط، المحتسب على أساس معطيات الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي من خلال قسمة كتلة الأجور على عدد الأجراء، نموًا خلال الفصل الثاني من سنة 2025 بنسبة 5,7% بدلا من 4,2% سنة من قبل بالقيمة الاسمية، وبنسبة 5,2% مقابل 3,4% بالقيمة الحقيقية.

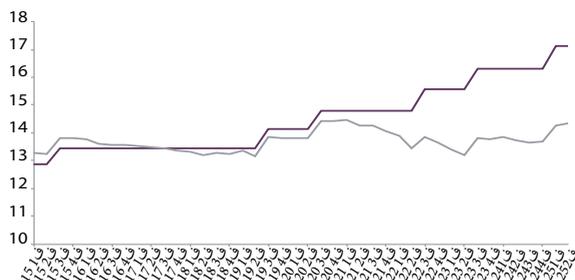
رسم بياني 5.5: مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص (التغير على أساس سنوي بالنسبة المئوية)



المصدر: بيانات الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي وحسابات بنك المغرب.

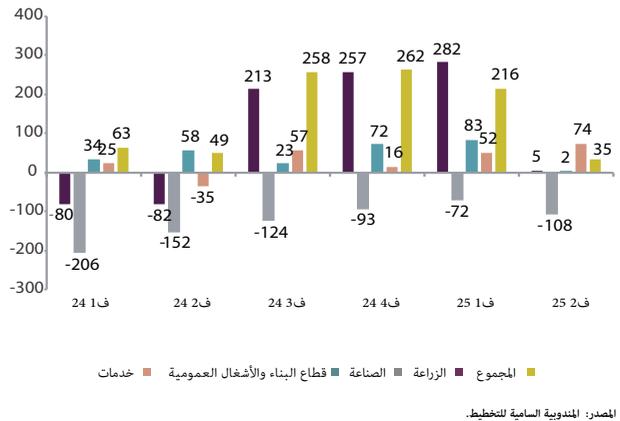
فيما يخص الحد الأدنى للأجور بالساعة (SMIG)، فقد بلغ 17,1 درهم خلال الفصل الثاني من سنة 2025، مسجلاً ارتفاعاً بنسبة 5% على أساس سنوي بالقيمة الاسمية. وأخذاً بالاعتبار ارتفاع مؤشر الأسعار عند الاستهلاك بنسبة 0,5%، بلغ الارتفاع بالقيمة الحقيقية 4,5%.

رسم بياني 6.5: الحد الأدنى للأجور للساعة بالقيمة الاسمية والحقيقية (بالدرهم)



المصدر: وزارة الشغل والإدماج المهني وحسابات بنك المغرب.

رسم بياني 4.5: مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص (التغير على أساس سنوي بالنسبة المئوية)



المصدر: المدونة السامية للتخطيط.

2.4.5 البطالة والتشغيل الناقص

انخفض عدد العاطلين عن العمل بنسبة 2,3% ليصل إلى 1,6 مليون شخص، وتراجعت نسبة البطالة من 13,1% إلى 12,8% على المستوى الوطني، من 16,7% إلى 16,4% في الوسط الحضري، ومن 6,7% إلى 6,2% في الوسط القروي. أما بالنسبة للشباب المتراوحة أعمارهم بين 15 و24 سنة، فقد سجلت هذه النسبة انخفاضاً بواقع 0,3 نقطة إلى 35,8% على الصعيد الوطني، منها 9,1 نقطة إلى 46,9% في المدن، مقابل ارتفاعها بواقع 1,1- نقطة إلى 21,3% في القرى.

بموازاة ذلك، سجل سوق الشغل ارتفاعاً في نسبة التشغيل الناقص¹، حيث انتقلت من 9,6% إلى 10,6% على الصعيد الوطني، من 8,3% إلى 9,4% في الوسط الحضري، ومن 11,6% إلى 12,4% في العالم القروي.

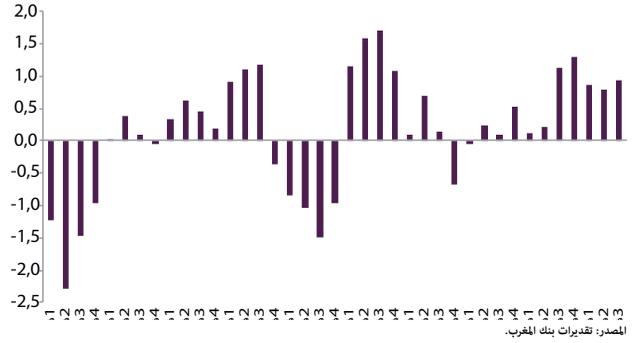
3.4.5 الإنتاجية والأجور

في الأنشطة غير الفلاحية، من المتوقع أن تسجل الإنتاجية الظاهرة للشغل، المحتسبة على أساس نسبة القيمة المضافة إلى التشغيل، تحسناً خلال الفصل الثاني من 2025 بنسبة 3,2% بدلا من 2,8% سنة

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

وفي المجمل، يتوقع أن تظل فجوة الناتج الداخلي الإجمالي موجبة خلال الفصلين الثاني والثالث من سنة 2025.

رسم بياني 6.5: فجوة الناتج الإجمالي (بالنسبة المئوية)



جدول 1.5: المؤشرات الرئيسية لسوق الشغل

2025 ف2	2024 ف2	
43,4	44,2	معدل النشاط (بالنسبة المئوية)
42,0	42,3	الوسط الحضري
46,4	48,0	الوسط القروي
12,8	13,1	نسبة البطالة (بالنسبة المئوية)
35,8	36,1	الشباب البالغون ما بين 15 و25 سنة
16,4	16,7	الوسط الحضري
46,9	48,8	الشباب البالغون ما بين 15 و25 سنة
6,2	6,7	الوسط القروي
5	-82	مناصب الشغل المحدثة (بالآلاف)
113	60	الوسط الحضري
-107	-141	الوسط القروي
		القطاعات
-108	-152	- الزراعة والغابات وصيد الأسماك
2	58	- الصناعة مما فيها الصناعة التقليدية
74	-35	- البناء والأشغال
35	49	- الخدمات
3,2	2,8	الإنتاجية الظاهرة للعمل غير الفلاحي (التغير بالنسبة المئوية)
5,7	4,2	مؤشر متوسط الأجور (التغير بالنسبة المئوية) الاسمي
5,2	3,4	الحقيقي

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

6. تطور التضخم في الفترة الأخيرة

انسجاماً مع التوقعات المنشورة في تقرير السياسة النقدية لشهر يونيو الماضي، تراجعت نسبة التضخم من 2% خلال الفصل الأول من سنة 2025 إلى 0,5% في الفصل الثاني، ثم تباطأت لاحقاً إلى 0,3% في المتوسط خلال شهري يوليو و غشت، ليبلغ بذلك متوسطها خلال الأشهر الثمانية الأولى من السنة 1,1%. ويُعزى هذا التطور، المسجل بين الفصل الثاني والشهرين الأخيرين، أساساً إلى تراجع وتيرة نمو كل من التضخم الأساسي من 1% إلى 0,8%، والأسعار المقننة من 1,5% إلى 0,5%. على النقيض من ذلك، تقلص تراجع أسعار المحروقات وزيوت التشحيم من 14,1% إلى 10,1%، كما ارتفعت أثمان المواد الغذائية المتقلبة الأسعار بنسبة 1,1% بدلاً من 0,5%.

وخلال الفصل الثالث، من المنتظر أن يتباطأ التضخم إلى 0,3% في المتوسط، فيما يتوقع أن تبلغ نسبة التضخم الأساسي 0,8%.

1.6 تطور التضخم

جدول 1.6: التضخم ومكوناته

بالنسبة المئوية	على أساس شهري			على أساس سنوي		
	يونيو 25	يوليو 25	غشت 25	يونيو 25	يوليو 25	غشت 25
التضخم	0,4	-0,1	0,5	0,4	0,5	0,3
المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان	1,5	-1,3	3,5	0,9	1,9	0,3
المنتجات المقننة	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
الوقود وزيوت التشحيم	0,3	3,5	0,4	-13,0	-11,1	-9,1
التضخم الأساسي	0,2	-0,1	0,0	1,0	0,8	0,6
المنتجات الغذائية	0,4	-0,2	-0,2	0,7	0,3	-0,1
الألبسة والأحذية	0,1	-0,1	0,2	0,7	0,7	0,9
السكن والماء والغاز والكهرباء ومحروقات أخرى ¹	0,1	0,0	0,1	1,1	1,0	1,0
الأثاث والأدوات المنزلية والصيانة الجارية للمنزل	0,0	0,4	-0,1	0,4	0,8	0,6
الصحة ¹	-0,2	0,4	-0,1	-0,9	-0,7	-0,5
النقل ²	0,4	0,1	0,3	1,4	1,4	0,8
الاتصالات	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
الترفيه والثقافة ¹	0,0	-0,2	0,0	-0,8	-1,0	-1,0
التعليم	0,0	0,0	0,0	2,3	2,3	2,3
مطاعم وفنادق	0,4	0,3	0,7	3,8	3,4	2,9
مواد وخدمات أخرى ¹	0,1	0,2	0,1	1,5	1,5	1,5

1. باستثناء المنتجات المقننة

2. باستثناء المحروقات وزيوت التشحيم و المواد المقننة

المصادر: بيانات المدوئية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

تراجع التضخم من 0,5% في الفصل الثاني إلى 0,3% في المتوسط خلال شهري يوليو و غشت. ويعكس هذا التطور من جهة تباطؤ كل من التضخم الأساسي وتيرة ارتفاع الأسعار المقننة، ومن جهة أخرى تسارع نمو أثمان المواد الغذائية المتقلبة الأسعار، علاوة على تقلص وتيرة انخفاض أسعار المحروقات وزيوت التشحيم.

1.1.6 أسعار المنتجات المستثناة من التضخم الأساسي

سجلت أثمان المواد الغذائية المتقلبة الأسعار ارتفاعاً سنوياً بنسبة 1,1% في المتوسط خلال شهري يوليو و غشت، مقابل 0,5% في الفصل الثاني. ويُعزى هذا التسارع بالأساس إلى تزايد ارتفاع أسعار «الخضر الطرية» من 6,9% إلى 11,7%، إضافة إلى ارتفاع أسعار «البيض» و«الحوامض» بنسبة 10,4% و 11,3% على التوالي، بعد أن سجلت انخفاضات بنسبة 5,8% و 9%.

وبالتالي، ظلت مساهمة هذه المكونات في التضخم شبه مستقرة عند حوالي 0,1 نقطة مئوية.

خلال الفصل الثاني إلى 69,6 دولارًا في المتوسط خلال شهري يوليو و غشت، أي بنمو بنسبة 2,6%.

وبالتالي، ساهمت أسعار المحروقات وزيوت التشحيم بشكلٍ سلبي في نسبة التضخم بما يعادل 0,3 نقطة مئوية، مقابل 0,5 نقطة خلال الفصل السابق.

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



البرنت (الدرهم للبرميل) — مؤشر أسعار المحروقات وزيوت التشحيم (محور اليمين)

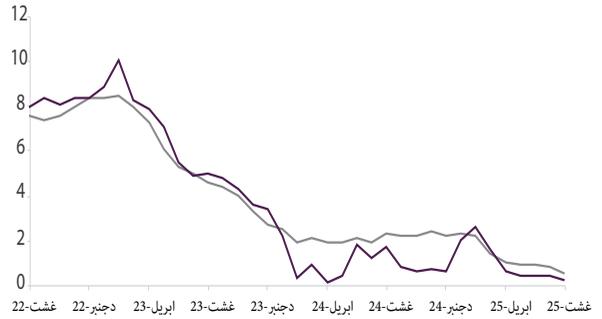
المصادر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

2.1.6 التضخم الأساسي

تباطأ التضخم الأساسي من 1% خلال الفصل الثاني إلى 0,8% في المتوسط خلال شهري يوليو و غشت. ويُعزى هذا الانخفاض أساساً إلى تراجع وتيرة نمو المكون الغذائي من 0,7% إلى 0,2%، وذلك نتيجةً خصوصاً للانخفاض المسجل في نمو أسعار اللحوم الطرية من 3,4% إلى 1,2%، وتزايد انخفاض أسعار «الزيوت» من 1,4% إلى 2,3%.

أما بالنسبة لأسعار المنتجات والخدمات غير الغذائية المدرجة في مؤشر التضخم الأساسي، فقد ارتفعت بنسبة 1,1% في المتوسط خلال يوليو و غشت مقابل 1,2% في الفصل السابق، مدفوعة أساساً بزيادة أسعار «المطاعم والفنادق» بنسبة 3,1% بدلاً من 4%.

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

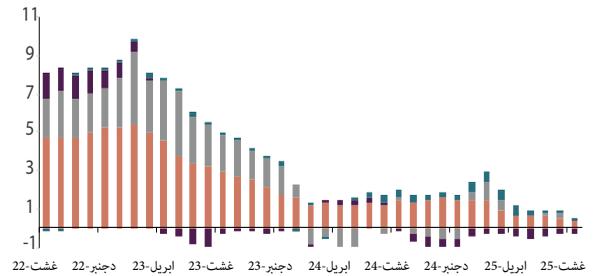


التضخم الأساسي — التضخم

المصادر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

فيما يتعلق بالأسعار المقننة، فقد سجلت نموًا بنسبة 0,5% في المتوسط خلال شهري يوليو و غشت، مقابل 1,5% خلال الفصل الثاني، ويعزى هذا التباطؤ أساساً إلى استقرار أسعار «الغاز» بعد ارتفاعها بنسبة 10,9%. وبلغت مساهمتها في نسبة التضخم حوالي 0,1 نقطة مئوية، مقابل 0,3 نقطة مئوية خلال الفصل السابق.

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



تضخم أساسي — وقود وزيوت التشحيم — مواد غذائية متقلبة الأسعار — مواد مقننة

المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

أما بالنسبة لأسعار المحروقات وزيوت التشحيم، فقد تراجعت نسبة انخفاضها من 14,1% خلال الفصل الثاني إلى 10,1% في المتوسط خلال شهري يوليو و غشت. وتأتي هذه التطورات في سياقٍ يتسم بارتفاع الأسعار العالمية للنفط وارتفاع سعر صرف الدرهم بنسبة 2,4% مقابل الدولار الأمريكي. وتزايد سعر خام البرنت على وجه الخصوص من 67,8 دولارًا للبرميل

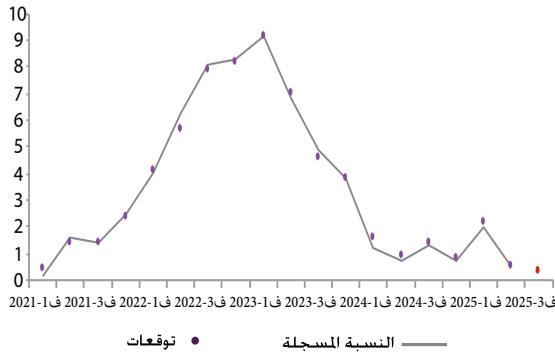
2.6 آفاق التضخم على المدى القصير

على المدى القصير، يُتَوَقَّع تباطؤ نسبة التضخم إلى 0,3% خلال الفصل الثالث من سنة 2025، مقابل 0,5% خلال الفصل الثاني. ويُعزى هذا التطور أساساً إلى تباطؤ وتيرة التضخم الأساسي الذي من المرتقب أن يبلغ 0,8% بدلاً من 1%، وبدرجة أقل، إلى تباطؤ ارتفاع أسعار المنتجات المقننة الذي يُتَوَقَّع أن ينخفض إلى 0,5% مقابل 1,5%.

في المقابل، وأخذاً بالاعتبار ارتفاع الطلب خلال الفترة الصيفية وتأثير موجات الحرارة على المعروض من بعض المنتجات، يُتَوَقَّع أن تسجل أئمة المواد الغذائية المتقلبة الأسعار ارتفاعاً بنسبة 0,9% خلال الفصل الثالث مقابل 0,5% في الفصل الثاني.

أيضاً، يتوقع أن يتباطأ انخفاض أسعار المحروقات وزيوت التشحيم ليصل إلى 9,4% خلال الفصل الثالث بدلاً من 14,1% خلال الفصل الثاني، وذلك ارتباطاً بالتطور المرتقب للأسعار الدولية للمنتجات النفطية.

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

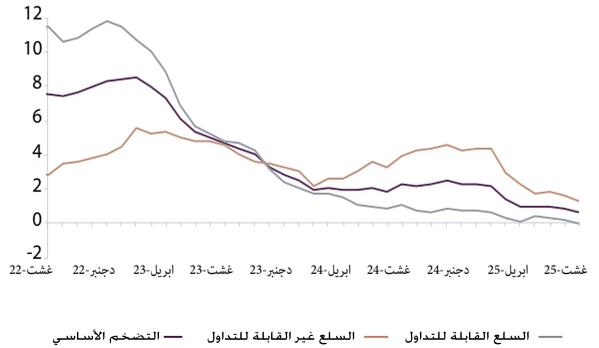


المصدر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب.

3.6 توقعات التضخم

تُظهر نتائج الاستقصاء حول الظرفية التي أجراها بنك المغرب لدى أرباب المقاولات خلال شهر يوليوز 2025 أن 76% من المستجوبين يتوقعون استقرار نسبة التضخم خلال الأشهر الثلاثة المقبلة، فيما يتوقع 23% منهم ارتفاعه، ويرى 1% فقط أنه قد يشهد انخفاضاً. وبالتالي، بلغ رصيد الرأي 21%.

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



المصدر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

يشير تحليل مكونات مؤشر التضخم الأساسي إلى أن تباطؤ وتيرة نمو يعزى أساساً إلى تطور أسعار السلع والخدمات غير القابلة للتداول. فقد ارتفعت هذه الأخيرة بنسبة 1,5% في المتوسط خلال شهري يوليوز وغشت مقابل 1,9% خلال الفصل الثاني، في حين تباطأت وتيرة ارتفاع أسعار السلع القابلة للتداول من 0,3% إلى 0,2%.

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

	على أساس سنوي			على أساس شهري		
	غشت 25	يوليوز 25	يونيو 25	غشت 25	يوليوز 25	يونيو 25
السلع القابلة للتداول	0,0	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,2
السلع غير القابلة للتداول	1,3	1,7	1,9	0,0	0,0	0,8
التضخم الأساسي	0,6	0,8	1,0	0,0	-0,1	0,2

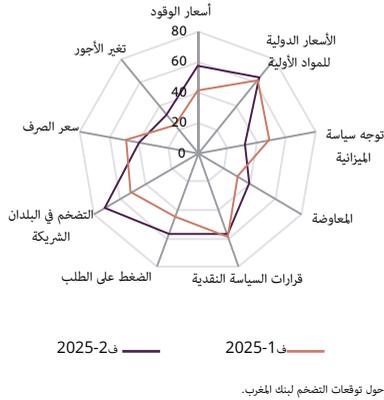
المصدر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

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



المصدر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

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

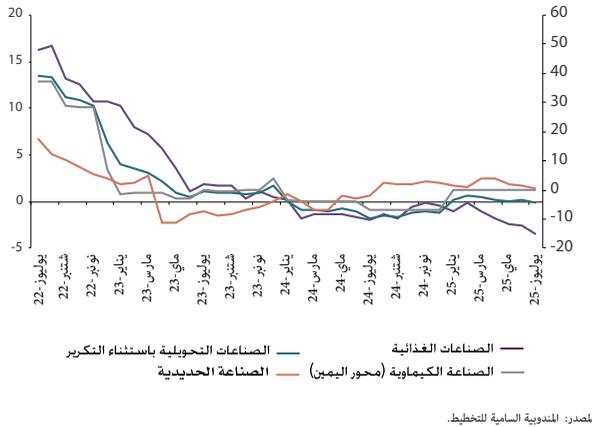


4.6 أسعار الإنتاج

سجّلت الأسعار عند الإنتاج في قطاع الصناعات التحويلية باستثناء تكرير النفط تراجعاً شهرياً بنسبة 0,1% خلال شهر يوليوز. ويعزى هذا الانخفاض أساساً إلى تراجع أسعار «الصناعات الغذائية» بنسبة 0,4%، و«صناعة الملابس» بنسبة 0,2%، وفرع «صناعة المنتجات المطاطية والبلاستيكية» بنسبة 0,3%.

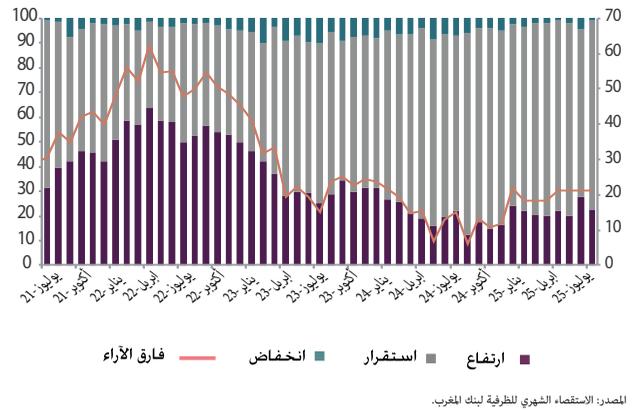
وعلى سبيل المقارنة من سنة لأخرى، سجلت الأسعار عند الإنتاج عدا فرع التكرير انخفاضاً بنسبة 0,1% في يوليوز، مقابل ارتفاع بنسبة 0,2% في المتوسط خلال الفصل الثاني من سنة 2025.

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



من جهة أخرى، أظهرت نتائج استقصاء بنك المغرب حول توقعات التضخم، المنجز لدى خبراء القطاع المالي برسم الفصل الثالث من سنة 2025، أن نسبة التضخم المتوقعة في أفق الفصول الثمانية المقبلة تصل إلى 2,1%، مقابل 2,3% خلال الفصل الثاني. وبالمثل، وفي أفق الفصول الاثني عشر المقبلة، يتوقع الخبراء أن تصل هذه النسبة إلى 2,2% بدلا من 2,5%.

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



يرى المستجوبون أن تطور التضخم خلال الفصول الثمانية المقبلة سيعتمد أساساً على الأسعار العالمية للمواد الأولية باستثناء النفط، وقرارات السياسة النقدية، ومستوى التضخم في البلدان الشريكة، بالإضافة إلى سعر الصرف.

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



7. الآفاق على المدى المتوسط

ملخص

من المتوقع أن يواصل الاقتصاد العالمي تباطؤه خلال عامي 2025 و2026، في سياق يتسم بارتفاع الرسوم الجمركية وبمستوى عالٍ من عدم اليقين.

هكذا، من المرتقب أن يتراجع النمو الاقتصادي العالمي من 3,2% في 2024 إلى 3% في 2025 ثم إلى 2,6% في 2026. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، ورغم التقلص النسبي في حالة عدم اليقين بشأن المبادلات التجارية، فمن المتوقع أن تظل ثقة المستهلكين منخفضة بسبب المخاوف المتعلقة بالقدرة الشرائية. وبالتالي، يرتقب تباطؤ النمو من 2,8% في 2024 إلى 1,7% في 2025، مع بقاءه عند نفس المستوى سنة 2026. أما في منطقة الأورو، فسيُساهم إبرام الاتفاق التجاري مع الولايات المتحدة في تقليص المخاطر قصيرة الأمد، غير أن تأثيره سيكون متفاوتاً عبر الاقتصادات والقطاعات. ورغم ذلك، من المرتقب أن تظل ثقة المستثمرين والمستهلكين ضعيفة، وأن يرتفع النمو الاقتصادي من 0,9% في 2024 إلى 1,3% في 2025 مع بقاءه قريباً من هذا المستوى سنة 2026. وفي المملكة المتحدة، يتوقع تحسن النشاط الاقتصادي من 1,1% إلى 1,3% سنة 2025 نتيجة على الخصوص لزيادة الإنفاق العمومي، قبل أن يتراجع إلى 1,1% سنة 2026. أما في اليابان، فمن المنتظر أن يتسارع النمو من 0,1% سنة 2024 إلى 1,2% سنة 2025، قبل أن يتباطأ إلى 0,6% في 2026.

وفي الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، من المنتظر أن ترتفع وتيرة النمو في الصين بشكل طفيف من 4,9% إلى 5% سنة 2025 بفضل انتعاش الصادرات، قبل أن تنخفض إلى 4,2% سنة 2026 بسبب استمرار أزمة العقارات وضعف الطلب الخارجي. وفي الهند، يرتقب أن يظل النشاط الاقتصادي قوياً وأن تنتقل نسبة النمو من 6,7% في 2024 إلى 7,1% في 2025، ثم إلى 6,2% في 2026. أما في البرازيل، فيتوقع تسجيل تباطؤ من 3% في 2024 إلى 2,5% في 2025 ثم إلى 0,9% في 2026، ارتباطاً على الخصوص بالتوجه التقييدي للسياسة النقدية والتوترات التجارية. وفي روسيا، يتوقع تباطؤ النمو الاقتصادي من 4,4% في 2024 إلى 0,6% في 2025 قبل أن يستقر عند 0,7% في 2026.

وفي أسواق المواد الأولية، من المتوقع أن تواصل أسعار النفط انخفاضها بسبب ارتفاع العرض من دول أوبك + وضعف الطلب العالمي. ويرتقب أن يتراجع سعر البرنت إلى 68,5 دولاراً للبرميل سنة 2025 بدلاً من 79,8 دولاراً سنة 2024، وأن ينخفض إلى 65,2 دولاراً سنة 2026. أما بالنسبة للفوسفات ومشتقاته المغربية، فمن المتوقع أن يرتفع سعر الفوسفات ثنائي الأمونيوم من 586 دولاراً للطن سنة 2024 إلى 718 دولاراً سنة 2025 ثم إلى 720 دولاراً سنة 2026. ويرتقب أن ينتقل سعر الفوسفات الثلاثي الممتاز من 436 دولاراً إلى 524 دولاراً ثم إلى 561 دولاراً سنة 2026، بينما ينتظر تراجع سعر الفوسفات الخام من 214 دولار إلى 202 دولار ثم إلى 183 دولاراً للطن سنة 2026. وفيما يتعلق بالسلع الغذائية، وبعد انخفاضها بنسبة 2% في 2024، يتوقع أن يرتفع مؤشر أسعار الأغذية الصادر عن منظمة التغذية والزراعة بنسبة 5,1% سنة 2025 و0,8% سنة 2026.

في ظل هذه التطورات، يتوقع استمرار تباطؤ التضخم العالمي إلى 2,9% سنة 2025 بدلاً من 3,7% سنة 2024، قبل أن تبلغ 3,1% سنة 2026. وفي منطقة الأورو، يرتقب انخفاض التضخم من 2,4% سنة 2024 إلى 2,2% سنة 2025 وأن تصل إلى 2,3% في 2026، بينما في الولايات المتحدة من المنتظر انتقالها من 3% إلى 2,7% سنة 2025 قبل أن ترتفع مجدداً إلى 3,1% في 2026.

وفيما يتعلق بتوجه السياسات النقدية، قرر البنك المركزي الأوروبي في اجتماعه بتاريخ 11 شتنبر 2025 الإبقاء على أسعار فائده الرئيسية الثلاث دون تغيير، وهو القرار الثاني على التوالي بعدم تغيير هذه النسب بعد إجرائه لثماني تخفيضات منذ يونيو 2024، معتبراً أن التضخم قد أصبح حالياً يقترب من الهدف المحدد في 2% وأن الآفاق المستقبلية تظل إجمالاً دون تغيير مقارنة بتلك الصادرة في يونيو. وبالتالي، تم الإبقاء على أسعار الفائدة على تسهيلة الإيداع، والعمليات الرئيسية لإعادة التمويل وتسهيله الإقراض الهامشي في 2,00% و 2,15% و 2,40% على التوالي. بالمقابل، قام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي عقب اجتماعه المنعقد يومي 16 و17 شتنبر، بتخفيض النطاق المستهدف لأسعار الفائدة على الأموال الفدرالية بواقع 25 نقطة أساس إلى ما بين 4% و 4,25%، وذلك بسبب الضعف المسجل في عدد مناصب الشغل المحدثة. من جهته، وبالنظر لتسجيل تراجع هام في نسبة التضخم، قرر بنك إنجلترا الحفاظ على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير في 4%.

وعلى الصعيد الوطني، من المتوقع أن تستمر دينامية المبادلات الخارجية للسلع والخدمات خلال أفق التوقع. وبذلك، سترتفع الصادرات بنسبة 6,2% سنة 2025، مدفوعة أساساً بانتعاش صادرات الفوسفات ومشتقاته، ثم بنسبة 9,4% في 2026، نتيجة التحسن المتوقع في قطاع تصنيع السيارات. ويتوقع نمو الواردات بنسبة 7,4% في 2025 ثم بنسبة 7,1% في 2026، مما يعكس على الخصوص النمو القوي في مشتريات سلع التجهيز، ارتباطاً بدينامية الاستثمار التي تحدثها الأوراش الكبرى التي أعطيت انطلاقها وتلك المبرمجة. بموازاة ذلك، يرتقب أن تحافظ عائدات الأسفار على أدائها الجيد، مسجلة نمو بنسبة 11,3% في 2025 ثم 4,8% في 2026 لتصل إلى 131,2 مليار درهم. أما تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، فمن المتوقع أن تسجل تحسناً طفيفاً بنسبة 0,6% سنة 2025 إلى 119,7 مليار درهم، قبل أن تتزايد بنسبة 4,8% في 2026 إلى 125,5 مليار درهم. في ظل هذه الظروف، يرتقب أن يظل عجز الحساب الجاري متحكماً فيه، في حدود 2,3% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2025 و2% سنة 2026، مقابل 1,2% في 2024. وفيما يتعلق بالاستثمارات الخارجية المباشرة، يرتقب أن يبلغ مجموعها ما يعادل 3,3% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2025 و3,5% في 2026.

وباحتساب التمويلات الخارجية المتوقعة، يرتقب أن تواصل الأصول الاحتياطية الرسمية تحسناً لتصل إلى 418 مليار درهم مع نهاية 2025 ثم إلى 434,5 مليار درهم بنهاية 2026، أي ما يعادل 5 أشهر و13 يوماً ثم 5 أشهر و19 يوماً من واردات السلع والخدمات.

وفيما يتعلق بالأوضاع النقدية، وبعد تباطؤ نمو القروض البنكية الموجهة للقطاع غير المالي إلى 2,6% في 2024، يُتوقع أن ترتفع وتيرة نموها إلى 5,9% خلال سنتي 2025 و2026. أما سعر الصرف الفعلي الحقيقي، فمن المنتظر أن يظل شبه مستقر مع نهاية أفق التوقع، مسجلاً ارتفاعاً بنسبة 2,2% في 2025 وانخفاضاً بنسبة 2,3% في 2026.

وعلى مستوى المالية العمومية، يرتقب أن يتواصل مسلسل تعزيز الميزانية على المدى المتوسط، وأن يستقر عجز الميزانية عند 3,9% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2025 قبل أن يتراجع إلى 3,4% في 2026. وترتكز هذه التوقعات على قانون المالية لسنة 2025 والبرمجة الميزانية الثلاثية 2025-2027 والتوقعات الماكرواقتصادية المحينة لبنك المغرب. وتتضمن أيضاً الاعتمادات الإضافية بقيمة 13 مليار درهم التي تم فتحها في أبريل برسم الميزانية العامة والإنجازات مع نهاية يوليوز 2025.

وفيما يتعلق بالنشاط الاقتصادي، من المتوقع تسارع نسبة النمو من 3,8% في 2024 إلى 4,6% هذه السنة، وأن تستقر في 4,4% في 2026. ويعزى هذا التطور إلى ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5% سنة 2025، أخذاً بالاعتبار تحقيق إنتاج من الحبوب يُقدَّر حسب وزارة الفلاحة في 41,3 مليون قنطار، ثم نمو بنسبة 3,2% في 2026، مع افتراض العودة إلى بلوغ محصول متوسط يصل إلى 50 مليون قنطار. وبالنسبة للأنشطة غير الفلاحية، يرتقب أن تحافظ على نموها، مدفوعة على الخصوص بالأوراش الكبرى للبنى التحتية والخدمات غير التجارية، مسجلة نمو بنسبة 4,5% خلال عامي 2025 و2026.

وفي هذا السياق، وبعد تباطؤ التضخم إلى 0,9% في 2024، من المتوقع أن يظل نموه محدوداً في مستويات معتدلة، عند 1% في 2025 و1,9% في 2026. أما التضخم الأساسي، فمن المنتظر تباطؤه من 2,2% في 2024 إلى 1,1% في 2025 قبل أن يعاود الارتفاع إلى 2% في 2026.

1.7 الفرضيات الأساسية

تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي في أفق التوقع

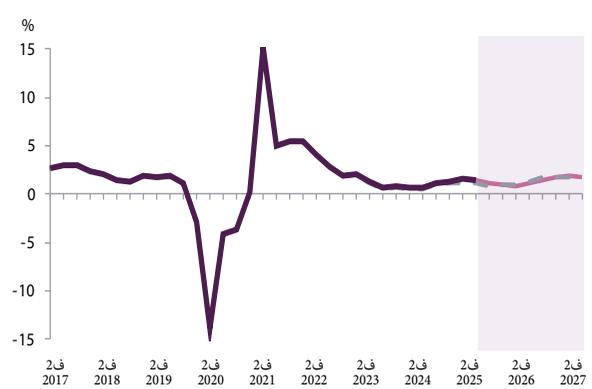
في الولايات المتحدة، وعلى الرغم من الانحسار النسبي للشكوك المحيطة بالأنشطة التجارية، إلا أن ثقة المستهلكين ستظل ضعيفة بسبب تزايد المخاوف المرتبطة بالقدرة الشرائية. وبالتالي، من المتوقع أن يتراجع النمو الاقتصادي من 2,8% في 2024 إلى 1,7% في 2025، ويستقر تقريباً عند نفس هذا المستوى سنة 2026. وفي منطقة الأورو، سيساهم الاتفاق التجاري المبرم مع الولايات المتحدة في تقليص المخاطر قصيرة الأمد وتفاذي نشوب نزاع تجاري واسع النطاق، لكنه سيؤثر بشكل متفاوت على اقتصادات وقطاعات المنطقة. وفي ظل تراجع معنويات المستثمرين والمستهلكين، يرتقب تحسن وتيرة النمو الاقتصادي من 0,9% في 2024 إلى 1,3% في 2025، وأن تظل قريبة من هذا المستوى في 2026. أما الاقتصاد البريطاني، فسُجِّل نموًا بنسبة 1,3% سنة 2025 مقابل 1,1% في 2024، مدفوعاً أساساً بزيادة الإنفاق العمومي، قبل أن يتراجع إلى 1,1% في 2026. وفي اليابان، من المتوقع أن تنتقل نسبة النمو من 0,1% في 2024 إلى 1,2% في 2025 بفضل تحسن الاستهلاك والاستثمار والأداء الجيد للصادرات. غير أنه يرتقب تباطؤ النمو إلى 0,6% سنة 2026 نتيجة تراجع الطلب الخارجي.

وبالنسبة للاقتصادات الصاعدة الرئيسية، يُتوقع أن تبلغ نسبة النمو في الصين 5% سنة 2025، وهو الهدف الذي حددته السلطات العمومية، مدعوماً بقوة الصادرات، والدينامية النشطة للقطاع الصناعي والخدمات، والاستفادة من الهدنة الجمركية الممتدة مع الولايات المتحدة. إلا أنه يتوقع تسجيل بعض التباطؤ إلى 4,2% سنة 2026 نتيجة ضعف الطلب العالمي بسبب التوترات التجارية، والركود في الطلب الداخلي الناجم خصوصاً عن المشاكل التي يعاني منها قطاع العقار. وفي الهند، يرتقب أن يظل النمو الاقتصادي قويا، حيث سترتفع وتيرته من 6,7% سنة 2024 إلى 7,1% في 2025 ثم إلى 6,2% في 2026، مدعوماً بموسم فلاحى جيد، وتطبيق تخفيضات ضريبية على السلع والخدمات، وسياسة نقدية تيسيرية، وزيادة الاستثمارات العمومية في البنية التحتية. أما في البرازيل، فمن المتوقع تباطؤ النمو الاقتصادي من 3% سنة 2024 إلى 2,5% في 2025 ثم 0,9% في 2026، نتيجة بالأساس للسياسة النقدية التقييدية والتوترات التجارية. وفي روسيا، وبعد بلوغ نسبة النمو 4,4% في سنة 2024، يرتقب تباطؤها إلى 0,6% سنة 2025 وأن تستقر حول هذا المستوى سنة 2026، حيث أن تزايد الإنفاق العمومي بشكل فاق ما كان متوقعا والتيسير النقدي السريع لن يُعوّض إلا جزئياً تدهور ثقة المقاولات والضغط المتزايدة على المصدرين الناتجة عن ارتفاع قيمة الروبل.

رسم بياني 2.7: النمو في الولايات المتحدة



رسم بياني 1.7: النمو في منطقة الأورو



المصدر: شبكة نموذج التوقعات العالمية، غشت 2025.

توجه نحو الانخفاض لأسعار النفط واستمرار تراجع التضخم في عام 2025 مع فروقات واضحة بين الاقتصادات

في أسواق المواد الأولية، من المتوقع تواصل انخفاض أسعار النفط خلال أفق التوقع. وسيترجع سعر خام برنت على الخصوص من 79,8 دولارًا للبرميل سنة 2024 إلى 68,5 دولارًا سنة 2025 ثم إلى 65,2 دولارًا سنة 2026، نتيجة زيادة المعروض من لدن دول منظمة أوبك + والتراجع المتوقع للطلب العالمي. أما بالنسبة إلى الفحم الحجري، فمن المرتقب أن تظل أسعاره عند مستويات منخفضة، لتصل إلى 101,9 دولارًا للطن في 2025 و 103,9 دولارًا في 2026، بفعل ضعف الطلب العالمي، خاصة من الصين، والتحول التدريجي نحو استخدام مصادر الطاقة المتجددة. وبدوره، انخفض سعر الغاز الطبيعي في السوق الأوروبية بنسبة 16,4% في 2024 ليستقر عند 11 دولارًا لكل مليون وحدة حرارية بريطانية (mmbtu) في المتوسط، ومن المتوقع، وفقًا لتقديرات البنك الدولي الصادرة في أبريل 2025، أن يظل قريبًا من هذا المستوى في عامي 2025 و2026.

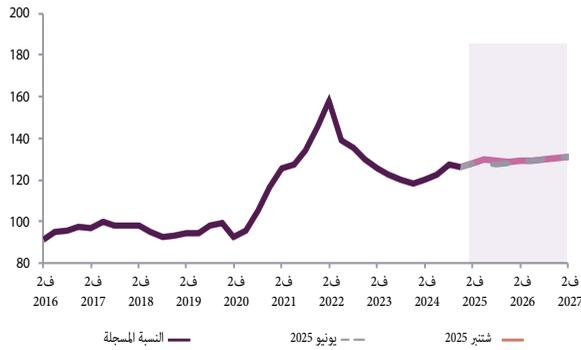
وفيما يتعلق بالفوسفات ومشتقاته، من المنتظر أن ترتفع أسعار مشتقات الفوسفات في 2025 نتيجة تراجع العرض العالمي، خاصة من الصين التي تواصل فرض قيود على صادرات للفوسفات الثلاثي الممتاز. في المقابل، سيستمر سعر الفوسفات الخام في التراجع بسبب تحسن العرض.

وبناءً على توقعات وحدة بحوث السلع الأولية Commodities Research Unit «»، من المنتظر أن تنتقل أسعار المشتقات المغربية إلى 718 دولارًا للطن للفوسفات الثلاثي الممتاز و 524 دولارًا للطن للفوسفات ثنائي الأمونيوم سنة 2025، قبل أن ترتفع قليلًا إلى 720 دولارًا و 561 دولارًا على التوالي سنة 2026. أما الفوسفات الخام، فسيترجع سعره إلى 202 دولارًا للطن في 2025 ثم إلى 183 دولارًا في 2026.

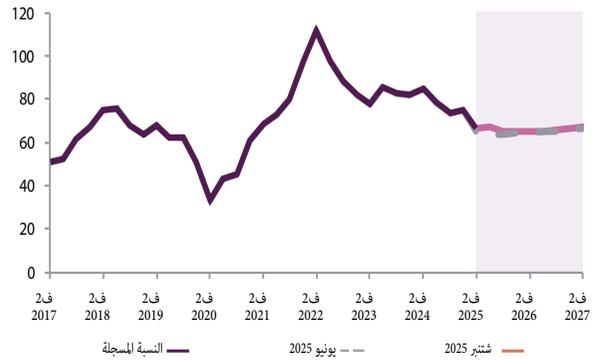
وبعد انخفاض أسعار المواد الغذائية بنسبة 2% سنة 2024، يُتَوَقَّع أن يعود مؤشر أسعار الأغذية العالمي إلى الارتفاع، مدفوعًا بارتفاع أسعار الزيوت النباتية، واللحوم ومنتجات الألبان، خصوصًا الزبدة. ومن المنتظر أن يرتفع المؤشر إجمالًا بنسبة 5,1% سنة 2025، تليه زيادة معتدلة بنسبة 0,8% سنة 2026. أما سعر القمح الصلب الأمريكي، وبعد انخفاضه بنسبة 26,7% سنة 2024، سيواصل تراجعته وفقًا لتقديرات البنك الدولي، الصادرة في أبريل 2025، بنسبة 2,1% إلى 263 دولارًا سنة 2025، ثم 1,1% إلى 260 دولارًا سنة 2026.

في ظل هذه التطورات، من المتوقع أن يستمر تراجع التضخم على الصعيد العالمي، لينخفض من 3,7% سنة 2024 إلى 2,9% سنة 2025، ارتباطًا على الخصوص بضعف النشاط الاقتصادي وانخفاض أسعار الطاقة. في الولايات المتحدة، يتوقع أن ينعكس رفع الرسوم الجمركية على الأسعار عند الاستهلاك، مما سيجعل نسبة التضخم تتجاوز هدف الاحتياطي الفيدرالي إلى 2,7% في 2025 و 3,1% في 2026. وفي منطقة الأورو، يرتقب تراجع التضخم من 2,4% في 2024 إلى 2,2% في 2025 ثم إلى 2,3% في 2026، بفعل تراجع أسعار الطاقة وتباطؤ ارتفاع أسعار الخدمات وتحسن سعر صرف الأورو. أما في الصين، فسيبقى التضخم قريبًا من الصفر سنة 2025 نتيجة انخفاض أسعار المواد الغذائية والطاقة، قبل أن يرتفع تدريجيًا إلى 1,2% سنة 2026 مع تحسن الطلب الداخلي.

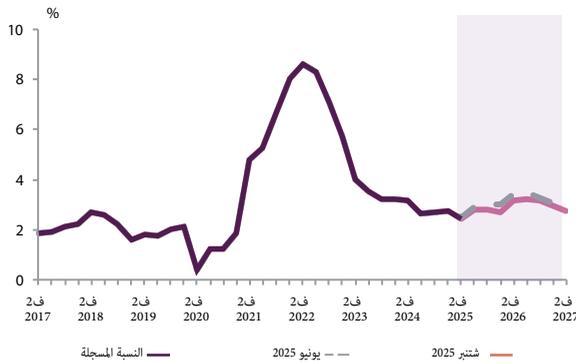
رسم بياني 4.7: مؤشر منظمة الأغذية والزراعة للمواد الغذائية
(2014-2016=100)



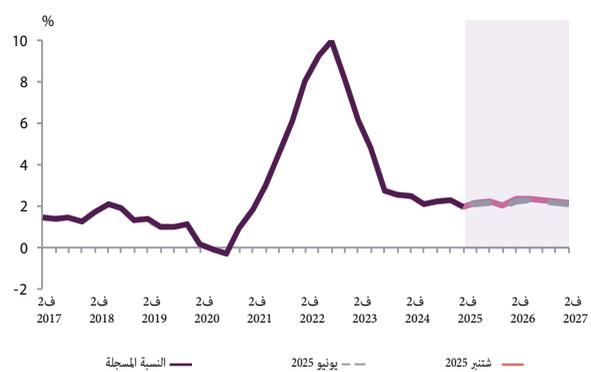
رسم بياني 3.7: سعر البرنت



رسم بياني 6.7: التضخم في الولايات المتحدة



رسم بياني 5.7: التضخم في منطقة الأورو



المصدر: شبكة نموذج التوقعات العالمية، غشت 2025.

خفض أسعار الفائدة الرئيسية من طرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي واستقرارها لدى البنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا

قرر البنك المركزي الأوروبي في اجتماعه بتاريخ 11 شتنبر 2025، الإبقاء على أسعار الفائدة الرئيسية دون تغيير، وهي ثاني مرة يتخذ فيها هذا القرار تواليًا، بعد ثماني تخفيضات منذ يونيو 2024. ويعزى هذا القرار إلى كون نسبة التضخم الحالية قريبة من الهدف المحدد عند 2%، وأن آفاق تطور التضخم لم تتغير بشكل ملحوظ مقارنة بتوقعات يونيو. كما أكد البنك أن محافظ برنامجي شراء الأصول (APP) وبرنامج الشراء الطارئ الخاص بالجائحة (PEPP) تتقلص بوتيرة معتدلة ومتوقعة، حيث لم يعد النظام الأوروبي يعيد استثمار المبالغ المسددة برسم رأسمال السندات المستحقة.

أما الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وبعد أن أبقى على أسعار الفائدة دون تغيير خلال خمسة اجتماعات متتالية، قرر في اجتماعه المنعقد يومي 16 و17 شتنبر خفض النطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي بمقدار 25 نقطة أساس إلى ما بين 4% و4,25%. أخذًا بالاعتبار التغيير في ميزان المخاطر، حيث ارتفعت الضغوط المرتبطة بسوق الشغل. وأشار الاحتياطي الفيدرالي إلى اعتدال النمو الاقتصادي في النصف الأول من السنة، وتباطؤ وتيرة خلق فرص العمل، وارتفاع طفيف في نسبة البطالة (التي لا تزال منخفضة نسبيًا)، إلى جانب بقاء التضخم عند مستويات مرتفعة نسبيًا. إلى جانب ذلك، سيواصل الفيدرالي تقليص حيازاته من سندات الخزنة وسندات الدين التابعة للوكالات وسندات الرهون العقارية.

من جانبه، قرر بنك إنجلترا خلال اجتماعه المنعقد يوم 17 سبتمبر 2025 الإبقاء على سعر الفائدة الرئيسي عند 4%، مشيراً إلى تراجع التضخم بشكل ملموس خلال العامين والنصف الماضيين عقب الصدمات الخارجية السابقة، نتيجة على الخصوص لتشديد السياسة النقدية. وبالنسبة لبرنامج التقييد الكمي، فقد قرر إبطاء وتيرة تقليص المخزون من السندات الحكومية من 100 إلى 70 مليار جنيه إسترليني خلال الاثني عشر شهراً القادمة، مما سيخفض هذا المخزون إلى 488 مليار جنيه إسترليني.

وفي سوق الصرف الدولي، من المتوقع أن يواصل الأورو ارتفاعه مقابل الدولار الأمريكي خلال سنة 2025، نتيجة توقعات خفض إضافي في النطاق المستهدف لسعر الفائدة الفيدرالي، مما سيؤدي إلى ضعف الدولار. ويرتقب أن تتراجع بعد ذلك قيمة الأورو سنة 2026 أخذاً بالاعتبار على الخصوص تضاؤل الفارق في أسعار الفائدة بين البنك المركزي الأوروبي والاحتياطي الفدرالي، والصعوبات الاقتصادية الهيكلية في منطقة الأورو. بذلك، يُتَوَقَّع أن يرتفع متوسط سعر صرف الأورو بنسبة 4% إلى 1,125 دولار سنة 2025، قبل أن يتراجع بنسبة 1,7% إلى 1,106 دولار في 2026.

رسم بياني 7.7 : سعر صرف الدولار مقابل الأورو



المصدر: شبكة نموذج التوقعات العالمية، غشت 2025.

تحقيق إنتاج من الحبوب يصل إلى 41,3 مليون قنطار في موسم 2024/2025 وافترض بلوغ محصول متوسط قدره 50 مليون قنطار في موسم 2025/2026

وفقاً لأحدث معطيات وزارة الفلاحة، بلغ إنتاج الحبوب الثلاث الرئيسية خلال موسم 2024/2025 حوالي 41,3 مليون قنطار، بزيادة 33,3% مقارنة بالموسم السابق. بموازاة ذلك، ارتفع إنتاج الحوامض بنسبة 14,3% وإنتاج الخضروات بنسبة 3,5%. وفي ظل هذه المعطيات، يرتقب نمو القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5%، وهي نفس التوقعات السابقة الصادرة في يونيو 2025.

أما بالنسبة لموسم 2025/2026، ومع افتراض تحقيق محصول حبوب يصل إلى 50 مليون قنطار وأداء متوسط لباقي الزراعات، فمن المنتظر أن تنمو القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 3,2% سنة 2026.

2.7 التوقعات الاقتصادية الكلية

استمرار دينامية المبادلات الخارجية للسلع وتحسن مداخل الأسفار خلال أفق التوقع

بعد أن بلغ عجز الحساب الجاري 1,2% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2024، من المتوقع أن يتفاجم بشكل طفيف إلى 2,3% سنة 2025، قبل أن يتراجع إلى 2% في 2026.

ويتوقع أن ترتفع الصادرات بنسبة 6,2% في 2025، مدفوعة أساساً بتحسّن صادرات الفوسفات ومشتقاته بنسبة 27,2% لتصل إلى 110,7 مليارات، بينما ستسجل مبيعات قطاع السيارات انخفاضاً طفيفاً بنسبة 0,8% إلى 156,3 ملياراً. مجازاة ذلك، يرتقب تسارع وتيرة نمو الواردات بنسبة 7,4%، مدفوعة بتزايد المقتنيات من سلع التجهيز بنسبة 14,8% ارتباطاً بالدينامية المتوقعة للاستثمار. ومن المنتظر أن تحافظ مداخيل الأسفار على زخمها، مع ارتفاع بنسبة 11,3% إلى 125,2 ملياراً. وبدورها، يرتقب أن تسجل تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج نمواً بنسبة 0,6% إلى 119,7 ملياراً. أما الاستثمارات الخارجية المباشرة، فمن المنتظر أن تواصل نموها لتصل إلى 55,9 مليار درهم، أي ما يعادل 3,3% من الناتج الداخلي الإجمالي مقابل 2,7% في 2024.

ومع افتراض تحقيق التحويلات الخارجية المرتقبة، يتوقع تعزيز الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 418 مليار درهم مع متم 2025، أي ما يعادل 5 أشهر و13 يوماً من واردات السلع والخدمات.

وفي سنة 2026، من المتوقع ارتفاع الصادرات بنسبة 9,4% نتيجة الانتعاش المتوقع في تصنيع السيارات التي سترتفع مبيعاتها بنسبة 25,2% وزيادة مبيعات الفوسفات ومشتقاته بنسبة 5,1% إلى 116,4 ملياراً. أما الواردات، فمن المتوقع أن تتزايد بنسبة 7,1%، وهو ما يعكس على الخصوص ارتفاع المشتريات من سلع التجهيز بنسبة 12,5%، فيما يرتقب تراجع الفاتورة الطاقية بنسبة 2,5% إلى 94,4 مليار درهم. ومن المنتظر نمو مداخيل الأسفار بنسبة 4,8% إلى 131,2 ملياراً، وتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج بنسبة 4,8% إلى 125,5 ملياراً. وبالنسبة لمداخيل الاستثمارات الخارجية المباشرة، تشير التوقعات إلى بلوغها ما يعادل 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2026. وأخذاً بالاعتبار على الخصوص السحوبات الخارجية المتوقعة للخزينة، من المنتظر أن تبلغ الأصول الاحتياطية الرسمية 434,5 ملياراً بنهاية 2026، أو ما يعادل 5 أشهر و19 يوماً من واردات السلع والخدمات.

جدول 1.7 : المكونات الرئيسية لميزان الأداءات

التغير (%) مالم يتم الإشارة إلى غير ذلك	النسب المسجلة										النسب المتوقعة	الفارق (شتنبر/يونيو)
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2025		
صادرات السلع (التسليم على ظهر السفينة)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,4	6,1	9,4	6,2	1,1	0,5	
واردات السلع (مع احتساب تكاليف التأمين)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,9	6,4	7,4	7,4	2,3	0,0	
عائدات الأسفار	1,2	7,8	-53,7	-5,1	171,5	14,6	4,6	11,3	4,8	3,0	-0,6	
تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	4,0	3,3	0,6	4,8	3,9	-0,2	
رصيد الحساب الجاري (%) من الناتج الداخلي الإجمالي	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,5	-1,0	-1,2	-2,3	-2,0	-0,1	0,0	
الأصول الاحتياطية الرسمية بعدد الأشهر من واردات السلع والخدمات	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,4	5,2	5,4	5,4	0,1	0,1	

المصادر: مكتب الصرف وتوقعات بنك المغرب.

تسارع وتيرة نمو القروض الموجهة للقطاع غير المالي خلال أفق التوقع

من المتوقع أن يتراجع عجز السيولة البنكية إلى 115 مليار درهم مع نهاية سنة 2025، قبل أن يرتفع من جديد إلى 133 ملياراً سنة 2026، وذلك بالنظر أساساً إلى ارتفاع حجم الأوراق والقطع النقدية المتداولة. فبعد ارتفاعها بنسبة 7,6% في 2024، يُرتقب أن تسجل هذه الأخيرة نمواً بنسبة 8,1% في 2025 و 7,1% في 2026. أما فيما يتعلق بالقروض البنكية الموجهة للقطاع غير المالي، واستناداً إلى الأرقام المسجلة والتوقعات المتعلقة بالنشاط الاقتصادي وتلك الخاصة بالنظام البنكي، فمن المنتظر أن ترتفع بنسبة 5,9% خلال سنتي 2025 و 2026. وفي ظل هذه الظروف، وانسجاماً مع التطور المتوقع للمقابلات الأخرى للمكتلة النقدية، يتوقع أن يسجل المجمع م 3 نمواً بنسبة 7,7% سنة 2025 و 6,2% سنة 2026.

بدوره، يتوقع ارتفاع سعر الصرف الفعلي سنة 2025 بنسبة 4,2% بالقيمة الإسمية وبنسبة 2,2% بالقيمة الحقيقية قبل أن يسجل تراجعاً سنة 2026 بنسبة 1,2% بالقيمة الإسمية و3,2% بالقيمة الحقيقية.

جدول 2.7: الكتلة النقدية والائتمان البنكي

التغير (%) مالم يتم الإشارة إلى غير ذلك	النسب المسجلة					النسب المتوقعة		الفارق (شتمبر/يونيو)	
	2024	2023	2022	2021	2020	2026	2025	2026	2025
القروض البنكية للقطاع غير المالي	2,6	2,9	7,8	2,9	4,2	5,9	5,9	-0,2	-0,3
المجموع م3	8,0	3,9	8,0	5,1	8,4	6,2	7,7	-0,1	0,4
الحاجة إلى السيولة، بملايير الدراهم	-137,4	-111,4	-86,6	-64,4	-74,6	-132,9	-115,3	7,1	7,2

استقرار عجز الميزانية في 2025 قبل أن يتراجع في 2026

من المرتقب أن يستقر عجز الميزانية عند 3,9% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2025، قبل أن يتراجع إلى 3,4% سنة 2026. وترتكز هذه التوقعات على قانون المالية لسنة 2025، والبرمجة الميزانية لثلاث سنوات 2025-2027، وكذا المعطيات الخاصة بتنفيذ الميزانية إلى غاية نهاية يوليو 2025، بالإضافة إلى التوقعات الماكرو اقتصادية الجديدة لبنك المغرب. كما تأخذ بعين الاعتبار الاعتمادات الإضافية البالغة 13 مليارات المفتوحة شهر أبريل برسم الميزانية العامة.

وفي سنة 2025، يُتَوَقَّع أن تتحسن المداخيل الجبائية بنسبة 10,8%، وذلك نتيجة ارتفاع عائدات الضرائب غير المباشرة بنسبة 10,7% والضرائب المباشرة بنسبة 14%. أما المداخيل غير الجبائية، فستتراجع بنسبة 0,8%، متأثرة أساساً بانخفاض في بند «المداد الخيل الأخرى» غير الضريبية بنسبة 43,6%، وكذا في آليات التمويل المبتكرة بنسبة 0,8% إلى 35 مليارات. في المقابل، يُتَظَنَّر أن ترتفع النفقات العادية بنسبة 15%، خصوصاً في ظل تزايد نفقات السلع والخدمات بنسبة 18,7%. كما سيسجل ارتفاع بنسبة 11,3% في كتلة الأجور و32,9% في نفقات السلع والخدمات الأخرى. وعلى نفس المنوال، من المتوقع أن ترتفع تكاليف فوائد الدين بنسبة 23,9%. أما تكاليف المقاصة، فمن المرتقب انخفاضها بنسبة 40,9%، وكذلك الشأن بالنسبة لنفقات الاستثمار بنسبة 1,5% لتستقر عند 115,6 مليار درهم، أو ما يعادل 6,9% من الناتج الداخلي الإجمالي.

في سنة 2026، يُتَوَقَّع أن تتعزز المداخيل الجبائية بنسبة 5,9%، مدفوعة بزيادة قدرها 1,3% في الضرائب المباشرة و 8,4% في الضرائب غير المباشرة. من جهتها، يرتقب انخفاض المداخيل غير الجبائية بنسبة 1,2%، نظراً لتراجع المداخيل المتأتية من المؤسسات والمقاومات العمومية بنسبة 4,4%، بينما ستظل عائدات آليات التمويل المبتكرة مستقرة عند 35 مليارات. في المقابل، سترتفع النفقات العادية بنسبة 4%، نتيجة بالأساس لتزايد بنسبة 4,8% في نفقات السلع والخدمات و 1% في تكاليف فوائد الدين. وسترتفع كتلة الأجور بنسبة 5,3% والنفقات برسم السلع والخدمات الأخرى بنسبة 4,1%. ومن المنتظر تقلص نفقات المقاصة بنسبة 23,6% إلى 11,5 مليارات، فيما سترتفع نفقات الاستثمار بنسبة 0,6% لتبلغ 116,3 مليارات.

نمو مطرد للأنشطة غير الفلاحية على المدى المتوسط

من المتوقع أن يتسارع نمو الاقتصاد الوطني من 3,8% سنة 2024 إلى 4,6% في 2025، قبل أن يتعزز إلى 4,4% سنة 2026، وهي توقعات مماثلة لتلك الصادرة في يونيو الماضي. وتعكس هذه التطورات، من جانب العرض، تحسناً في القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5% سنة 2025، يليه ارتفاع بنسبة 3,2% سنة 2026، مع افتراض عودة الإنتاج من الحبوب إلى مستوى متوسط يبلغ 50 مليون قنطار. ويُتَوَقَّع أن تحقق الأنشطة غير الفلاحية نمواً بنسبة 4,5% في 2025 و2026، محافظة بذلك على ديناميتها المسجلة في 2024 حيث بلغت 4,8%.

ومن جانب الطلب، سيظل النمو مدفوعًا بالطلب الداخلي، خصوصًا بفضل استمرار دينامية الاستثمار، المرتبطة بالمشاريع الكبرى للبنية التحتية سواء منها الجارية أو المبرمجة، إلى جانب تحسن الاستهلاك النهائي للأسر نتيجة ارتفاع المداخيل الفلاحية وغير الفلاحية. وفي المقابل، من المنتظر أن تسجل الصادرات الصافية مساهمة سلبية في النمو، حيث إن وتيرة نمو الواردات من السلع والخدمات ستكون أعلى مقارنة بالصادرات.

جدول 3.7 : النمو الإقتصادي

التغير (%)	النسب المسجلة										النسب المتوقعة		الفارق (شتبر/يونيو)
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2025	2026			
النمو الوطني	2,9	-7,2	8,2	1,8	3,7	3,8	4,6	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	
القيمة المضافة الفلاحية	-5,0	-8,1	19,5	-11,3	1,5	-4,8	5,0	3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
القيمة المضافة غير الفلاحية	3,8	-7,1	6,9	3,5	3,9	4,8	4,5	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	

المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب.

رسم بياني 8.7 : توقعات النمو في أفق التوقع (ف2-2025/ف2-2027) على أساس سنوي*

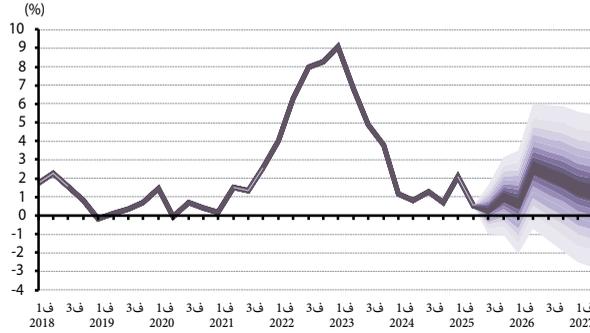


*الشكوك المحيطة بالتوقع المركزي مع فواصل ثقة تتراوح ما بين 10% و90%.

اعتدال التضخم خلال أفق التوقع

بعد التباطؤ الملحوظ للتضخم إلى 0,9% سنة 2024، من المرغوب أن تبلغ نسبة التضخم 1% سنة 2025، منخفضة بما قدره 0,1 نقطة مئوية مقارنة بتوقعات يونيو، قبل أن ترتفع إلى 1,9% في 2026. وبالنظر إلى التباطؤ المسجل في أسعار «اللحوم الطرية» وإلى تراجع التضخم المستورد، من المتوقع أن يتباطأ أيضا نمو التضخم الأساسي من 2,2% سنة 2024 إلى 1,1% سنة 2025، قبل أن يعود للارتفاع إلى 2% سنة 2026. وبالنسبة لأسعار الوقود وزيوت التشحيم، يرتقب أن تراجع بنسبة 10,2% سنة 2025، وأن ترتفع بنسبة 5,4% سنة 2026، وذلك تماشيًا مع التطورات المتوقعة في الأسعار العالمية لخام البرنت ولسعر الصرف مقابل الدولار. أما الأسعار المقننة، فمن المتوقع أن تسجل ارتفاعًا متوسطًا بنسبة 2,1% خلال أفق التوقع، أخذًا بعين الاعتبار استمرار عملية رفع الدعم التدريجي عن غاز البوتان. وفيما يتعلق بأسعار المواد الغذائية المتقلبة الأثمان، تشير التوقعات إلى ارتفاعها سنة 2025، قبل أن تستقر في 2026.

رسم بياني 9.7: توقعات التضخم خلال أفق التوقع
(ف 3 - 2025 / ف 2 - 2027)*



*الشكوك المحيطة بالتوقع المركزي بفوارق ثقة تتراوح بين 10% و90%.

جدول 4.7 : التضخم و التضخم الأساسي

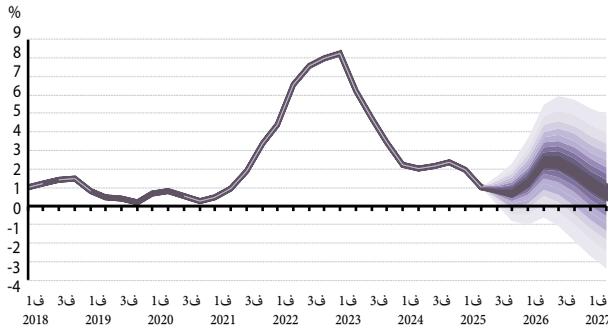
الفارق (شتمبر/يونيو)	النسب المتوقعة				النسب المسجلة					
	2026	2025	الأفق المتوقع ف3- 2025 / ف2 - 2027		2024	2023	2022	2021	2020	2019
0,1	-0,1	1,5	1,9	1,0	0,9	6,1	6,6	1,4	0,7	0,2
0,2	-0,1	1,4	2,0	1,1	2,2	5,6	6,6	1,7	0,5	0,5

التضخم

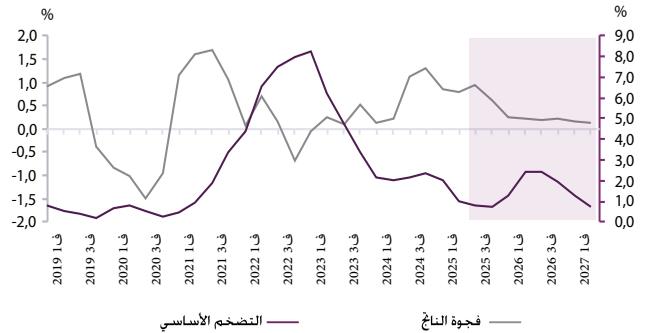
التضخم الأساسي

المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب

رسم بياني 11.7 : توقعات التضخم الأساسي خلال أفق التوقع
(ف 1 - 2025 / ف 1 - 2027)*



رسم بياني 10.7 : تطور التضخم الأساسي وفجوة الناتج



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

3.7 ميزان المخاطر

رغم التراجع النسبي في التوترات التجارية، لا تزال الشكوك المحيطة بآفاق نمو الاقتصاد العالمي مرتفعة، مما قد يُعيق التجارة الدولية، ويُحدث اضطرابات في سلاسل التوريد، ويؤدي في النهاية إلى إبطاء وتيرة النمو العالمي. وينضاف إلى ذلك استمرار

الصعوبات التي يعاني منها قطاع العقار بالصين، وارتفاع مستويات الدين العمومي العالمي، إلى جانب تواصل الضغوط التضخمية في بعض الاقتصادات الكبرى، مثل الولايات المتحدة الأمريكية. كما أن استمرار النزاعات في الشرق الأوسط والحرب في أوكرانيا قد يُفاقم هشاشة النشاط الاقتصادي العالمي ويُعرق سلاسل التوريد، ولا سيما في مجال الطاقة.

وعلى الصعيد الوطني، تبقى المخاطر الرئيسية المحدقة بالنشاط الاقتصادي مرتبطة بتوالي موجات الجفاف وتفاقم الإجهاد المائي. في المقابل، فإن المشاريع الكبرى الجارية أو تلك المرصدة في إطار استضافة التظاهرات الرياضية الدولية قد تُسهم في تحفيز الاقتصاد الوطني وتُفضي إلى وتيرة نمو أسرع من المتوقع. أما فيما يخص التضخم، فتظل المخاطر متجهة نحو الارتفاع. كما أنه من شأن الظروف المناخية غير المواتية، إلى جانب الضغوط الخارجية، أن تتسبب في ارتفاع أسعار المواد الغذائية الأساسية.

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 (على أساس سنوي)..... 18
- رسم بياني 7.1: السعر العالمي للبرنت والغاز الطبيعي - أوروبا..... 19
- رسم بياني 8.1: تطور مؤشرات أسعار المواد الأولية غير الطاقية (2010=100)..... 19
- رسم بياني 9.1: تطور الأسعار العالمية للفوسفات ومشتقاته 19
- رسم بياني 10.1: تطور التضخم في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو..... 20
- رسم بياني 1.2: صادرات قطاع السيارات في نهاية يوليو..... 21
- رسم بياني 2.2: التطور الشهري لمداخل الأسفار 23
- رسم بياني 3.2: التطور الشهري لتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج 24
- رسم بياني 1.3: سعر الفائدة ما بين البنوك (المعطيات اليومية)..... 25
- رسم بياني 2.3: بنية أسعار الفائدة في السوق الثانوية حسب الأجل (بالنسبة المئوية) 26
- رسم بياني 3.3: تكلفة تمويل البنوك (تغير فصلي بالنقاط الأساس)..... 26
- رسم بياني 4.3: سعر الصرف الفعلي الاسمي والحقيقي (أساس 100 في 2010)..... 27
- رسم بياني 5.3: سعر صرف الدرهم 27
- رسم بياني 6.3: مساهمات المقابلات الرئيسية في تغير الكتلة النقدية على أساس سنوي..... 28
- رسم بياني 7.3: الائتمان البنكي على أساس سنوي..... 28
- رسم بياني 8.3: مساهمة القطاعات المؤسساتية في تغير الائتمان على أساس سنوي..... 29
- رسم بياني 9.3: التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع للأجل..... 29
- رسم بياني 10.3: تغير مؤشر أسعار الأصول العقارية وعدد المعاملات العقارية 30
- رسم بياني 11.3: تطور مؤشر مازي 30
- رسم بياني 12.3: تغير المؤشرات المؤسساتية في الفصل الثاني 2025 (بالنسبة المئوية)..... 30
- رسم بياني 13.3: تطور إصدارات سندات الخزينة..... 30
- رسم بياني 14.3: تطور المبلغ الجاري للدين الخاص حسب جهات الإصدار (بملايين الدراهم)..... 31
- رسم بياني 1.4: إنجازات المداخل الرئيسية بالنسبة لتوقعات قانون المالية..... 33
- رسم بياني 2.4: تنفيذ النفقات مقارنة بقانون المالية 34
- رسم بياني 3.4: بنية النفقات العادية..... 34
- رسم بياني 4.4: نفقات الاستثمار إلى متم غشت..... 34
- رسم بياني 5.4: رصيد الميزانية مع نهاية غشت 35
- رسم بياني 6.4: رصيد المالية العمومية والتمويل إلى متم غشت* 35
- رسم بياني 7.4: مديونية الخزينة 36
- رسم بياني 1.5: نفقات الاستهلاك (التغير بالنسبة المئوية)..... 37
- رسم بياني 1.1.5.1: المساحة المزروعة بالحبوب (بملايين الهكتارات)..... 39
- رسم بياني 2.1.5.1: إنتاج الحبوب (بملايين القنطارات) 39

39	رسم بياني إ.3.1.5: المساحات المزروعة بالحبوب والزيتون (بملايين الهكتارات)
40	رسم بياني 2.5: الناتج الداخلي الإجمالي حسب المكونات
40	رسم بياني 3.5: مساهمات فروع النشاط في النمو
41	رسم بياني 4.5: مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص
41	رسم بياني 5.5: مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص
41	رسم بياني 6.5: الحد الأدنى للأجور للساعة بالقيمة الإسمية والحقيقية
42	رسم بياني 6.5: فجوة الناتج الإجمالي
44	رسم بياني 1.6: التضخم والتضخم الأساسي
44	رسم بياني 2.6: مساهمات أسعار المكونات الرئيسية في التضخم
44	رسم بياني 3.6: تطور الأسعار الدولية للبرنت ومؤشر أسعار المحروقات وزيت التشحيم (2017=100)
45	رسم بياني 4.6: تطور مؤشرات أسعار السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول
45	رسم بياني 5.6: مساهمة السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول في التضخم الأساسي
45	رسم بياني 6.6: توقعات على المدى القصير وإنجازات التضخم
46	رسم بياني 7.6: توقعات تطور التضخم للأشهر الثلاث القادمة حسب أرباب المقاولات
46	رسم بياني 8.6: توقعات خبراء القطاع المالي بشأن التضخم خلال الفصول الثمانية المقبلة
46	رسم بياني 9.6: تطور المؤشرات الرئيسية لأسعار الإنتاج الصناعي
46	رسم بياني 10.6: العناصر المحددة للتطور المستقبلي للتضخم حسب توقعات خبراء القطاع المالي
49	رسم بياني 2.7: النمو في الولايات المتحدة
49	رسم بياني 1.7: النمو في منطقة الأورو
51	رسم بياني 4.7: مؤشر منظمة الأغذية والزراعة للمواد الغذائية
51	رسم بياني 3.7: سعر البرنت
51	رسم بياني 6.7: التضخم في الولايات المتحدة
51	رسم بياني 5.7: التضخم في منطقة الأورو
52	رسم بياني 7.7: سعر صرف الدولار مقابل الأورو
55	رسم بياني 8.7: توقعات النمو في أفق التوقع (ف 2-2025/ف 2-2027)
56	رسم بياني 9.7: توقعات التضخم خلال أفق التوقع (ف 3- 2025 / ف 2 - 2027)
56	رسم بياني 11.7: توقعات التضخم الأساسي خلال أفق التوقع (ف 1- 2025 / ف 1 - 2027)
56	رسم بياني 10.7: تطور التضخم الأساسي وفجوة الناتج

لائحة الجداول

15	جدول 1.1: التطور الفصلي للنمو على أساس سنوي (%)
20	جدول 3.1: التطور الأخير للتضخم في البلدان المتقدمة الرئيسية
23	جدول 2.2: الواردات حسب مجموعة استخدام المنتجات
24	جدول 4.2: الاستثمارات المباشرة
26	جدول 1.3: سعر الفائدة على سندات الخزينة في السوق الأولية
26	جدول 2.3: أسعار الفائدة على الودائع
27	جدول 3.3: أسعار الفائدة على القروض

33	جدول 1.4: المداخيل العادية.....
34	جدول 2.4: تنفيذ النفقات العمومية.....
35	جدول 3.4: تمويل العجز
36	جدول 4.4: مديونية الخزينة
36	جدول 1.1.4: تنفيذ ميزانيات 2021 و 2022 بمليارات الدراهم.....
42	جدول 1.5: المؤشرات الرئيسية لسوق الشغل.....
43	جدول 1.6: التضخم ومكوناته
45	جدول 2.6: تطور مؤشرات أسعار السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول.....
53	جدول 1.7 : المكونات الرئيسية لميزان الأداءات.....
54	جدول 2.7: الكتلة النقدية والائتمان البنكي.....
55	جدول 3.7 : النمو الإقتصادي
56	جدول 4.7 : التضخم و التضخم الأساسي.....

لائحة الإطارات

38	الإطار 5.1: تطور زراعة الحبوب خلال الفترة 1961-2025.....
----	--