



تقرير حول السياسة النقدية

عدد 77 / 2025

وثيقة مقدمة لمجلس البنك المنعقد في
16 دجنبر 2025

الإيداع القانوني : 2025PE0058

بنك المغرب

الإدارة المركزية

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

الهاتف : 537 57 41 45/ 05 (212)

الفاكس : 537 57 41 11 (212)

البريد الإلكتروني : 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
17	2.1 الأوضاع النقدية والمالية
19	3.1 أسعار السلع الأساسية والتضخم
25	2. الحسابات الخارجية
25	1.2 الميزان التجاري
27	2.2 باقي بنود ميزان المعاملات الجارية
28	3.2 الحساب المالي
29	3. النقد والائتمان وسوق الأصول
29	1.3 الأوضاع النقدية
33	2.3 أسعار الأصول
36	4. توجهات السياسة المالية
36	1.4 المداخل العادية
37	2.4 النفقات
39	3.4 العجز وتمويل الخزينة
41	5. الطلب والعرض وسوق الشغل
41	1.5 الطلب الداخلي
42	2.5 الطلب الخارجي
42	3.5 العرض الإجمالي
43	4.5 سوق الشغل والطاقات الإنتاجية
46	6. تطور التضخم في الفترة الأخيرة
46	1.6 تطور التضخم
48	2.6 آفاق التضخم على المدى القصير
48	3.6 توقعات التضخم
49	4.6 أسعار الإنتاج
50	7. الآفاق على المدى المتوسط
50	ملخص
53	1.7 الفرضيات الأساسية
57	2.7 التوقعات الاقتصادية الكلية
62	3.7 ميزان المخاطر
63	لائحة الرسوم البيانية
64	لائحة الجداول
65	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 ينبني 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، 16 دجنبر 2025

1. عقد مجلس بنك المغرب يومه الثلاثاء 16 دجنبر اجتماعه الفصلي الأخير برسم سنة 2025.
2. في مستهل هذا الاجتماع، وقف المجلس على توقيع الميثاق المتعلق بتمويل ومواكبة المقاولات الصغيرة جداً، يوم 4 دجنبر من هذا الشهر، ورحب بانخراط الأطراف المعنية، معتبراً أن من شأن هذا الميثاق المساهمة بشكل كبير في تطور هذه الفئة من المقاولات وتعزيز مشاركتها في الاستثمار وفي خلق فرص الشغل وكذا في النهوض بالتنمية المجالية المندمجة.
3. بعد ذلك، تدارس المجلس تطور الظرفية الاقتصادية وكذا التوقعات الماكرو اقتصادية لبنك المغرب على المدى المتوسط. وسجل، على الصعيد الدولي، نوعاً من التهدة في التوترات التجارية ونهاية الإغلاق الحكومي الأمريكي، لكن مع بقاء الالايقين في مستوى مرتفع، ارتباطاً على الخصوص بتطور السياسة الجمركية الأمريكية وتداعياتها وباستمرار التوترات الجيوسياسية. وفي هذا السياق، ورغم صمود نسبي في النصف الأول من السنة، بفضل الاستباق التجاري للمقاولات لتجنب زيادة الرسوم الجمركية، من المرتقب أن يستمر الاقتصاد العالمي في التباطؤ وألا يشهد تحسناً إلا في 2027. وعلى النحو ذاته، يرتقب أن يواصل التضخم تباطؤه، قبل أن يتسارع من جديد في 2027، مع تطورات متفاوتة من اقتصاد إلى آخر.
4. على الصعيد الوطني، سجل المجلس الأداء الملحوظ للأنشطة غير الفلاحية وكذا بوادر تعافي سوق الشغل. ويرتقب أن تتواصل هذه الدينامية على المدى المتوسط، مدعومة بجهود الاستثمار. كما اطلع على المعطيات المتعلقة بقانون المالية لسنة 2026 وبالبرمجة الميزانية لثلاث سنوات 2026-2028، والتي تشير إلى استمرار توطيد الميزانية وإلى تراجع تدريجي في مديونية الخزينة.
5. وفيما يخص التضخم، يواصل تطوره في مستويات منخفضة حيث بلغ 0,8% في المتوسط في الأشهر العشرة الأولى من سنة 2025، نتيجة بالأساس لتحسن عرض بعض المواد الغذائية، لا سيما زيت الزيتون، ولتدني أسعار المحروقات وزيوت التشحيم. وحسب توقعات بنك المغرب، سيتسارع تدريجياً ليقرب من مستويات تتماشى مع هدف استقرار الأسعار. وهكذا، وبعد معدل 0,8% المتوقع بالنسبة لمجمل هذه السنة، يرتقب أن يصل إلى 1,3% في 2026 ثم إلى 1,9% في 2027. ويرجح أن يبلغ مكونه الأساسي 0,7% هذه السنة والعام المقبل، قبل أن يتسارع إلى 1,9% في 2027.
6. ومن جهة أخرى، لا تزال توقعات التضخم مثبتة، حيث يتوقع خبراء القطاع المالي المستجوبون خلال الفصل الرابع من سنة 2025، في إطار الاستقصاء الفصلي لبنك المغرب، بلوغ التضخم متوسط 2% في أفق 8 فصول، و2,2% في أفق 12 فصلاً.
7. وفيما يتعلق بانتقال قرارات المجلس السابقة، ظل انخفاض أسعار الفائدة على القروض البنكية الموجهة للقطاع غير المالي جزئياً، حيث بلغ التراجع المتراكم، منذ بداية التيسير النقدي في يونيو 2024، 58 نقطة أساس في الفصل الثالث من سنة 2025، مقابل 75 نقطة أساس بالنسبة لسعر الفائدة الرئيسي.
8. وبناء على كافة هذه المعطيات، اعتبر المجلس أن المستوى الحالي لسعر الفائدة الرئيسي يظل ملائماً وقرر الإبقاء عليه دون تغيير في 2,25%. وبالنظر إلى المستوى المرتفع للالايقين ارتباطاً بالأساس باستمرار التوترات الجيواقتصادية على المستوى الدولي وبالأوضاع

المناخية على الصعيد الداخلي، سيواصل المجلس تتبع تطور الظرفية الاقتصادية عن كثب، كما سيبنى قراراته، خلال كل اجتماع، على أحدث المعطيات المحيطة.

9. وفي الأسواق الدولية للمواد الأولية، من المتوقع أن تواصل أسعار النفط منحها التنافس، مدفوعة بعرض مهم من الدول الأعضاء في منظمة أوبك+، بالموازاة مع استمرار ضعف نمو الطلب العالمي. ويرتقب أن يعرف سعر البرنت، على وجه الخصوص، انخفاضاً بنسبة 14,3% هذه السنة إلى 68,4 دولاراً للبرميل في المتوسط، ثم إلى 63,1 دولاراً في 2026 قبل أن يرتفع بشكل طفيف إلى 65,8 دولاراً في 2027. وبالنسبة للفوسفات الخام المغربي، يتوقع أن يتراجع سعره تدريجياً، لينتقل من 214 دولاراً للطن في 2024 إلى 182 دولاراً في 2027. أما مشتقاته، فبعد أن شهدت نمواً قوياً في 2025، يرحب أن تتقلص أسعارها على المدى المتوسط ارتباطاً على الخصوص بارتفاع الطاقات الإنتاجية على الصعيد الدولي وبالتخفيف المنتظر في القيود التي تفرضها الصين على صادراتها. هكذا، من المتوقع أن تتراجع من 712 دولاراً للطن في المتوسط هذه السنة إلى 641 دولاراً في 2027 بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيوم ومن 521 دولاراً إلى 487 دولاراً بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز. بالمقابل، بعد انخفاضها في 2024، من المنتظر أن تتجه أسعار المواد الغذائية نحو الارتفاع، حيث يرتقب أن يتزايد مؤشر أسعار منظمة الأغذية بنسبة 4,8% في 2025 وبواقع 0,7% في 2026 و2% في 2027.

10. وبخصوص نمو الاقتصاد العالمي، يتوقع أن يواصل تباطؤه متراجعا من 3,2% في 2024 إلى 3,1% هذه السنة، ثم إلى 2,7% في 2026، قبل تحسن إلى 3% منتظر في 2027. وفي الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، من المرتقب أن يسلك النمو مسارات متباينة، حيث يتوقع أن يتباطأ في الولايات المتحدة من 2,8% في 2024 إلى 1,9% في 2025 وإلى 1,8% في 2026 و2027، متأثراً بالخصوص بالشكوك المترتبة عن السياسة الجمركية. وفي منطقة الأورو، ينتظر أن يتحسن من 0,8% في 2024 إلى نسبة تتراوح بين 1,2% و1,5% ما بين 2025 و2027، مدعوماً بالاستهلاك الخاص وبانتعاش الاستثمار. وعلى مستوى الدول الصاعدة الرئيسية، من المرتقب أن تسجل الصين نمواً معتدلاً لكن مطرداً، حيث سيقترب من 5% في 2025، ومن حوالي 4,5% في السنتين الموالتين. أما في الهند، فيرجح أن يظل قوياً مع وتيرة 7,3% هذه السنة، وأن يتباطأ إلى 6,1% في 2026 متأثراً بارتفاع الرسوم الجمركية الأمريكية، قبل أن يتعزز إلى 6,7% سنة 2027.

11. في هذا السياق، يتوقع أن يواصل التضخم انخفاضه على المستوى العالمي، متراجعا من 3,7% في 2024 إلى 2,9% في 2025 و2026، قبل أن يرتفع إلى 3,1% في 2027. وفي الاقتصادات المتقدمة الكبرى، يرتقب أن يتطور في مستويات قريبة من هدف البنك المركزي الأوروبي في منطقة الأورو، بينما في الولايات المتحدة الأمريكية، يتوقع أن يظل في مستوى أعلى من هدف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، نتيجة بالخصوص لرفع الرسوم الجمركية، ليصل إلى 2,8% في 2025 وإلى 3,1% في 2026 ثم إلى 2,7% في 2027.

12. وفيما يتعلق بتوجه السياسات النقدية في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، وبعد تخفيض أسعار الفائدة 8 مرات منذ يونيو 2024، قرر البنك المركزي الأوروبي، خلال اجتماعه المنعقد في 30 أكتوبر، الإبقاء عليها دون تغيير، وذلك للمرة الثالثة على التوالي. في المقابل، ونظراً لارتفاع معدل البطالة وتفاقم مخاطر التطورات السلبية التي تخيم على آفاق التشغيل، قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، على إثر اجتماعه المنعقد يومي 9 و10 دجنبر، وللمرة الثالثة على التوالي هذه السنة، بخفض النطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي بمقدار 25 نقطة أساس إلى [3,50%-3,75%]. من جهتها، وبعد 3 تخفيضات خلال الأشهر العشرة الأولى من سنة 2025، قرر بنك إنجلترا، في 5 نونبر، الإبقاء على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير في 4%.

13. على المستوى الوطني، وحسب توقعات بنك المغرب، سيشهد النمو الاقتصادي تسارعاً ملحوظاً ليصل إلى 5% هذه السنة قبل أن يستقر في 4,5% في المتوسط خلال السنتين القادمتين. فبعد زيادة بنسبة 5% في 2025، يرتقب أن تعرف القيمة المضافة الفلاحية ارتفاعاً بنسبة 4% في 2026 وبواقع 2% في 2027، وذلك مع فرضية العودة إلى إنتاج متوسط حبوب يصل إلى 50 مليون قنطار.

وبالنسبة للأنشطة غير الفلاحية، يرتقب أن يظل نموها قويا خاصة بفضل الدينامية الهامة للاستثمار، ليصل إلى 5% هذه السنة، وإلى 4,8% في 2026 و4,5% في 2027.

14. فيما يخص المبادلات الخارجية، يُتوقع أن ترتفع الصادرات بنسبة 4,5% في 2025، مدفوعة بتحسين مبيعات الفوسفات ومشتقاته إلى 108 مليارات درهم، ثم بنسبة 8,4% في 2026 ومعدل 7,9% في 2027، ارتباطا على وجه الخصوص بالانتعاش المنتظر في صادرات صناعة السيارات. ومن المرتقب أن تسجل هذه الأخيرة، بعد انكماش هذه السنة، نموا سنويا بحوالي 17% لتصل إلى 208 مليارات درهم في 2027. بموازاة ذلك، يتوقع أن تظل وتيرة الواردات قوية، مدفوعة أساسا بمقتنيات سلع التجهيز والاستهلاك، فيما يرتقب أن تنخفض الفاتورة الطاقية أكثر في 2025 و2026، قبل أن تتزايد في 2027 إلى 101 مليار درهم. ومن جهتها، يرتقب أن تواصل مداخيل الأسفار أداءها الملحوظ لتصل إلى حوالي 155 مليار درهم في 2027. وفيما يخص تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، من المرجح أن تتنامى بنسبة 3,1% في المتوسط السنوي بين 2025 و2027 إلى 130 مليار درهم. وإجمالا، يتوقع أن يظل عجز الحساب الجاري محدودا في 1,8% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2025 وفي أقل من 2% في السنتين القادمتين. ومن المرتقب كذلك أن تواصل تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة ارتفاعها، مع عائدات سنوية تعادل 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي. وأخذا بالاعتبار التمويلات الخارجية المرتقبة للخزينة، يتوقع أن تتحسن الأصول الرسمية الاحتياطية لبنك المغرب تدريجيا لتصل إلى 448 مليار درهم مع متم 2027، مما يضمن تغطية حوالي 5 أشهر ونصف من واردات السلع والخدمات.

15. وفيما يتعلق الأوضاع النقدية، يتوقع أن تتزايد حاجة البنوك للسيولة تدريجيا لتصل إلى 158 مليارات في 2027، ارتباطا بالأساس بالارتفاع المرتقب في حجم النقد المتداول. أما الائتمان البنكي الممنوح للقطاع غير المالي، وبالنظر إلى التطور المنتظر في النشاط الاقتصادي وتوقعات النظام البنكي، يرجح أن تتسارع وتيرة نموه إلى 4,1% في 2025 وإلى 5% في 2026 و2027. وفيما يتعلق بقيمة الدرهم، تشير التقييمات الفصلية التي ينجزها بنك المغرب، وفقا لأحدث نسخة من المنهجية المستخدمة دوليا، إلى أنها تظل عموما متسقة مع الأسس الاقتصادية. ويتوقع أن يرتفع سعر الصرف الفعلي بنسبة 2,2% بالقيمة الحقيقية في 2025، نتيجة تزايد قيمته الاسمية، هذا التزايد الذي خففه ضعف مستوى التضخم المحلي مقارنة بالبلدان الشريكة والمنافسين التجاريين. ومن المتوقع أن ينخفض بعد ذلك بنسبة 2,8% في 2026 ومعدل 0,5% في 2027.

16. وعلى مستوى المالية العمومية، وأخذا بالاعتبار تنفيذ الميزانية إلى متم شهر أكتوبر، ومقتضيات قانون المالية لسنة 2026 والبرمجة الميزانية لثلاث سنوات 2026-2028، تشير توقعات بنك المغرب إلى استمرار توطيد الميزانية على المدى المتوسط. ويرتقب أن يتراجع العجز، دون احتساب عائد تفويت مساهمات الدولة، من 3,9% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2024 إلى 3,6% في 2025 ثم إلى 3,4% في 2026 و2027.

17. وفي الأخير، وافق المجلس على استراتيجية تدبير احتياطات الصرف وصادق على ميزانية البنك وعلى برنامج الافتتاح الداخلي لسنة 2026. كما حدد تواريخ انعقاد اجتماعاته العادية برسم نفس السنة في 17 مارس و23 يونيو و22 شتنبر و15 دجنبر.

نظرة عامة

خلال الفصل الرابع من سنة 2025، اتسم المحيط الدولي بتراجع نسبي للايقين، لاسيما بفضل تقدم المفاوضات التجارية بين الولايات المتحدة والعديد من شركائها الرئيسيين، ومن ضمنهم الصين، وكذا انتهاء حالة الجمود المالي الأمريكي، بعد شلل دام مدة قياسية بلغت ستة أسابيع. غير أن استمرار التوترات الجيوسياسية وارتفاع الرسوم الجمركية لازال يؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي وعلى آفاقه.

وتظهر أحدث معطيات الحسابات الوطنية المتعلقة بالفصل الثالث من سنة 2025، تباطؤ النمو الاقتصادي إلى 1,4% على أساس سنوي في منطقة الأورو، بعد 1,6% في الفصل السابق، مع تسجيل تباينات هامة بين الدول الأعضاء. فقد تباطأ من 3% إلى 2,8% في إسبانيا، وبقي مستقراً في 0,3% في ألمانيا، وتسارع من 0,7% إلى 0,9% في فرنسا ومن 0,5% إلى 0,6% في إيطاليا. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، تظل البيانات المتاحة هي تلك المتعلقة بالفصل الثاني، وتشير إلى تحسن معتدل في النمو إلى 2,1% بعد 2% في الفصل السابق. أما بالنسبة لباقي الاقتصادات المتقدمة، فقد تباطأت وتيرة النشاط الاقتصادي من 1,9% في الفصل الثاني إلى 0,7% في الفصل الثالث في اليابان، ومن 1,4% إلى 1,3% في المملكة المتحدة.

وكانت التطورات متباعدة أيضاً في الاقتصادات الصاعدة الرئيسية. فقد تراجع النمو من 5,2% في الفصل الثاني إلى 4,8% في الفصل الثالث في الصين، ومن 2,4% إلى 1,8% في البرازيل، ومن 4,9% إلى 3,7% في تركيا، في حين تسارع في الهند من 7,8% إلى 8,2%. وفي روسيا، تبقى البيانات المتاحة هي تلك الخاصة بالفصل الثاني، وتشير إلى تباطؤ النمو إلى 1,1% بعد 1,4% في الفصل السابق.

وفي أسواق الشغل في الاقتصادات المتقدمة، تزايدت بوادر تخفيف الضغوط، خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ تظهر البيانات الخاصة بشهر شتنبر ارتفاعاً شهرياً لنسبة البطالة إلى 4,4% مقابل 3,4% في شهر غشت، غير أنه تم إحداث 119 منصب شغل، بعد فقدان 4 آلاف منصب. وفي منطقة الأورو، بقيت نسبة البطالة مستقرة في 6,4% في أكتوبر، حيث ظلت دون تغيير في 10,5% في إسبانيا، وفي 7,7% في فرنسا، و3,8% في ألمانيا، بينما تراجعت من 6,2% إلى 6% في إيطاليا.

وعلى مستوى الأسواق المالية، كانت الأداءات إيجابية إجمالاً خلال الشهور الإحدى عشرة الأولى من السنة، مع تحقيق مكاسب نسبتهـا 10,7% بالنسبة لمؤشر داو جونز الصناعي، و9% بالنسبة لمؤشر Eurostoxx50، و8% بالنسبة لمؤشر FTSE 100، و3,8% بالنسبة لمؤشر نيكياي 225. وصاحب هذه التطورات تزايد في نسبة العزوف عن المجازفة في الأسواق الأمريكية والأوروبية على حد سواء، مع تسجيل ارتفاعات مع متم شهر نونبر، إلى 17 بالنسبة لمؤشر VIX وإلى 20 بالنسبة لمؤشر VSTOXX. وفيما يتعلق بالاقتصادات الصاعدة، سجل مؤشر MSCI EM، خلال الشهور الإحدى عشرة الأولى من السنة، ارتفاعاً بنسبة 10,3%، مدفوعاً على الخصوص بالسوق الصينية.

وبالنسبة لأسواق السندات السيادية، عرفت أسواق الاقتصادات المتقدمة تطورات متباعدة ما بين يناير ونونبر. فقد تراوح سعر الفائدة على السندات لأجل 10 سنوات حوالي 4,1% في المتوسط في الولايات المتحدة، في حين ارتفع إلى 2,8% في ألمانيا، وإلى 3,4% في فرنسا، وإلى 3,2% في إسبانيا، وإلى 3,4% في إيطاليا. وبالنسبة للاقتصادات الصاعدة الرئيسية، بقي دون تغيير عند 1,8% في الصين، وانخفض إلى 13,7% في البرازيل، وإلى 6,5% في الهند، بينما تزايد إلى 29,2% في تركيا.

وفي أسواق الصرف، ارتفعت قيمة الأورو خلال الشهور الإحدى عشرة الأولى من السنة بنسبة 7,6% مقابل الدولار، ارتبطاً على الخصوص بالشكوك المحيطة بالسياسة التجارية الأمريكية، ومؤخراً، بالتوقع المتزايد لانخفاض النطاق المستهدف لأسعار الفائدة على الأموال الفدرالية. كما

ارتفعت قيمة الأورو بنسبة 3,9% إزاء الين الياباني و3,2% مقابل الجنيه الإسترليني. وبخصوص عملات أهم الاقتصادات الصاعدة، فقد عرفت تطورات متباينة مقابل الدولار، مع تسجيل انخفاض بالنسبة للرغميني الصيني والريال البرازيلي، وارتفاع بالنسبة للروبية الهندية والليرة التركية.

وعلى مستوى أسواق السلع الأساسية، سجل سعر البرنت، خلال الشهور الإحدى عشرة الأولى من السنة، انخفاضا بنسبة 5,7% ليصل إلى 69,6 دولارا للبرميل مقارنة بشهر دجنبر 2024، ما يمثل تراجعاً بنسبة 14,4% على أساس سنوي، ارتباطاً على الخصوص بزيادة الإنتاج في الدول الأعضاء في أوبك+. كما انخفضت أسعار المنتجات غير الطاقية بنسبة 1,6%، مدفوعة على الخصوص بتراجع أسعار المنتجات الفلاحية. وبالمقارنة السنوية، تمت هذه الأسعار بواقع 2,7%، ما يعكس بالأساس ارتفاع أسعار المعادن والخامات بنسبة 3,8%، وأسعار المنتجات الفلاحية بواقع 1,2%. وفيما يتعلق بالفوسفات ومشتقاته، تزايدت أسعار الفوسفات ثنائي الأمونيوم والفوسفات الثلاثي الممتاز، خلال الشهور الإحدى عشرة الأولى من السنة، بنسبة 21,5% إلى 690,5 دولارا للطن وبواقع 21,7% إلى 581,2 دولارا للطن، على التوالي، فيما بقي متوسط أسعار الفوسفات الخام مستقراً في 152,5 دولارا. وعلى أساس سنوي، ارتفعت الأسعار بنسبة 22,6% بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيوم وبواقع 22,5% بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز، فيما ظلت أسعار الفوسفات الخام دون تغيير.

وفي هذا السياق، واصل التضخم تطوره بشكل عام في مستوى أعلى من الهدف المحدد من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في الولايات المتحدة، حيث بلغ 3% في شهر شتنبر، مقابل 2,9% في شهر غشت. وفي منطقة الأورو، تسارع التضخم بقدر طفيف إلى 2,2% في شهر نونبر، مقابل 2,1% شهراً من قبل، ما يعكس على الخصوص ارتفاعاً من 2,3% إلى 2,6% في ألمانيا، واستقراراً عند 0,8% في فرنسا، وتباطؤاً من 3,2% إلى 3,1% في إسبانيا، ومن 1,3% إلى 1,1% في إيطاليا. وبالنسبة لباقي أبرز الاقتصادات المتقدمة، تراجع التضخم من 3,8% في شتنبر إلى 3,6% في أكتوبر في المملكة المتحدة، وارتفع من 2,8% إلى 3% في اليابان.

وفيما يتعلق بتوجه السياسات النقدية، فبعد ملاحظته ارتفاع نسبة البطالة وتفاقم المخاطر نحو الانخفاض التي تؤثر على آفاق سوق الشغل، خفض الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، إثر اجتماعه المنعقد يومي 9 و10 دجنبر، للمرة الثالثة على التوالي خلال هذه السنة، النطاق المستهدف لسعر فائدته الرئيسي بمقدار 25 نقطة أساس إلى [3,75% - 5%]. وخلافاً لذلك، قرر البنك المركزي الأوروبي، عقب اجتماعه المنعقد في 30 أكتوبر، الإبقاء على أسعار فائدته الرئيسية الثلاثة دون تغيير، وهو القرار الثالث على التوالي لإبقاء الوضع على ما هو عليه بعد ما مجموعه ثمانية تخفيضات منذ شهر يونيو 2024. ما يشير إلى بلوغ التضخم حالياً حوالي النسبة المستهدفة والبالغة 2%. ومن جانبها، قرر بنك إنجلترا، خلال اجتماعه المنعقد في 5 نونبر، الإبقاء على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير عند 4% وذلك للمرة الثانية على التوالي بعد ثلاثة تخفيضات منذ بداية سنة 2025. وأشار إلى أن التضخم يعتبر وكأنه بلغ ذروته.

وعلى الصعيد الوطني، تشير بيانات الحسابات الوطنية الخاصة بالفصل الثاني إلى تسارع النمو الاقتصادي إلى 5,5%، بعد 3% خلال الفصل نفسه من السنة السابقة. وهذا التطور ناتج عن تحسن القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4,7% مقابل تراجعها بواقع 4,4%، وتزايد القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية بنسبة 5,5% بعد 3,8%. وبالنسبة للطلب، ساهم مكونه الداخلي بنحو إيجابي في النمو في حدود 9,9 نقطة مئوية، بينما بقيت مساهمة المبادلات الخارجية سلبية في حدود 4,4 نقطة.

وفي سوق الشغل، وبعد شبه الاستقرار الذي عرفته أوضاع الشغل خلال الفصل الثاني من سنة 2025، يبدو أن الدينامية التي تمت ملاحظتها منذ الفصل الثالث من سنة 2024 قد عادت من جديد. فقد سجل الاقتصاد الوطني، ما بين الفصل الثالث من سنة 2024 والفترة نفسها من سنة 2025، إحداث 167 ألف منصب شغل، بعد 213 ألفاً في السنة السابقة. وباستثناء قطاع الفلاحة الذي سجل فقداناً ما قدره 47 ألف منصب شغل، شهدت باقي القطاعات ارتفاعات في عدد مناصب الشغل تصل إلى 94 ألف منصب في قطاع الخدمات، و90 ألفاً في قطاع البناء والأشغال العمومية، و29 ألفاً في قطاع الصناعة. وأخذاً في الاعتبار الدخول الصافي لما عدده 112 ألف باحث عن العمل، تراجعت نسبة النشاط بمقدار 0,3 نقطة إلى 43,3%، وانخفضت نسبة البطالة من 13,6% إلى 13,1%.

وعلى صعيد الحسابات الخارجية، تظهر المعطيات المتعلقة بالشهور العشرة الأولى من سنة 2025 تواصل دينامية مبادلات السلع، وتسارع وتيرة نمو مداخل الأسفار وارتفاعا قويا لتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة. وهكذا، ارتفعت الصادرات بنسبة 2,6% لتصل إلى 385,2 مليارا، والواردات بنسبة 9,4% إلى 682,2 مليارا. وبناء عليه، تزايد العجز التجاري إلى 297 مليار درهم، وتراجعت نسبة تغطية الصادرات للواردات إلى 56,5% عوض 60,2% مع متم أكتوبر 2024. وقد كانت الواردات مدفوعة بالأساس بارتفاع مقتنيات سلع التجهيز بنسبة 15,2%، ومنتجات الاستهلاك تامة الصنع بواقع 12,7%، والمنتجات نصف المصنعة بنسبة 6,4%، بينما انخفضت الفاتورة الطاقية بنسبة 4,4% إلى 91 مليارا. أما بالنسبة للصادرات، فيعكس ارتفاعها بالأساس تزايد مبيعات الفوسفات ومشتقاته بنسبة 16,7%، فيما تقلصت صادرات قطاع السيارات بنسبة 3,1% إلى 127,2 مليارا. وفيما يتعلق بمداخل الأسفار، فقد ارتفعت لتصل إلى 113,3 مليار درهم، متزايدة بنسبة 16,7% مقارنة بنفس الفترة من سنة 2024، وعرفت النفقات برسم نفس النشاط نمو نسبته 11,5% إلى 27,5 مليارا. وبالنسبة لتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، فقد سجلت تزايدا نسبته 1,5% إلى 102,9 مليارا. وبخصوص أهم العمليات المالية، عرفت عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة نمو بنسبة 28,2% لتصل إلى 45,4 مليارا، فيما تراجعت الاستثمارات المباشرة للمغاربة في الخارج بواقع 26,9% إلى 16,2 مليارا.

ومع متم شهر أكتوبر 2025، ارتفع المبلغ الجاري للأصول الاحتياطية الرسمية إلى 431,6 مليار درهم، ليمثل بذلك ما يعادل تغطية 5 أشهر و23 يوما من واردات السلع والخدمات.

وبالنسبة للأوضاع النقدية، تزايدت حاجة البنوك من السيولة من 119,7 مليار درهم في الفصل الثالث من سنة 2025 إلى 128,5 مليارا في المتوسط في شهري أكتوبر ونونبر. وفي ظل هذه الظروف، رفع بنك المغرب مبلغ تدخلاته من 132,7 مليارا إلى 143,2 مليارا. وفيما يتصل بسعر الصرف الفعلي الحقيقي، فقد ارتفع بنسبة 0,4% في الفصل الثالث من سنة 2025 بالمقارنة مع الفصل السابق، بينما سجل متوسط سعر الفائدة الإجمالي على القروض شبه استقرار عند 4,85%، غير أنه تراجع بمقدار 58 نقطة منذ بداية التيسير النقدي في شهر يونيو 2024. وفيما يتعلق بالقروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي، فقد سجلت وتيرة نموها السنوي تسارعا من 3% في الفصل الثالث إلى 3,6% في شهر أكتوبر، ما يعكس بالأساس ارتفاع وتيرة نمو تسهيلات الخزينة الممنوحة للمقاولات غير المالية العمومية من 0,1% إلى 11,7%.

وفي مجال المالية العمومية، أفرز تنفيذ قانون المالية برسم الشهور العشرة الأولى من سنة 2025 عجزا في الميزانية بلغ 60,3 مليار درهم، أي بارتفاع قدره 11,2 مليارا بالمقارنة مع الفترة نفسها من سنة 2024. فقد تحسنت المداخيل العادية بنسبة 16% لتصل إلى 371,6 مليارا، مدفوعة بالأساس بارتفاع العائدات الضريبية بنسبة 15,7% والعائدات غير الضريبية بواقع 19,5%. وفي المقابل، تزايدت النفقات العادية بنسبة 16,5% إلى 335,5 مليارا، ما يعكس على الخصوص تنامي نفقات السلع والخدمات بنسبة 19,3% ونفقات فوائد الدين بنسبة 23,6%، بينما انخفضت تكاليف المقاصة بواقع 25,4%. وفي ظل هذه الظروف، حقق الرصيد العادي فائضا بمبلغ 36,1 مليارا، عوض 32,3 مليارا سنة من قبل. ومن جانب آخر، سجل الاستثمار ارتفاعا نسبته 8,3% إلى 86,2 مليارا، ما يرفع النفقات الإجمالية إلى 421,7 مليارا، أي بزيادة نسبتها 14,7%. وبالنسبة لرصيد الحسابات الخصوصية للخزينة، فقد كان سلبيا بمبلغ 10,2 مليارات، بعد رصيد سلبي قدره 1,8 مليار. وأخذا بالاعتبار خفض مخزون العمليات الجارية بمبلغ 12,7 مليارا، تزايد عجز الصندوق إلى 73 مليارا، مقابل 54,1 مليارا في نهاية أكتوبر 2024. وقد تمت تغطية هذه الاحتياجات بموارد داخلية صافية بمبلغ 39,3 مليارا وبتدفق خارجي صاف قدره 33,7 مليار درهم. وبذلك، يرجح أن يكون جاري الدين العمومي قد تزايد بنسبة 6,2% مع متم أكتوبر 2025 مقارنة بمستواه المسجل في نهاية دجنبر 2024.

وفي بورصة الدار البيضاء، تقلص مؤشر مازي بنسبة 2% ما بين شتنبر ونونبر، مما جعل أدائه منذ دجنبر 2024 يتراجع إلى 26,2%. ويعكس هذا التطور بالأساس انخفاض مؤشر قطاع «البنوك» بنسبة 3,1% ومؤشر قطاع «الصناعات الغذائية والإنتاج» بنسبة 8,3%، ومؤشر

قطاع «المباني ومواد البناء» بنسبة 1,8%، ومؤشر قطاع «الكهرباء» بنسبة 6,4%، ومؤشر قطاع «الصحة» بواقع 3,5%. وعلى العكس من ذلك، سجل مؤشر قطاع «خدمات النقل» ومؤشر قطاع «المشاركة والترويج العقاري» ارتفاعا بنسبة 3,4% و4% على التوالي. وفيما يتعلق بحجم المبادلات، فقد بلغ 14,8 مليار درهم في شهري أكتوبر ونونبر، بعد 50,8 مليارا خلال الفصل الثالث من سنة 2025. وفي هذا السياق، تراجعت رسملة البورصة إلى 984,9 مليارا مع متم نونبر، أي بانخفاض نسبته 1,9% بالمقارنة مع نهاية شتنبر، غير أنه يبقى مرتفعا بنسبة 30,9% منذ بداية السنة.

وفي سوق العقار، ارتفع عدد المعاملات بنسبة 14% في الفصل الثالث من سنة 2025، بعد تقلصه بنسبة 4,1% في الفصل السابق، مع تسجيل ارتفاع بواقع 15,7% بالنسبة للعقارات السكنية، و12% بالنسبة للعقارات المخصصة للاستعمال المهني، و9,3% بالنسبة للأراضي. وبالموازاة مع ذلك، ارتفعت الأسعار بنسبة 1,1% بعد بقائها مستقرة خلال الفصل السابق، مدفوعة بارتفاع أسعار العقارات السكنية بنسبة 1,5%، وأسعار الأراضي بنسبة 1,3%، وأسعار العقارات المخصصة للاستعمال المهني بواقع 0,3%.

وفي هذا السياق، تراجع التضخم من 0,4% في المتوسط خلال الفصل الثالث إلى 0,1% في شهر أكتوبر، ليلبلغ متوسطه برسم الشهور العشرة الأولى من السنة إلى 0,8%. ويعكس هذا التباطؤ على الخصوص تباطؤ التضخم الأساسي من 0,6% إلى 0,3%. وفي المقابل، تسارع ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمنة من 1,6% إلى 2,3% وتراجعت حدة تقلص أسعار المحروقات وزيوت التشحيم من 9,5% إلى 5,8%. وبخصوص توقعات التضخم، فتبقى مستقرة، حيث يتوقع خبراء القطاع المالي بالنسبة للفصل الرابع من سنة 2025 متوسط نسبة قدره 2% في أفق ثمانية فصول، و2,2% في أفق الفصول الإثني عشر المقبلة.

وفيما يتصل بالتوقعات، من المرجح أن يتباطأ نمو الاقتصاد العالمي في سنتي 2025 و2026، إذ يرتقب تلاشي العوامل المؤقتة التي أدت إلى توقع متأنته.

وبالفعل، يتوقع تراجع وتيرة النشاط الاقتصادي إلى 3,1% خلال السنة الجارية، ثم إلى 2,7% سنة 2026، ثم يبلغ بعد ذلك 3% في 2027. وفي الولايات المتحدة، يرتقب أن يبلغ النمو 1,9%، مدفوعا بالأساس بمتانة استهلاك الأسر ودينامية الاستثمارات في مجال التكنولوجيا والذكاء الاصطناعي، قبل أن يسجل انخفاضا طفيفا إلى 1,8% سنة 2026 و2027. وفي منطقة الأورو، من المتوقع أن يواصل الاقتصاد نموه بوتيرة معتدلة ليصل إلى 1,4% في 2025، و1,2% في 2026، ثم 1,5% في 2027، مدعوما بقوة الاستهلاك الخاص وانتعاش الاستثمار، ولاسيما في قطاعي الدفاع والبنية التحتية. وفي المملكة المتحدة، يرجح أن تسجل وتيرة النشاط الاقتصادي نموا نسبته 1,4% في 2025، مدفوعا على الخصوص بالنفقات العمومية والصادرات في إطار استباق الرسوم الجمركية، قبل أن يتباطأ إلى 1,1% سنة 2026، ثم يتراجع إلى 1,4% في 2027. وفي اليابان، من المنتظر أن تتسارع وتيرة النشاط الاقتصادي إلى 1,4% خلال السنة الجارية، مدفوعة بارتفاع الاستهلاك والاستثمار، وكذا بالأداء الجيد للصادرات الذي تم تسجيله في النصف الأول من السنة. وبذلك يتوقع أن يتقلص النمو إلى 0,9% سنة 2026 و0,8% سنة 2027، تدريجيا مع ظهور تأثير الرسوم الجمركية.

وفي البلدان الصاعدة الرئيسية، يتوقع أن يسجل الاقتصاد الصيني مع نهاية السنة نموا سنويا نسبته 4,9%. وبالنسبة للآفاق، تشير أحدث البيانات إلى ظهور بوادر التباطؤ، وخاصة تقلص المبيعات بالتقسيط والصادرات، بينما يتواصل تأثر الاستثمار بالصعوبات المستمرة التي يعرفها قطاع العقار. وهكذا، يرجح تباطؤ النمو إلى 4,4% في 2026 وإلى 4,6% في 2027. وفي الهند، يرتقب أن يبقى النشاط الاقتصادي قويا في 2025، مع تسجيل وتيرة نسبتها 7,3%، إلا أنه يرتقب أن تتقلص هذه التوتيرة إلى 6,1% في 2026، قبل أن تبلغ 6,7% سنة 2027. أما في البرازيل، فمن المتوقع أن يتباطأ النمو من 3% سنة 2024 إلى 2,4% في 2025، ثم إلى 1,1% في سنة 2026، ارتباطا على الخصوص بالتوجه التقييدي للسياسة النقدية، ويرتقب أن يرتفع إلى 2,3% سنة 2027. وفي روسيا، يتوقع أن يسجل النمو تباطؤا قويا إلى 0,7% في 2025، متأثرا بالأساس بالعقوبات المفروضة على شركات النفط الوطنية وبانخفاض صادرات النفط نحو الصين والهند. ويرتقب أن يتراجع بعد ذلك إلى 0,5% في 2026 قبل أن ينتعش إلى 1% في 2027.

وفي أسواق المواد الأساسية، من المرجح أن يتواصل المنحى التنافسي للأسعار، بسبب ارتفاع العرض في الدول الأعضاء في منظمة أوبك+ وتواصل ضعف نمو الاستهلاك. ويرتقب أن يتراجع سعر البرنت على الخصوص من 79,8 دولارا للبرميل في المتوسط خلال سنة 2024 إلى 68,4 دولارا سنة 2025، ثم إلى 63,1 دولارا في 2026. وبالنسبة للفوسفات المغربي ومشتقاته، يرتقب، حسب توقعات وحدة أبحاث المواد الأولية، أن يرتفع سعر الفوسفات ثنائي الأمونيوم إلى 712 دولارا في المتوسط خلال السنة الجارية، قبل أن يتراجع إلى 694 دولارا في 2026 وإلى 641 دولارا في 2027. أما سعر الفوسفات الثلاثي الممتاز، فينتظر أن ينتقل من 521 دولارا للطن في 2025 إلى 502 دولارا سنة 2026، ثم إلى 487 دولارا في 2027. أما الفوسفات الخام، فيرتقب أن ينخفض سعره إلى 211 دولارا للطن في 2025، وإلى 195 دولارا للطن في 2026، ثم إلى 182 دولارا في 2027. وفيما يخص المواد الغذائية، فبعد انخفاضه بنسبة 2% المسجل سنة 2024، ينتظر أن يرتفع مؤشر منظمة الزراعة والأغذية بنسبة 4,8% سنة 2025، مدفوعا أساسا بنمو أسعار الزيوت النباتية واللحوم، ثم يسجل بعد ذلك ارتفاعا أكثر اعتدالا نسبته 0,7% في 2026 و2% سنة 2027.

وفي ظل هذه الظروف، من المرجح أن يواصل التضخم تراجعته على الصعيد العالمي، لينخفض من 3,7% في 2024 إلى 2,9% في 2025 و2026، قبل أن يرتفع إلى 3,1% في 2027. وفي منطقة الأورو، ورغم ارتفاع الرسوم الجمركية واضطراب سلاسل التوريد، يرتقب أن يبقى التضخم مستقرا حوالي النسبة المستهدفة من طرف البنك المركزي الأوروبي في أفق التوقع، بينما يتوقع أن يظل في الولايات المتحدة في مستوى أعلى من النسبة المستهدفة من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، منتقلا من 3% سنة 2024 إلى 2,8% في السنة الجارية، وإلى 3,1% سنة 2026، قبل أن يتباطأ إلى 2,7% في 2027.

وعلى الصعيد الوطني، يتوقع أن تتميز سنة 2025 بتسارع وتيرة نمو مبادلات السلع والخدمات، مما يعكس بالأساس ارتفاع الصادرات بنسبة 4,5% والواردات بواقع 7,7%، وكذا الزيادة الواضحة في مداخيل الأسفار التي يرتقب أن تسجل مع نهاية السنة تزايدا بنسبة 23% مقارنة بسنة 2024. كما يرتقب أن يبلغ عجز الحساب الجاري حوالي 1,8% من الناتج الداخلي الإجمالي، بعد 1,2% سنة 2024. ومن جهة أخرى، يرجح أن تبلغ عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة ما يعادل 3,4% من الناتج الداخلي الإجمالي، مقابل 2,7% سنة 2024. وفي ظل هذه الظروف، ينتظر أن تبلغ الأصول الاحتياطية الرسمية 425,2 مليار درهم في 2025، أي ما يعادل 5 أشهر و16 يوما من واردات السلع والخدمات.

وعلى المدى المتوسط، من المرجح أن تواصل المبادلات التجارية ارتفاعها. وهكذا، يتوقع أن ترتفع الصادرات بنسبة 8,4% سنة 2026 و7,9% سنة 2027، مدفوعة بالانتعاش المرتقب لقطاع صناعة السيارات الذي ينتظر أن تصل مبيعاته إلى 83,4 مليار درهم سنة 2027، لتبلغ صادرات قطاع صناعة السيارات إجمالا 208,5 مليارات. فضلا عن ذلك، ينتظر أن تعرف صادرات الفوسفات ومشتقاته نموا بنسبة 3,9% في 2026، قبل أن تستقر سنة 2027 عند 112,1 مليار درهم. ومن جانبها، يتوقع أن تتزايد الواردات بنسبة 6,1% في 2026 ثم بواقع 8% سنة 2027، ما يعكس على الخصوص النمو القوي لمقتنيات سلع التجهيز، ارتباطا بدنامية الاستثمار. أما الفاتورة الطاقية، فيرجح أن تنخفض بنسبة 8,4% في 2026 قبل أن ترتفع بنسبة 8,2% في 2027 لتصل إلى 100,5 مليار درهم. وبموازاة ذلك، ينتظر أن تواصل مداخيل الأسفار ديناميته، مع تسجيل ارتفاعات نسبتها 5,4% سنة 2026 و6,1% سنة 2027 لتصل إلى 154,7 مليار درهم. وبخصوص تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، فمن المرتقب أن ترتفع بواقع 4,6% في 2026 و2,2% في 2027، لتصل إلى 130,2 مليار درهم. ومن شأن هذه التطورات أن تحصر عجز الحساب الجاري في نسبة 1,5% من الناتج الداخلي الإجمالي في سنة 2026 و1,9% في 2027. أما عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فيرتقب أن تبلغ ما يعادل 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي على المدى المتوسط.

وبناء على فرضية تحقق التمويلات الخارجية المرتقبة، يرجح أن تتعزز الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 437,9 مليارات مع متم سنة 2026، ثم إلى 448,2 مليارات في نهاية سنة 2027، ما يمثل تغطية 5 أشهر و10 أيام، ثم 5 أشهر ونصف من واردات السلع والخدمات، على التوالي.

وبخصوص الأوضاع النقدية، من المرجح أن يرتفع عجز السيولة إلى 132,1 مليار درهم مع متم سنة 2025 وإلى 146,8 مليارات سنة 2026، وإلى 158 مليارات سنة 2017، ارتباطاً على الخصوص بارتفاع عدد الأوراق البنكية والقطع النقدية المتداولة. أما بالنسبة للقروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي، وأخذاً بالاعتبار الأرقام المحققة وآفاق النشاط الاقتصادي وتوقعات النظام البنكي، يرتقب أن تتسارع وتيرة تطورها من 2,6% سنة 2024 إلى 4,1% في 2025 ثم إلى 5% سنتي 2026 و2027.

وعلى مستوى المالية العمومية، يتوقع أن يتقلص عجز الميزانية إلى 3,6% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2025، قبل أن يستقر عند 3,4% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2026 و2027. وتأخذ هذه التوقعات بالاعتبار البيانات الواردة في مشروع قانون المالية لسنة 2026، وبرمجة الميزانية الثلاثية 2026-2028، والتوقعات الماكرو اقتصادية الجديدة لبنك المغرب. كما أنها تشمل أيضاً تحيينات توقعات اختتام السنة المالية 2025 التي نشرتها وزارة الاقتصاد والمالية في وثيقة برمجة الميزانية الثلاثية 2026-2028.

وفيما يتعلق بالنشاط الاقتصادي، وبعد تسجيل نمو نسبته 3,8% سنة 2024، يرجح أن يعرف النمو تسارعا واضحا ليصل إلى 5% خلال السنة الجارية، ما يعكس ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5% من جهة، وتحسن القيمة المضافة غير الفلاحية بواقع 5%، من جهة أخرى. وعلى المدى المتوسط، من المتوقع أن يرتفع النمو إلى 4,7% سنة 2026 ثم إلى 4,3% في 2027، مع فرضية العودة إلى تسجيل مواسم فلاحية متوسطة. وبالنسبة للأنشطة غير الفلاحية، ينتظر أن يواصل نموها ارتفاعه، ليصل إلى 4,8% في 2026 ثم إلى 4,5% سنة 2027. وبالنسبة للطلب، يرتقب أن يواصل مكونه الداخلي دعمه للنمو فيما ينتظر أن تبقى مساهمة الصادرات الصافية سلبية.

وفي هذا السياق، من المرجح أن يبلغ التضخم 0,8% سنة 2025 قبل أن يتسارع تدريجياً إلى 1,3% سنة 2026 ثم إلى 1,9% في 2027. ويرتقب أن يتباطأ مكونه الأساسي إلى 0,7% سنة 2025 وأن يتطور بنفس الوتيرة سنة 2026، قبل أن يرتفع إلى 1,9% في سنة 2027.

وبالرغم من التراجع النسبي للتوترات التجارية، تبقى الشكوك المحيطة بتوقعات الاقتصاد العالمي مرتفعة، ويمكن أن تؤدي إلى كبح الاقتصاد العالمي، واختلال سلاسل التوريد، وأن تؤثر، في نهاية المطاف، سلباً على النمو العالمي. وتنضاف إلى هذه العناصر الصعوبات المستمرة التي يعاني منها قطاع العقار في الصين، وتفاقم الدين العمومي العالمي، وكذا استمرار الضغوط التضخمية في بعض الاقتصادات الكبرى، وخاصة الولايات المتحدة. وأخيراً، من شأن تواصل النزاعات في الشرق الأوسط والحرب في أوكرانيا، أن تزيد من هشاشة النشاط الاقتصادي العالمي وتنامي الضغوط على سلاسل التوريد، وخاصة الطاقة منها.

وعلى الصعيد الوطني، فإن أهم المخاطر التي تحيط بالنشاط الاقتصادي مرتبطة بتوالي فترات الجفاف، وتفاقم الإجهاد المائي. غير أن الأوراش التي تم إطلاقها أو المبرمجة في إطار احتضان التظاهرات الرياضية الدولية، قد يكون لها تأثير إيجابي أكبر وقد تؤدي إلى تحقيق وتيرة نمو أسرع. أما بالنسبة للتضخم، فرغم تقلصه خلال الشهور الأخيرة، تظل الشكوك متجهة نحو الارتفاع. وبالإضافة إلى العناصر الخارجية، فإن الظروف المناخية غير المواتية قد تؤدي إلى ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية.

1. التطورات الدولية

تميز المحيط الدولي خلال الفصل الرابع من سنة 2025 بإبرام اتفاقات تجارية جديدة بين الولايات المتحدة والعديد من شركائها، بما فيهم الصين، ما ساهم في تهدئة نسبية للتوترات التجارية. ومن جهة أخرى، أدى انتهاء حالة الإغلاق الحكومي الأمريكي في 12 نوفمبر، بعد شلل غير مسبوق دام ستة أسابيع، إلى تدني الشكوك. غير أن تواصل التوترات الجيوسياسية وتقلب الأسواق المالية وكذا الشكوك المرتبطة بالتأثيرات المترتبة على المدى المتوسط عن السياسة التجارية الأمريكية، كلها واصلت تأثيرها السلبي على الآفاق الاقتصادية العالمية.

وفي هذا السياق، تشير المعطيات المتاحة إلى تباطؤ النمو الاقتصادي، خاصة في منطقة الأورو وفي الصين. كما تشير إلى تسارع طفيف للتضخم في الولايات المتحدة، وفي منطقة الأورو، وكذلك في الصين. وفي أسواق الشغل على مستوى الاقتصادات المتقدمة، تزايدت بوادر انحسار الضغوط، كما يظهر ذلك التطور الأخير لنسبة البطالة في الولايات المتحدة. وفيما يتصل بالأسواق المالية، اتسم شهر نوفمبر على الخصوص بتقلب شديدة لأسواق البورصة الأمريكية، ارتباطاً بالأساس بالشكوك المتزايدة بشأن التقييم المبالغ فيه لفرعي التكنولوجيا والذكاء الاصطناعي. وأخيراً، في أسواق السلع الأساسية، تراجع سعر البرنت بنسبة 14,4% على أساس سنوي خلال الشهور الأحد عشر الأولى من السنة، بينما اتجهت أسعار المنتجات غير الطاقية إجمالاً نحو التزايد، مدفوعة بالأساس بارتفاع أسعار المعادن والخامات، وبدرجة أقل، بتزايد أسعار المنتجات الفلاحية.

1.1 النشاط الاقتصادي والتشغيل

1.1.1 النشاط الاقتصادي

الأسر، والتخفيف من تأثير التضخم وتعزيز الاستثمار في قطاعات استراتيجية من قبيل أشباه الموصلات، والذكاء الاصطناعي والانتقال الطاقوي.

وفي الاقتصادات الصاعدة، تباطأت وتيرة النشاط خلال الفصل الثالث في الصين لتصل إلى 4,8% بعد 5,2% في الفصل الثاني، نتيجة بالأساس لضعف الاستهلاك، وتقلص قطاع العقار وتراجع الاستثمار. وتجدر الإشارة إلى أن السلطات أعلنت في شهر أكتوبر عن أولويات المخطط الخماسي (2026-2030)². ويركز هذا المخطط على نمو عالي الجودة يعتمد على الابتكار والاستقلالية التكنولوجيين، وعلى الدور المحوري لقطاع الصناعات التحويلية، وكذا على التحفيز المستمر للاستهلاك، وذلك من خلال تعزيز الصلابة المالية والانتقال الأخضر.

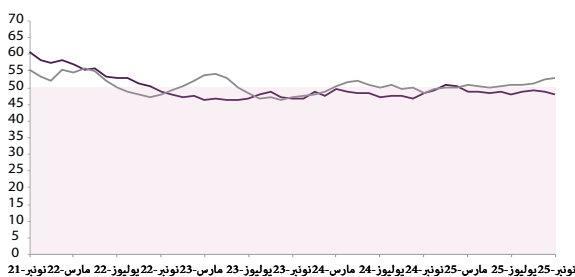
وبخصوص باقي أبرز الاقتصادات الصاعدة، تسارع النمو في الهند من 7,8% في الفصل الثاني إلى 8,2% في الفصل الثالث، في حين

في الولايات المتحدة، تبقى البيانات المتاحة هي تلك الخاصة بالفصل الثاني من سنة 2025¹، وهي تشير إلى ارتفاع معتدل للنمو إلى 2,1% بعد 2% في الفصل السابق، مدعوماً بالأساس باستمرار قوة الاستثمارات المرتبطة بالذكاء الاصطناعي. وفي منطقة الأورو، تباطأت وتيرة النشاط إلى 1,4% في الفصل الثالث مقابل 1,6% في الفصل السابق، لكن مع تسجيل تطورات متباينة بين الدول الأعضاء. فقد تسارع النمو من 0,7% إلى 0,9% في فرنسا، ومن 0,5% إلى 0,6% في إيطاليا، فيما بقي مستقرًا عند 0,3% في ألمانيا، وتباطأ من 3% إلى 2,8% في إسبانيا. وفي باقي الاقتصادات المتقدمة، تراجع النمو إلى 1,3% في المملكة المتحدة خلال الفصل الثالث بعد 1,4% في الفصل السابق، وإلى 0,7% عوض 1,9% في اليابان خلال نفس الفترة. ويأتي هذا التباطؤ في الوقت الذي صادقت فيه الحكومة اليابانية الجديدة، في 21 نونبر، على مخطط واسع لإنعاش الاقتصاد بغلاف مالي يبلغ نحو 21300 ين (وهو مبالغ يعادل حوالي 117 مليار أورو) لتشجيع استهلاك

2 يرتقب الكشف عن التفاصيل الكاملة لهذا المخطط أثناء الدورة السنوية المقبلة للبرلمان في شهر مارس 2026.

1 كان من المفترض نشر التقدير المؤقت للنمو الاقتصادي الأمريكي للفصل الثالث بتاريخ 30 أكتوبر، غير أن الإغلاق الحكومي أدى إلى تأجيله. ولن يتم نشر سوى التقدير النهائي الصادر في 19 ديسمبر 2025.

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



مؤشر مدراء المشتريات الخاص بالقطاع الصناعي في الولايات المتحدة
مؤشر مدراء المشتريات المركبة بمنطقة الأورو

المصدر: Thomson Reuters Eikon

2.1.1 سوق الشغل

في أسواق الشغل، تظهر البيانات الخاصة بشهر شتبر ارتفاعا جديدا لنسبة البطالة في الولايات المتحدة إلى 4,4% بعد 4,3% في شهر غشت، وصاحب هذا التطور ارتفاع واضح لعدد مناصب الشغل المحدثة والتي بلغت 119 ألف منصب بعد فقدان 4 آلاف منصب في الشهر السابق. وفي منطقة الأورو، ظلت نسبة البطالة مستقرة عند 6,4% في أكتوبر. وبالفعل، بقيت هذه النسبة دون تغيير عند 3,8% في ألمانيا، وعند 7,7% في فرنسا، وعند 10,5% في إسبانيا، فيما تراجعت من 6,2% إلى 6% في إيطاليا. أما في المملكة المتحدة، فتشير البيانات الخاصة بشهر شتبر إلى ارتفاع نسبة البطالة إلى 5%.

جدول 2.1 : تطور نسبة البطالة (%)

	2025			2024	2023	(%)
	أكتوبر	شتبر	غشت			
الولايات المتحدة	غير متوفر	4,2	4,1	4,0	3,6	
منطقة الأورو	6,4	6,2	6,3	6,4	6,6	
فرنسا	7,7	7,6	7,6	7,4	7,3	
ألمانيا	3,8	3,7	3,7	3,4	3,1	
إيطاليا	6,0	6,0	6,2	6,5	7,7	
إسبانيا	10,5	10,4	10,4	11,4	12,2	
المملكة المتحدة	غير متوفر	4,7	4,7	4,3	4,1	

المصدر: Eurostat و BLS

تباطأ من 4,9% إلى 3,7% في تركيا، ومن 2,4% إلى 1,8% في البرازيل. وفي روسيا، تبقى البيانات المتاحة هي تلك الخاصة بالفصل الثاني، وهي تظهر تباطؤ وتيرة النشاط إلى 1,1% بعد 1,4% في الفصل الأول.

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

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

المصدر: Eurostat و Thomson Reuters Eikon

وبالنسبة لمؤشرات النشاط المتقدمة، ارتفع مؤشر مديري المشتريات المركب لمنطقة الأورو ليصل إلى 52,8 في شهر نوفمبر مقابل 52,5 في أكتوبر، فيما تقلص مؤشر مديري المشتريات الخاص بالقطاع الصناعي في الولايات المتحدة من 48,7 إلى 48,2 خلال نفس الفترة.

2.1 الأوضاع النقدية والمالية

1.2.1 قرارات السياسات النقدية

وبالنسبة للاقتصادات الصاعدة الرئيسية، أبقى كل من بنك الصين³ وبنك البرازيل المركزيين، عقب اجتماعيهما المنعقدتين في نوفمبر ودجنبر، على سعر فائدهما الرئيسي دون تغيير عند 3% و15%، على التوالي. وخلافا لذلك، قلص بنك الهند المركزي سعر فائده الرئيسي بمقدار 25 نقطة أساس إلى 5,25% في شهر دجنبر. كما خفض كل من بنك روسيا وبنك تركيا المركزيين، إثر اجتماعيهما المنعقدتين في أكتوبر ودجنبر، سعر فائدهما الرئيسي بما قدره 50 نقطة أساس إلى 16,5% و150 نقطة أساس إلى 38%، على التوالي.

2.2.1 الأسواق المالية

على مستوى أسواق الصرف، ارتفعت قيمة الأورو خلال الشهور الأحد عشر الأولى من السنة بنسبة 7,6% مقابل الدولار الأمريكي، لتصل إلى 1,16 دولارا في المتوسط خلال شهر نوفمبر. وبالفعل، تأثرت العملة الأمريكية بالشكوك القوية المحيطة بالسياسات الاقتصادية للإدارة الأمريكية منذ بداية السنة، وخلال الفترة الأخيرة بتوقع انخفاض جديد للنطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي على الأموال الفيدرالية في شهر دجنبر. كما ارتفعت قيمة الأورو خلال نفس الفترة بواقع 3,9% إزاء الين الياباني وبنسبة 3,2% مقابل الجنيه الإسترليني.

وبخصوص عملات أبرز الاقتصادات الصاعدة، فقد سجلت، خلال الشهور الأحد عشر الأولى من السنة، تطورات متباينة مقابل الدولار، مع تسجيل انخفاضات بالنسبة للرغينيبي الصيني (1,1-%) والريال البرازيلي (3,8-%)، وارتفاعات بالنسبة للروبية الهندية (2,1+) واليرة التركية (12%+).

قرر البنك المركزي الأوروبي، على إثر اجتماعه المنعقد يوم 30 أكتوبر، الإبقاء على أسعار فائده الرئيسية الثلاثة دون تغيير، وهو القرار الثالث على التوالي الذي يبقي الوضع على ما هو عليه، بعد ما مجموعه ثماني تخفيضات متتالية منذ يونيو 2024، وأشار إلى أن التضخم يقارب حاليا النسبة المستهدفة على المدى المتوسط وقدرها 2%، وأن الآفاق تبقى دون تغيير إجمالا. كما أشار إلى أن محفظتي برنامجه المتعلق بشراء الأصول وبرنامج مشتريات الطوارئ لمواجهة الجائحة (PEPP) تتقلصان بوتيرة معتدلة ومتوقعة، لكون النظام الأوروبي لم يعد يستثمر التسديدات برسم المبلغ الأساسي للسندات التي حل أجل استحقاقها.

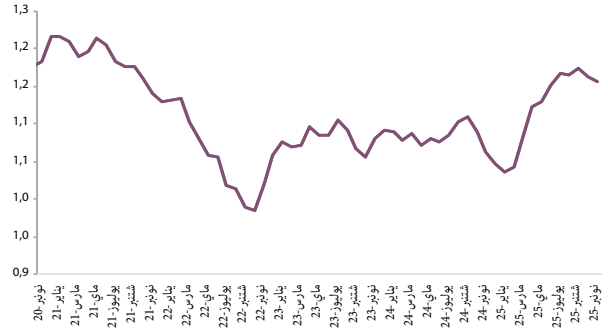
في المقابل، قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، خلال اجتماعه المنعقد يومي 9 و10 دجنبر، خفض النطاق المستهدف لسعر فائده الرئيسي للمرة الثالثة على التوالي، بمقدار 25 نقطة أساس إلى [3,50% - 3,75%]، أخذا بالاعتبار ارتفاع نسبة البطالة وتفاقم مخاطر التطورات السلبية التي تخيم على آفاق التشغيل. وأشار الاحتياطي الفيدرالي إلى أنه، وفقا للمؤشرات المتاحة، فقد نما النشاط الاقتصادي بوتيرة معتدلة. كما تباطأت عملية إحداث مناصب الشغل خلال السنة الجارية، وارتفعت نسبة البطالة بقدر طفيف إلى غاية شهر شتنبر. وفيما يتعلق بالتضخم، فقد ارتفع منذ بداية السنة ويبقى مرتفعا نسبيا. ومن جهة أخرى، أعلن الاحتياطي الفيدرالي العودة إلى عمليات شراء سندات الخزينة لأجل قصير من أجل الحفاظ على مخزون كاف في الاحتياطي.

ومن جانبه، قرر بنك إنجلترا، عقب اجتماعه المنعقد في 5 نوفمبر، الإبقاء على سعر فائده الرئيسي عند 4%، مشيرا إلى تواصل الجهود المتعلقة بخفض التضخم الأساسي، مدعومة بالتوجه التشديدي للسياسة النقدية. كما قرر بنك اليابان، خلال اجتماعه المنعقد يومي 29 و30 أكتوبر، الإبقاء على سعر فائده دون تغيير عند 0,5%.

3 سعر الفائدة التفضيلي لسنة واحدة («Loan Prie Rate»).

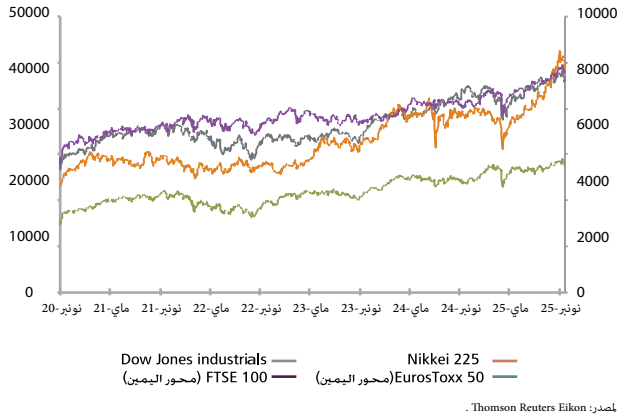
(-2,4%) وآبل (0,7%-). غير أن هذا التصحيح يبدو بمثابة تعديل تقني بعد التوسع الكبير للتقييمات الذي سجل منذ بداية السنة. فقد ارتفعت نسب السعر إلى الأرباح بقدر كبير، حيث بلغت في بداية شهر نونبر مستويات مرتفعة 4 جدا، أي 59 بالنسبة لنفيديا، و313 بالنسبة لتيسلا، و37 بالنسبة لآبل وأمازون وميكروسوفت، و22 بالنسبة لميتا و28 بالنسبة لألفاي. وانطلاقا من الأسبوع الأخير من شهر نونبر، سجلت أسعار هذه الشركات ارتفاعا قويا، على اعتبار أن عملية التصحيح قد تكون مؤقتة في سياق الدينامية التصاعدية المستمرة للقيم التكنولوجية.

رسم بياني 2.1: تطور سعر صرف الأورو مقابل الدولار



المصدر: Thomson Reuters Eikon

رسم بياني 3.1: تطور مؤشرات البورصة الرئيسية للاقتصادات المتقدمة



المصدر: Thomson Reuters Eikon

وعلى مستوى أسواق البورصة في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، كانت الأداءات إيجابية على العموم خلال الشهور الأحد عشر الأولى من السنة. ففي أوروبا، كانت المؤشرات مدعومة بأوضاع مالية أكثر تيسيرا. وفي الولايات المتحدة، وبالرغم من الشكوك القوية التي تحيط بالسياسات التجارية والمالية، فإن الأسواق استفادت من الدينامية الواضحة للقيم التكنولوجية والمتعلقة بالذكاء الاصطناعي، بالرغم من علامات الركود التي أظهرتها هذه الأخيرة في شهر نونبر. وفي المجمل، سجلت مكاسب بواقع 9% بالنسبة لمؤشر Eurostoxx 50، و10,7% بالنسبة لمؤشر داو جونز الصناعي، و8% بالنسبة لمؤشر FTSE 100، و3,8% بالنسبة لمؤشر نيكاي 225.

وصاحب كل هذه التطورات ارتفاع في العزوف عن المجازفة سواء في الأسواق المالية الأمريكية، مع انتقال مؤشر VIX من 15 في شهر دجنبر إلى 17 في شهر نونبر، مع تسجيل ذروة قدرها 26,45 في 20 نونبر، أو الأسواق المالية الأوروبية، مع ارتفاع مؤشر VSTOXX إلى 20 في شهر نونبر، مقابل 16 في دجنبر 2024. وعلى مستوى الاقتصادات الصاعدة، عرف مؤشر MSCI EM ارتفاعا بنسبة 10,3% خلال الشهور الأحد عشر الأولى من السنة، مع تسجيل ارتفاع نسبته 18,3% بالنسبة للمؤشر الفرعي الصيني وبواقع 5,4% بالنسبة للمؤشر الفرعي البرازيلي.

وعلى وجه الخصوص، اتسم شهر نونبر بتقلبات حادة في أسواق الأسهم الأمريكية، في سياق طغى عليه استمرار الجمود المالي داخل الإدارة الفيدرالية. وقد تفاقم هذا الاضطراب بفعل تصاعد المخاوف من تراجع الزخم الذي كانت تحظى به أسهم شركات التكنولوجيا والشركات المرتبطة بالذكاء الاصطناعي، إذ بات بعض المستثمرين يخشون تزايد مخاطر تشكل فقاعة المضاربة.

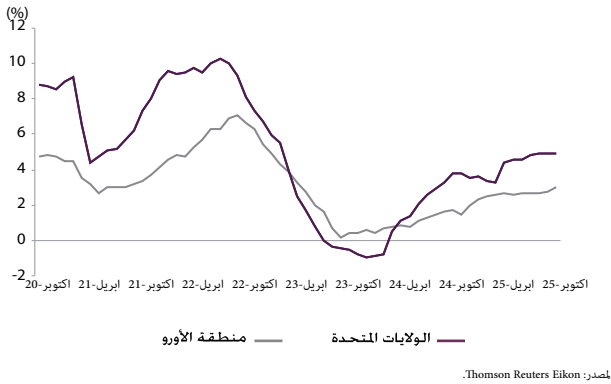
وخلال الفترة الممتدة بين 13 و21 نونبر، أدى هذا التخوف إلى تصحيح ملموس لأسعار أبرز الرساميل التكنولوجية، وخاصة رساميل «السبعة الكبار». فقد سجلت أمازون وتيسلا انخفاضا بحوالي 10%، بينما تراجعت نفيديا وميكروسوفت بحوالي 7,7%. وكانت الانخفاضات أكثر اعتدالا هي تلك التي شهدتها ميتا

4 بالمقارنة مع متوسط نسبة السعر إلى الفائدة لـ S&P 500 الذي بلغ 27,7 خلال الشهور الأحد عشر الأولى من سنة 2025.

5 ثاني أعلى ذروة تسجل خلال السنة، حيث سجلت الذروة الأولى البالغة 52,3 في 8 أبريل نتيجة لسلسلة قرارات رفع الرسوم الجمركية التي اتخذتها الإدارة الأمريكية.

وفي الأسواق النقدية، سُجل انخفاض بمقدار 60 نقطة أساس إلى 2%، خلال الشهور الأحد عشر الأولى من سنة 2025، بالنسبة للفائدة ما بين البنوك الأوروبية لمدة ثلاثة أشهر (Euribor)، و40 نقطة أساس إلى 4,3% بالنسبة لسعر التمويل المضمون لليلة واحدة (SOFR). وفيما يتعلق بالائتمان البنكي، فقد بقي نموه مستقرا، على أساس سنوي، في 4,9% خلال شهر أكتوبر في الولايات المتحدة، وتسارع من 2,8% في شهر شتنبير إلى 3,0% في شهر أكتوبر، في منطقة الأورو.

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

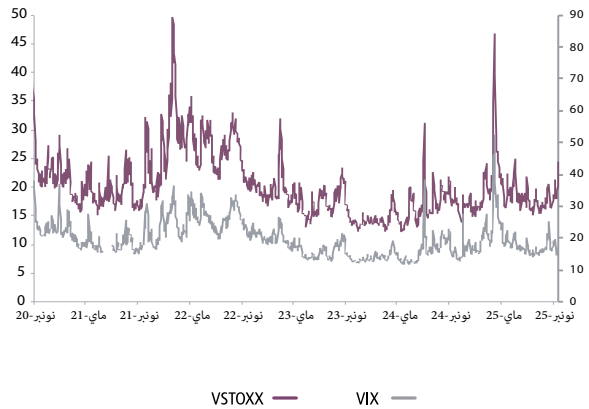
في سوق النفط، سجل سعر البرنت على الخصوص، خلال الشهور الأحد عشر الأولى من السنة 6، انخفاضا متوسطا بنسبة 5,7% ليصل إلى 69,6 دولارا للبرميل، أي بتقلص نسبته 14,4% على أساس سنوي. ويعزى هذا التطور بالأساس إلى ارتفاع العرض في الدول الأعضاء في منظمة أوبيك⁷ وبالنمو المعتدل للمطلب العالمي.

وفي السوق الأوروبية، انخفض سعر الغاز الطبيعي بنسبة 12,1% خلال الشهور الأحد عشر الأولى من السنة، ليلعب في المتوسط 12,2 دولارا لمليون وحدة حرارية، بينما سجل ارتفاعا بنسبة 13,9% مقارنة بمستواه المسجل في السنة السابقة.

6 مقارنة بشهر دجنبر 2024.

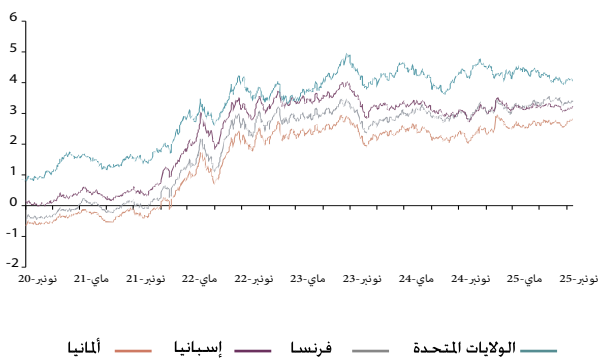
7 قررت هذه الدول أثناء اجتماعاتها الشهرية الثلاثة الأخيرة، زيادة إنتاج النفط بما قدره 137000 برميل يوميا خلال الشهر الثلاثة الأخيرة من سنة 2025، وتعليق هذه الزيادة خلال الفصل الأول من 2026.

رسم بياني 4.1: تطور مؤشر VIX ومؤشر VSTOXX



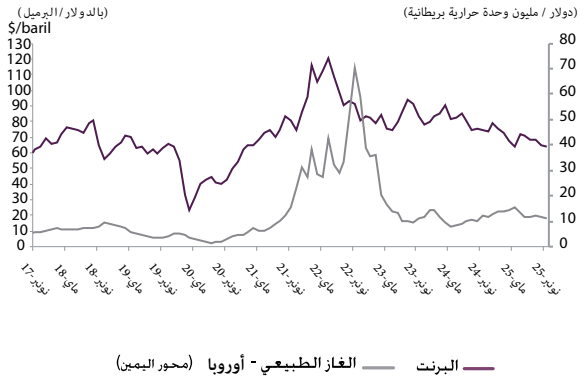
ومن جانبها، شهدت أسواق السندات السيادية للاقتصادات المتقدمة تطورات متباينة. فبعد الشهور الأحد عشر الأولى من السنة، بقيت عائدات السندات لأجل 10 سنوات مستقرة في 4,1% في الولايات المتحدة، بينما ارتفعت إلى 2,8% في ألمانيا (+42 نقطة أساس)، وإلى 3,4% في فرنسا (+33 نقطة أساس)، وإلى 3,2% في إسبانيا (+31 نقطة أساس)، وإلى 3,4% في إيطاليا (+26 نقطة أساس)، ما يعكس إجمالا الشكوك المتعلقة بمسار السياسة المالية وحالات العجز العمومي. وبالنسبة للاقتصادات الصاعدة الرئيسية، بقيت هذه العائدات دون تغيير عند 1,8% بالنسبة للصين، وانخفضت بمقدار 91 نقطة أساس إلى 13,7% بالنسبة للبرازيل، و27 نقطة أساس إلى 6,5% بالنسبة للهند، بينما تزايدت بواقع 113 نقطة أساس إلى 29,2% في تركيا.

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



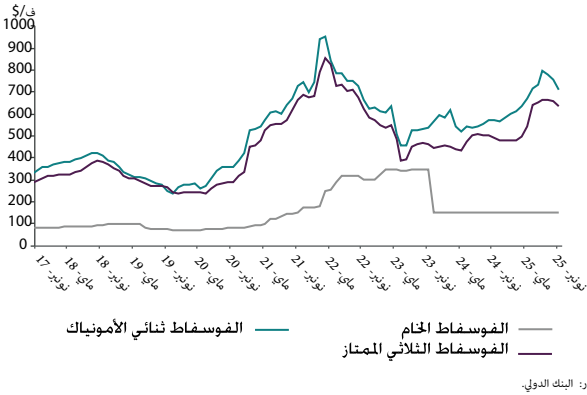
وبخصوص الفوسفات ومشتقاته، ظلت الأسعار دون تغيير عند 152,5 دولارا للمطن بالنسبة للفوسفات الخام خلال الشهور الأحد عشر الأولى من السنة، بينما ارتفعت الأسعار في المتوسط بنسبة 21,5% إلى 690,5 دولارا للمطن بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيوم، و21,7% إلى 581,2 دولارا للمطن بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز. وعلى أساس سنوي، سجلت الأسعار ارتفاعا بواقع 22,6% بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيوم، و22,5% بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز، فيما بقيت أسعار الفوسفات الخام دون تغيير مقارنة بالسنة السابقة.

رسم بياني 7.1: السعر العالمي للبرنت والغاز الطبيعي - أوروبا



المصدر: البنك الدولي.

رسم بياني 9.1: تطور الأسعار العالمية للفوسفات ومشتقاته

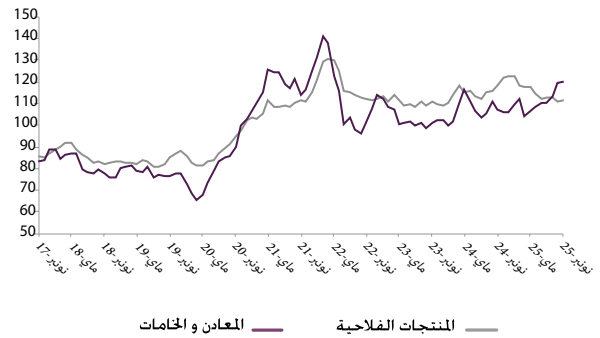


المصدر: البنك الدولي.

2.3.1 أسعار المواد الأولية غير الطاقة

خلال الشهور الأحد عشر الأولى من السنة، سجلت أسعار المنتجات غير الطاقة تراجعاً متوسطاً نسبته 1,6% يشمل انخفاض أسعار المنتجات الفلاحية بنسبة 5,3% وارتفاع أسعار المعادن والخامات بواقع 4,6%. وعلى أساس سنوي، ارتفعت الأسعار إجمالاً بنسبة 2,7%، مع تسجيل تزايد أسعار المنتجات الفلاحية بنسبة 1,2% وأسعار المعادن والخامات بنسبة 3,8%. وبالنسبة للمذهب، فقد واصل الاستفادة من وضعه كملاذ آمن، مسجلاً ارتفاعاً متوسطاً نسبته 27% خلال الشهور الأحد عشر الأولى من السنة، ليصل إلى متوسط سعر قدره 3363 دولاراً للأوقية، أي بزيادة نسبتها 42,2% على أساس سنوي.

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



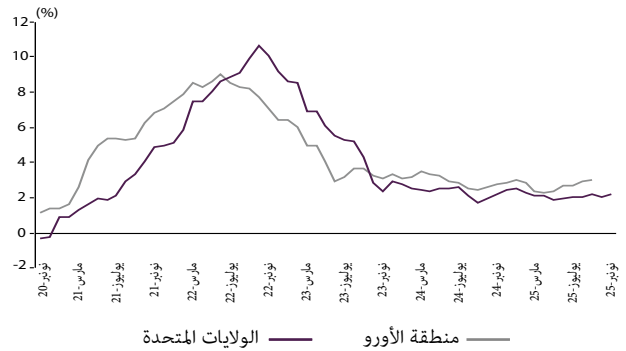
المصدر: البنك الدولي.

3.3.1 التضخم

بقي التضخم السنوي في الولايات المتحدة في مستوى أعلى من النسبة المستهدفة من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، حيث تسارع إلى 3% في شتبر بعد أن بلغ 2,9% في شهر غشت. وفي منطقة الأورو، تسارع التضخم أيضاً بقدر طفيف، لينتقل من 2,1% في أكتوبر إلى 2,2% في نوفمبر. ويشمل هذا التطور بالخصوص تسارعا من 2,3% إلى 2,6% في ألمانيا، واستقرارا عند 0,8% في فرنسا، وكذا تباطؤا من 1,3% إلى 1,1% في إيطاليا ومن 3,2% إلى 3,1% في إسبانيا. وفي باقي الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، تراجع التضخم من 3,8% في شهر شتبر إلى 3,6% في أكتوبر في المملكة المتحدة، فيما تسارع من 2,8% إلى 3% في اليابان.

وفي أبرز الاقتصادات الصاعدة، تسارع التضخم مجدداً في الصين، حيث بلغ 0,7% في نوفمبر بعد 0,2% في أكتوبر. وتباطأ التضخم من 7,7% في أكتوبر إلى 6,6% في نوفمبر في روسيا ومن 4,7% إلى 4,5% في البرازيل خلال نفس الفترة. أما في الهند، فقد تباطأ التضخم من 1,4% في شتنبر إلى 0,25% في أكتوبر، وهي أدنى نسبة تسجل على الإطلاق. ويعزى هذا التباطؤ القوي بالأساس إلى الانخفاض الواضح لأسعار المواد الغذائية، خاصة الخضار والفواكه والزيوت، وكذا إلى تأثير القاعدة الإيجابي وإلى خفض الضريبة على السلع والخدمات (GST)⁸.

رسم بياني 10.1: تطور التضخم في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو



المصدر: Thomson Reuters Eikon.

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

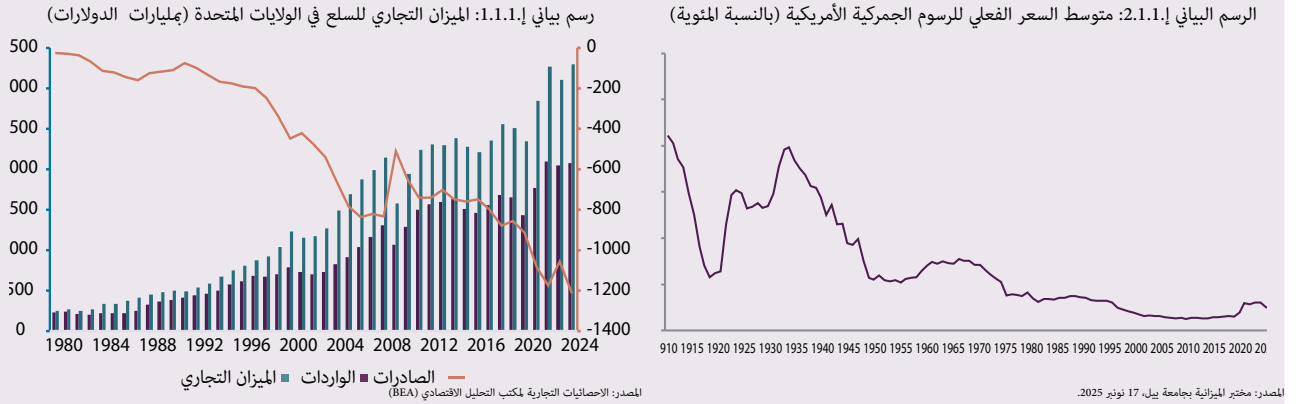
2025			2024	2023	
نوفمبر	أكتوبر	شتنبر			
غير متوفر	غير متوفر	3,0	3,0	4,1	الولايات المتحدة
2,2	2,1	2,2	2,4	5,4	منطقة الأورو
2,6	2,3	2,4	2,5	6,0	ألمانيا
0,8	0,8	1,1	2,3	5,7	فرنسا
3,1	3,2	3,0	2,9	3,4	إسبانيا
1,1	1,3	1,8	1,1	5,9	إيطاليا
غير متوفر	3,6	3,8	2,5	7,3	المملكة المتحدة
غير متوفر	3,0	2,8	2,7	3,3	اليابان

المصدر: Thomson Reuters Eikon و Eurostat وصندوق النقد الدولي

8 أجرت الهند، ابتداء من شتنبر 2025، إصلاحاً شاملاً لنظامها المتعلق بالضريبة على القيمة المضافة المحلية (الضريبة على السلع والخدمات)، وذلك للمرة الأولى منذ 8 سنوات. وتم تخفيض الضرائب على منتجات تمتد من السلع الأساسية الضرورية إلى السلع الفاخرة، بهدف تحفيز نفقات الاستهلاك لدى جميع فئات الدخل.

إطار 1.1: الصدمة الجمركية الأمريكية في 2025: سياسة تجارية ذات نطاق عالمي

تندرج السياسة التجارية التي تنتهجها الإدارة الأمريكية الجديدة في سياق الدينامية المتصاعدة من التقسيم الجيو اقتصادي والانغلاق على الذات، التي لوحظت خلال السنوات الأخيرة. ومنذ تنصيبه في يناير 2025، عمل رئيس الولايات المتحدة على ترسيخ وتعزيز التوجه الحمائي الذي بدأه خلال ولايته الأولى (2017-2020). وقد تجسدت هذه الاستراتيجية في اعتماد سلسلة من الزيادات في الرسوم الجمركية¹، استهدفت أساساً تقليص العجز التجاري (الرسم البياني 1.1.1) وتعزيز تنافسية الصناعة الوطنية. كما استخدمت هذه الأدوات الجمركية كآليات تفاوض لمعالجة قضايا يعتبرها السلطات التنفيذية ذات أولوية، من قبيل تدبير تدفقات الهجرة ومكافحة الاتجار بالمخدرات وحماية الأمن القومي.



وبناء عليه، وخلال الأشهر الأحد عشر الأولى من السنة الجارية، شهد متوسط معدل الرسوم الجمركية الفعلي² المطبق على الواردات الأمريكية ارتفاعاً ملحوظاً، إذ انتقل من 2,4% في يناير إلى 16,8% في نوفمبر، وهو أعلى مستوى يُسجل منذ سنة 1934 (الرسم البياني 2.1.1). وإلى غاية اليوم، يمكن تصنيف مجموع التدابير الجمركية التي اعتمدها الإدارة الأمريكية ضمن ثلاث فئات رئيسية:

- التعريفية الشاملة (سارية منذ 2 أبريل، وأطلقت عليها الإدارة الأمريكية اسم «يوم التحرير»). يُفرض رسم جمركي بنسبة 10% على جميع واردات السلع، بغض النظر عن بلد المنشأ، وينضاف إلى الرسوم المفروضة سابقاً. ويُذكر أن المغرب يُعد من بين البلدان التي لا تزال، إلى حد الآن، خاضعة فقط للتعريفية الشاملة بنسبة 10%.
- التعريفية المتبادلة³ (أُقرت في 7 غشت)، حيث نشر البيت الأبيض قائمة تضم نحو 70 بلداً فُرضت على وارداتها رسوم جمركية إضافية قد تصل إلى 50%. وعلى سبيل المثال، تخضع الهند لتعريفية بنسبة 50% (كانت محددة في البداية عند 25%)، قبل أن تُرفع بمقدار 25 نقطة مئوية إضافية بسبب مشترياتهما من النفط الروسي). كما تُطبق على البرازيل نسبة 50% بسبب المتابعات القضائية الجارية ضد الرئيس السابق جاير بولسونارو على وجه الخصوص، مع استثناءات تشمل بعض الواردات الاستراتيجية (مثل الطائرات المدنية والحديد وعجين الورق والنفط الخام والغاز الطبيعي والأسمدة). أما كندا والمكسيك فتخضعان لرسوم بنسبة 35% و25%، على التوالي، بالنسبة للسلع غير المشمولة باتفاق كندا-الولايات المتحدة-المكسيك (ACEUM).

1 استندت هذه التدابير إلى ثلاث ركائز قانونية رئيسية: المادة 232 من قانون توسيع التجارة لسنة 1962 (التحديات التي تهم الأمن القومي)، والمادة 301 من قانون التجارة لسنة 1974 (الممارسات التجارية غير العادلة)، وقانون الصلاحيات الاقتصادية في حالات الطوارئ الدولية (IEEPA) المتعلق بحالات الطوارئ الوطنية.

2 يمثل هذا المعدل متوسطاً مرجحاً للرسوم الجمركية المدفوعة فعلياً على مجموع واردات السلع إلى الولايات المتحدة، ويكون للمنتجات أو البلدان ذات أحجام الاستيراد الأكبر تأثير أكبر على المعدل المتوسط الإجمالي. وتستند التقييمات التجارية إلى بيانات واردات السلع لسنة 2024، ولا تأخذ في الاعتبار التغيرات المحتملة في الدينامية التجارية استجابة للزيادات الجمركية، سواء من حيث الكم أو السعر. المصدر: «State of U.S. Tariffs»، مختبر الميزانية بجامعة بيل، تقديرات مبنية بتاريخ 17 نوفمبر 2025.

3. يُؤخذ مبدأ المعاملة بالمثل في مفهومه الواسع، إذ لا تقتصر الولايات المتحدة على احتساب المعدلات المطبقة من قبل شركائها التجاريين، بل تأخذ أيضاً في الاعتبار الشروط التجارية الإجمالية، بما في ذلك اختلالات الميزان التجاري وغيرها من الجوانب المفروضة على الصادرات الأمريكية.

• تعريفات قطاعية أفقية: بصرف النظر عن المنشأ الجغرافي، تخضع عدة سلاسل إنتاج تُعد حيوية لرسم خاصة: 10% على الخشب، 25% على السيارات وقطع الغيار، و50% على الصلب والألمنيوم وبعض المنتجات نصف المصنعة أو ذات محتوى مرتفع من النحاس (مع إعفاء النحاس الخام).

وقد دفعت هذه التدابير عددا من البلدان إلى إبرام اتفاقات تجارية ثنائية مع الولايات المتحدة، من بينها⁴:

• الاتحاد الأوروبي (يوليو 2025) : اعتماد تعريفية موحدة بنسبة 15% على الواردات القادمة من الاتحاد الأوروبي، بما في ذلك السيارات والمنتجات الصيدلانية، مقابل سحب تدابير الرد التي كان الاتحاد قد فرضها منذ أبريل 2025، وشراء ما قيمته 750 مليار دولار من الطاقة الأمريكية، والتعهد باستثمارات تراكمية بقيمة 600 مليار دولار داخل الولايات المتحدة بحلول 2028 (نحو 7% من الناتج الداخلي الإجمالي للاتحاد الأوروبي).

• اليابان (يوليو 2025): تطبيق تعريفية بنسبة 15%، بما في ذلك الصادرات من السيارات التي كانت خاضعة في البداية لرسم قدره 27,5%. وتعهدت اليابان باستثمار 550 مليار دولار بحلول 2028 في أشباه الموصلات، وصناعة السيارات، والمنتجات الصيدلانية، والمعادن الحرجة، والذكاء الاصطناعي، إضافة إلى تخفيف القيود على وارداتها من المنتجات الأمريكية (المنتجات الزراعية وصناعة الطيران، والمعدات العسكرية).

• المملكة المتحدة (ماي 2025): الإبقاء على التعريفية المتبادلة بنسبة 10% على معظم الواردات البريطانية، مع استثناء المملكة المتحدة من الزيادة المعممة في الرسوم على الصلب والألمنيوم وقطاع السيارات. وفي المقابل، منحت المملكة المتحدة تسهيلات لبعض المنتجات الأمريكية لولوج سوقها (الإيثانول والمنتجات الزراعية، لا سيما لحوم الأبقار).

• الصين⁵ (أكتوبر 2025): بعد عدة أشهر من التوترات تخللتها رسوم إضافية أمريكية بلغت ذروتها عند 130% في أبريل، وتدابير رد صينية وفترات هدنة متعددة، أبرم البلدان اتفاقا في 31 أكتوبر. ومن الجانب الأمريكي، نص الاتفاق على خفض الرسوم الإضافية المرتبطة بـ«الفنتانيل» من 20% إلى 10%، ما أدى إلى تقليص المعدل الفعلي المتوسط للرسوم من 57% إلى 47%. أما الصين فتعهدت بتعليق تدابير جديدة لمراقبة صادرات المعادن الأرضية النادرة لمدة سنة، وإلغاء التدابير الجمركية المضادة المفروضة منذ مارس 2025، وشراء منتجات زراعية أمريكية (25 مليون طن من فول الصوجا خلال سنوات 2026-2027-2028).

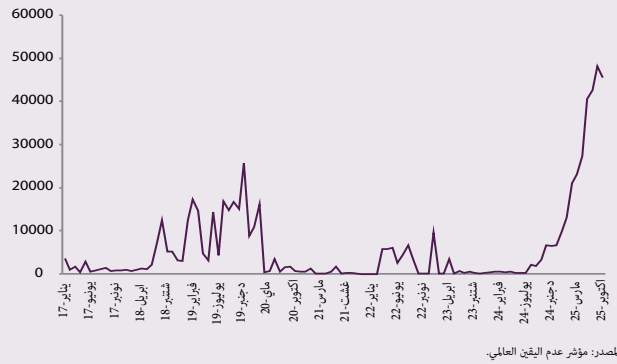
كما أعلنت الولايات المتحدة عن اتفاقات مع عدة اقتصادات آسيوية - كوريا الجنوبية (15%) وإندونيسيا (19%) وفيتنام (20%) والفلبين (19%) - وأربع دول من أمريكا اللاتينية (الأرجنتين وغواتيمالا والإكوادور والسلفادور). ومؤخرا، وفي ظل ارتفاع الأسعار الداخلية لبعض المواد الفلاحية، وقع الرئيس في 14 نوفمبر مرسوما يقضي بإلغاء رسوم كانت قد أُحدثت في أبريل وتشمل، على الخصوص، البن والشاي والموز ولحوم الأبقار وعددا من الفواكه الاستوائية. وفي التاريخ نفسه، أعلنت الولايات المتحدة عن إبرام اتفاق-إطار مع سويسرا وليختنشتاين، يقضي بخفض الرسوم الجمركية الأمريكية على الواردات من 39% إلى 15%. وفي المقابل، التزمت الشركات السويسرية باستثمار 200 مليار دولار في الولايات المتحدة (أساسا في قطاع صناعة الأدوية) بحلول نهاية 2028، منها ما لا يقل عن 67 مليار دولار خلال السنة المقبلة.

4 تحليل خاص: «Special analysis: Tariffs update»، Global Projection model network، غشت 2025.

5 «ورقة حقائق : الرئيس دونالد ج. ترامب يبرم اتفاقا بشأن العلاقات الاقتصادية والتجارية مع الصين»، الموقع الرسمي للبيت الأبيض، 1 نوفمبر 2025.

تتميز هذه الاتفاقات الثنائية بخصائص غير معتادة، من بينها عدم تطبيق بند الأمة الأكثر تفضيلاً (الذي ينص على أن أي ميزة تجارية تُمنح لشريك يجب أن تشمل تلقائياً جميع الشركاء الآخرين)، فضلاً عن التعهدات المحددة المتعلقة بالاستثمارات والمشتريات. وقد ساهمت هذه الاتفاقات، دون شك، في تفادي بعض السيناريوهات الاقتصادية الكلية القصوى، وأسهمت في التخفيف من حدة التوترات التجارية على المدى القصير. غير أن استمرارية هذه الاتفاقات تبقى غير مؤكدة، إذ تصل الالتزامات المطلوبة، لا سيما في مجال الاستثمارات، إلى مبالغ كبيرة، والتي تبدو في بعض الحالات (كما هو الحال بالنسبة للاتحاد الأوروبي) صعبة التنفيذ⁶. أما بالنسبة للاتفاق الأمريكي-الصيني، فيظل مؤقتاً، حيث لا تتجاوز العديد من بنوده أفق سنة واحدة.

الرسم البياني إ.3.1.1: مؤشر عدم اليقين التجاري العالمي



المصدر: مؤشر عدم اليقين التجاري العالمي.

وبشكل أوسع، هزت الصدمة الجمركية الناجمة عن السياسة التجارية الأمريكية النظام التجاري العالمي، حيث أشار صندوق النقد الدولي إلى «إعادة ضبط النظام»، وأدت إلى ارتفاع كبير في حالة اللايقين (الرسم البياني إ.1.3.1) التي تؤثر على الاستثمارات والاستهلاك. فبعد ارتفاع الواردات في النصف الأول من سنة 2025 نتيجة لتوقعات رفع الرسوم الجمركية الأمريكية، من المرتقب أن يتباطأ نمو التجارة العالمية من 2,8% في 2024 إلى 2,4% في 2025 ثم إلى 0,5% في 2026، وفقاً لمنظمة التجارة العالمية⁷. كما تشير أحدث توقعات صندوق النقد الدولي في أكتوبر⁸ إلى تباطؤ الاقتصاد العالمي من 3,3% في 2024 إلى 3,2% في 2025 ثم إلى 3,1% في 2026.

كما ساهمت هذه الصدمة الجمركية، إلى جانب عوامل أخرى (العوامل الجيوسياسية، وتأمين سلاسل الإمداد، والأولويات الصناعية الوطنية)، في تسريع أو إعادة إدراج مفاوضات اتفاقيات التجارة الحرة الثنائية والإقليمية على جدول الأعمال، بهدف تعزيز التكامل والوصول إلى الأسواق، للحفاظ على انفتاح التبادلات وضمان مستوى أفضل من التوقع. ومن بين الاتفاقات التي أبرمت هذا العام: الاتفاق بين الصين ورابطة دول جنوب شرق آسيا (أكتوبر)، وكندا وإندونيسيا (سبتمبر)، والاتحاد الأوروبي وإندونيسيا (سبتمبر)، والاتحاد الأوروبي والمملكة المتحدة (ماي 2025)، والمملكة المتحدة والهند (ماي 2025). وهناك عدة مشاريع جارية، من بينها الاتفاق بين الاتحاد الأوروبي و«ميكروسور»، وبين الاتحاد الأوروبي والهند، وبين رابطة دول جنوب شرق آسيا ومجلس التعاون الخليجي. وقد تؤدي هذه الدينامية إلى إعادة تشكيل كبيرة لسلاسل القيمة العالمية، مع تعزيز التجارة داخل المناطق وبينها، في الوقت الذي يشهد فيه الممر التجاري بين الولايات المتحدة والصين تضيقاً.

6 «تحليل خاص: مستجدات الرسوم الجمركية»، شبكة نموذج الإسقاطات العالمية، غشت 2025.

7 «توقعات وإحصاءات التجارة العالمية»، منظمة التجارة العالمية، أكتوبر 2025.

8 «آفاق الاقتصاد العالمي»، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2025.

2. الحسابات الخارجية

تشير بيانات التجارة الخارجية إلى غاية متم أكتوبر 2025 إلى تواصل دينامية مبادلات السلع، وتعزيز عائدات الأسفار وارتفاع تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج، وكذا إلى تحسن مداخيل الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مقارنة بنفس الفترة من السنة السابقة. فقد تزايدت الواردات بنسبة 9,4% إلى 682,2 مليار درهم والصادرات بنسبة 2,6% إلى 385,2 مليار. وبناء عليه، ارتفع العجز التجاري ليصل إلى 297 مليار درهم، وبلغت نسبة تغطية الصادرات للواردات 56,5% عوض 60,2% في السنة السابقة.

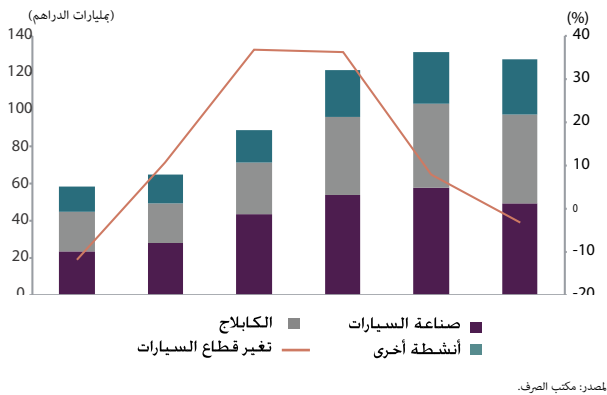
وبالموازاة مع ذلك، سجلت عائدات الأسفار ارتفاعا بنسبة 16,7% لتصل إلى 113,3 مليار، وتزايدت تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج بواقع 1,5% إلى 102,9 مليار. وبخصوص أهم العمليات المالية، فقد ارتفعت مداخيل الاستثمارات الأجنبية المباشرة لتصل إلى 45,4 مليار، بدلا من 35,4 مليار في الفترة نفسها من السنة السابقة، وتراجعت الاستثمارات المباشرة للمغاربة في الخارج بنسبة 26,9% إلى 16,2 مليار.

وفي نهاية أكتوبر 2025، بلغت الأصول الاحتياطية الرسمية لبنك المغرب 431,6 مليار درهم، لتمثل بذلك ما يعادل تغطية 5 أشهر و23 يوم من واردات السلع والخدمات.

1.2 الميزان التجاري

1.1.2 الصادرات

رسم بياني 1.2: صادرات قطاع السيارات في نهاية أكتوبر



يعزى ارتفاع الصادرات بالأساس إلى نمو مبيعات الفوسفات ومشتقاته بنسبة 16,7% إلى 80,6 مليار، مدفوعة بتزايد مبيعات «الأسمدة الطبيعية والكيماوية» بنسبة 15,5% ومبيعات الفوسفات الخام بنسبة 33,9%. وعلى نفس المنوال، واصلت صادرات قطاع صناعة الطيران ديناميتها التصاعدية، محققة ارتفاعا بنسبة 8,3% إلى 23,7 مليار، مع نمو بلغ 8,4% إلى 15,4 مليار بالنسبة لقسم «التصنيع». ومن جانبها،

سجلت صادرات قطاع «الفلاحة والصناعة الغذائية» ارتفاعا بنسبة 1,1% إلى 71,3 مليار، يشمل تزايدا بنسبة 7,3% إلى 33,5 مليار لمبيعات المنتجات الفلاحية وتقلصا بواقع 3,6% إلى 35,4 مليار بالنسبة لمبيعات الصناعة الغذائية.

وعلى النقيض من ذلك، شهدت صادرات قطاع صناعة السيارات تقلصا بنسبة 3,1% إلى 127,2 مليار، ارتباطا بتدني صادرات قسم «التصنيع» بنسبة 15% إلى 49,3 مليار، في حين ارتفعت مبيعات قسم «الكابلات» بواقع 5,5% إلى 47,9 مليار.

وبالمثل، تدنت مبيعات قطاع «النسيج والجلد» بنسبة 3,9% إلى 37,7 مليار، خاصة مع انخفاض بنسبة 3,1% إلى 24,9 مليار بالنسبة لـ «الملابس الجاهزة».

وفي نفس الاتجاه، تراجعت مبيعات قطاع «الإلكترونيك والكهرباء» بنسبة 8,6% إلى 13,9 مليار، ما يعكس انخفاض صادرات «المكونات الإلكترونية» بنسبة 40,4% إلى 3,9 مليار، وهو الانخفاض الذي لم يعوضه نمو مبيعات «الخيوط والكابلات» بنسبة 20,1% إلى 5,5 مليار سوى جزئيا.

2.1.2 الواردات

هم تزايد الواردات جميع المنتجات الرئيسية، باستثناء المنتجات الطاقة التي انخفضت فاتورتها بنسبة 4,4% إلى 91 مليار درهم، ارتباطا أساسا بتقلص واردات «زيوت الغاز وزيوت الوقود» بنسبة 9,2% إلى 43,5 مليار، وتزايدت مقتنيات سلع التجهيز بواقع 15,2% إلى 162,2 مليار، مع ارتفاع قيمة مشتريات «الطائرات وباقي العربات الجوية» التي انتقلت من 631 مليون إلى 4,4 مليار، وكذا مشتريات أجزائها التي تزايدت بنسبة 27,8% إلى 14,1 مليار.

أما واردات سلع الاستهلاك، فقد تنامت بنسبة 12,7% إلى 168,6 مليار، ما يعكس بالخصوص ارتفاع مشتريات «السيارات السياحية» بنسبة 2.37% ومشتريات «الأدوية وباقي المواد الصيدلية» بواقع 21%.

وبالمثل، ارتفعت واردات المنتجات الخام بنسبة 36,9% إلى 36,8 مليار، ما يعكس بالأساس نمو مشتريات «الكبريت الخام وغير المكرر» بنسبة 79,5%، فيما تزايدت واردات المنتجات نصف المصنعة إلى 143,5 مليار، أي بارتفاع نسبته 6,4%.

وفيما يتعلق بمشتريات المنتجات الغذائية، فقد سجلت ارتفاعا بنسبة 3,8% إلى 78,4 مليار، ارتباطا بنمو مشتريات «الحيوانات الحية» بواقع 42,1%. وخلافا لذلك، تراجعت واردات القمح بنسبة 3,2% إلى 14,5 مليار.

جدول 1.2 : الصادرات حسب القطاع (بملايين الدراهم)

القطاعات / الأنشطة	يناير - أكتوبر		التغيرات	
	2024	2025	بالقيمة	%
الصادرات	385 205	375 389	9 816	2,6
الفوسفات ومشتقاته	80 601	69 083	11 518	16,7
الأسمدة الطبيعية والكيميائية	59 227	51 284	7 943	15,5
الفوسفات	8 247	6 161	2 086	33,9
حمض الفسفوريك	13 127	11 637	1 490	12,8
صناعة الطائرات	23 652	21 837	1 815	8,3
التجميع	15 430	14 235	1 195	8,4
نظام الربط البيني للأسلاك الكهربائية (EWIS)	8 144	7 512	632	8,4
الفلحة والصناعة الغذائية	71 311	70 526	785	1,1
الفلحة والغابات والصيد	33 516	31 237	2 279	7,3
صناعة التبغ	1 088	1 132	-44	-3,9
الصناعة الغذائية	35 373	36 711	-1 338	-3,6
صناعات استخراجية معدنية أخرى	4 178	4 623	-445	-9,6
خامات معدنية أخرى ونفايات معدنية	37	196	-159	-81,1
خام الزنك	244	389	-145	-37,3
الرخام: الجرانيت: الجبس وأنواع أخرى من الأحجار	283	352	-69	-19,6
الصناعات الإلكترونية والكهربائية	13 878	15 190	-1 312	-8,6
المكونات الإلكترونية	3 856	6 471	-2 615	-40,4
المعدات الكهربائية الخاصة بالهاتف أو التلغراف السلكي	1 615	1 675	-60	-3,6
الأسلاك والكابلات	5 540	4 614	926	20,1
النسيج والجلد	37 742	39 262	-1 520	-3,9
الملابس المحبوكة	24 875	25 684	-809	-3,1
الجوارب	7 136	7 664	-528	-6,9
المنسوجات المنزلية	324	401	-77	-19,2
السيارات	127 209	131 271	-4 062	-3,1
صناعة السيارات	49 340	58 062	-8 722	-15,0
أجزاء الداخلية للسيارات والمقاعد	8 176	7 707	469	6,1
الكابلاج	47 900	45 402	2 498	5,5
صناعات أخرى	26 634	23 597	3 037	12,9
التعدين وتجهيز المعادن	7 751	6 394	1 357	21,2
صناعة البلاستيك والمطاط	1 885	1 274	611	48,0
صناعة الأدوية	1 207	1 233	-26	-2,1

المصدر: مكتب الصرف

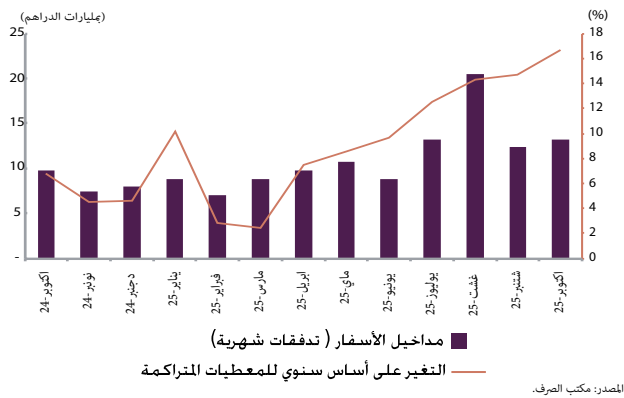
جدول 3.2: ميزان الخدمات (بملايين الدراهم)

التغيرات		يناير - أكتوبر		
%	بالقيمة	2024	2025	
9,0	10 623	117 464	128 087	الواردات
9,6	22 628	234 651	257 279	الصادرات
10,2	12 005	117 187	129 192	الرصيد

المصدر: مكتب الصرف.

وبشكل خاص، واصلت مداخيل الأسفار أداءها الجيد بنمو تدفقها في شهر أكتوبر بنسبة 35% مقارنة مع أكتوبر 2024. وبذلك وصل مبلغها التراكمي خلال الشهور العشرة الأولى من السنة إلى 113,3 مليار، أي بزيادة نسبتها 16,7%. أما النفقات برسم نفس النشاط، فقد تزايدت بنسبة 11,5% إلى 27,5 مليار.

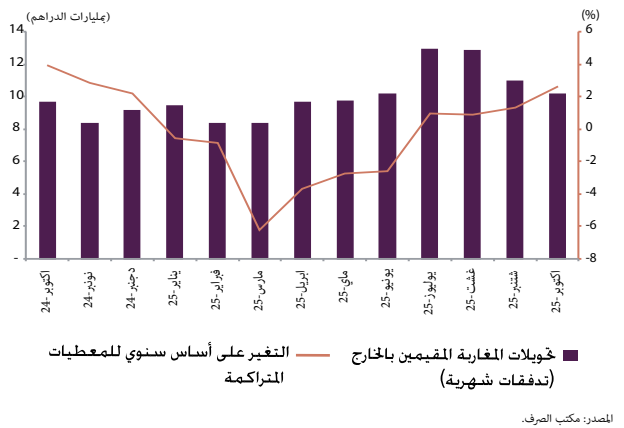
رسم بياني 2.2: التطور الشهري لمداخيل الأسفار



المصدر: مكتب الصرف.

أما بالنسبة لتحويلات المغاربة المقيمين في الخارج، فقد ارتفعت بنسبة 1,5% إلى 102,9 مليار درهم.

رسم بياني 3.2: التطور الشهري لتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج



المصدر: مكتب الصرف.

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

التغيرات		يناير - أكتوبر		
%	بالقيمة	2024	2025	
9,4	58 577	623 580	682 157	مجموعات الاستعمال
15,2	21 383	140 781	162 164	الواردات
-	3 796	631	4 427	معدات التجهيز
27,8	3 062	11 012	14 074	الطائرات والمركبات الجوية أو الفضائية الأخرى
52,9	2 836	5 360	8 196	أجزاء الطائرات والمركبات الجوية أو الفضائية الأخرى
12,7	18 941	149 666	168 607	مركبات المرافق
37,2	8 717	23 403	32 120	منتجات استهلاكية جاهزة
21,0	1 857	8 856	10 713	سيارات الركاب
18,3	856	4 675	5 531	الأدوية وغيرها من المنتجات الصيدلانية
36,9	9 938	26 907	36 845	المقاعد والأثاث والمراتب وأجهزة الإضاءة
79,5	5 695	7 164	12 859	منتجات خام
26,6	1 196	4 504	5 700	الكبريت الخام وغير المكرر
25,7	903	3 509	4 412	زيت الصويا الخام أو المكرر
6,4	8 681	134 854	143 535	لخردة المعادن والنفائات والمعادن الأخرى
13,4	1 812	13 522	15 334	نصف المنتجات
6,6	1 173	17 850	19 023	المنتجات الكيماوية
12,8	1 098	8 562	9 660	المواد البلاستيكية والمنتجات البلاستيكية المختلفة
3,8	2 886	75 468	78 354	أسلاك وقضبان ومقاطع نحاسية
42,1	1 718	4 084	5 802	منتجات غذائية
12,5	702	5 601	6 303	الحيوانات الحية
18,9	373	1 978	2 351	الذرة
-3,2	-478	14 973	14 495	قهوة
-4,4	-4 189	95 209	91 020	قمح
-9,2	-4 420	47 918	43 498	منتجات طاقة
-4,0	-686	17 259	16 573	زيوت الغاز وزيت الوقود
38,2	533	1 394	1 927	الغاز البترولي والهيدروكربونات الأخرى
				الطاقة الكهربائية

المصدر: مكتب الصرف.

2.2 باقي بنود ميزان المعاملات الجارية

فيما يتعلق بميزان الخدمات، ارتفع رصيده الفائض نسبة 10,2% ليصل إلى 129,2 مليار، نتيجة لنمو الصادرات بنسبة 9,6% والواردات بواقع 9%.

3.2 الحساب المالي

فيما يتعلق بالعمليات المالية، سجل التدفق الصافي للاستثمارات الأجنبية المباشرة ارتفاعاً بنسبة 39,4% إلى 27,1 مليار درهم، مدفوعاً بتنامي العائدات بنسبة 28,2% إلى 45,4 مليار. وفي المقابل، تقلص التدفق الصافي للاستثمارات المباشرة للمغاربة في الخارج بنسبة 39% إلى 4,4 مليار، نتيجة لتدني هذه الاستثمارات بواقع 26,9% إلى 16,2 مليار، والتفويّيات بنسبة 21,2% إلى 11,9 مليار.

وبرسم الشهور العشرة الأولى من السنة، بلغ جاري الأصول الاحتياطية الرسمية 431,6 مليار درهم، أي ما يعادل تغطية 5 أشهر و23 يوماً من واردات السلع والخدمات.

جدول 4.2 : الاستثمارات المباشرة (بملايين الدراهم)

التغيرات		يناير – اكتوبر		
%	بالقيمة	2024	2025	
39,4	7 652	19 415	27 067	الاستثمارات الأجنبية المباشرة
28,2	9 974	35 428	45 402	المداخل
14,5	2 322	16 013	18 335	النفقات
-39,0	-2 784	7 142	4 358	استثمارات المغاربة بالخارج
-26,9	-5 978	22 186	16 208	النفقات
-21,2	-3 194	15 044	11 850	المداخل

المصدر: مكتب الصرف.

3. النقد والائتمان وسوق الأصول

خلال الفصل الثالث من سنة 2025، تميزت الأوضاع النقدية بشبه استقرار متوسط سعر الفائدة الإجمالي على القروض عند 4,85% وارتفاع سعر الصرف الفعلي الحقيقي بنسبة 0,4%. وبخصوص القروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي، فقد انتقلت وتيرة نموها السنوي من 3% في الفصل الثالث إلى 3,6% في شهر أكتوبر، ما يعكس بالأساس تسارع نمو تسهيلات الخزينة الممنوحة للمقاولات غير المالية العمومية من 0,1% إلى 11,7%. وفيما يتعلق بباقي مقابلات الكتلة النقدية، تزايدت الأصول الاحتياطية الرسمية بنسبة 19,6% في أكتوبر مقابل 14,1% في الفصل الثالث، وتنامت الديون الصافية على الإدارة المركزية بنسبة 0,3% بعد 1,4%. وفي المجموع، سجلت الكتلة النقدية نموا سنويا بواقع 7,4% في أكتوبر بعد 7,8% في الفصل الثالث.

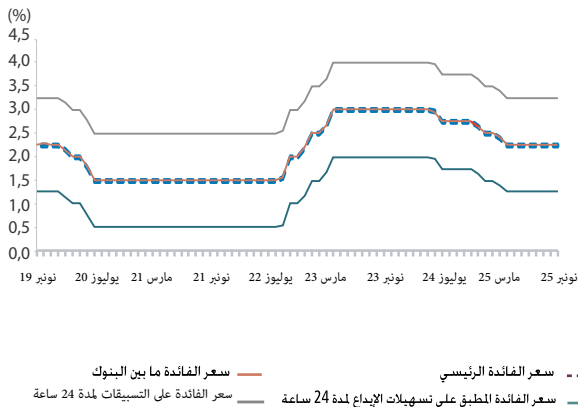
وفي سوق العقار، تزايد عدد المعاملات بنسبة 14% في الفصل الثالث من سنة 2025، بعد تراجع بنسبة 4,1% في الفصل السابق، مع تسجيل نمو نسبته 15,7% بالنسبة للعقارات السكنية، و12% بالنسبة للعقارات المخصصة للاستعمال المهني، و9,3% بالنسبة للأراضي. وبالموازاة مع ذلك، ارتفعت الأسعار بنسبة 1,1% بعد بقائها مستقرة في الفصل السابق، مدفوعة بارتفاع أسعار العقارات السكنية بنسبة 1,5%، والأراضي بنسبة 1,3% والعقارات المخصصة للاستعمال المهني بواقع 0,3%.

وعلى مستوى بورصة الدار البيضاء، تقلص مؤشر مازي بنسبة 2% في شهر نونبر، ليتراجع أداؤه منذ دجنبر 2024 إلى 26,2%. وفي هذا السياق، تراجعت رسملة البورصة إلى 984,9 مليار درهم مع متم نونبر، متدنية بواقع 1,9% مقارنة بنهاية شتبر، إلا أنها ارتفعت بنسبة 30,9% منذ بداية السنة.

1.3 الأوضاع النقدية

1.1.3 السيولة البنكية وأسعار الفائدة

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



تزايد عجز السيولة لدى البنوك من 119,7 مليار درهم في الفصل الثالث إلى 128,5 مليارا في المتوسط في شهري أكتوبر ونونبر.

وهكذا، رفع بنك المغرب حجم تدخلاته إلى 143,2 مليارا بعد 132,7 مليارا في الفصل الثالث، موزعة بالأساس ما بين تسبيقات لمدة 7 أيام في حدود 67,5 مليارا، وعمليات إعادة الشراء بمبلغ 42,6 مليارا، وعمليات القروض المضمونة الممنوحة في إطار برامج دعم تمويل المقاولات الصغيرة جدا والصغيرة والمتوسطة، بمبلغ قدره 33 مليارا.

وعلى مستوى سوق سندات الخزينة، اتجهت أسعار الفائدة إجمالا نحو الارتفاع في المتوسط خلال شهري أكتوبر ونونبر، مقارنة بالفصل الثالث من السنة، وذلك في كل من السوقيين الأولي أو الثانوي.

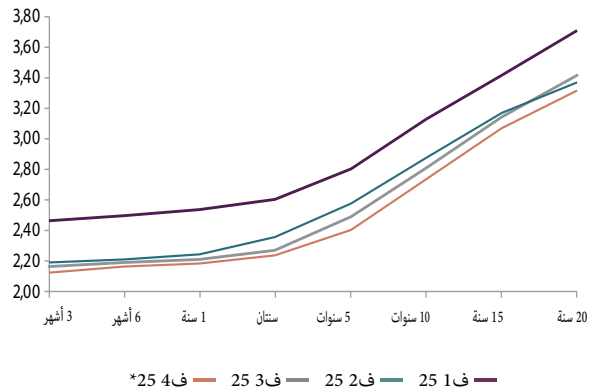
وصاحب هذه التطورات إطالة متوسط مدة تدخلات بنك المغرب من 24,7 يوما إلى 39,4 يوما. وفي ظل هذه الظروف، بقي سعر الفائدة ما بين البنوك متماشيا مع سعر الفائدة الرئيسي.

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

2025				2024		
ف4*	3ف	2ف	1ف	4ف	3ف	
2,08	1,94	2,09	2,45	2,58	2,70	26 أسبوعا
2,20	2,02	2,02	2,54	2,59	2,74	52 أسبوعا
2,39	2,24	2,20	2,60	2,71	2,85	سنتان
2,58	2,39	2,46	2,84	2,94	3,11	5 سنوات
2,74	2,72	2,80	3,17	3,25	3,48	10 سنوات
3,13	3,07	3,12	3,45	3,54	3,74	15 سنة

* المتوسط المسجل في شهري أكتوبر ونونبر.

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



* المتوسط المسجل في شهري أكتوبر ونونبر 2025.

وفي سوق سندات الدين القابلة للتداول، ارتفعت الأسعار المطبقة على إصدارات شهادات الإيداع بقدر طفيف في الفصل الثالث مقارنة بالفصل السابق. وبالنسبة لأسعار الفائدة على الودائع، فقد عرفت انخفاضات فصلية في المتوسط، بمقدار 5 نقاط أساس إلى 2,40% بالنسبة للودائع لأجل 6 أشهر، و29 نقطة أساس إلى 2,51% بالنسبة للودائع لأجل سنة واحدة. وفي ظل هذه الظروف، تراجعت كلفة تمويل البنوك بمقدار 4 نقاط أساس من فصل إلى آخر.

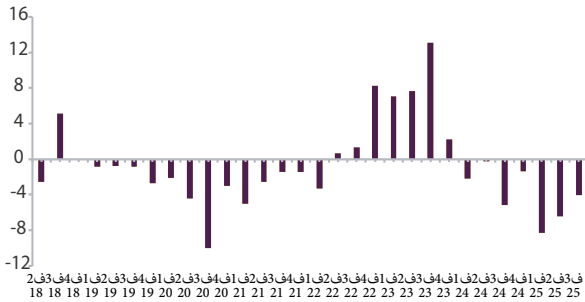
وفي شهر أكتوبر، وبالمقارنة مع الفصل الثالث، سجلت أسعار الفائدة على الودائع ارتفاعا بما قدره 38 نقطة أساس إلى 2,78% بالنسبة للودائع لأجل 6 أشهر و20 نقطة أساس إلى 2,71% بالنسبة للودائع لأجل سنة واحدة.

1 تحسب كلفة تمويل البنوك كمتوسط مرجح تكاليف مختلف مصادر ها.

جدول 2.3: أسعار الفائدة على الودائع (بالنسبة المئوية)

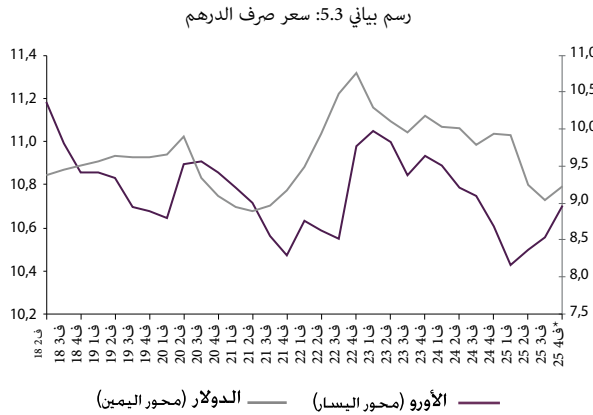
2025				2024			
أكتوبر	3ف	2ف	1ف	4ف	3ف	2ف	
2,78	2,40	2,45	2,53	2,45	2,77	2,56	6 أشهر
2,71	2,51	2,80	2,78	2,88	2,60	3,06	12 شهرا

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



وفيما يتعلق بأسعار الفائدة على القروض، تشير نتائج الاستقصاء الذي أجراه بنك المغرب لدى البنوك برسم الفصل الثالث من سنة 2025 إلى شبه استقرار متوسط سعر الفائدة الإجمالي من فصل إلى آخر عند 4,85%. وحسب القطاعات المؤسسية، تراجعت أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد بمقدار 6 نقاط أساس إلى 5,71%، مع تسجيل تقلص بمقدار 4 نقاط أساس بالنسبة لقروض السكن وشبه استقرار عند 6,89% بالنسبة لقروض الاستهلاك. أما بالنسبة لأسعار الفائدة المطبقة على القروض الممنوحة للمقاولات غير المالية، فقد ارتفعت بمقدار نقطتي أساس إلى 4,74%، ما يشمل ارتفاعا بواقع 8 نقاط أساس إلى 4,72% بالنسبة لتسهيلات الخزينة، وتقلصات بمقدار 34 نقطة أساس إلى 4,48% بالنسبة لقروض التجهيز و10 نقاط أساس إلى 5,37% بالنسبة للقروض المخصصة للترويج العقاري. وحسب حجم المقاولات، سجلت انخفاضا بمقدار 3 نقاط أساس إلى 4,64% بالنسبة للمقاولات الكبرى ونقطتي أساس إلى 5,41% بالنسبة للمقاولات الصغيرة جدا والصغيرة والمتوسطة.

وتشير البيانات الخاصة بشهري أكتوبر ونونبر إلى انخفاض قيمة الأورو مقابل الدولار الأمريكي بنسبة 0,7% في المتوسط مقارنة بالفصل الثالث. وفي ظل هذه الظروف، تراجعت قيمة الدرهم بنسبة 2,1% مقابل الدولار الأمريكي و1,4% إزاء الأورو.



وفيما يتعلق بحجم المعاملات، وصل مبلغ عمليات مبادلة العملات الأجنبية مقابل الدرهم في السوق القائمة ما بين البنوك إلى 30,1 مليار درهم في أكتوبر، أي بزيادة نسبتها 46,5% مقارنة بالفصل الثالث من سنة 2025. وبخصوص العمليات بالناجز التي تنجزها البنوك مع زبائنها، فقد ارتفعت بنسبة 12,8% إلى 42,8 مليارات بالنسبة لمشتريات الزبناء و3,6% إلى 36,5 مليارات بالنسبة للمبيعات. وبخصوص العمليات لأجل، فقد بلغ مجموعها 20,7 مليارات بالنسبة للمشتريات، بزيادة نسبتها 17,1%، و5,8 مليارات بالنسبة للمبيعات، بنمو قدره 66,4%.

3.1.3 الأوضاع النقدية²

ارتفعت الكتلة النقدية م3 بنسبة 7,4% في شهر أكتوبر بعد 7,8% في الفصل الثالث من سنة 2025. وحسب أهم المكونات، يعكس هذا التباطؤ بالأساس تزايد سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية بنسبة 24,1% إلى 9,1%. وفي المقابل، ارتفع حجم النقد المتداول بنسبة 11,7% بعد 9,8% في الفصل الثالث.

2 تمثل المعطيات الفصلية المبالغ الجارية في نهاية الفترة.

جدول 3.3: أسعار الفائدة على القروض (بالنسبة المئوية)

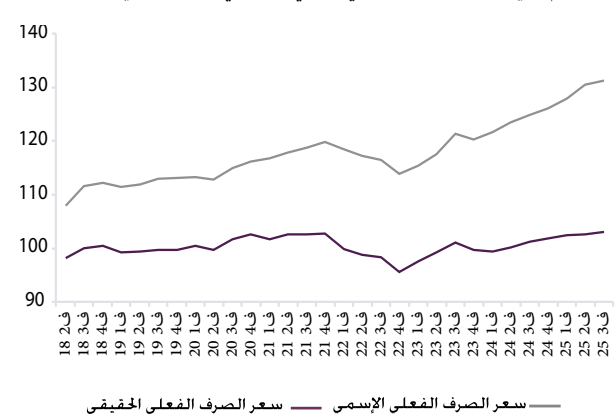
	2025			2024		
	3 ف	2 ف	1 ف	4 ف	3 ف	2 ف
سعر الفائدة الإجمالي	4,85	4,84	4,98	5,08	5,21	5,43
الأفراد	5,71	5,77	5,96	5,79	5,91	5,89
القروض العقارية	4,64	4,68	4,74	4,75	4,76	4,79
قروض الاستهلاك	6,89	6,88	7,13	6,99	7,06	7,03
المقاولات	4,74	4,72	4,84	5,00	5,12	5,37
قروض الخزينة	4,72	4,64	4,73	4,99	5,06	5,38
قروض التجهيز	4,48	4,82	5,14	4,98	5,24	4,99
القروض العقارية	5,37	5,47	5,48	5,18	5,68	5,69

2.1.3 سوق الصرف

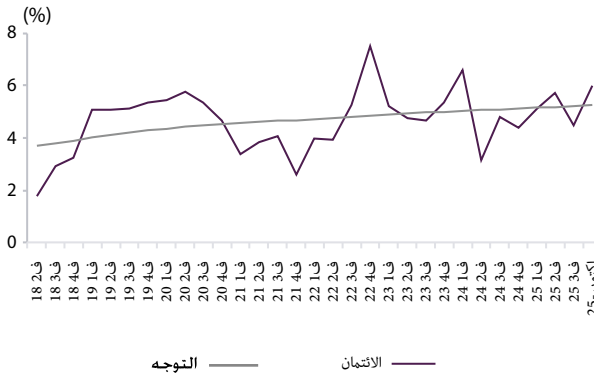
في سوق الصرف، عرفت قيمة الأورو ارتفاعا بنسبة 3% مقابل الدولار الأمريكي في المتوسط خلال الفصل الثالث من سنة 2025 مقارنة بالفصل السابق. وبذلك، انخفضت قيمة الدرهم بنسبة 0,6% مقابل الأورو، وارتفعت بواقع 2,4% إزاء الدولار الأمريكي.

ومقارنة بعملات أبرز البلدان الصاعدة، سجلت قيمة العملة الوطنية، ما بين الفصل الثاني والفصل الثالث من سنة 2025، ارتفاعات بلغت نسبتها 7,7% مقابل الليرة التركية، و1,3% مقابل اليوان الصيني، و1,4% مقابل الجنيه الإسترليني. وبناء عليه، وأخذا في الاعتبار فارق التضخم بين المغرب وأبرز شركائه ومنافسيه التجاريين، فقد ارتفع سعر الصرف الفعلي بنسبة 0,5% بالقيمة الاسمية و0,4% بالقيمة الحقيقية.

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



رسم بياني 7.3: الائتمان البنكي على أساس سنوي



وبخصوص الودائع لأجل، فقد سجلت ارتفاعاً بنسبة 1,4% بعد تقلصها بواقع 1,1%، وانخفضت حدة تراجع الودائع بالعملات الأجنبية من 4% إلى 1,4% في أكتوبر 2025. أما وتيرة نمو الودائع تحت الطلب وحسابات الادخار، فبقيت شبه مستقرة عند 10,2% و1,9%، على التوالي.

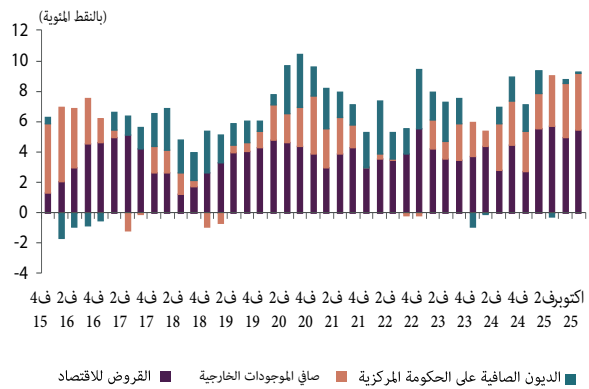
وحسب أهم المقابلات، يعزى تطور الكتلة النقدية إلى تباطؤ وتيرة نمو الديون الصافية على الإدارة المركزية من 1,4% إلى 0,3% وهو ما عوض بقدر كبير ارتفاع الائتمان البنكي والأصول الاحتياطية الرسمية بنسبة 6% و19,6% على التوالي، بعد تزايدها بواقع 4,5% و14,1% في الفصل الثالث من السنة.

ويعكس تطور القروض الموجهة للشركات العمومية غير المالية تسارع وتيرة نمو تسهيلات الخزينة من 0,1% إلى 11,7% في أكتوبر، بينما ارتفعت قروض التجهيز بنسبة 16,5% بعد 18% خلال الفصل الثالث.

وبالنسبة للقروض الممنوحة للشركات غير المالية الخاصة، فيعكس تطورها تسارع قروض التجهيز من 15,9% إلى 17%، وتراجع حدة تقلص تسهيلات الخزينة من 9,3% إلى 9%، فيما عرفت القروض الموجهة للإنعاش العقاري تباطؤاً من 5,4% إلى 5,2%.

وبخصوص القروض الممنوحة للأفراد، انتقل نموها من 3,2% إلى 3,3%، مع تسجيل تسارع من 2,6% إلى 2,8% بالنسبة لقروض السكن، ومن 4,2% إلى 4,5% بالنسبة لقروض الاستهلاك. وعلى النحو نفسه، تراجعت حدة انخفاض القروض الممنوحة للمقاولين الأفراد من 3,7% إلى 1,8%.

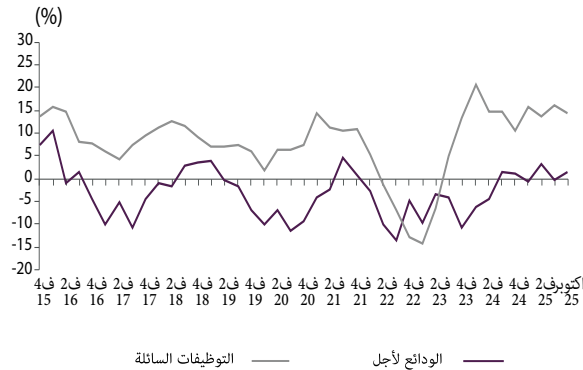
رسم بياني 6.3: مساهمات المقابلات الرئيسية في تغير الكتلة النقدية على أساس سنوي



وبشكل خاص، تزايدت القروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي بنسبة 3,6% في أكتوبر بعد 3% خلال الفصل الثالث، نتيجة لتسارع كل من القروض الممنوحة للمقاولات العمومية من 6,4% إلى 11%، والقروض الممنوحة للمقاولات الخاصة من 0,8% إلى 1,4%، وكذا القروض الموجهة للأسر من 2,9% إلى 3,1%.

تباطؤ وتيرة سندات نمو هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بسندات الاقتراض من 17% إلى 16,5%، وتسارع نمو سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالأسهم والمتنوعة من 50,6% إلى 52,8%، وسندات الخزينة من 4,2% إلى 4,8%.

رسم بياني 9.3: التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع للأجل



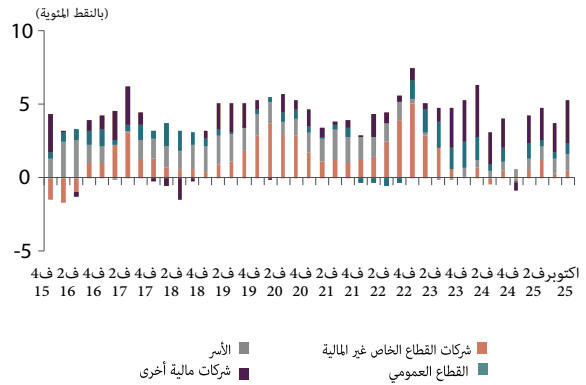
2.3 أسعار الأصول

1.2.3 الأصول العقارية

في الفصل الثالث من سنة 2025، سجل مؤشر أسعار الأصول العقارية نمواً بنسبة 1,1% بالمقارنة مع الفصل السابق، ما يعكس نمو أسعار العقارات السكنية بنسبة 1,5%، وأسعار الأراضي بنسبة 1,3%، وأسعار العقارات المخصصة للاستعمال المهني بنسبة 0,3%. وبالموازاة مع ذلك، ارتفع عدد المعاملات بنسبة 14% مع تسجيل زيادة بنسبة 15,7% بالنسبة للعقارات السكنية، و12% بالنسبة للعقارات المخصصة للاستعمال المهني، و9,3% بالنسبة للأراضي.

وعلى مستوى أهم المدن، وباستثناء مدينة وجدة حيث تقلصت الأسعار بنسبة 1,5% والقنيطرة التي بقيت فيها الأسعار مستقرة، سجلت باقي المدن الكبرى ارتفاعاً تراوحت نسبته بين 0,3% في فاس و3,2% في الرباط. وفيما يتعلق بالمبيعات، وباستثناء أكادير التي شهدت استقراراً في عدد المبيعات ومراكش التي شهدت انخفاضاً فيها بواقع 0,5%، سجلت باقي المدن ارتفاعاً بنسب تراوحت بين 6,5% في فاس و29,8% في الجديدة.

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



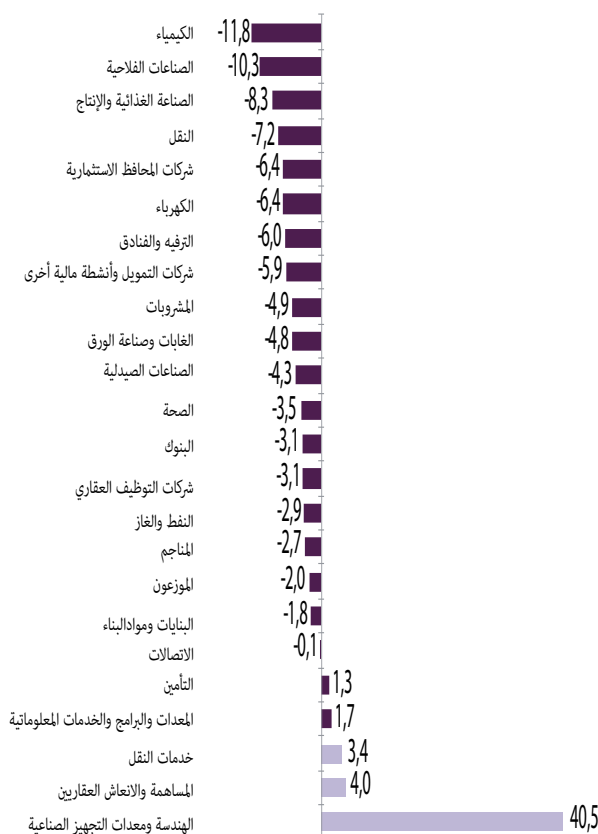
وحسب قطاع النشاط، تظهر البيانات الخاصة بالفصل الثالث من سنة 2025 ارتفاعات سنوية للقروض الموجهة للمقاولات بواقع 7,1% بالنسبة لقطاع «الكهرباء والغاز والماء»، و4,8% بالنسبة لقطاع «البناء والأشغال العمومية»، و4,9% بالنسبة لقطاع «التجارة، وإصلاح السيارات والتجهيزات المنزلية». في المقابل، تراجعت القروض بنسبة 20,7% بالنسبة «للمنقل والاتصالات»، و10,9% بالنسبة «للفنادق والمطاعم».

وفيما يتصل بالديون المتعثرة، فقد تزايدت بنسبة 3,7% في شهر أكتوبر، وقيمت نسبتها إلى جاري القروض البنكية مستقرة في 8,6%. فقد ارتفعت الديون المتعثرة على الشركات غير المالية الخاصة بنسبة 3,5%، والديون المتعثرة على الأسر بنسبة 3,2%، مع بلوغ نسبتهما إلى جاري القروض البنكية 13,2% و10,6%، على التوالي.

وبخصوص القروض الممنوحة للقطاع غير المالي من طرف الشركات المالية ما عدا البنوك، فقد تزايدت بنسبة 12,6% في الفصل الثالث من سنة 2025. ويعكس هذا التطور ارتفاع القروض الممنوحة من طرف شركات التمويل بنسبة 13,2%، والقروض الممنوحة من طرف جمعيات القروض الصغرى بواقع 9,2%، وتلك الموزعة من طرف البنوك الحرة بنسبة 3,7%.

وبخصوص مجمعات التوظيفات السائلة، فقد بقي تطورها شبه مستقر عند 14,4% ما بين الفصل الثالث وشهر أكتوبر، ما يشمل

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



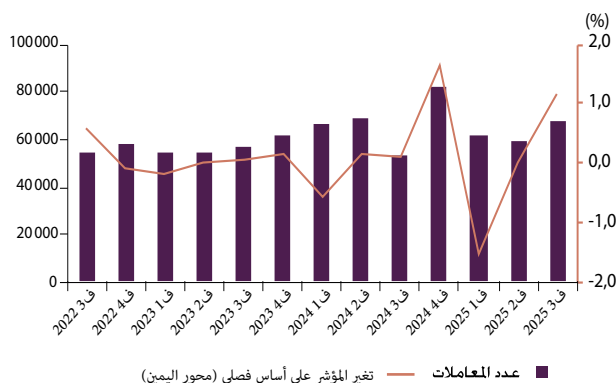
المصدر: بورصة الدار البيضاء.

وبالنسبة لحجم المبادلات، فقد بلغ 14,8 مليار درهم في أكتوبر ونونبر، بعد 50,8 مليارا خلال الفصل الثالث من سنة 2025. وفي هذا السياق، تراجعت رسملة البورصة إلى 984,9 مليارا في نهاية نونبر، متقلصة بواقع 1,9% مقارنة بمتن شتنبر، إلا أنها تبقى مرتفعة بنسبة 30,9% منذ نهاية دجنبر 2024.

2.2.2.3 سوق الدين السيادي

خلال شهر أكتوبر، بلغت إصدارات سندات الخزينة 19 مليارا درهم، بعد 41,3 مليارا في الفصل الثالث. وهمت هذه الإصدارات الاستحقاقات المتوسطة الأجل في حدود 90%. وأخذا في الاعتبار

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



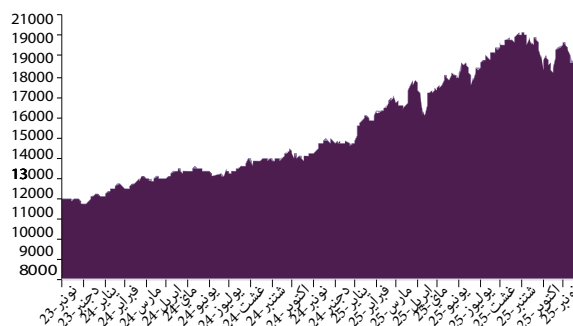
المصدر: بنك المغرب والمحافظة العقارية والمسح العقاري والخرائطية

2.2.3 الأصول المالية

1.2.2.3 الأسهم

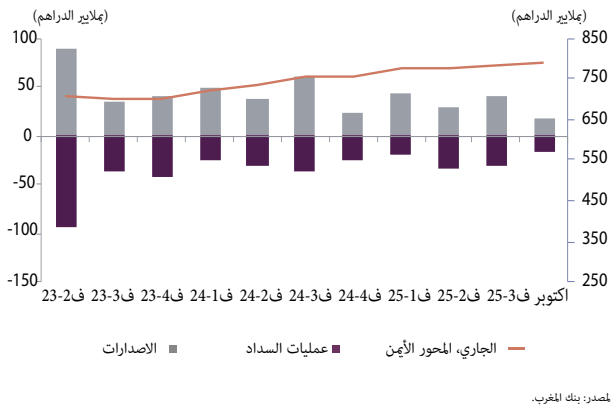
مع متم شهر نونبر، انخفض مؤشر مازي بنسبة 2% مقارنة بنهاية شتنبر، ليصل أداؤه إلى 26,2% منذ دجنبر 2024. ويعكس هذا التطور بالأساس تراجع مؤشرات «البنوك» بنسبة 3,1%، ومؤشر «الصناعية الغذائية والإنتاج» بنسبة 8,3%، ومؤشر «البنائات ومواد البناء» بنسبة 1,8%، و«الكهرباء» بنسبة 6,4%، و«الصحة» بواقع 3,5%. وعلى النقيض من ذلك، سجل مؤشر قطاع «خدمات النقل» ومؤشر قطاع «المساهمة والإنعاش العقاري» ارتفاعا بنسبة 3,4% و4%، على التوالي.

رسم بياني 11.3: تطور مؤشر مازي



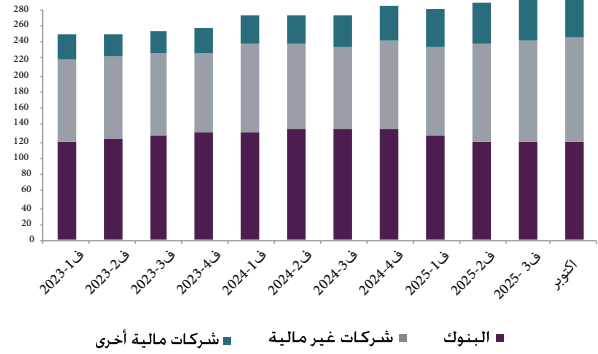
المصدر: بورصة الدار البيضاء.

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



التسديدات التي بلغت 17 مليارات، وصل المبلغ الجاري لسندات الخزينة إلى 788,3 مليارات في نهاية أكتوبر، وهو مستوى شبه مستقر مقارنة بالفصل الثالث، ومرتفع بواقع 4,6% بالمقارنة مع بداية السنة.

رسم بياني 13.3: تطور إصدارات سندات الخزينة



4.2.2.3 سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

خلال الشهور الأحد عشر الأولى³ من السنة، بلغت الاكتتابات في سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة 1334,7 مليار درهم مقابل 1084,1 مليارات خلال الفترة نفسها من السنة السابقة. ومن جهة أخرى، ارتفعت عمليات إعادة الشراء لتصل إلى 1232,7 مليارات عوض 102 مليار درهم.

وبالنسبة لمؤشرات الأداء، فقد ارتفعت في شهر نونبر بالنسبة لجميع الصناديق، مع تسجيل نسب تتراوح، على أساس سنوي، بين 2,6% بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية و26,3% بالنسبة لصناديق الأسهم.

وبلغ الرصيد الصافي لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة 805 مليارات درهم في شهر نونبر، أي بزيادة نسبتها 23,2% مقارنة بدجنبر 2024. وباستثناء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة التعاقدية التي عرف مبلغها الجاري تقلصا بنسبة 29,4%، سجلت باقي فئات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ارتفاعا تراوح بين 11,6% بالنسبة لصناديق سندات الدين متوسطة وطويلة الأجل، و59,2% بالنسبة لصناديق سندات الدين قصيرة الأجل.

3.2.2.3 سوق الدين الخاص

بلغت إصدارات سندات الدين الخاص 12,5 مليار درهم في شهر أكتوبر، بعد 27,5 مليارات في الفصل الثالث. وبلغت إصدارات الشركات المالية 10,3 مليارات بعد 13,1 مليارات، فيما أصدرت الشركات غير المالية ما قدره 2,2 مليار بعد 14,4 مليارات.

وحسب السندات، بلغ مجموع إصدارات سندات الدين القابلة للتداول 8,3 مليارات درهم، 6,1 مليارات منها على شكل شهادات الإيداع، و2,2 مليار على شكل سندات شركات التمويل. ومن جانبها، بلغت إصدارات سندات الدين 4,2 مليارات، أنجزت في حدود 52% من طرف الشركات غير المالية.

وبأخذ التسديدات بعين الاعتبار، وصل جاري الدين الخاص إلى 295,2 مليار درهم في نهاية أكتوبر 2025.

4. توجهات السياسة المالية

برسم الشهور العشرة الأولى من سنة 2025، أسفر تنفيذ الميزانية عن عجز مبالغ 60,3 مليار درهم، أي بزيادة قدرها 11,2 مليار بالمقارنة مع نفس الفترة من سنة 2024. فقد تحسنت المداخيل العادية بنسبة 16% إلى 371,6 مليار، ما يشمل هو المداخيل الجبائية بنسبة 15,7% والمداخيل غير الجبائية بواقع 19,5%. وموازاة ذلك، تزايدت النفقات العادية بنسبة 16,5% لتصل إلى 335,5 مليار، ما يعكس هو تكاليف السلع والخدمات بنسبة 19,3% وتكاليف فوائد الدين بنسبة 23,6%. بينما تقلصت تكاليف المقاصة بواقع 25,4%. وفي ظل هذه الظروف، أفرز الرصيد العادي فائضا مبالغ 36,1 مليار عوض 32,3 مليار مع نهاية أكتوبر 2024. ومن جانبها، سجلت نفقات الاستثمار ارتفاعا بنسبة 8,3% إلى 86,2 مليار، لتصل بذلك النفقات الإجمالية إلى 421,7 مليار، متزايدة بنسبة 14,7%. أما بالنسبة للحسابات الخاصة للخزينة، فقد أفرزت رصيدا سلبيا مبالغ 10,2 مليار، مقابل -1,8 مليار مع متم أكتوبر 2024.

وأخذا في الاعتبار خفض مخزون العمليات قيد الإنجاز مبالغ 12,7 مليار درهم، تزايد عجز الصندوق إلى 73 مليار، بدلا من 54,1 مليار سنة من قبل. وتمت تغطية هذه الحاجة موارد داخلية صافية مبالغ 39,3 مليار وبتمويلات خارجية صافية إيجابية قدرها 33,7 مليار. وبذلك يرجح أن يكون المبلغ الجاري للدين العمومي المباشر قد ارتفع بنسبة 6,2% مقارنة بمستواه في نهاية دجنبر 2024. وبخصوص ظروف تمويل الخزينة، فقد تحسنت بالمقارنة مع نفس الفترة من سنة 2024.

1.4 المداخيل العادية

وبالنسبة لمداخيل الضرائب غير المباشرة، فقد حققت 150,8 مليار، متزايدة بنسبة 13%، ما يعكس هو مداخيل الضريبة على القيمة المضافة بنسبة 12,3% إلى 117,2 مليار، وعائدات الضريبة الداخلية على الاستهلاك بواقع 15,4% إلى 33,6 مليار. ويعكس تطور هذه الأخيرة بالخصوص هو الضريبة الداخلية على استهلاك المنتجات الطاقية بنسبة 18,7% إلى 17,8 مليار، والضريبة الداخلية المفروضة على التبغ بنسبة 11,7% إلى 12,5 مليار. ومن جانبه، يعكس ارتفاع الضريبة على القيمة المضافة تزايد مداخيل الضريبة على القيمة المضافة الداخلية بواقع 15,5% إلى 40 مليار، وهو عائدات الضريبة على القيمة المضافة المفروضة على الاستيراد بنسبة 10,8% إلى 77,2 مليار.

يظهر تنفيذ الميزانية إلى غاية نهاية أكتوبر 2025 ارتفاع المداخيل العادية بنسبة 16% إلى 371,6 مليار، مع هو العائدات الجبائية بنسبة 15,7% إلى 318,8 مليار، مدفوعة بالأساس بمداخيل الضريبة على الشركات والضريبة على الدخل والضريبة على القيمة المضافة المفروضة على الاستيراد، وارتفاع العائدات غير الجبائية بواقع 19,5% إلى 49,4 مليار.

وتزايدت مداخيل الضرائب المباشرة بنسبة 23% إلى 134 مليار درهم، ما يعكس هو عائدات الضريبة على الشركات بنسبة 29,7% إلى 74,1 مليار، ومداخيل الضريبة على الدخل بواقع 15,8% إلى 55,9 مليار. ويشمل تطور هذه الأخيرة بالأساس تحصيل مبلغ 3,8 مليار ناتجة عن التسوية الضريبية الطوعية، وتزايد عائدات المراقبة الجبائية بمبلغ 2 مليار، ومبلغ 893 مليون درهم ناتجة عن اقتطاع الضريبة على الدخل من المنبع برسم فوائد تفويت القيم المنقولة. أما ارتفاع الضريبة على الشركات، فيعزى بالأساس إلى ارتفاع تكملة التسوية بمبلغ 6,9% لتصل إلى مستوى غير مسبوق قدره 19,9 مليار، وإلى ارتفاع الأقساط الثلاثة الأولى بمبلغ 10,6 مليار.

وفيما يخص العائدات غير الجبائية، فقد بلغت المداخيل برسم بند «باقي المداخيل» 33,4 مليار، مقابل 27,8 مليار، ما يشمل 18,8 مليار برسم عائدات آليات التمويل المبتكرة، عوض 17,4 مليار في نهاية أكتوبر 2024. وبلغت العائدات الصادرة عن المؤسسات والمقاولات العمومية 16,1 مليار، بدلا من 13,6 مليار سنة من قبل، وقد سددت بالأساس من طرف المكتب الشريف للفوسفات في حدود 6,2 مليار، مقابل 5,8 مليار، وبنك المغرب بمبلغ 4,1 مليار، بعد 2,8 مليار، والوكالة الوطنية للمحافظة العقارية والمسح العقاري والخرائطية بمبلغ 4 ملايين، مقابل 3,3 مليار.

2.4 النفقات

تزايدت النفقات الإجمالية بنسبة 14,7% إلى 421,7 مليار مع متم أكتوبر 2025، مع نمو النفقات العادية بنسبة 16,5% إلى 335,5 مليار، ونفقات الاستثمار بواقع 8,3% إلى 86,2 مليار. وبلغت نفقات السلع والخدمات 244 مليار، أي بارتفاع نسبته 19,3%، نتيجة لارتفاع كتلة الأجور بنسبة 11,2% إلى 150,4 مليار والنفقات برسم باقي السلع والخدمات بنسبة 35,2% إلى 93,7 مليار. ويأخذ تطور هذه الأخيرة في الاعتبار التحويلات لفائدة المؤسسات والمقاولات العمومية البالغة 45 مليار، والتحويلات لفائدة الحسابات الخاصة للخرزينة بمبلغ 24,2 مليار، والتي ارتفعت بمبلغ 11,7 مليار و13,4 مليار، على التوالي. وبخصوص تطور كتلة الأجور، تزايد الجزء المؤدى من طرف مديرية نفقات المستخدمين بنسبة 11,1% إلى 126,7 مليار، ما يعكس نمو مكوناتها الهيكلية بنسبة 14,4% وتراجع متأخرات الأجور بواقع 29% إلى 6,2 مليار.

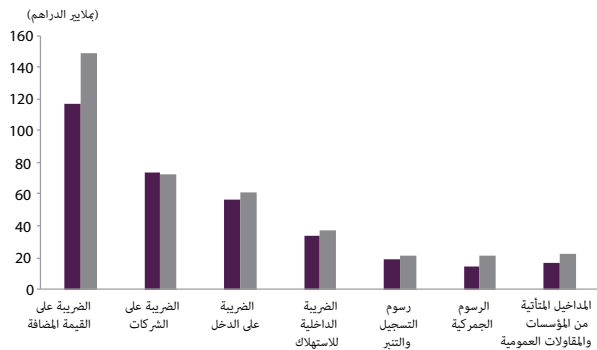
جدول 1.4: المداخيل العادية (بملايير الدراهم)*

يناير - أكتوبر 2024	يناير - أكتوبر 2025	التغير بالنسبة للمئوية	قانون المالية 2025	نسبة التنفيذ بالنسبة لقانون المالية (%)
320,4	371,6	16,0	436,7	85,1
275,0	318,3	15,7	367,6	86,6
108,9	134,0	23,0	139,3	96,2
57,1	74,1	29,7	73,0	101,5
48,3	55,9	15,8	60,9	91,9
133,5	150,8	13,0	185,3	81,4
104,3	117,2	12,3	148,4	79,0
29,15	33,65	15,4	36,9	91,2
15,2	14,1	-7,3	21,3	66,0
17,5	19,4	10,9	21,7	89,4
41,4	49,4	19,5	65,6	75,4
13,6	16,1	18,4	22,6	71,3
27,8	33,4	20,0	43,0	77,5
17,4	18,8	8,2	35,0	53,8
3,9	3,9	-0,6	3,6	108,4

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

ومن جهتها، انخفضت مداخيل الرسوم الجمركية بنسبة 7,3% إلى 14,1 مليار، وارتفعت واجبات التسجيل والتنبر بنسبة 10,9% إلى 19,4 مليار.

رسم بياني 1.4: إنجازات المداخيل الرئيسية بالنسبة لتوقعات قانون المالية



■ يناير - أكتوبر 2025 ■ قانون المالية 2025

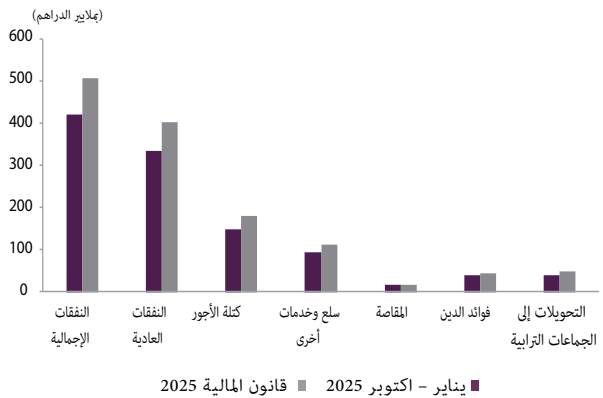
المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية، وإعادة مراجعة الضريبة على القيمة المضافة من طرف بنك المغرب.

جدول 2.4: تنفيذ النفقات العمومية (بملايير الدراهم)*

نسبة التنفيذ بالنسبة لقانون المالية (%)	قانون المالية 2025	التغير بالنسبة للمئوية	يناير - أكتوبر 2025	يناير - أكتوبر 2024	
83,2	507,0	14,7	421,7	367,6	نفقات إجمالية
83,6	401,4	16,5	335,2	288,0	نفقات عادية
83,0	294,2	19,3	244,0	204,5	سلع وخدمات
83,4	180,3	11,2	150,4	135,2	المستخدمون
82,2	113,9	35,2	93,7	69,3	سلع وخدمات أخرى
89,3	42,6	23,6	38,1	30,8	فوائد الدين
93,1	17,1	-25,4	16,0	21,4	المقاصة
79,0	47,5	19,8	37,5	31,3	التحويلات إلى الجماعات الترابية
81,6	105,6	8,3	86,2	79,6	الاستثمار

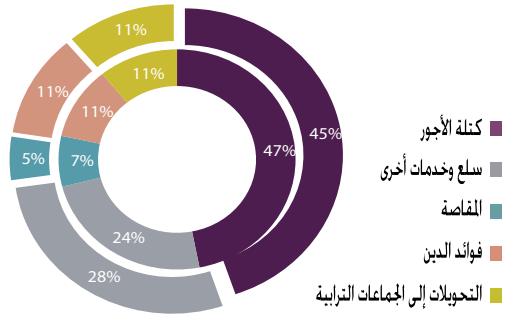
* بما فيها 30% من عائدات الضريبة على القيمة المضافة التي يتم تحويلها إلى الجماعات الترابية في 2024 و32% في 2025.
المصادر: بيانات وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية)، وإعادة مراجعة الضريبة على القيمة المضافة من طرف بنك المغرب.

رسم بياني 2.4: تنفيذ النفقات مقارنة بقانون المالية



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

رسم بياني 3.4: بنية النفقات العادية



الحلقة الداخلية: يناير - أكتوبر 2024

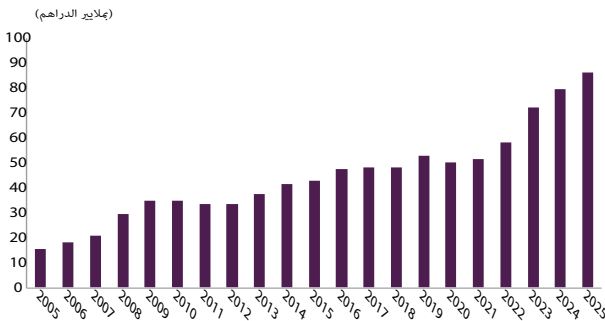
الحلقة الخارجية: يناير - أكتوبر 2025

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

وتراجعت تكاليف المقاصة بنسبة 25,4% إلى 16 مليار، ما يمثل نسبة إنجاز قدرها 93,1% مقارنة بقانون المالية. ويعكس هذا التطور تراجع تكاليف الدعم المخصص لغاز البوتان بمبلغ 2,1 مليار درهم، والدعم المخصص للسكر بمبلغ 1,2 مليار، والدعم المخصص للدقيق الوطني للقمح الطري بمبلغ 0,4 مليار. وتجدر الإشارة فضلا عن ذلك إلى عدم تسجيل أي نفقة برسم الدعم الموجه لمهنيي قطاع النقل الطرقي، مقابل مجموع قدره 1,7 مليار منح في السنة السابقة.

ومن جهتها، تزايدت نفقات الاستثمار بنسبة 8,3% إلى 86,2 مليار، ما يمثل نسبة إنجاز قدرها 81,6% مقارنة بتوقعات إصدارات قانون المالية. وهي تشمل بالخصوص ارتفاع نفقات الوزارات بنسبة 8,8% إلى 49,2 مليار.

رسم بياني 4.4: نفقات الاستثمار إلى ممت أكتوبر



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

وفيما يخص تكاليف فوائد الدين، فقد ارتفعت بنسبة 23,6% إلى 38,1 مليار، ما يشمل تزايد تكاليف الدين الداخلي بنسبة 36,9% إلى 30,2 مليار، وتراجع تكاليف الدين الخارجي بواقع 9,9% إلى 7,9 مليار.

3.4 العجز وتمويل الخزينة

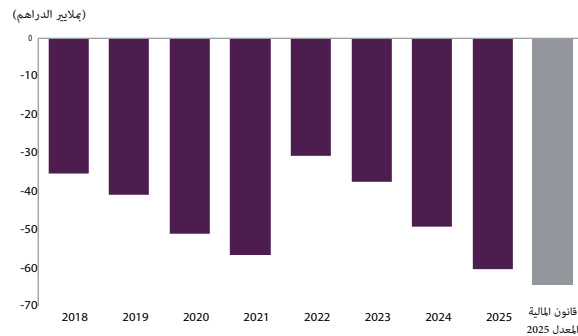
جدول 3.4: تمويل العجز (بملايير الدراهم)

قانون المالية 2025	يناير - أكتوبر 2025	يناير - أكتوبر 2024	
35,4	36,1	32,3	الرصيد العادي
6,0	-10,2	-1,8	رصيد الحسابات الخصوصية للخزينة
-21,6	-22,2	-18,3	الرصيد الأولي
-64,2	-60,3	-49,1	رصيد الميزانية
0,0	-12,7	-5,0	تغير متأخرات الأداء
-64,2	-73,0	-54,1	الحاجة إلى التمويل
58,2	39,3	46,8	التمويل الداخلي
51,5	33,7	5,6	التمويل الخارجي
6,0	0,0	1,7	بيع حصص الدولة

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

أخذاً في الاعتبار تطور المداخيل والنفقات، وكذلك رصيد الحسابات الخاصة للخزينة، أفرزت وضعية تحملات الخزينة ومواردها ارتفاع عجز الميزانية الذي انتقل من 49,1 مليار إلى 60,3 مليار. وبالإضافة إلى ذلك، قلصت الخزينة مخزون العمليات قيد الإنجاز بمبلغ 12,7 مليار، مقابل 5 ملايين في نهاية أكتوبر 2024، ليصل بذلك عجز الصندوق إلى 73 مليار، عوض 54,1 مليار.

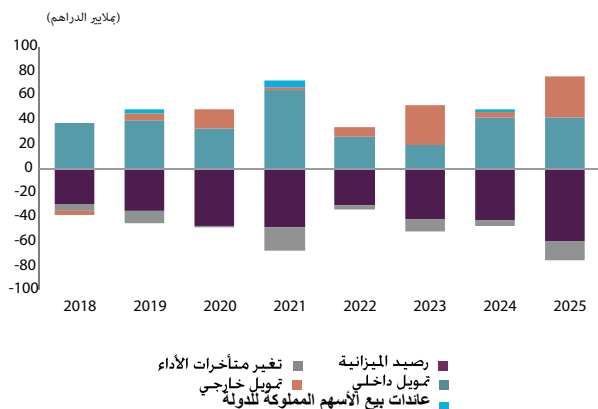
رسم بياني 5.4: رصيد الميزانية مع نهاية أكتوبر



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

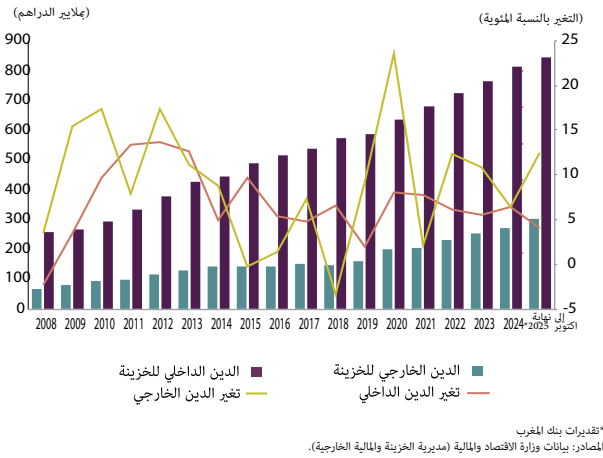
وعلى مستوى التمويل الداخلي، مكن اللجوء إلى سوق المزايدات من تعبئة مبلغ صاف بقيمة 34,7 مليار مقابل 57,9 مليار سنة من قبل. وهمت الاكتتابات الصافية بالخصوص السندات لأجل سنتين (2) في حدود 7,5 مليار، والسندات لأجل 10 سنوات بمبلغ 5,6 مليار، والسندات لأجل 52 أسبوعاً بمبلغ 5,5 مليار، والسندات لأجل 5 سنوات بمبلغ 5,1 مليار.

رسم بياني 6.4: رصيد المالية العمومية والتمويل إلى ممت أكتوبر*

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

تمت تغطية حاجيات الخزينة من التمويل بواسطة موارد داخلية صافية قدره 39,3 مليار، وتدفقات خارجية صافة إيجابية قدرها 33,7 مليار درهم. وتشمل هذه الأخيرة سحباً إجمالية في حدود 43,2 مليار، مقابل 24,9 مليار سنة من قبل، منها 20,9 مليار تم تعبئتها عبر السوق المالي الدولي و11,2 مليار من لدن البنك الدولي.

رسم بياني 7.4: مديونية الخزينة



وفيما يتعلق بظروف تمويل الخزينة في سوق المزايدات، تظهر البيانات المحصورة في متم أكتوبر انخفاض متوسط أسعار الفائدة المرجحة مقارنة بالفترة نفسها من سنة 2024. وبخصوص السندات المتوسطة والقصيرة الأجل، بلغت الانخفاضات 73 نقطة أساس إلى 2,35% بالنسبة للسندات لأجل سنتين (2)، وإلى 1,99% بالنسبة للسندات لأجل 13 أسبوعا، و69 نقطة أساس إلى 2,56% بالنسبة للسندات لأجل 5 سنوات، و65 نقطة أساس إلى 2,19% بالنسبة للسندات لأجل 52 أسبوعا، و53 نقطة أساس إلى 2,22% بالنسبة للسندات لأجل 26 أسبوعا. وعلى نفس المنوال، تراجعت أسعار الفائدة على السندات الطويلة الأجل بمقدار 93 نقطة أساس إلى 3,84% بالنسبة للسندات لأجل 30 سنة، و72 نقطة أساس إلى 3,18% بالنسبة للسندات لأجل 15 سنة، وإلى 3,47% بالنسبة للسندات لأجل 20 سنة، و71 نقطة أساس إلى 2,92% بالنسبة للسندات لأجل 10 سنوات.

جدول 4.4: مديونية الخزينة (بملايير الدراهم)

إلى نهاية أكتوبر 2025*	2024	2023	2022	2021	2020	2019	
303,5	269,8	253,6	228,9	203,8	199,7	161,6	الدين الخارجي للخزينة
12,5	6,4	10,8	12,3	2,0	23,6	9,2	التغير بالنسبة المئوية
844,9	811,8	763,0	722,9	681,5	632,9	585,7	الدين الداخلي للخزينة
4,1	6,4	5,6	6,1	7,7	8,1	1,9	التغير بالنسبة المئوية
1 148,3	1 081,6	1 016,7	951,8	885,3	832,6	747,3	المبلغ الجاري للدين المباشر
6,2	6,4	6,8	7,5	6,3	11,4	3,4	التغير بالنسبة المئوية

المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية).
* بالنسبة للدين إلى متم غشت 2025، قيم تقديره على أساس تدفقات التمويلات الصافية التي تنشأ عنها ديون.

وفي ظل هذه الظروف، يرجح أن يكون الدين العمومي المباشر قد ارتفع بنسبة 6,2% في نهاية أكتوبر 2025 مقارنة بمستواه المسجل مع متم دجنبر 2024، مع نمو مكونه الداخلي بنسبة 4,1% ومكونه الخارجي بواقع 12,5%.

5. الطلب والعرض وسوق الشغل

خلال الفصل الثاني من سنة 2025، تسارع النمو الاقتصادي إلى 5,5% مقابل 3% في نفس الفترة من السنة السابقة. ويعكس هذا التطور ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4,7% بعد انخفاضها بواقع 4,4%، وتنامي القيمة المضافة غير الفلاحية بنسبة 5,5% بدلا من 3,8%. ومن حيث الطلب، سجل مكونه الداخلي مساهمة في النمو قدرها 9,9 نقطة مئوية، بينما سجلت مساهمة الصادرات الصافية من حيث الحجم مساهمة سلبية في حدود 4,4 نقطة.

وفي النصف الثاني من السنة، يرجح أن ينمو الناتج الداخلي الإجمالي إلى 4,9% في المتوسط بعد 4,6% في السنة السابقة. ويُتوقع أن ترتفع القيمة المضافة غير الفلاحية بنسبة 4,6%، مدفوعة بالأساس بدينامية الأنشطة السياحية، وقطاع البناء والأشغال العمومية، والتجارة، وبالقطاعات غير التجارية، بينما يرتقب أن ترتفع القيمة المضافة للقطاع الفلاحي بنسبة 5,5%. وبالنسبة لمجموع السنة، ينتظر أن يبلغ متوسط النمو 5% بعد 3,8% سنة 2024.

وفي سوق الشغل، وبعد إحداث عدد ضعيف من مناصب الشغل خلال الفصل الثاني من سنة 2025، يبدو أن السوق استعادت الدينامية التي سجلت في الفصل الثالث من سنة 2024. فقد شهد الاقتصاد الوطني، ما بين الفصل الثالث من سنة 2024 والفترة نفسها من سنة 2025، ارتفاع عدد مناصب الشغل بواقع 167 منصب، بعد 213 ألفا في السنة السابقة. وباستثناء قطاع الفلاحة الذي سجل فقدان 47 ألف منصب شغل، عرفت باقي القطاعات إحداثا لمناصب الشغل، بلغ عددها 94 ألفا في قطاع الخدمات، و90 ألفا في قطاع البناء والأشغال العمومية، و29 ألفا في قطاع الصناعة. وأخذا في الاعتبار دخولا صافيا لما قدره 112 ألفا من الباحثين عن عمل، تراجعت نسبة النشاط بمقدار 0,3 نقطة إلى 43,3% على الصعيد الوطني، وانخفضت نسبة البطالة من 13,6% إلى 13,1% إجمالا، ومن 17% إلى 16,3% في المدن، ومن 7,4% إلى 6,9% في المناطق القروية.

1.5 الطلب الداخلي

1.1.5 الاستهلاك

الفصل من السنة الماضية، وبذلك انتقلت مساهمته في النمو من 0,9 نقطة مئوية إلى 1,2 نقطة.

وفي النصف الثاني من سنة 2025، يتوقع أن تتسارع هذه الوتيرة إلى 6,8% بعد 5,9% في الفترة نفسها من السنة السابقة، ما يعكس ارتفاع نفقات التسيير بنسبة 17,3% ما بين يوليو وأكتوبر، مقابل 12,3% سنة من قبل، وكذا نمو التحويلات لفائدة الجماعات الترابية بواقع 23,1% خلال نفس الفترة، مقابل 13% في السنة السابقة.

وفي المجمل، يرجح أن يرتفع الاستهلاك النهائي للأسر بنسبة 6,3% في المتوسط في سنة 2025، بعد 5,6% سنة 2024.

خلال الفصل الثاني من سنة 2025، ارتفع استهلاك الأسر بنسبة 5,1%، بعد 3,3% في السنة السابقة، وانتقلت مساهمته في النمو من نقطتين 2 إلى 3 نقطة مئوية.

وتشير التوقعات الخاصة بالنصف الثاني من السنة إلى تواصل هذه الدينامية التصاعدية، مع تسجيل نمو قدره حوالي 4,5% في المتوسط. ويتوقع أن يكون هذا النمو مدعوما باعتدال التضخم، وانتعاش الأنشطة الفلاحية وارتفاع المداخيل غير الفلاحية.

وبالنسبة لمجموع السنة، من المرجح أن يرتفع استهلاك الأسر بنسبة 4,6% بعد 3,2% سنة 2024.

وفيما يتعلق بالاستهلاك النهائي للإدارات العمومية، فقد تسارعت وتيرته إلى 6,5% في الفصل الثاني من سنة 2025 بعد 5,1% خلال نفس

2.5 الطلب الخارجي

في الفصل الثاني من مقابل 2025، ساهمت الصادرات الصافية للسلع والخدمات على نحو سلبي في النمو، في حدود 4,4 نقطة، عوض 4,1 نقطة في السنة السابقة. وتسارعت وتيرة النمو من 13,6% إلى 15,7% بالنسبة للواردات، ومن 6,3% إلى 8,5% بالنسبة للصادرات.

وخلال النصف الثاني من السنة الجارية، من المرجح أن يتباطأ نمو الصادرات إلى 7%، متأثراً بالتباطؤ النسبي للطلب الخارجي، وخاصة على الفوسفات ومشتقاته، وكذا قطاع صناعة السيارات. وبالموازاة مع ذلك، يرتقب أن يبلغ نمو الواردات 14,9%.

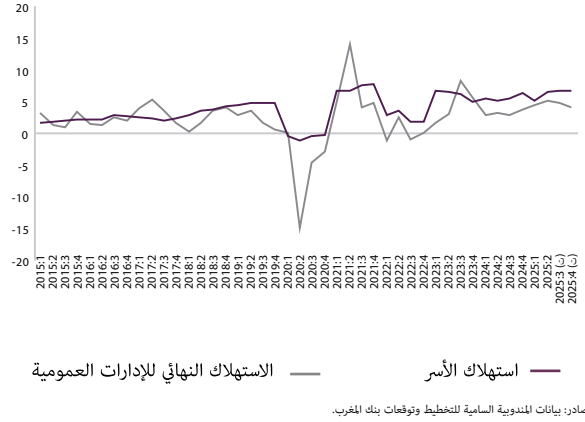
وبالنسبة لمجموع سنة 2025، من المتوقع أن تساهم المبادلات الخارجية، من حيث الحجم، سلباً في النمو، في حدود 4,4 نقطة عوض 2,5 نقطة سنة من قبل. وينتظر أن تتباطأ وتيرة صادرات السلع والخدمات من 8,0% إلى 6,2%، وأن تتسارع وتيرة الواردات من 11,6% إلى 14,0%.

3.5 العرض الإجمالي

في الفصل الثاني من سنة 2025، تزايد الناتج الداخلي الإجمالي بنسبة 5,5% بعد 3% في السنة السابقة. ويعكس هذا التسارع ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4,7% بدلا من تراجع نسبته 4,4%، وتزايد القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية بواقع 5,5% بعد 3,8%.

وخلال النصف الثاني من السنة، من المرجح أن يتسارع النمو بنسبة 4,9% في المتوسط بعد 4,6%. كما يرتقب أن ترتفع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5,5% مقابل تدنيها بواقع 5%، وذلك بفضل تزايد محصول الحبوب الثلاثة الرئيسية بنسبة 38,9% إلى 43,1 مليون قنطار، بينما ينتظر أن تسجل القيمة المضافة غير الفلاحية ارتفاعا بنسبة 4,6% عوض 5,3%.

رسم بياني 1.5: نفقات الاستهلاك (التغير بالنسبة المئوية)



2.1.5 الاستثمار

في الفصل الثاني من سنة 2025، سجل الاستثمار ارتفاعا قويا بنسبة 18,9% على أساس سنوي، بعد تزايد بواقع 14,3% خلال نفس الفصل من السنة السابقة، ليساهم بذلك في النمو في حدود 5,6 نقطة مئوية عوض 4 نقط.

وتشير المؤشرات المتاحة إلى تسارع وتيرة الاستثمار إلى 18,4% في المتوسط خلال النصف الثاني من سنة 2025، مقابل 12,1% سنة من قبل. وتؤكد هذه الدينامية العديد من المؤشرات، ولا سيما التسارعات المسجلة في الفصل الثالث من سنة 2025، من 23,9% إلى 32,8% بالنسبة لواردات سلع التجهيز من حيث الحجم، ومن 11,7% إلى 22,4% بخصوص قروض التجهيز، ومن 29,5% إلى 61,3% بالنسبة لتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وكذا ارتفاع نسبة استخدام القدرات من 77,5% إلى 79,5%.

ومن جهة أخرى، تظهر النتائج الفصلية لاستقصاء الظرفية الذي أنجزه بنك المغرب برسم الفصل الثالث من سنة 2025، أن مناخ الأعمال يوصف بأنه «عادي» من قبل 77% من المقاولات، وبأنه «صعب» من طرف 15% منها.

وبالنسبة لمجموع السنة، يرجح أن تتسارع وتيرة الاستثمار، لتصل إلى 18,3% بعد 10,9% سنة 2024.

وإجمالاً، يتوقع أن يبلغ النمو 5% في المتوسط بالنسبة لمجموع السنة، بعد 3,8% سنة 2024.

4.5 سوق الشغل والطاقات الإنتاجية

1.4.5 النشاط والشغل

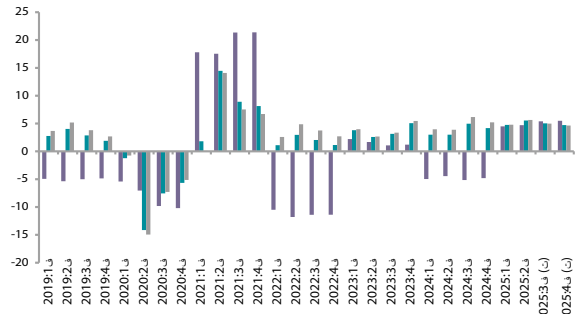
ما بين الفصل الثالث من سنة 2024 ونفس الفصل من سنة 2025، تميزت أوضاع سوق الشغل بارتفاع عدد السكان النشطين البالغة أعمارهم 15 سنة فما فوق بنسبة 0,9% ليصل إلى 12,5 مليون شخص. نتيجة ارتفاعه بنسبة 1,7% في المدن وتراجعها بواقع 0,5% في الوسط القروي.

وأخذاً في الاعتبار تطور عدد الأشخاص البالغين سن النشاط، انخفضت نسبة النشاط بمقدار 0,3 نقطة إلى 43,3% على الصعيد الوطني، وبمقدار 0,2 نقطة إلى 42,3% في الوسط الحضري و0,5 نقطة إلى 45,2% في المناطق القروية.

وموازاة ذلك، وبعد العدد الضعيف من مناصب الشغل المحدثة في الفصل الثاني من سنة 2025، يبدو أن سوق الشغل استعادت دينامييتها التي تمت ملاحظتها منذ الفصل الثالث من سنة 2024. فقد سجل الاقتصاد الوطني إحداث 167 ألف منصب شغل، عوض 213 ألف منصب خلال الفترة نفسها من السنة السابقة، وبذلك تزايد عدد السكان النشطين المشغلين بنسبة 1,6% إلى 10,8 مليون شخص، أساساً في الوسط الحضري الذي شهد ارتفاعاً بواقع 2,5% إلى 6,8 مليون شخص.

وباستثناء الفلاحة التي سجلت فقدان 47 ألف منصب شغل، عرفت باقي القطاعات إحداثاً لمناصب الشغل وصل عددها إلى 94 ألف منصب في قطاع الخدمات، وإلى 90 ألفاً في قطاع البناء والأشغال العمومية، وإلى 29 ألفاً في قطاع الصناعة.

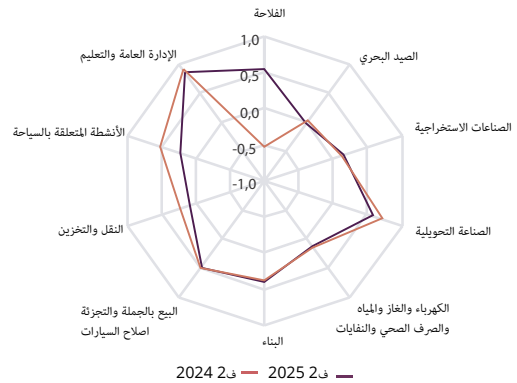
رسم بياني 2.5: الناتج الداخلي الإجمالي حسب المكونات (بأسعار السنة الماضية، التغير بالنسبة المئوية على أساس سنوي، 2014 هي السنة الأساس)



المصدر: معطيات المندوبية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب

وبخصوص القطاع الثانوي، يرجح أن تنمو القيمة المضافة بنسبة 4,8% في المتوسط، بعد 5,3% في السنة السابقة. ويعكس هذا التطور بالخصوص نمو نسبته 3,8% في الصناعات التحويلية، و7,3% في قطاع البناء والأشغال العمومية.

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

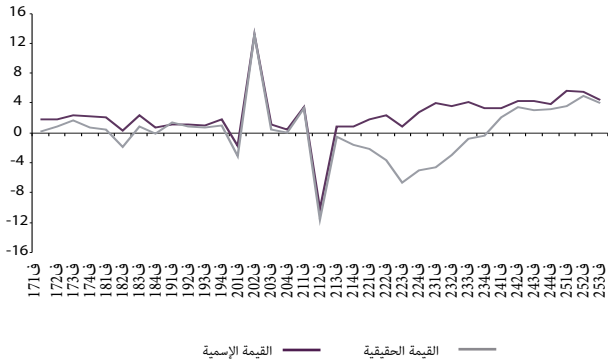


المصدر: معطيات المندوبية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب.

وعلى مستوى القطاع الثالثي، ينتظر أن يعرف النشاط تحسناً بنسبة 4,5% عوض 5,2% في نفس الفترة من السنة السابقة. وبشكل خاص، يرجح أن تنمو القيمة المضافة بنسبة 5,5% بالنسبة لفرع «نشاط الإيواء والمطاعم»، و4,6% بالنسبة للتجارة. كما يرتقب أن تسجل ارتفاعاً في فرعي «الإدارة العمومية والدفاع، والتأمين الاجتماعي الإجباري» و«التربية، وصحة الإنسان وأنشطة العمل الاجتماعي» ارتباطاً بعمليات مراجعة الأجور التي تقررت في إطار الحوار الاجتماعي.

ومن جانب آخر، سجل متوسط الأجور، الذي يتم حسابه على أساس بيانات الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي من خلال حساب نسبة كتلة الأجور إلى عدد المستخدمين، ارتفاعا خلال الفصل الثالث من سنة 2025 بواقع 4,4% مقابل 4,3% في السنة السابقة، بالقيمة الإسمية، ونسبة 4% بعد 3%، بالقيمة الحقيقية.

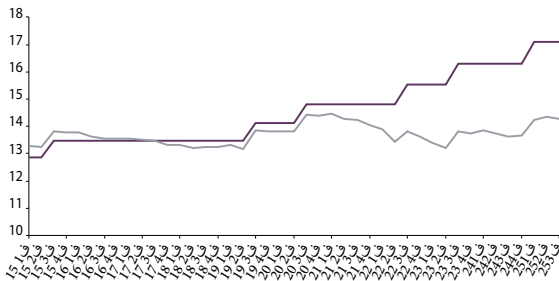
رسم بياني 5.5: مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص (التغير على أساس سنوي بالنسبة المئوية)



المصادر: بيانات الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي وحسابات بنك المغرب.

وبالنسبة للحد الأدنى للأجور للساعة، فقد بلغ بالقيمة الإسمية 17,1 درهما في الفصل الثالث من سنة 2025، أي بزيادة نسبتها 5% على أساس سنوي. وأخذا في الاعتبار ارتفاع مؤشر الأسعار عند الاستهلاك بنسبة 0,4%، يرجح أن يكون الحد الأدنى للأجور قد ارتفع بنسبة 4,6% بالقيمة الحقيقية.

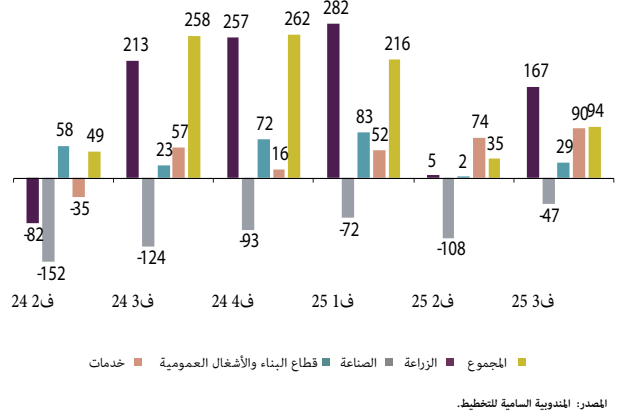
رسم بياني 6.5: الحد الأدنى للأجور للساعة بالقيمة الإسمية والحقيقية (بالدرهم)



— الحد الأدنى للأجور للساعة بالقيمة الحقيقية — الحد الأدنى للأجور للساعة بالقيمة الإسمية

المصادر: وزارة الشغل والإدماج المهني وحسابات بنك المغرب.

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



2.4.5 البطالة والتشغيل الناقص

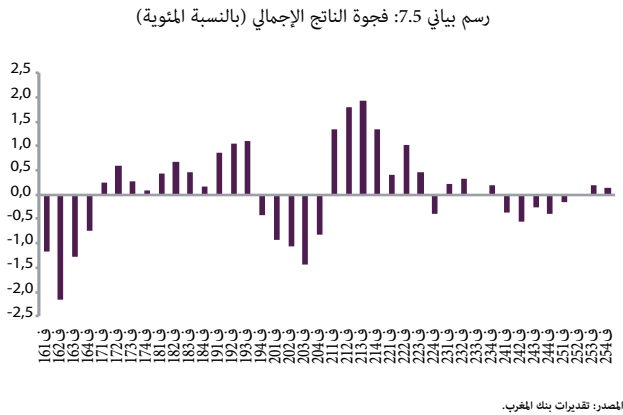
انخفض عدد السكان العاطلين عن العمل بنسبة 3,2% ليصل إلى حوالي 1,6 مليون شخص. وأخذا في الاعتبار تطور السكان النشيطين، تراجعت نسبة البطالة من 13,6% إلى 13,1% على الصعيد الوطني، ومن 17% إلى 16,3% في الوسط الحضري، ومن 7,4% إلى 6,9% في المناطق القروية. وبالنسبة للشباب المتراوحة أعمارهم ما بين 15 و24 سنة بشكل خاص، تقلصت هذه النسبة من 39,5% إلى 38,4% بشكل عام، ومن 50,3% إلى 48,2% في المدن، ومن 24,7% إلى 24,3% في البوادي.

وبالموازاة مع ذلك، اتسمت أوضاع سوق الشغل بارتفاع التشغيل الناقص الذي انتقلت نسبته من 10% إلى 11,1% على الصعيد الوطني، ومن 8,8% إلى 9,5% في الوسط الحضري، ومن 12% إلى 13,8% في المناطق القروية.

3.4.5 الإنتاجية والأجور

في الأنشطة غير الفلاحية، من المرجح أن تكون الإنتاجية الظاهرة للعمل، التي تقاس بنسبة القيمة المضافة إلى نسبة التشغيل، قد سجلت ارتفاعا في الفصل الثالث من سنة 2025 بنسبة 2,1% بعد 1,3% من سنة قبل. ويحتمل أن يكون هذا التطور ناتجا عن نمو القيمة المضافة بنسبة 4,8% عوض 5,7%، وتزايد عدد الأشخاص المشغلين بنسبة 2,6% بعد 4,4%.

وفي المجمل، يرتقب أن تكون فجوة الناتج إيجابية خلال النصف الثاني من سنة 2025.



جدول 1.5: المؤشرات الرئيسية لسوق الشغل

ف 2025	ف 2024	
43,3	43,6	معدل النشاط (بالنسبة المئوية)
42,3	42,5	الوسط الحضري
45,2	45,7	الوسط القروي
13,1	13,6	نسبة البطالة (بالنسبة المئوية)
38,4	39,5	الشباب البالغون ما بين 15 و 25 سنة
16,3	17,0	الوسط الحضري
48,2	50,3	الشباب البالغون ما بين 15 و 25 سنة
6,9	7,4	الوسط القروي
167	213	مناصب الشغل المحدثة (بالآلاف)
164	231	الوسط الحضري
3	-17	الوسط القروي
		القطاعات
-47	-124	- الزراعة والغابات وصيد الأسماك
29	23	- الصناعة بما فيها الصناعة التقليدية
90	57	- البناء والأشغال
94	258	- الخدمات
2,1	1,3	الإنتاجية الظاهرة للعمل غير الفلاحي (التغير بالنسبة المئوية)
4,4	4,3	الاسمي
4,0	3,0	الحقيقي

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

6. تطور التضخم في الفترة الأخيرة

تمشيا مع التوقعات الواردة في التقرير حول السياسة النقدية لشهر شتنبر الماضي، تراجع التضخم من 0,5% في المتوسط في الفصل الثاني من سنة 2025 إلى 0,4% في الفصل الثالث. ثم تباطأ بشكل واضح إلى 0,1% في شهر أكتوبر، ليصل بذلك متوسطه برسم الشهور العشرة الأولى من السنة إلى 0,8%. ويعكس هذا التباطؤ بالأساس انخفاض مؤشر التضخم الأساسي بنسبة 0,3%، بعد ارتفاعه بواقع 0,6%. وفي المقابل، تسارعت وتيرة نمو أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان لتصل إلى 2,3% عوض 1,6%، وتقلصت حدة تراجع أسعار المحروقات وزيوت التشحيم من 9,5% إلى 5,8%.

وفي الفصل الرابع من سنة 2025، من المرجح أن يتباطأ التضخم إلى 0,1% وأن يبلغ متوسطه برسم مجموع السنة 0,8%. ويرتقب أن يبلغ مكونه الأساسي 0,5%- لينتهي السنة بمتوسط نسبة قدرها 0,7%.

1.6 تطور التضخم

جدول 1.6: التضخم ومكوناته						
على أساس سنوي			على أساس شهري			
أكتوبر 25	شتنبر 25	غشت 25	أكتوبر 25	شتنبر 25	غشت 25	بالنسبة المئوية
0,1	0,4	0,3	-0,6	0,2	0,5	التضخم
2,3	2,5	0,3	-2,8	1,3	3,5	المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان
0,5	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	المنتجات المقلنة
-5,8	-8,1	-9,1	-0,6	-2,2	0,4	الوقود وزيوت التشحيم
-0,3	0,2	0,6	-0,2	0,0	0,0	التضخم الأساسي
-2,1	-0,9	-0,1	-0,6	-0,5	-0,2	المنتجات الغذائية
0,8	0,9	0,9	0,0	0,4	0,2	الألبسة والأحذية
1,1	1,1	1,0	0,1	0,1	0,1	السكن والماء والغاز والكهرباء ومحروقات أخرى ¹
0,6	0,8	0,6	-0,1	0,2	-0,1	الأثاث والأدوات المنزلية والصيانة الجارية للمنزل
-0,6	-0,1	-0,5	0,3	-0,1	-0,1	الصحة ²
-0,4	-0,1	0,8	0,0	-0,8	0,3	النقل ²
-0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,0	الاتصالات
-0,7	-0,8	-1,0	0,1	0,0	0,0	الترفيه والثقافة ¹
2,1	2,1	2,3	0,1	2,1	0,0	التعليم
2,4	2,9	2,9	-0,2	-0,1	0,7	مطاعم وفنادق
1,5	1,5	1,5	0,2	0,1	0,1	مواد وخدمات أخرى ¹

¹ باستثناء المنتجات المقلنة

² باستثناء المحروقات وزيوت التشحيم و المواد المقلنة

المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

بعد أن بلغ التضخم 0,4% في المتوسط خلال الفصل الثالث، تباطأ إلى 0,1% في شهر أكتوبر، وبلغ متوسطه برسم الشهور العشرة الأولى من السنة 0,8%. وكان هذا التباطؤ مدفوعا بالأساس بانخفاض التضخم الأساسي بنسبة 0,3%، بعد ارتفاعه بواقع 0,6%. وفي المقابل، تسارع نمو أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان من 1,6% إلى 2,3%، وتراجع انخفاض أسعار المحروقات وزيوت التشحيم من 9,5% إلى 5,8%.

1.1.6 أسعار المنتجات المستثناة من التضخم الأساسي

سجلت أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان ارتفاعا، على أساس سنوي، بنسبة 2,3% في أكتوبر بعد تزايدها بنسبة 1,6% في الفصل الثالث. وقد كان هذا التباطؤ مدفوعا على الخصوص بتراجع حدة انخفاض أسعار «الفواكه الطرية» من 8%- إلى 0,3%-، وبتزايد ارتفاع أسعار «السّمك الطري» من 1,1% إلى 4%، وأسعار «الحوامض» من 13,8% إلى 21,6%.

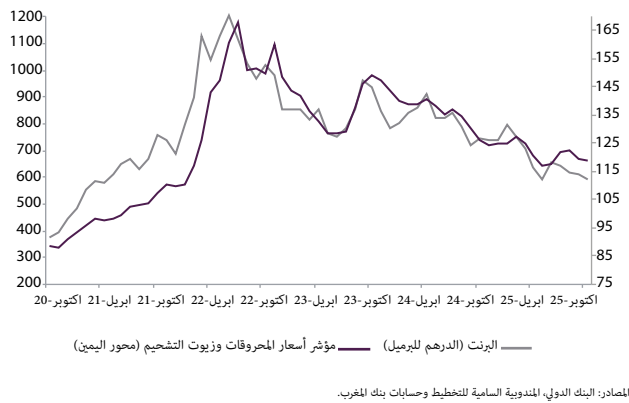
وبناء عليه، بلغت مساهمة هذا المكون في التضخم 0,3 نقطة مئوية، بدلا من 0,2 نقطة.

الخصوص بنسبة 4,9%، وتراجع قيمة الدرهم مقابل الدولار الأمريكي بنسبة 1,6%.

وعلى أساس سنوي، تقلصت حدة تراجع أسعار المحروقات وزيوت التشحيم لتنتقل من 9,5% في المتوسط خلال الفصل الثالث إلى 5,8% في شهر أكتوبر.

وعليه، ساهمت أسعار المحروقات وزيوت التشحيم على نحو سلبي في التضخم، في حدود 0,2 نقطة مئوية، مقابل 0,3 نقطة في الفصل السابق.

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

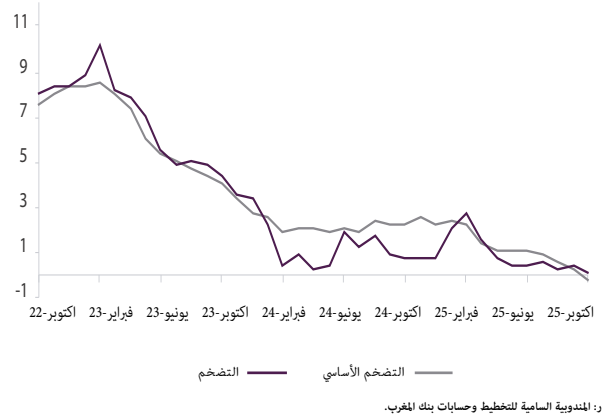


2.1.6 التضخم الأساسي

انخفض التضخم الأساسي بنسبة 0,3% في شهر أكتوبر، بعد ارتفاعه بواقع 0,6% خلال الفصل الثالث. وكان هذا التباطؤ مدفوعا بالأساس بتزايد تقلص أسعار مكونه الغذائي من 0,2% إلى 2,1%، مع تراجع أسعار «الزيوت» بنسبة 10,8% بعد 3,3%، وأسعار «المحوم الطرية» بنسبة 2,2% بعد ارتفاعها بواقع 0,3%.

وبخصوص أسعار المنتجات والخدمات باستثناء المنتجات الغذائية، المدرجة في مؤشر التضخم الأساسي، فقد تزايدت بنسبة 1% في أكتوبر عوض 1,1% في الفصل السابق، مدفوعة على الخصوص بتراجع أسعار «النقل» بنسبة 0,4% بدل ارتفاعها بواقع 0,7%.

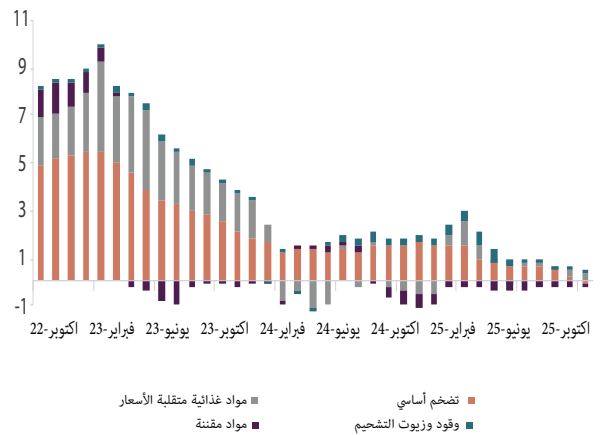
رسم بياني 1.6: التضخم والتضخم الأساسي (بالنسبة المئوية، على أساس سنوي)



وبخصوص الأسعار المقننة، فقد ارتفعت بنسبة 0,5% في شهر أكتوبر، أي بوتيرة شبه مستقرة مقارنة بتلك المسجلة في الفصل الثالث.

وبلغت مساهمتها في التضخم 0,1 نقطة مئوية.

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



ومن جانب آخر، سجلت أسعار المحروقات وزيوت التشحيم انخفاضا شهريا بنسبة 0,6% في أكتوبر. ويندرج هذا التطور في سياق انخفاض الأسعار العالمية للمنتجات النفطية، حيث تراجع سعر البرنت على

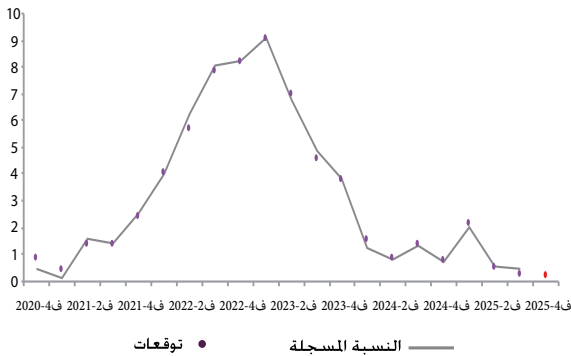
2.6 آفاق التضخم على المدى القصير

على المدى القصير، من المرجح أن يبلغ التضخم 0,1% في الفصل الرابع من سنة 2025، مقابل 0,4% في الفصل الثالث من نفس السنة. ويحتمل أن يكون هذا التطور مدفوعا بالخصوص بانخفاض مؤشر التضخم الأساسي بنسبة 0,5%، بدلا من ارتفاعه بنسبة 0,6%، أخذا في الاعتبار التراجع الواضح لأسعار الزيوت.

وخلافا لذلك، يتوقع أن تنمو أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأثمنة بنسبة 3,3% في الفصل الرابع، مقابل 1,6% في الفصل الثالث.

كما ينتظر أن تتقلص حدة انخفاض أسعار المحروقات وزيوت التشحيم إلى 4,3% في الفصل الرابع، مقابل 9,5% في الفصل الثالث، ارتباطا بالتطور المرتقب للأسعار العالمية للمنتجات النفطية.

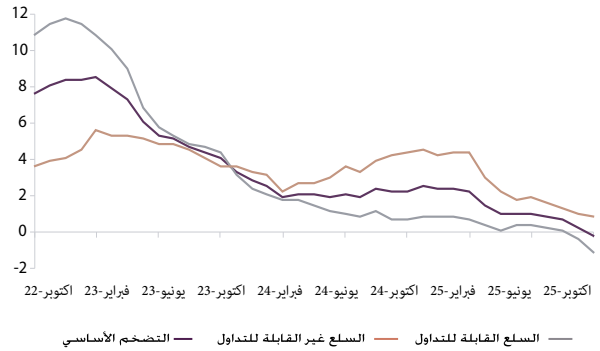
رسم بياني 6.6: توقعات على المدى القصير وإنجازات التضخم (بالنسبة المئوية)



3.6 توقعات التضخم

تشير نتائج استقصاء الظرفية الذي أنجزه بنك المغرب لدى أرباب المصانع برسم شهر أكتوبر 2025 إلى أن 75% من المستجوبين يتوقعون استقرار التضخم خلال الأشهر الثلاثة المقبلة، ويتوقع 22% منهم ارتفاعه، فيما يتوقع 3% منهم انخفاضه. وبذلك، بلغ رصيد الرأي 19%.

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



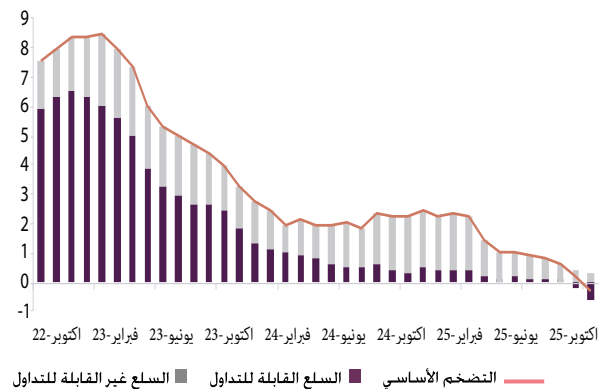
ويشير تقسيم مؤشر التضخم الأساسي إلى سلع تجارية وأخرى غير تجارية إلى أن انخفاضه كان مدفوعا بالأساس بتطور أسعار المنتجات والخدمات التجارية. حيث انخفضت هذه الأخيرة بنسبة 1,1% عوض 0,1% في الفصل الثالث. وعلى نفس المنوال، تراجعت وتيرة نمو أسعار السلع غير التجارية من 1,3% إلى 0,8%.

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

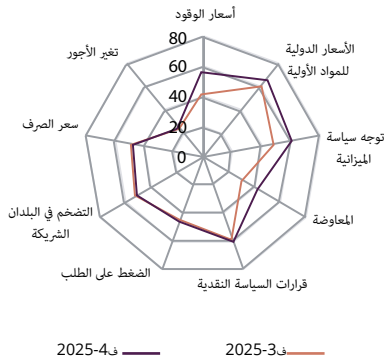
	على أساس سنوي			على أساس شهري		
	أكتوبر 25	سبتمبر 25	أغسطس 25	أكتوبر 25	سبتمبر 25	أغسطس 25
السلع القابلة للتداول	-1,1	-0,4	0,0	-0,5	-0,3	0,0
السلع غير القابلة للتداول	0,8	0,9	1,3	0,1	0,3	0,0
التضخم الأساسي	-0,3	0,2	0,6	-0,2	0,0	0,0

المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

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

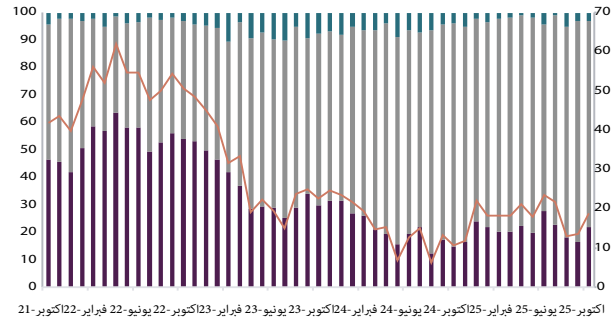


رسم بياني 9.6: تطور المؤشرات الرئيسية لأسعار الإنتاج الصناعي (على أساس سنوي)



المصدر: الاستقصاء الفصلي حول توقعات التضخم لبنك المغرب.

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



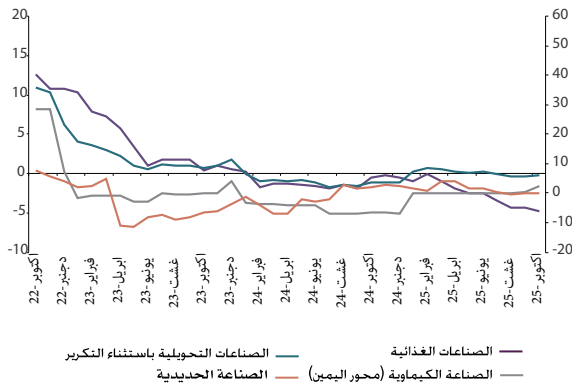
المصدر: الاستقصاء الشهري للطريقة لبنك المغرب.

4.6 أسعار الإنتاج

سجلت أسعار الإنتاج الخاصة بالصناعات التحويلية باستثناء تكرير النفط، في شهر أكتوبر، نموا شهريا نسبته 0,4%. مدعومة حصريا بارتفاع أسعار الإنتاج بواقع 2,1% في فرع «الصناعة الكيماوية».

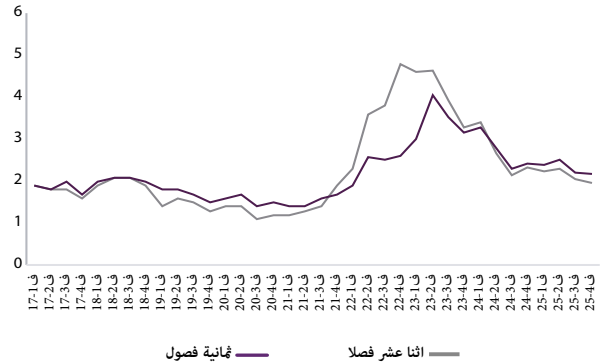
وعلى أساس سنوي، تراجع تقلص أسعار الإنتاج باستثناء التكرير، ليصل إلى -0,2% في أكتوبر بدلا من -0,3% في المتوسط خلال الفصل الثالث من سنة 2025.

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



المصدر: المندوبية السامية للتخطيط.

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



المصدر: الاستقصاء الفصلي حول توقعات التضخم لبنك المغرب.

ويرى المستجوبون أن تطور التضخم خلال الفصول الثمانية المقبلة سيكون مرتبطا أساسا بالأسعار العالمية للسلع الأساسية باستثناء النفط، وبقراوات السياسة النقدية، وبتوجه السياسة المالية، وبأسعار المحروقات في محطات البنزين.

7. الآفاق على المدى المتوسط

ملخص

من المرجح أن يتباطأ نمو الاقتصاد العالمي في سنتي 2025 و2026، إذ يرتقب أن تتلاشى العوامل المؤقتة التي كانت تدعم قدرته على الصمود في الفصل الأول من السنة الجارية.

وبذلك، يتوقع أن تتراجع وتيرة نمو النشاط الاقتصادي العالمي من 3,2% سنة 2024 إلى 3,1% خلال السنة الجارية، ثم إلى 2,7% في 2026. ففي الولايات المتحدة، من المرتقب أن يبلغ النمو 1,9%، مدعوماً على الخصوص بمتانة استهلاك الأسر ودينامية الاستثمارات في مجال الذكاء الاصطناعي، قبل أن يسجل تراجعاً إلى 1,8% في 2026 و2027. وفي منطقة الأورو، ينتظر أن يواصل الاقتصاد نموه بوتيرة معتدلة ليصل إلى 1,4% في 2025، و1,2% في 2026، ثم إلى 1,5% سنة 2027، مدعوماً بقوة الاستهلاك الخاص وانتعاش الاستثمار، ولاسيما في قطاعي الدفاع والبنية التحتية.

وفي المملكة المتحدة، يرجح أن تسجل وتيرة النشاط الاقتصادي نمواً بنسبة 1,4% سنة 2025، مدعومة بالأساس بالنفقات العمومية وبالصادرات تحسباً لرفع الرسوم الجمركية، قبل أن تتباطأ إلى 1,1% في 2026، ثم تعود إلى 1,4% في 2027. وفي اليابان، يتوقع أن تتسارع وتيرة النشاط الاقتصادي إلى 1,4% خلال السنة الجارية، مدفوعة بارتفاع الاستهلاك والاستثمار، وكذا بالأداء الجيد للصادرات الذي سجل في النصف الأول من السنة. ويرتقب أن يعود النمو إلى الاعتدال مسجلاً نسبة 0,9% في 2026 و0,8% سنة 2027، تماشياً مع الظهور التدريجي لتأثير الرسوم الجمركية الأمريكية.

وعلى صعيد أبرز الاقتصادات الصاعدة، يبقى الاقتصاد الصيني في طريقه لتحقيق نمو نسبته 4,9% خلال هذه السنة، غير أن آخر البيانات المتاحة تشير إلى ظهور علامات ركود النشاط، وخاصة تقلص المبيعات بالتقسيط والصادرات، فيما ينتظر أن يواصل الاستثمار تأثره بالصعوبات المتواصلة التي يعرفها قطاع العقار. وبعد ذلك، يتوقع أن يبلغ النمو 4,4% سنة 2026 و4,6% سنة 2027. وفي الهند، يرجح أن تبقى وتيرة النشاط قوية في 2025، مع تسجيل نسبة نمو قدرها 7,3%، ثم يتباطأ بعد ذلك إلى 6,1% في 2026 قبل أن يبلغ 6,7% في 2027. أما في البرازيل، فيرتقب أن يتباطأ النمو من 3% في 2024 إلى 2,4% في 2025، ثم إلى 1,1% سنة 2026، ارتباطاً على الخصوص بالتوجه التقييدي للسياسة النقدية، وينتظر أن يرتفع إلى 2,3% في 2027. وفي روسيا، يرجح أن يسجل النمو تباطؤاً قوياً إلى 0,7% في 2025، متأثراً بالأساس بالعقوبات المفروضة على شركات النفط الوطنية وبانخفاض صادرات النفط نحو الصين والهند. ويرجح أن يتباطأ النمو بعد ذلك إلى 0,5% في 2026 قبل أن يرتفع إلى 1% في 2027.

وفي أسواق المواد الأساسية، من المتوقع أن تواصل أسعار النفط منحها التنافس، بسبب ارتفاع العرض الصادر عن الدول الأعضاء في أوبك+ والارتفاع الضعيف للاستهلاك. وبشكل خاص، يتوقع أن يتراجع سعر البرنت من 79,8 دولاراً للبرميل في المتوسط سنة 2024 إلى 68,4 دولاراً سنة 2025، ثم إلى 63,1 دولاراً سنة 2026. وبالنسبة للفوسفات المغربي ومشتقاته، يرتقب، حسب توقعات الوحدة المكلفة بالأبحاث حول المواد الأولية، أن ترتفع أسعار الفوسفات ثنائي الأمونيوم من 586 دولاراً للطن إلى 712 دولاراً في المتوسط خلال السنة الجارية، قبل أن تنخفض إلى 694 دولاراً سنة 2026 وإلى 641 دولاراً في 2027، وأن ينتقل سعر الفوسفات الثلاثي الممتاز من 521 دولاراً للطن في 2025 إلى 502 دولاراً في 2026، ثم إلى 487 دولاراً سنة 2027. أما سعر الفوسفات الخام، فيتوقع أن ينخفض سعره إلى 211 دولاراً للطن سنة 2025 وإلى 195 دولاراً في سنة 2026 ثم إلى 182 دولاراً سنة 2027. وبخصوص أسعار المنتجات الغذائية، وبعد تقلصها بنسبة 2% في 2024، يرتقب أن يسجل مؤشر منظمة الأغذية والزراعة ارتفاعاً بنسبة 4,8% في 2025، مدفوعاً على الخصوص بنمو أسعار الزيوت النباتية واللحوم. وبعد ذلك، ينتظر أن يسجل ارتفاعات أكثر اعتدالاً بنسبة 0,7% في 2026 و2% في 2027.

وفي ظل هذه الظروف، من المتوقع أن يواصل التضخم انخفاضه على الصعيد العالمي، متراجعا من 3,7% في 2024 إلى 2,9% في 2025 و2026، قبل أن يرتفع إلى 3,1% سنة 2027. وفي منطقة الأورو، وعلى الرغم من ارتفاع الرسوم الجمركية ومن اضطراب سلاسل التوريد، يرتقب أن يظل التضخم مستقرا حوالي النسبة المستهدفة من قبل البنك المركزي الأوروبي في أفق التوقع، وأن يبقى في الولايات المتحدة في مستوى أعلى من النسبة المستهدفة من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، لينتقل من 3% في 2024 إلى 2,8% في السنة الجارية، وإلى 3,1% في 2026، قبل أن يتباطأ إلى 2,7% في 2027.

وبالنسبة لتوجه السياسات النقدية، خفض الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، على إثر اجتماعه المنعقد يومي 9 و10 دجنبر، النطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي على الأموال الفيدرالية إلى [3,50% - 3,75%]، أخذاً في الاعتبار ارتفاع نسبة البطالة وتزايد المخاطر نحو الانخفاض المحيطة بأفاق التشغيل. وخلافاً لذلك، قرر البنك المركزي الأوروبي، عقب اجتماعه المنعقد في 30 أكتوبر، الإبقاء على أسعار فائده الرئيسية الثلاثة دون تغيير، وهو القرار الثالث على التوالي القاضي بإبقاء سعر الفائدة مستقرا بعد ثمانية تخفيضات منذ يونيو 2024، وأشار البنك المركزي الأوروبي إلى أن التضخم يتأرجح حول النسبة المستهدفة وقدرها 2%. ومن جانبه، قرر بنك إنجلترا، خلال اجتماعه المنعقد في 5 نونبر، الإبقاء على سعر فائده الرئيسي للمرة الثانية على التوالي عند 4%، وذلك بعد ما مجموعه ثلاثة تخفيضات منذ بداية سنة 2025. وأشار بنك إنجلترا إلى أن التضخم يُعتبر قد بلغ ذروته.

وعلى الصعيد الوطني، اتسمت سنة 2025 بتسارع وتيرة نمو مبادلات السلع والخدمات، ما يعكس بالأساس ارتفاع الصادرات بنسبة 4,5% والواردات بواقع 7,7%، وكذا بارتفاع واضح لمداخيل الأسفار التي يتوقع أن تسجل مع نهاية السنة تزايداً ملحوظاً بنسبة 23% مقارنة بسنة 2024. وبذلك، يرجح أن يبلغ عجز الحساب الجاري مع نهاية السنة 1,8% من الناتج الداخلي الإجمالي، بعد 1,2% سنة 2024. ومن جانب آخر، يرتقب أن ترتفع عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة لتصل إلى ما يعادل 3,4% من الناتج الداخلي الإجمالي مقابل 2,7% سنة 2024. وفي ظل هذه الظروف، يرتقب أن تصل الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 425,2 مليار درهم في 2025، أي ما يعادل 5 أشهر و16 يوما من واردات السلع والخدمات.

وعلى المدى المتوسط، من المرجح أن تواصل المبادلات التجارية ارتفاعها. وهكذا، ينتظر أن ترتفع الصادرات بنسبة 8,4% في 2026 وبواقع 7,9% في 2027، مدفوعة بالدينامية المرتقبة لقطاع صناعة السيارات. ومن جانبها، يرجح أن تنمو الواردات بنسبة 6,1% في 2026 ثم 8% في 2027، ما يعكس بالخصوص النمو القوي لمقتنيات سلع التجهيز، ارتباطاً بدينامية الاستثمار. وموازاة ذلك، يرتقب أن تواصل مداخيل الأسفار أداءها الجيد، مسجلة ارتفاعاً نسبته 5,4% في 2026 و6,1% في 2027 لتصل إلى 154,7 ملياراً. وبخصوص تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، ينتظر أن ترتفع بنسبة 4,6% في 2026 وبواقع 2,2% في 2027، لتصل إلى 130,2 مليار درهم. ويرجح أن تؤدي هذه التطورات إلى بلوغ عجز الحساب الجاري 1,5% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2026 و1,9% في 2027. ومن جهتها، يرتقب أن تبلغ عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة ما يعادل 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي على المدى المتوسط.

ومع فرضية تحقق التمويلات الخارجية المرتقبة، من المتوقع أن ترتفع الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 437,9 مليار مع متم سنة 2026، ثم إلى 448,2 ملياراً في نهاية سنة 2027، ما يمثل تغطية لما يعادل 5 أشهر و10 أيام، و5 أشهر ونصف من واردات السلع والخدمات، على التوالي.

وفيما يتعلق بالأوضاع النقدية، وبعد تباطؤها إلى 2,6% سنة 2024، من المرجح أن تتسارع وتيرة نمو القروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي إلى 4,1% في 2025 وإلى حوالي 5% في سنتي 2026 و2027. ومن جانب آخر، يرتقب أن يواصل سعر الصرف الفعلي الحقيقي ارتفاعه في 2025، لكن أن ينخفض في 2026 ثم يبقى مستقرا في 2027.

وعلى مستوى المالية العمومية، ينتظر أن ينخفض عجز الميزانية إلى 3,6% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2025، قبل أن يستقر عند 3,4% من الناتج الداخلي الإجمالي في سنتي 2026 و2027. وتأخذ هذه التوقعات في الاعتبار معطيات مشروع قانون المالية لسنة 2026 وبرمجة الميزانية الثلاثية 2026-

2028، والتوقعات الماكرو اقتصادية الجديدة لبنك المغرب. كما أنها تشمل تحيينات التوقعات الصادرة في نهاية السنة المالية 2025 والتي نشرتها وزارة الاقتصاد والمالية في وثيقة برمجة الميزانية الثلاثية 2026-2028.

وبالنسبة للنشاط الاقتصادي، وبعد نموه بنسبة 3,8% سنة 2024، يرتقب أن يسجل النمو تسارعا واضحا ليصل إلى 5% خلال السنة الجارية. ويشمل هذا التطور، من جهة، ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5%، ومن جهة أخرى، ارتفاع القيمة المضافة غير الفلاحية بواقع 5%. وعلى المدى المتوسط، يرجح أن يتعزز النمو إلى 4,7% في 2026 ثم إلى 4,3% في سنة 2027، مع فرضية العودة إلى تحقيق محاصيل حبوب متوسطة. وبالنسبة للأنشطة غير الفلاحية، ينتظر أن يرتفع نموها إلى 4,8% في 2026 ثم إلى 4,5% في 2027. وبخصوص الطلب، يرتقب أن يواصل مكونه الداخلي دعمه للنمو بينما تكون مساهمة الصادرات الصافية في النمو سلبية.

وفي هذا السياق، يرجح أن يبلغ التضخم 0,8% في 2025 قبل أن يتسارع تدريجيا إلى 1,3% سنة 2026 ثم إلى 1,9% في 2027. ويرتقب أن يتباطأ مكونه الأساسي إلى 0,7% في 2025 وأن يتطور بنفس الوتيرة في 2026، قبل أن يرتفع إلى 1,9% في 2027.

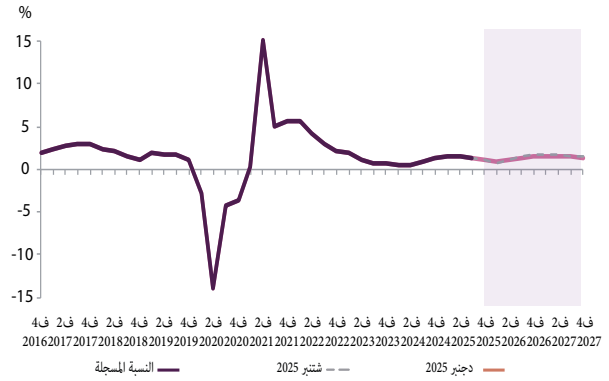
1.7 الفرضيات الأساسية

تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي في أفق التوقع

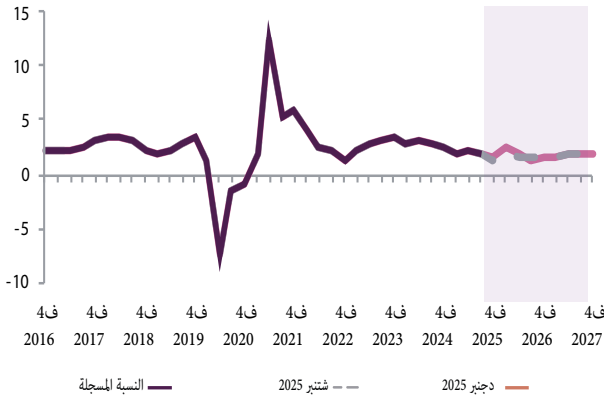
من المرتقب أن يصل النمو في الولايات المتحدة إلى 1,9% خلال السنة الجارية، مدفوعاً بالأساس بقوة استهلاك الأسر ودينامية الاستثمارات في مجال الذكاء الاصطناعي، قبل أن يسجل تقلصاً طفيفاً إلى 1,8% في 2026 وكذلك في 2027. ويرجح أن يكون هذا التباطؤ ناتجاً عن تضافر عدة عوامل غير مواتية، ولاسيما خطر وقوع حالات أخرى من الجمود المالي، وتكاليف الدين المرتفعة، والشكوك المحيطة بسياسة الرسوم الجمركية. وفي منطقة الأورو، من المتوقع أن يواصل النمو تطوره بوتيرة معتدلة ليصل إلى 1,4% في 2025، و1,2% في 2026 ثم 1,5% سنة 2027. مدعوماً بقوة الاستهلاك الخاص وانتعاش الاستثمار، خاصة في قطاعي الدفاع والبنية التحتية (كما هو الشأن في ألمانيا). إلا أن هذه الآفاق تظل هشة، إذ إن اقتصاد هذه المنطقة يظل معرضاً لمخاطر نحو الانخفاض ترتبط (1) بضعف الطلب الخارجي و(2) ارتفاع الرسوم الجمركية؛ و(3) الالايقين السياسي المستمر في فرنسا. ومن جانبه، يتوقع أن يسجل الاقتصاد البريطاني نمواً بنسبة 1,4% في سنة 2025، مدفوعاً على الخصوص بالنفقات العمومية وبالصادرات تحسباً لارتفاع الرسوم الجمركية. ويرتقب أن يتباطأ النشاط بعد ذلك إلى 1,1% في 2026، بسبب تبني المقاولات موقفاً حذراً يتسم بمحدودية نوايا التوظيف وبتقليص برامج الاستثمار، في سياق يسوده الالايقين، خاصة فيما يتعلق بتأثير الإجراءات المالية المعلن عنها. ثم يرجح أن ينتعش النمو بعد ذلك إلى 1,4% في سنة 2027. وفي اليابان، يتوقع أن تتسارع وتيرة النشاط الاقتصادي إلى 1,4% سنة 2025، مدعومة بارتفاع الاستهلاك والاستثمار، وكذا بالأداء الجيد للصادرات الذي سُجل في النصف الأول من السنة. وينتظر أن يعود النمو إلى الاعتدال ليلبلغ 0,9% في 2026 و0,8% في 2027، تماشياً مع بدء ظهور تأثير الرسوم الجمركية الأمريكية.

وفي أبرز الاقتصادات الصاعدة، يبقى الاقتصاد في الصين في طريقه إلى تحقيق نمو سنوي نسبته 4,9% خلال السنة الجارية، غير أن البيانات الحديثة تظهر بوادر فتور للنشاط، وخاصة تقلص المبيعات بالتقسيط والصادرات، وذلك بالرغم من تمديد الهدنة الجمركية إلى غاية شهر نونبر 2026. بينما يواصل الاستثمار تأثره الناجم بالخصوص عن الصعوبات المستمرة التي يعاني منها قطاع العقار. ويرجح أن يبلغ النمو 4,4% في 2026 و4,6% في 2027. وفي الهند، ينتظر أن يبقى النشاط الاقتصادي قوياً، مع تسجيل نسب نمو قدرها 7,3% سنة 2025 و6,1% سنة 2026 و6,7% سنة 2027. وقد أثر ارتفاع الرسوم الجمركية الأمريكية على الصادرات التي لم يتم تحويل وجهتها من الولايات المتحدة إلى أسواق أخرى إلا جزئياً، ولم يستفد الاستهلاك الداخلي سوى من دعم جزئي للإصلاح الجديد للضريبة على القيمة المضافة التي لن يظهر تأثيرها إلا في نهاية سنة 2026. وفي البرازيل، يرتقب أن يتباطأ النمو إلى 2,4% في السنة الجارية ثم إلى 1,1% في 2026، ارتباطاً أساساً بالتوجه التقييدي للسياسة النقدية. ثم بعد ذلك، وتماشياً مع العودة التدريجية للسياسة النقدية إلى طبيعتها انطلاقاً من بداية سنة 2026، يرتقب أن يرتفع الطلب تدريجياً، مما سيتمكن من ارتفاع النمو إلى 2,3% سنة 2027. وفي روسيا، يرجح أن يسجل النمو تباطؤاً واضحاً إلى 0,7% في 2025، متأثراً على الخصوص بالعقوبات المفروضة على شركات النفط الوطنية وبانخفاض صادرات النفط نحو الصين والهند. ويرتقب أن يتباطأ إلى 0,5% سنة 2026 بفعل تأثير السياسة النقدية التقييدية، واستمرار العقوبات وضعف الاستثمار في القطاعات غير العسكرية، قبل أن يرتفع إلى 1% في 2027.

رسم بياني 1.7: النمو في منطقة الأورو



رسم بياني 2.7: النمو في الولايات المتحدة



المصدر: شبكة نموذج التوقعات العالمية، نونبر 2025.

توجه أسعار النفط نحو الانخفاض وتواصل تراجع التضخم سنة 2025، مع تسجيل تباينات واضحة بين الاقتصادات

في سوق الموارد الأولية، من المرتقب أن يتواصل تراجع أسعار النفط على المدى القصير، وأن ينخفض سعر البرنت بشكل خاص إلى 68,4 دولارا للبرميل في المتوسط خلال السنة الجارية، ثم إلى 63,1 دولارا سنة 2026، بسبب ارتفاع العرض الصادر عن البلدان الأعضاء في منظمة أوبك+ واستمرار ضعف ارتفاع الطلب، قبل أن يرتفع بقدر طفيف إلى 65,8 دولارا في سنة 2027. وبالنسبة للفحم، ينتظر أن تبقى أسعاره في مستويات متدنية تبلغ حوالي 100 دولارا للطن في سنتي 2025 و2026، ارتباطا بانخفاض الطلب العالمي، واستقرار العرض والانتقال نحو الطاقات المتجددة، قبل أن يرتفع بقدر طفيف إلى 104,3 دولارا في سنة 2027. ومن جهته، يرتقب أن يسجل سعر الغاز الطبيعي، حسب توقعات البنك الدولي الخاصة بشهر أكتوبر 2025، ارتفاعا طفيفا ليصل إلى 12,1 دولارا لمليون وحدة حرارية، قبل أن يتراجع إلى 10,8 دولارا في 2026 ثم إلى 9,8 دولارا في سنة 2027، بسبب اعتدال الطلب ووفرة واردات الغاز الطبيعي السائل.

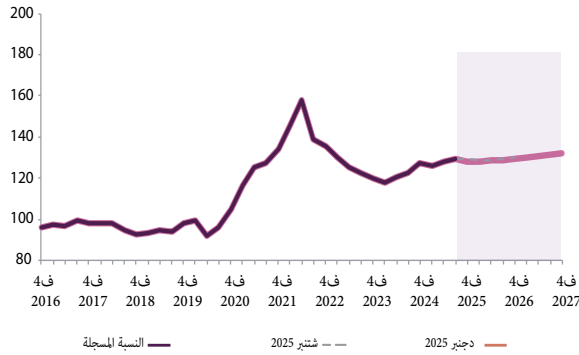
وبخصوص أسعار الفوسفات ومشتقاته، يرتقب أن ترتفع أسعار مشتقات الفوسفات خلال السنة الجارية، بسبب تدني العرض القادم بالخصوص من الصين، مع استمرار القيود المفروضة على صادرات الفوسفات ثنائي الأمونيوم. وخلافا لذلك، يرجح أن تواصل أسعار الفوسفات الخام منحها التنافسي، ما يعكس بالأساس ارتفاع العرض. وبذلك يرتقب أن ترتفع أسعار مشتقات الفوسفات المغربي مع نهاية السنة إلى 712 دولارا للطن بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيوم وإلى 521 دولارا للطن بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز. ويرتقب أن تتراجع الأسعار بعد ذلك، لتصل إلى 694 دولارا للطن في 2026 ثم إلى 641 دولارا للطن في 2027 بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيوم، وإلى 502 دولارا للطن ثم إلى 487 دولارا للطن بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز خلال نفس الفترة. أما بخصوص الفوسفات الخام، فيرجح أن ينخفض سعره من 211 دولارا للطن في 2025، وإلى 195 دولارا للطن في 2026، ثم إلى 182 دولارا في 2017.

وفيما يتعلق بأسعار المنتجات الغذائية، وبعد انخفاضه بنسبة 2% في 2024، يرجح أن يرتفع مؤشر منظمة الأغذية والزراعة بنسبة 4,8% في 2025، مدفوعا على الخصوص بتزايد أسعار الزيوت النباتية واللحوم. وينتظر أن تسجل بعد ذلك ارتفاعات أكثر اعتدالا نسبتها 0,7% في 2026 و2% في 2027. وبالنسبة للمقمح الصلب الأمريكي بشكل خاص، يرتقب حسب توقعات البنك الدولي الخاصة بشهر أكتوبر 2025، أن يسجل تقلصا بنسبة 7,3% في السنة الجارية بفضل المحصول الجيد جدا، قبل أن يتزايد بنسبة 3,5% في كل من سنة 2026 وسنة 2027.

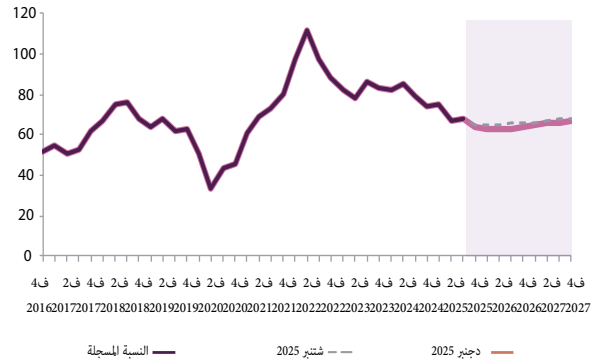
وفي ظل هذه الظروف، من المرجح أن يسجل التضخم العالمي انخفاضا ملحوظا ليصل إلى 2,9% في 2025، وأن يبقى مستقرا في هذا المستوى سنة 2026، قبل أن يتسارع إلى 3,1% سنة 2027. وفي الولايات المتحدة، يتوقع أن يبقى التضخم في مستوى أعلى من النسبة المستهدفة من طرف

الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وقدرها 2%، نظرا لعدم قدرة سلاسل التوريد على امتصاص تأثير الرسوم الجمركية وضرورة انعكاس هذا التأثير على المستهلكين. وبذلك يرتقب أن يبلغ التضخم 2,8% في 2025 ثم 3,1% في 2026، قبل أن يتراجع إلى 2,7% سنة 2027. وفي منطقة الأورو، وبالرغم من ارتفاع الرسوم الجمركية واختلال سلاسل الإمداد، يتوقع أن يظل التضخم حوالي النسبة المستهدفة من قبل البنك المركزي الأوروبي في أفق التوقع، مسجلا نسبة مستقرة عند 2,1% ما بين سنتي 2025 و2027. وفي الصين، ينتظر أن يتطور التضخم في مستويات سلبية، بحيث يبلغ 0,1% في 2025، ارتباطا بالأساس بانخفاض أسعار المنتجات الغذائية وضعف الطلب الداخلي الإجمالي، قبل أن يرتفع تدريجيا إلى 0,9% في 2026 ثم إلى 1,7% في 2027.

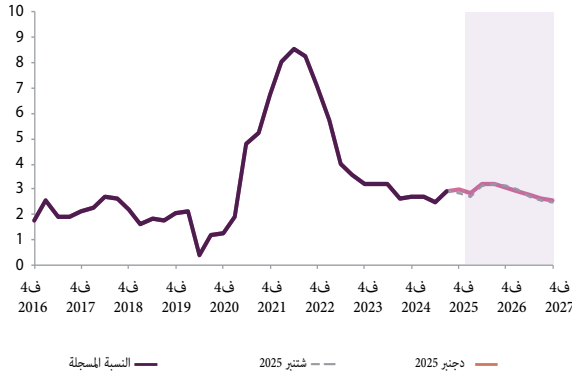
رسم بياني 4.7: مؤشر منظمة الأغذية والزراعة للمواد الغذائية
(2014-2016=100)



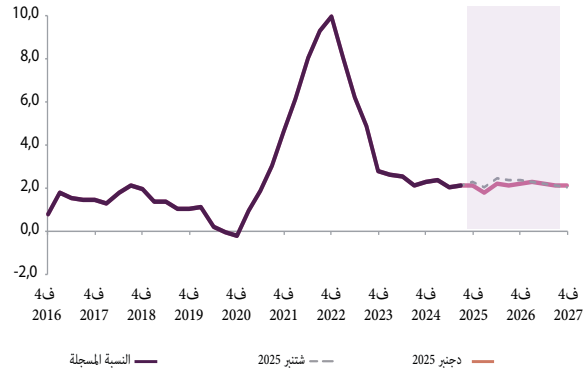
رسم بياني 3.7: سعر البرنت



رسم بياني 6.7: التضخم في الولايات المتحدة



رسم بياني 5.7: التضخم في منطقة الأورو



المصدر: شبكة نموذج التوقعات العالمية، نوفمبر 2025.

انخفاض أسعار الفائدة الرئيسية بالنسبة للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وبقاؤها على وضعها بالنسبة للبنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان المركزي وبنك إنجلترا المركزي

قرر البنك المركزي الأوروبي، عقب اجتماعه المنعقد في 30 أكتوبر، الإبقاء على أسعار فائده الرئيسية دون تغيير، وهو القرار الثالث القاضي بإبقاء أسعار الفائدة مستقرة بعد ما مجموعه ثمانية تخفيضات منذ يونيو 2024، وأشار البنك المركزي إلى أن التضخم يبلغ حاليا حوالي النسبة المستهدفة على المدى المتوسط وقدرها 2% وأن الآفاق تبقى إجمالا دون تغيير. كما أعلن أن محافظ برنامج مشتريات الأصول (APP) وبرنامج مشتريات الطوارئ لمواجهة الجائحة (PEPP) تتقلص بوتيرة متحكم فيها ومتوقعة، لكون النظام الأوروبي لم يعد يستثمر التسديدات برسم المبلغ الأصلي للسندات التي حل أجل استحقاقها.

وخلافا لذلك، قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، خلال اجتماعه المنعقد يومي 9 و10 دجنبر، خفض النطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي للمرة الثالثة على التوالي بواقع 25 نقطة أساس إلى [3,50% - 3,75%]، أخذاً في الاعتبار ارتفاع نسبة البطالة وتزايد المخاطر نحو الانخفاض التي تؤثر على آفاق التشغيل. وأشار الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى أن النشاط الاقتصادي قد سجل نمواً معتدلاً. بينما تباطأت وتيرة إحداث مناصب الشغل خلال السنة الجارية وتزايدت نسبة البطالة بقدر طفيف إلى غاية شهر شتنبر. وفيما يتعلق بالتضخم، فقد ارتفع منذ بداية السنة ويبقى مرتفعاً نسبياً. ومن جهة أخرى، أعلن الاحتياطي الفيدرالي ارتفاع مشتريات سندات الخزينة على المدى القصير للمحافظة على تمويل كاف من حيث الاحتياطيات.

ومن جانبه، قرر بنك إنجلترا، إثر اجتماعه المنعقد في 5 نونبر، الإبقاء على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير للمرة الثانية على التوالي عند 4%، وذلك بعد ما مجموعه ثلاثة تخفيضات منذ بداية سنة 2025. وأشار إلى أن التضخم يعد وكأنه بلغ ذروته. ويتواصل التقدم في مجال خفض التضخم الأساسي، مدعوماً بتوجه السياسة النقدية الذي لا يزال تقييداً.

وفي سوق الصرف الدولية، يرجح أن ترتفع قيمة الأورو مقابل الدولار الأمريكي في سنة 2025، أساساً بسبب فارق سعر الفائدة بين البنك المركزي الأوروبي والاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، خاصة مع توقع تخفيض جديد للنطاق المستهدف لأسعار الفائدة على الأموال الفيدرالية بمقدار 25 نقطة أساس في شهر دجنبر. ويرجح أن تنخفض قيمة العملة الأوروبية بعد ذلك في سنة 2026، خاصة بسبب التقلص المرتقب لهذا الفارق، والصعوبات الاقتصادية البنوية لمنطقة الأورو. وفي المجمل، ينتظر أن تسجل قيمة الأورو ارتفاعاً بنسبة 4,1% مقابل الدولار لتصل إلى 1,12 دولاراً في المتوسط سنة 2025، قبل أن تراجع بواقع 1,5% إلى 1,11 دولاراً في 2026 وتبقى مستقرة في هذا المستوى في 2027.

رسم بياني 7.7 : سعر صرف الدولار مقابل الأورو



المصدر: شبكة نموذج التوقعات العالمية، غشت 2025.

إنتاج حبوب مقداره 43,1 مليون قنطار بالنسبة للموسم الفلاحي 2024/2025، وفرضية تحقيق محصول متوسط قدره 50 مليون قنطار برسم موسمي 2025/2026 و 2026/2027

في سنة 2025، بلغ محصول الحبوب الرئيسية الثلاثة 43,1 مليون قنطار، أي بزيادة نسبتها 38,9% مقارنة بالموسم السابق، وبانخفاض بواقع 15,7% بالمقارنة مع متوسط السنوات الخمس الأخيرة. وبخصوص باقي الزراعات الأخرى، ارتفع الإنتاج بنسبة 53,4% بالنسبة للزراعات السكرية، و8,5% بالنسبة لزراعة الخضر، و1,2% بالنسبة لزراعة الأشجار المثمرة. وخلافاً لذلك، تراجع الإنتاج بنسبة 38,5% بالنسبة لزراعة النباتات الزيتية. وفي ظل هذه الظروف، من المرجح أن تسجل القيمة المضافة الفلاحية ارتفاعاً بنسبة 5%، وهو نفس التوقع الصادر في شهر شتنبر 2025.

وبالنسبة للموسم الفلاحي 2025/2026، ومع فرضية تحقيق محصول حبوب متوسط قدره 50 مليون قنطار¹، وأخذاً في الاعتبار الارتفاعات المتوقعة في الإنتاج بواقع 1112% بالنسبة للزيتون، و552% بالنسبة للتمور، و242% بالنسبة للحوامض، يتوقع أن ترتفع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4% عوض 3,2% الواردة في التوقع السابق.

وبخصوص الموسم الفلاحي 2026/2027، ومع فرضية تحقيق محصول حبوب متوسط قدره 50 مليون قنطار¹ وتطور متوسط لباقي الزراعات الأخرى، ينتظر أن تنمو القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 2%.

2.7 التوقعات الاقتصادية الكلية

تواصل دينامية المبادلات الخارجية للسلع، وبقاء عائدات الأسفار في مستويات مرتفعة على المدى المتوسط.

أخذاً في الاعتبار الفرضيات الجديدة المرتبطة بالمحيط الدولي، وتحسين التوقعات الماكرو اقتصادية وكذلك الإنجازات إلى متم أكتوبر 2025، من المرجح أن يبلغ عجز الحساب الجاري مع نهاية السنة 1,8% من الناتج الداخلي الإجمالي، بعد 1,2% سنة 2024، قبل أن يبلغ 1,5% في 2026 ثم 1,9% في سنة 2027.

ففي سنة 2025، من المتوقع أن تتزايد الصادرات بنسبة 4,5%، مدفوعة بالأساس بصادرات الفوسفات ومشتقاته التي يرتقب أن ترتفع بنسبة 24,2% إلى 108,2 مليار، ما يعكس نمو أسعار التصدير وحجم الصادرات على حد سواء. وبخصوص الواردات، يرتقب أن ترتفع بنسبة 7,7%، مدفوعة على الخصوص بنمو مقتنيات سلع التجهيز بنسبة 14%. وفي المقابل، وبفعل استمرار تراجع الأسعار العالمية، يرجح أن تنخفض الفاتورة الطاقية بنسبة 10,9% إلى 101,4 مليار درهم. وبموازاة ذلك، وأخذاً في الاعتبار المستوى المرتفع المحقق في نهاية شهر أكتوبر والتأثير المرتقب لتنظيم كأس إفريقيا لكرة القدم في المغرب ما بين شهري دجنبر 2025 وفبراير 2026، ينتظر أن تسجل عائدات الأسفار أداء استثنائياً نسبته 23% لتصل إلى 138,4 مليار درهم. كما يرتقب أن ترتفع تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج بواقع 2,4% إلى 121,8 مليار سنة 2025. وفيما يتعلق بعائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، من المتوقع أن تصل إلى ما يعادل 3,4% من الناتج الداخلي الإجمالي، بعد 2,7% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2024، أي ما يمثل مبلغاً قدره 57,6 مليار درهم.

وفي ظل هذه الظروف، يرجح أن تبلغ الأصول الاحتياطية الرسمية مع نهاية سنة 2025 ما قدره 425,2 مليار درهم، أي ما يعادل تغطية 5 أشهر و16 يوماً من واردات السلع والخدمات.

وعلى المدى المتوسط، ينتظر أن تتسارع وتيرة الصادرات إلى 8,4% في 2026 و7,9% في 2027، مع الانتعاش المرتقب لقسم صناعة السيارات الذي يرجح أن ترتفع صادراته من حيث القيمة بنسبة 19,6% و17,5%، على التوالي، لتصل إلى 83,4 مليار في أفق سنة 2027. وفضلاً عن ذلك، ونتيجة لانخفاض المرتقب لأسعار الفوسفات ثنائي الأمونيوم، يرتقب أن تسجل مبيعات الفوسفات ومشتقاته نمواً بنسبة 3,9% في سنة 2026، قبل أن تبقى شبه مستقرة في سنة 2027 عند 112,1 مليار درهم. وينتظر أن تتزايد الواردات بنسبة 6,1% في 2026 ثم بواقع 8% في 2027، خاصة مع نمو مقتنيات سلع التجهيز بنسبة 11% سنوياً. ومن جانبها، يرجح أن تنخفض الفاتورة الطاقية بنسبة 8,4% في 2026 قبل أن ترتفع بواقع 8,2% في سنة 2027 لتصل إلى 100,5 مليار درهم، وبالموازاة مع ذلك، يرجح أن يتعزز نمو عائدات الأسفار خلال السنتين المقبلتين، بتسجيل ارتفاعات نسبتهما 5,4% في 2026 ثم 6,1% في 2027، لتصل إلى 154,7 مليار درهم في سنة 2027. ويرتقب أن تتزايد تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج

1 تعتمد هذه الفرضية على متوسط المحاصيل الخمسة الأخيرة الممثلة.

2 تقديم الميزانية القطاعية لوزارة الفلاحة والصيد البحري والتنمية القروية والمياه والغابات، مشروع قانون المالية لسنة 2026.

بواقع 4,6% في 2026 و2,2% في 2027، لتصل إلى 130,2 مليار درهم. وبخصوص عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فتشير التوقعات إلى تدفق يعادل 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي على المدى المتوسط.

ومع فرضية تحقق التمويلات الخارجية المرتقبة، من المرجح أن ترتفع الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 437,9 مليار مع متم سنة 2026 ثم إلى 448,2 مليار في نهاية سنة 2027، لتمثل بذلك تغطية قدرها حوالي 5 أشهر و10 أيام، ثم 5 أشهر و14 يوما من واردات السلع والخدمات.

جدول 1.7 : المكونات الرئيسية لميزان الأداءات

التغير (%) مالم يتم الإشارة الى غير ذلك		النسب المسجلة										النسب المتوقعة		الفارق (دحني/شتنبر)
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
صادرات السلع (التسليم على ظهر السفينة)		10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,4	6,1	4,5	8,4	7,9	4,5	8,4	-1,8
واردات السلع (مع احتساب تكاليف التأمين)		9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,9	6,4	7,7	6,1	8,0	7,7	6,1	0,3
عائدات الأسفار		1,2	7,8	-53,7	-5,1	171,5	14,6	4,6	23,0	5,4	6,1	23,0	5,4	11,7
تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج		-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	4,0	3,3	2,4	4,6	2,2	2,4	4,6	1,7
رصيد الحساب الجاري (%) من الناتج الداخلي الإجمالي		-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,5	-1,0	-1,2	-1,8	-1,5	-1,9	-1,8	-1,5	0,5
الأصول الاحتياطية الرسمية بعدد الأشهر من واردات السلع والخدمات		5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,4	5,2	5,5	5,3	5,5	5,5	5,3	0,2

المصادر: بيانات مكتب الصرف وتوقعات بنك المغرب.

تسارع نمو القروض الممنوحة للقطاع غير المالي في أفق التوقع

من المرجح أن يرتفع عجز السيولة البنكية ليصل إلى 132,1 مليار درهم في نهاية سنة 2025، وإلى 146,8 مليار سنة 2026، وإلى 158 مليار في 2027، ارتباطا على الخصوص بارتفاع الأوراق البنكية والقطع النقدية المتداولة. فبعد نمو هذه الأخيرة بنسبة 7,6% في 2024، يرتقب أن تتزايد بواقع 14,6% في سنة 2025 قبل أن تعود إلى وتيرة نمو قدرها 8,4% في سنة 2026 و7% سنة 2027. وبالنسبة للقروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي، وأخذا في الاعتبار الإنجازات، والتطور المرتقب للنشاط الاقتصادي، وتوقعات النظام البنكي، يتوقع أن تسجل تسارعا إلى 4,1% في 2025 وإلى حوالي 5% في سنتي 2026 و2027. وفي ظل هذه الظروف، وتماشيا مع التطور المرتقب لباقي مقابلات الكتلة النقدية، يُتوقع أن ترتفع الكتلة م3 بنسبة 7,2% في سنة 2025 و5,5% في سنة 2026 و3,8% في سنة 2027.

ومن جانب آخر، يرجح أن يواصل سعر الصرف الفعلي الحقيقي ارتفاعه بالقيمة الحقيقية بنسبة 2,2%، نتيجة لارتفاع قيمته الإسمية الذي يعوضه مستوى التضخم الداخلي الأقل من التضخم المسجل لدى الشركاء والمنافسين التجاريين. وفي سنة 2026، يرتقب أن ينعكس هذا التوجه، مع تسجيل انخفاض نسبته 2,8%، وهو الانخفاض الذي سيصبح أكثر اعتدالا عند 0,5% في سنة 2027.

جدول 2.7: الكتلة النقدية والائتمان البنكي

التغير (%) مالم يتم الإشارة الى غير ذلك		النسب المسجلة										النسب المتوقعة		الفارق (دحني/شتنبر)
		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026
القروض البنكية للقطاع غير المالي		4,2	2,9	7,8	2,9	2,6	4,1	5,0	4,9	4,1	5,0	4,9	4,1	-1,8
المجموع م3		8,4	5,1	8,0	3,9	8,0	7,2	5,5	3,8	7,2	5,5	3,8	7,2	-0,5
الحاجة إلى السيولة، بملايير الدراهم		-67,0	-64,4	-86,6	-111,4	-128,0	-132,1	-146,8	-158,0	-132,1	-146,8	-158,0	-132,1	-16,8

من المرجح أن يبقى عجز الميزانية مستقرا على المدى المتوسط

بعد أن بلغ 3,9% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2024، يرجح أن ينخفض العجز المالي إلى 3,6% سنة 2025، قبل أن يتراجع إلى 3,4% من الناتج الداخلي الإجمالي في سنة 2026 وسنة 2027. وترتكز هذه التوقعات على بيانات مشروع قانون المالية لسنة 2026، والبرمجة المالية الثلاثية 2026-2028، بما في ذلك توقعات إيفال السنة المالية 2025 التي نشرتها وزارة الاقتصاد والمالية، وكذلك على التوقعات الماكرو اقتصادية المحينة لبنك المغرب.

وفي سنة 2025، يرتقب أن ترتفع المداخيل الجبائية بنسبة 16,1%، ما يعكس ارتفاع مداخل الضرائب غير المباشرة بنسبة 18,7% ومداخل الضرائب المباشرة بواقع 17,3%. ومن جانبها، يرتقب أن تسجل المداخل غير الجبائية ارتفاعا قويا نسبته 14,7%، مدفوعة بالأساس بتزايد بند «باقي المداخل» غير الجبائية بنسبة 15,2% والمداخيل الصادرة عن المؤسسات والمقاولات العمومية بنسبة 47%. أما المداخل المتأتية من آليات التمويل المبتكرة، فينتظر أن تبقى مستقرة عند 35 مليار. وفي المقابل، يرجح أن ترتفع النفقات العادية بنسبة 15,6%، مع نمو نفقات السلع والخدمات على الخصوص بنسبة 16,2%. ويتوقع أن ترتفع كتلة الأجور بواقع 9,5% وتكاليف باقي السلع والخدمات بنسبة 29%. وفي نفس الاتجاه، ينتظر أن تتنامى أدااءات الدين بنسبة 25,7%. وبالعكس، يرتقب تراجع تكاليف المقاصة بنسبة 25,7% وأن ترتفع نفقات الاستثمار بنسبة 4,5% إلى 122,6 مليار، أو ما يعادل 7,3% من الناتج الداخلي الإجمالي.

وفي سنة 2026، من المرجح أن يرتفع العائد الضريبي بنسبة 7% من سنة إلى أخرى، مع ارتفاع الضرائب المباشرة بنسبة 3,6% والضرائب غير المباشرة بنسبة 9,7%. ومن جهتها، يرتقب أن تتراجع الموارد غير الضريبية بنسبة 25,3%، خاصة مع تقلص مداخل آليات التمويل المبتكرة إلى 20 مليار، عوض 35 مليار سنة 2025، وانخفاض باقي المداخل غير الضريبية بواقع 44,2%. وموازاة ذلك، يتوقع أن تتزايد النفقات العادية بنسبة 7,7%، مدفوعة على الخصوص بنمو نفقات السلع والخدمات بنسبة 11,4%. وينتظر أن ترتفع كتلة الأجور بنسبة 8,4% والنفقات برسم باقي السلع والخدمات بنسبة 16,4%. أما تكاليف فوائد الدين، فيرتقب أن تنخفض بنسبة 2,5%. كما يتوقع أن تتدنى تكاليف المقاصة بنسبة 26,8% إلى 13,9 مليار، ونفقات الاستثمار بواقع 6,4% إلى 114,8 مليار.

وفي سنة 2027، يرجح أن تتزايد المداخل الجبائية بنسبة 5,5%، ما يعكس نمو تحصيلات الضرائب المباشرة بنسبة 6,1% وعائدات الضرائب غير المباشرة بنسبة 5,1%. وفيما يتعلق بالمداخيل غير الجبائية، يرتقب أن تنخفض بنسبة 12,3%، مع تقلص مداخل آليات التمويل المبتكرة بنسبة 25% إلى 15 مليار، أي بمراجعة قدرها 10 ملايين مقارنة بالمبلغ الوارد في البرمجة المالية الثلاثية 2025-2027، والمداخيل الصادرة عن المؤسسات والمقاولات العمومية بنسبة 7,2%. وفي المقابل، يتوقع أن تتزايد النفقات العادية بنسبة 3,1%، ارتباطا على الخصوص بتنامي نفقات السلع والخدمات بنسبة 3,6%. ويتوقع أن ترتفع كتلة الأجور والنفقات برسم باقي السلع والخدمات بواقع 3,6% لكل منهما. وينتظر أن تنخفض تكاليف فوائد الدين وتكاليف المقاصة بنسبة 0,2% و 7,7%، على التوالي. ومن جانبها، يرتقب أن ترتفع نفقات الاستثمار بنسبة 2,9% لتصل إلى 118,1 مليار، أي ما يعادل 6,2% من الناتج الداخلي الإجمالي.

نمو مطرد للأنشطة غير الفلاحية على المدى المتوسط

بعد نموه بنسبة 3,8% سنة 2024، يرجح أن يعرف نمو الاقتصاد الوطني تسارعا واضحا بنسبة 5% سنة 2025 عوض نسبة 4,6% التي كانت متوقعة في شهر شتنبر. وتأخذ هذه المراجعة في الاعتبار دينامية أقوى مما كان متوقعا للأنشطة غير الفلاحية خلال الفصل الثاني. ويرتقب أن تنمو هذه الأنشطة بواقع 5%، مدفوعة على الخصوص بقطاعي البناء والسياحة. وفيما يتعلق بالأنشطة الفلاحية، ينتظر أن ترتفع قيمتها المضافة

بنسبة 5%، أخذاً في الاعتبار محصول حبوب قدره 43,1 مليون قنطار برسم الموسم الفلاحي 2024-2025. وبالنسبة للطلب، من المرجح أن ترتفع مساهمة مكونه الداخلي، مدعومة أساساً بالتحسن المرتقب للمداخل غير الفلاحية والنمو الواضح للاستثمار. وخلافاً لذلك، ينتظر أن تبقى مساهمة الصادرات

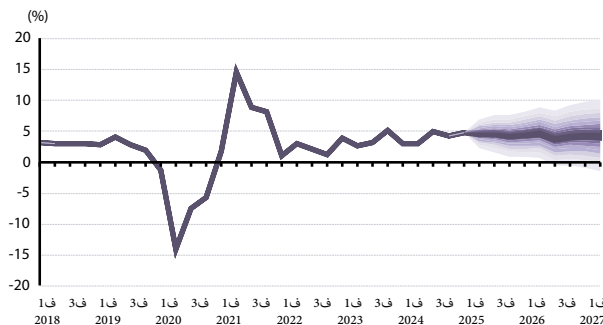
وعلى المدى المتوسط، من المتوقع أن يتسارع النمو إلى 4,7% في 2026 ثم إلى 4,3% في سنة 2027، مدعوماً بالأساس باستمرار دينامية الأنشطة غير الفلاحية التي ينتظر أن يرتفع نموها بنسبة 4,8% في 2026 ثم 4,5% في 2027. وبالموازاة مع ذلك، يتوقع أن ترتفع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4% في 2026 و2% في 2027، مع فرضية العودة إلى تحقيق محاصيل حبوب متوسطة. وبالنسبة للطلب، سيبقى النمو مدعوماً بالطلب الداخلي الذي سيحافظ على قوته، خاصة بفضل الدينامية القوية للاستثمار في البنى التحتية. أما الصادرات الصافية، فستواصل مساهمتها السلبية في النمو، بالرغم من تراجع هذه المساهمة من سنة إلى أخرى.

جدول 3.7 : النمو الاقتصادي

التغير (%)		النسب المسجلة					النسب المتوقعة					الفارق (دختر/شتنبر)	
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
النمو الوطني		2,9	-7,2	8,2	1,8	3,7	3,8	5,0	4,7	4,3	0,4	0,3	
القيمة المضافة الفلاحية		-5,0	-8,1	19,5	-11,3	1,5	-4,8	5,0	4,0	2,0	0,0	0,8	
القيمة المضافة غير الفلاحية		3,8	-7,1	6,9	3,5	3,9	4,8	5,0	4,8	4,5	0,5	0,3	

المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب.

رسم بياني 8.7 : توقعات النمو في أفق التوقع (ف3-2025/ف4-2027) على أساس سنوي



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

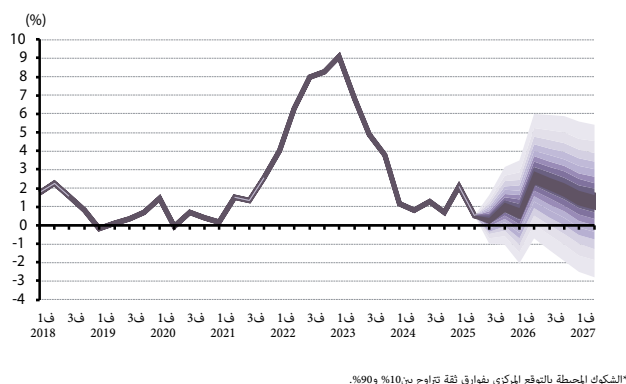
تضخم معتدل في أفق التوقع

بعد تسجيله نسبة 0,9% سنة 2024، يرجح أن يكون التضخم قد تطور في المتوسط بنفس الوتيرة خلال السنة الجارية، ليلبغ 0,8%. وهذا التوقع ناتج عن تعديل نحو الانخفاض بمقدار 0,2 نقطة مئوية مقارنة بالتوقع الصادر في شهر شتنبر، بسبب ارتفاع التضخم الأساسي وأسعار المنتجات المقننة بقدر أقل مما كان متوقعا. وبالفعل، يرجح أن يكون التضخم الأساسي قد تباطأ إلى 0,7% في المتوسط سنة 2025، مقابل 2,2% سنة 2024، أي بمراجعة نحو الانخفاض قدرها 0,4 نقطة مئوية بالمقارنة مع شهر شتنبر. وعلى نفس المنوال، يحتمل أن تكون الأسعار

المقننة قد سجلت نموا بواقع 1,3% في سنة 2025، وهو ارتفاع أقل قدرا مما كان متوقعا في شتنبر، أخذا في الاعتبار عدم تطبيق الزيادة المبرمجة في سعر غاز البوتان. وبخصوص أسعار المحروقات وزيوت التشحيم، يرجح أنها تقلصت بنسبة 9,5% في 2025 بعد انخفاضها بواقع 3,4% سنة من قبل، انسجاما مع تطور الأسعار العالمية للنفط. أما أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان، فيتوقع أنها ارتفعت بنسبة 2,6% في المتوسط خلال السنة الجارية بعد تدنيها بواقع 2,9% في سنة 2024، ما يمثل مراجعة نحو الارتفاع بالمقارنة مع التوقعات الصادرة في شهر شتنبر، ارتباطا على الخصوص بالإنجازات الأخيرة.

وخلال ما تبقى من أفق التوقع، من المرجح أن يتسارع التضخم تدريجيا، لينتقل إلى 1,3% سنة 2026 ثم إلى 1,9% سنة 2027. وينتظر أن يظل مكونه الأساسي دون تغيير مقارنة بالوتيرة المسجلة في 2025، أي أن يبلغ 0,7% في 2026 ثم يتسارع إلى 1,9% في 2027. وبالنسبة لباقي المكونات، يرتقب أن تتطور أسعار المنتجات المقننة بنسبة 0,9% و2,2% في 2027. وبخصوص المحروقات وزيوت التشحيم، ينتظر أن تبقى أسعارها مستقرة في سنة 2026 قبل أن ترتفع في 2027، تماشيا مع آفاق تطور الأسعار العالمية للمنتجات النفطية. أما المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان، فيرتقب أن ترتفع في سنة 2026 قبل أن تبقى شبه مستقرة في 2027.

رسم بياني 9.7: توقعات التضخم خلال أفق التوقع
(ف 4 - 2025 / ف 4 - 2027)*

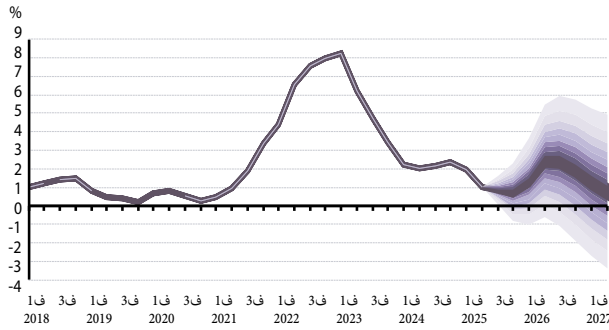


جدول 4.7 : التضخم و التضخم الأساسي

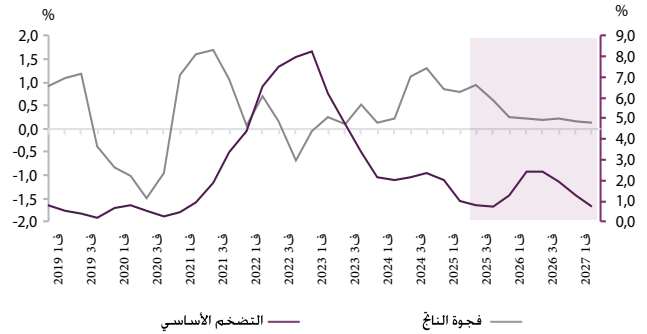
مؤشرات التضخم												
الفارق (دحير/شتنبر)		النسب المتوقعة					النسب المسجلة					
2026	2025	الأفق المتوقع ف4- 2025 / ف3 - 2027	2027	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	
-0,6	-0,2	1,4	1,9	1,3	0,8	0,9	6,1	6,6	1,4	0,7	0,2	التضخم
-1,3	-0,4	1,0	1,9	0,7	0,7	2,2	5,6	6,6	1,7	0,5	0,5	التضخم الأساسي

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 يغوارق ثقة تتراوح بين 10% و 90%.
المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب.

3.7 ميزان المخاطر

بالرغم من تراجع التوترات التجارية، تبقى الشكوك المحيطة بآفاق الاقتصاد العالمي مرتفعة، ويمكن أن تؤدي إلى كبح التجارة الدولية، واختلال سلاسل الإمداد، وفي نهاية المطاف، إلى التأثير سلبا على التضخم وعلى النمو العالمي. تضاف إلى هذه العوامل الصعوبات المستمرة لقطاع العقار في الصين، وتزايد الدين العمومي العالمي، وكذلك تواصل الضغوط التضخمية على مستوى بعض الاقتصادات الكبرى، ولاسيما الولايات المتحدة. وأخيرا، من شأن استمرار النزاعات في الشرق الأوسط والحرب في أوكرانيا أن تؤدي إلى زيادة إضعاف النشاط الاقتصادي العالمي وزيادة الضغوط على سلاسل الإمداد، ولاسيما الطاقة منها.

وعلى الصعيد الوطني، فإن أهم المخاطر المحيطة بالنشاط الاقتصادي تبقى مرتبطة بتوالي فترات الجفاف وتفاقم الإجهاد المائي على المدى المتوسط. إلا أن الأوراش التي تم إطلاقها أو المبرمجة في إطار احتضان تظاهرات رياضية دولية قد تحدث تأثيرات تحفيزية أقوى، وتؤدي إلى تسريع وتيرة النمو. وبخصوص التضخم، فبالرغم من تسجيلها تقلصا خلال الشهور الأخيرة، تبقى المخاطر متجهة نحو الارتفاع. فبالإضافة إلى العوامل الخارجية، فإن الظروف المناخية غير المواتية قد تؤدي إلى ارتفاع أسعار المواد الغذائية.

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.....18
- رسم بياني 3.1: تطور مؤشرات البورصة الرئيسية للاقتصادات المتقدمة.....18
- رسم بياني 4.1: تطور مؤشر VIX ومؤشر VSTOXX.....19
- رسم بياني 5.1: تطور معدلات العائد على سندات الدولة لمدة 10 سنوات.....19
- رسم بياني 6.1: تطور الائتمان في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو.....19
- رسم بياني 7.1: السعر العالمي للبرنت والغاز الطبيعي - أوروبا.....20
- رسم بياني 8.1: تطور مؤشرات أسعار المواد الأولية غير الطاقية (2010=100).....20
- رسم بياني 9.1: تطور الأسعار العالمية للفوسفات ومشتقاته.....20
- رسم بياني 10.1: تطور التضخم في الولايات المتحدة ومنطقة الأورو.....21
- رسم بياني 1.1.1: الميزان التجاري للسلع في الولايات المتحدة (بمليارات الدولارات).....22
- الرسم البياني 2.1.1: متوسط السعر الفعلي للرسوم الجمركية الأمريكية (بالنسبة المئوية).....22
- الرسم البياني 3.1.1: مؤشر عدم اليقين التجاري العالمي.....24
- رسم بياني 1.2: صادرات قطاع السيارات في نهاية أكتوبر.....25
- رسم بياني 2.2: التطور الشهري لمداخل السفار.....27
- رسم بياني 3.2: التطور الشهري لتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج.....27
- رسم بياني 1.3: سعر الفائدة ما بين البنوك.....29
- رسم بياني 2.3: بنية أسعار الفائدة في السوق الثانوية حسب الأجل.....30
- رسم بياني 3.3: تكلفة تمويل البنوك (تغير فصلي بالنقاط الأساس).....30
- رسم بياني 4.3: سعر الصرف الفعلي الاسمي والحقيقي (أساس 100 في 2010).....31
- رسم بياني 5.3: سعر صرف الدرهم.....31
- رسم بياني 6.3: مساهمات المقابلات الرئيسية في تغير الكتلة النقدية.....32
- رسم بياني 7.3: الائتمان البنكي على أساس سنوي.....32
- رسم بياني 8.3: مساهمة القطاعات المؤسسية في تغير الائتمان.....33
- رسم بياني 9.3: التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع للأجل.....33
- رسم بياني 10.3: تغير مؤشر أسعار الأصول العقارية وعدد المعاملات العقارية.....34
- رسم بياني 11.3: تطور مؤشر مازي.....34
- رسم بياني 12.3: تغير المؤشرات المؤسسية في الفصل الثاني 2025.....34
- رسم بياني 13.3: تطور إصدارات سندات الخزينة.....35
- رسم بياني 14.3: تطور المبلغ الجاري للدين الخاص حسب جهات الإصدار.....35
- رسم بياني 1.4: إنجازات المداخل الرئيسية بالنسبة لتوقعات قانون المالية.....37
- رسم بياني 2.4: تنفيذ النفقات مقارنة بقانون المالية.....38
- رسم بياني 3.4: بنية النفقات العادية.....38
- رسم بياني 4.4: نفقات الاستثمار إلى متم أكتوبر.....38
- رسم بياني 5.4: رصيد الميزانية مع نهاية أكتوبر.....39
- رسم بياني 6.4: رصيد المالية العمومية والتمويل إلى متم أكتوبر.....39
- رسم بياني 7.4: مديونية الخزينة.....40

رسم بياني 1.5: نفقات الاستهلاك (التغير بالنسبة المئوية).....	42
رسم بياني 2.5: الناتج الداخلي الإجمالي حسب المكونات (بأسعار السنة الماضية، التغير بالنسبة المئوية على أساس سنوي، 2014 هي السنة الأساس).....	43
رسم بياني 3.5: مساهمات فروع النشاط في النمو.....	43
رسم بياني 4.5: مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص.....	44
رسم بياني 5.5: مؤشر متوسط الأجور في القطاع الخاص.....	44
رسم بياني 6.5: الحد الأدنى للأجور للساعة بالقيمة الإسمية والحقيقية.....	44
رسم بياني 7.5: فجوة الناتج الإجمالي.....	45
رسم بياني 1.6: التضخم والتضخم الأساسي.....	47
رسم بياني 2.6: مساهمات أسعار المكونات الرئيسية في التضخم.....	47
رسم بياني 3.6: تطور الأسعار الدولية للبرنت ومؤشر أسعار المحروقات وزيت التشحيم (2017=100).....	47
رسم بياني 4.6: تطور مؤشرات أسعار السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول.....	48
رسم بياني 5.6: مساهمة السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول في التضخم الأساسي.....	48
رسم بياني 6.6: توقعات على المدى القصير وإنجازات التضخم.....	48
رسم بياني 7.6: توقعات تطور التضخم للأشهر الثلاث القادمة حسب أرباب المقاولات.....	49
رسم بياني 8.6: توقعات خبراء القطاع المالي بشأن التضخم خلال الفصول الثمانية المقبلة.....	49
رسم بياني 9.6: تطور المؤشرات الرئيسية لأسعار الإنتاج الصناعي.....	49
رسم بياني 10.6: العناصر المحددة للتطور المستقبلي للتضخم حسب توقعات خبراء القطاع المالي.....	49
رسم بياني 1.7: النمو في منطقة الأورو.....	54
رسم بياني 2.7: النمو في الولايات المتحدة.....	54
رسم بياني 3.7: سعر البرنت.....	55
رسم بياني 4.7: مؤشر منظمة الأغذية والزراعة للمواد الغذائية.....	55
رسم بياني 5.7: التضخم في منطقة الأورو.....	55
رسم بياني 6.7: التضخم في الولايات المتحدة.....	55
رسم بياني 7.7: سعر صرف الدولار مقابل الأورو.....	56
رسم بياني 8.7: توقعات النمو في أفق التوقع (ف3-2025/ف4-2027).....	60
رسم بياني 9.7: توقعات التضخم خلال أفق التوقع (ف4-2025/ف4-2027).....	61
رسم بياني 10.7: تطور التضخم الأساسي وفجوة الناتج.....	62
رسم بياني 11.7: توقعات التضخم الأساسي خلال أفق التوقع (ف1-2025/ف1-2027).....	62

لائحة الجداول

جدول 1.1: التطور الفصلي للنمو.....	16
جدول 2.1: تطور نسبة البطالة.....	16
جدول 3.1: التطور الأخير للتضخم في البلدان المتقدمة الرئيسية.....	21
جدول 1.2: الصادرات حسب القطاع.....	26
جدول 2.2: الواردات حسب مجموعة استخدام المنتجات.....	27
جدول 3.2: ميزان الخدمات.....	27
جدول 4.2: الاستثمارات المباشرة.....	28
جدول 1.3: سعر الفائدة على سندات الخزينة في السوق الأولية.....	30

30	جدول 2.3: أسعار الفائدة على الودائع.....
31	جدول 3.3: أسعار الفائدة على القروض.....
37	جدول 1.4: المداخل العادية.....
38	جدول 2.4: تنفيذ النفقات العمومية.....
39	جدول 3.4: تمويل العجز.....
40	جدول 4.4: مديونية الخزينة.....
45	جدول 1.5: المؤشرات الرئيسية لسوق الشغل.....
46	جدول 1.6: التضخم ومكوناته.....
48	جدول 2.6: تطور مؤشرات أسعار السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول.....
58	جدول 1.7 : المكونات الرئيسية لميزان الأداءات.....
58	جدول 2.7: الكتلة النقدية والائتمان البنكي.....
60	جدول 3.7 : النمو الإقتصادي.....
61	جدول 4.7 : التضخم و التضخم الأساسي.....

لائحة الإطارات

22	إطار 1.1: الصدمة الجمركية الأمريكية في 2025: سياسة تجارية ذات نطاق عالمي.....
----	---