



تقرير حول السياسة النقدية

عدد 78 / 2026

وثيقة مقدمة لمجلس البنك المنعقد في
17 مارس 2026

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
22	2. الحسابات الخارجية
22	1.2 الميزان التجاري
25	2.2 باقي بنود ميزان المعاملات الجارية
25	3.2 الحساب المالي
27	3. النقد والائتمان وسوق الأصول
27	1.3 الأوضاع النقدية
31	2.3 أسعار الأصول
34	4. توجهات السياسة المالية
34	1.4 المداخل العادية
35	2.4 النفقات
36	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
49	2.6 آفاق التضخم على المدى القصير
50	3.6 توقعات التضخم
51	4.6 أسعار الإنتاج
52	7. الآفاق على المدى المتوسط
52	ملخص
55	1.7 الفرضيات الأساسية
59	2.7 التوقعات الاقتصادية الكلية
63	3.7 ميزان المخاطر
64	لائحة الرسوم البيانية
65	لائحة الجداول
66	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، في 17 مارس 2026

1. عقد مجلس بنك المغرب، يوم الثلاثاء 17 مارس، اجتماعه الفصلي الأول برسم سنة 2026.
2. خلال هذا الاجتماع، حلل المجلس تطور الظرفية الاقتصادية الوطنية والدولية، وكذا التوقعات الماكرو اقتصادية للبنك على المدى المتوسط. كما توقف عند التطورات الأخيرة المتعلقة بالحرب في الشرق الأوسط والتي تفاقم حالة الالايقين المرتفعة أصلا، المرتبطة بالأساس بالنزاع في أوكرانيا وبالسيسة التجارية الأمريكية، مما يضع على المحك الصمود الذي أبداه الاقتصاد العالمي في السنوات الأخيرة. وستكون تداعيات هذه الحرب، التي أضحت ملموسة في الأسواق المالية وعلى مستوى أسعار المواد الأولية، لاسيما الطاقة، رهينة إلى حد كبير بمدة ونطاق وشدة النزاع.
3. على الصعيد الوطني، لن تكون هذه الحرب دون عواقب، لا سيما عبر قنوات الحسابات الخارجية، وخاصة أسعار الطاقة. وحسب التقييمات الأولية لبنك المغرب، سيكون التأثير محدودا نسبيا في السيناريو المعتمد لنزاع قصير الأمد، لكنه قد يكون أكبر في الحالة المعاكسة. هذا ومن المتوقع أن تتواصل الدينامية القوية للقطاعات غير الفلاحية، مدفوعة بالاستثمار في البنيات التحتية الاقتصادية والاجتماعية، وأن يشهد الإنتاج الفلاحي انتعاشا ملحوظا بفضل الظروف المناخية الاستثنائية التي سادت خلال الأشهر الأخيرة.
4. وفيما يتعلق بالتضخم، فإنه بقي في مستويات منخفضة، ارتباطا بتحسّن عرض بعض المواد الغذائية وتراجع أسعار المحروقات. وعلى المدى المتوسط، وبعد تبديد هذه التأثيرات ومع الارتفاع المتوقع لأسعار النفط في السيناريو المركزي، يرتقب أن يتسارع تدريجيا مع البقاء في مستويات معتدلة. وهكذا، ينتظر أن يظل شبه مستقر من سنة إلى أخرى في 0,8% سنة 2026، وأن يبلغ 1,4% في 2027.
5. أما توقعات التضخم، فقد سجلت انخفاضا، حيث توقع خبراء القطاع المالي المستجوبون قبل اندلاع الحرب في إيران، خلال الفصل الأول من سنة 2026 في إطار الاستقصاء الفصلي لبنك المغرب، بلوغ التضخم متوسط 1,5% في أفق 8 فصول و1,8% في فقلأففق 12 فصلا.
6. وفيما يخص انتقال قرارات المجلس السابقة، بلغ التراجع التراكمي لأسعار الفائدة على القروض البنكية المقدمة للقطاع غير المالي، ما بين بداية التيسير النقدي في يونيو 2024 والفصل الرابع من سنة 2025، 61 نقطة أساس مقابل 75 نقطة أساس بالنسبة لسعر الفائدة الرئيسي.
7. وأخذا بالاعتبار (1) استمرار الدينامية الملحوظة للنشاط الاقتصادي، و(2) المستويات المعتدلة المتوقعة للتضخم، و(3) حالة الالايقين المرتفعة المحيطة بالآفاق على المستوى الدولي وكذا نتائج اختبارات الضغط المنجزة من طرف بنك المغرب بالنسبة للاقتصاد الوطني، اعتبر المجلس أنه من الملائم الإبقاء على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير في 2,25%. وسيواصل تتبع الظرفية الوطنية والخارجية، لاسيما التطورات في الشرق الأوسط وتداعياتها على النشاط الاقتصادي عن كثب، وبناء قراراته، خلال كل اجتماع، على أحدث المعطيات المحيطة.

8. وفي الأسواق الدولية للمواد الأولية، تظل آفاق تطور الأسعار محاطة بمستوى عال من اللايقين وخاضعة لضغوط تصاعدية. هكذا، من المتوقع، حسب السيناريو المركزي المعتمد من قبل بنك المغرب، أن يزداد سعر البرنت على وجه الخصوص، من 68,1 دولارا للبرميل في المتوسط في 2025 إلى 78,9 دولارا في 2026 قبل أن يتراجع إلى 64,5 دولارا في 2027. أما الفوسفات ومشتقاته، فيرتقب، حسب تقديرات الوحدة المكلفة بالأبحاث حول المواد الأولية (CRU)، أن يرتفع سعر الفوسفات ثنائي الأمونيوم المغربي إلى 816 دولارا للطن في 2026، مدفوعا، بالإضافة إلى استمرار القيود المفروضة على الصادرات الصينية، بالاضطرابات التي تشهدها التجارة العالمية للأسمدة والمدخلات الأساسية لإنتاجها، قبل أن يعود إلى 703 دولارا في 2027. في المقابل، من المتوقع أن تسجل أسعار الفوسفات الخام انخفاضا طفيفا في أفق التوقع. وفيما يتعلق بأسعار المواد الغذائية، فبعد ارتفاع بنسبة 4,3% سنة 2025، يُرتقب أن يتراجع مؤشر منظمة الأغذية والزراعة بنسبة 2,3% هذه السنة قبل أن يعاود الارتفاع بواقع 3,4% في 2027.
9. وبخصوص نمو الاقتصاد العالمي، يرجح أن يكون قد بلغ 3,3% في 2025، ويتوقع أن يتراجع إلى 2,9% هذه السنة، قبل أن يرتفع إلى 3,1% في 2027. وفي الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، ينتظر أن يظل النمو قويا في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يتوقع أن يبلغ 2,3% سنة 2026، ليظل شبه مستقر مقارنة بسنة 2025، قبل أن يتباطأ إلى 1,9% في 2027، متأثرا بشكل خاص بالمخاطر الجيوسياسية والمالية وكذا باللايقين المحيط بالانتخابات النصفية. وفي منطقة الأورو، من المنتظر أن يتباطأ النمو من 1,5% في 2025 إلى 1,1% في 2026، ليعود إلى 1,5% سنة 2027، مدفوعا على وجه الخصوص بالتيسير المالي المنتظر في ألمانيا. وعلى مستوى أبرز الاقتصادات الصاعدة، وبعد بلوغ هدف 5% في 2025، من المتوقع أن يعتدل النمو في الصين، متأثرا بالتحديات البنوية التي تواجهها البلاد، ليصل إلى 4,5% على المدى المتوسط. وفي الهند، يُرجح أن تتباطأ وتيرة النشاط الاقتصادي من 7,7% في 2025 إلى 6,4% في 2026 نتيجة الضعف المتوقع في الطلب الخارجي، قبل أن ترتفع إلى 6,7% في 2027.
10. في هذا السياق، من المتوقع أن يتسارع التضخم العالمي مؤقتا إلى 3,3% في 2026، قبل أن يبلغ 2,9% في السنة الموالية. وفي الاقتصادات المتقدمة الكبرى، يرتقب أن يصل إلى مستوى أعلى بقليل من هدف 2% في 2026 بمنطقة الأورو قبل أن يقترب منه في 2027، في حين ينتظر في الولايات المتحدة الأمريكية أن يواصل تطوره في مستوى أعلى من هدف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، ليستقر في 3,2% هذه السنة، ثم في 2,3% في 2027.
11. وفيما يخص توجه السياسات النقدية في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، قرر البنك المركزي الأوروبي، خلال اجتماعه المنعقد يومي 4 و 5 فبراير، الإبقاء على أسعار الفائدة الرئيسية دون تغيير للمرة الخامسة على التوالي. وعلى نفس المنوال، حافظ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، على إثر اجتماعه المنعقد في 27 و 28 يناير، على النطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي في [3,75%-3,50%] وذلك، بعد أن خفضه ثلاث مرات في 2025.
12. وعلى الصعيد الوطني، من المتوقع أن تؤدي الأوضاع المناخية المواتية جدا هذه السنة إلى ارتفاع الإنتاج الفلاحي بشكل ملموس. وحسب تقديرات بنك المغرب المبنية على أساس مساحة مزروعة قدرها 3,9 مليون هكتار، سيصل محصول الحبوب الثلاثة الرئيسية إلى 82 مليون قنطار. وفي ظل هذه الظروف، يتوقع بنك المغرب، بعد ارتفاع يرجح أنه بلغ 5% في 2025، تزايداً في القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 14,4% في 2026، يليه تراجع بواقع 5,3% في 2027 بناء على فرضية العودة إلى محصول حبوب متوسط. بالمقابل، ونظرا بالخصوص لدينامية الاستثمار في البنيات التحتية الاقتصادية والاجتماعية، من المتوقع أن يظل نمو الأنشطة غير الفلاحية قويا، وأن يتراوح حول 4,5%. وإجمالا، يرجح أن يكون نمو الاقتصاد الوطني قد سجل تحسنا ملموسا إلى 4,8% في 2025 ويتوقع أن يصل إلى 5,6% في 2026، قبل أن يتباطأ إلى 3,5% في 2027.
13. وعلى مستوى الحسابات الخارجية، من المتوقع أن يؤدي الارتفاع المرتقب في أسعار المواد الأولية إلى تفاقم عجز الحساب الجاري من 2,3% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2025 إلى 3,1% في 2026، قبل تراجع منظر إلى 2,5% في 2027. هكذا، بعد أن انخفضت إلى

107,6 مليار درهم في 2025، يتوقع أن تتزايد الفاتورة الطاقية بنسبة 15,6% في 2026 وأن تتراجع بواقع 11,1% إلى 110,5 مليارات في 2027. كذلك، من المتوقع أن ترتفع مقتنيات سلع التجهيز بوتيرة سنوية قريبة من 10% في أفق 2027، مدفوعة بالدينامية المنتظرة في الاستثمار. وبالمقابل، وبعد انكماش بنسبة 2% في 2025، من المتوقع أن تنمو صادرات قطاع السيارات بواقع 13,7% هذه السنة وبمعدل 19,3% في 2027 لتصل إلى 209,6 مليارات في 2027. وعلى نفس المنوال، يرتقب أن تواصل مبيعات الفوسفات ومشتقاته منحها التصاعدي في 2026، مع ارتفاع بواقع 19,4%، يليه انخفاض بنسبة 8,7% في 2027 إلى 108,8 مليار درهم. بموازاة ذلك، وبعد أداء استثنائي في 2025، من المتوقع أن تواصل مداخيل الأسفار تحسنها لتصل إلى 158,2 مليارات في 2027 وأن تتعزز تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج إلى حوالي 129 مليار درهم في نفس السنة. وفيما يخص عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، يُتوقع تسجيل تدفق سنوي يعادل 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي. وإجمالاً، وأخذاً بالاعتبار بالخصوص التمويلات الخارجية المرتقبة للخزينة، من المتوقع أن تواصل الأصول الاحتياطية الرسمية تحسنها لتصل إلى 482,1 مليارات في 2027، مما يضمن تغطية ما يعادل 5 أشهر و23 يوماً من واردات السلع والخدمات.

14. وفيما يتعلق بالأوضاع النقدية، بلغت حاجة البنوك إلى السيولة 131,7 مليار درهم في 2025، ويتوقع أن تتزايد تدريجياً لتصل إلى 169,4 مليارات في 2027 ارتباطاً بالخصوص بنمو النقد المتداول. وفيما يتعلق بالائتمان البنكي المقدم للقطاع غير المالي، وأخذاً بالاعتبار التطور المنتظر في النشاط الاقتصادي وتوقعات خبراء القطاع البنكي، من المرتقب أن تتسارع وتيرته أكثر، لتنتقل من 4,7% في 2025 إلى 6% في 2026 قبل أن تعود إلى 5,1% في 2027. أما قيمة الدرهم، فتشير التقييمات الفصلية المنجزة من طرف بنك المغرب أنها تظل عموماً متسقة مع الأسس الاقتصادية. وبخصوص سعر الصرف الفعلي، من المتوقع أن يتراجع بالقيمة الاسمية بنسبة 1,4% هذه السنة قبل أن يتحسن بشكل طفيف بواقع 0,3% في 2027. وأخذاً بالاعتبار مستوى التضخم المحلي الذي يقل عن نظيره لدى الشركاء والمنافسين التجاريين الرئيسيين، يرتقب أن ينخفض بالقيمة الحقيقية بنسبة 3,7% و 1,1% على التوالي.

15. وعلى صعيد المالية العمومية، شهدت سنة 2025 ارتفاعاً بنسبة 15,3% في المداخيل العادية ارتباطاً بالتزايد الملموس في العائدات الضريبية. وبالمقابل، تفاقمت النفقات الإجمالية بنسبة 11,8% نتيجة لنمو النفقات برسم السلع والخدمات. وأخذاً بالاعتبار هذه التطورات، ومعطيات قانون المالية لسنة 2026 والبرمجة الميزانية 2026-2028، يتوقع بنك المغرب أن يواصل عجز الميزانية، دون احتساب عائدات تفويت مساهمات الدولة، منحاه التنزلي، متراجعا من 3,6% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2025 إلى 3,5% هذه السنة وإلى 3,4% في 2027.

نظرة عامة

بالرغم من تأجج التوترات التجارية والجيوسياسية، أظهر الاقتصاد العالمي صموداً أكبر مما كان متوقعاً في سنة 2025، مدفوعاً بازدهار الاستثمارات في التكنولوجيا والذكاء الاصطناعي في الولايات المتحدة وفي آسيا، والأوضاع المالية التيسيرية ومرونة القطاع الخاص. غير أن آفاق الاقتصاد العالمي تظل متجهة نحو الانخفاض ومحاطة بشكوك قوية ترتبط بمآل السياسة التجارية الأمريكية عقب القرار الأخير للمحكمة العليا وباندلاع الحرب في إيران، منذ 28 فبراير، واتساعها في المنطقة. وقد أدت هذه الحرب إلى اضطراب سلاسل الإمداد وتسببت في ارتفاع كبير لأسعار النفط وكذا في ارتفاع التقلب في الأسواق المالية. وتبقى العواقب المترتبة عنها رهينة بمدة الصراع وحدته.

خلال الفصل الأخير من سنة 2025، تظهر المعطيات المتاحة تباطؤ النشاط، واستقرار التضخم في مستوى أعلى من المعدل المستهدف من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في الولايات المتحدة، وانخفاضا طفيفا لنسبة البطالة في منطقة الأورو وفي الولايات المتحدة. وعلى صعيد الأسواق المالية، تواصل ارتفاع قيمة الأورو مقابل الدولار الذي بدأ منذ مستهل السنة، إلا أن هذا التوجه انعكس منذ اندلاع النزاع في إيران، حيث استفاد الدولار من وضعه كملاذ آمن. وقد أدى النزاع أيضا إلى انخفاض أهم مؤشرات البورصة، وارتفاع عائدات السندات السيادية. وأخيرا، اتسمت أسواق السلع الأساسية بالارتفاع الملحوظ لأسعار الطاقة، مدفوعة بالظروف المناخية الشتوية أولا، ثم باندلاع النزاع في إيران، وكذلك بارتفاع أسعار المعادن النفيسة، مدعومة بوضعها كملاذ آمن وباستعمالها في مجال التكنولوجيا.

وحسب الاقتصادات، تظهر أحدث معطيات الحسابات الوطنية المتعلقة بالفصل الرابع من سنة 2025، تباطؤ النمو إلى 1,2% على أساس سنوي في منطقة الأورو، بعد 1,4% في الفصل السابق، مع تسجيل تباينات كبيرة بين الدول الأعضاء. فقد تباطأ النمو من 2,7% إلى 2,6% في إسبانيا، وتسارع من 1% إلى 1,2% في فرنسا ومن 0,3% إلى 0,4% في ألمانيا ومن 0,7% إلى 0,8% في إيطاليا. وفي الولايات المتحدة، تراجع النمو بقدر طفيف، حيث انتقل من 2,3% إلى 2%؛ وتباطأت وتيرة النشاط الاقتصادي بشكل خاص من 0,7% إلى 0,5% في اليابان، ومن 1,2% إلى 1% في المملكة المتحدة.

وفي البلدان الصاعدة الرئيسية، تراجع النمو من 4,8% في الفصل الثالث إلى 4,5% في الفصل الرابع في الصين، ما يعكس بالأساس ضعف الاستهلاك الخاص والاستثمار. كما تباطأ النمو من 8,4% إلى 7,8% في الهند ومن 3,8% إلى 3,4% في تركيا، بينما بقي مستقرا عند 1,8% في البرازيل. وفي روسيا، تبقى البيانات المتاحة هي تلك الخاصة بالفصل الثالث، وتشير إلى تباطؤ النمو من 1,1% إلى 0,6%.

وفي أسواق الشغل على مستوى الاقتصادات المتقدمة، تشير البيانات الخاصة بشهر فبراير إلى ارتفاع طفيف لنسبة البطالة في الولايات المتحدة إلى 4,4% بعد 4,3% في الشهر السابق، بعد فقدان 92 ألف منصب شغل بعد إحداث 126 منصبا في الشهر السابق. وفي منطقة الأورو، تراجعت نسبة البطالة بقدر طفيف إلى 6,2% في شهر يناير، بعد 6,3% في الشهر السابق، مع تسجيل تطورات متباينة حسب الدول الأعضاء. فقد تراجعت من 7,8% إلى 7,7% في فرنسا، ومن 5,5% إلى 5,1% في إيطاليا، ومن 10% إلى 9,8% في إسبانيا، فيما بقيت دون تغيير عند 4% في ألمانيا.

وفيما يتعلق بالأسواق المالية لأبرز الاقتصادات المتقدمة، وبعد أداءات إيجابية إجمالا خلال سنة 2025، تواصلت الدينامية التصاعدية للأسعار خلال الشهرين الأولين من سنة 2026. فقد ارتفع مؤشر داو جونز الصناعي بنسبة 2,4%، ومؤشر Eurostoxx50 بنسبة 4,2%، ومؤشر FTSE 100 بنسبة 5%، ومؤشر نيكاي 225 بواقع 7,8%. غير أن النزاع في إيران أدى إلى انخفاض عام لهذه المؤشرات. هكذا، سجلت انخفاضات نسبتها 6,9% بالنسبة لمؤشر Eurostoxx، و6% بالنسبة لمؤشر FTSE 100، و4,9% بالنسبة لمؤشر داو جونز الصناعي، و8,5% بالنسبة لمؤشر نيكاي 225، خلال الفترة الممتدة بين 27 فبراير و13 مارس. وصاحب هذه التطورات ارتفاع ملموس في التقلب، سواء في الأسواق الأوروبية أو الأمريكية، حيث ارتفع مؤشر VSTOXX من 14,7 إلى 19,7 ما بين شهري دجنبر وفبراير، ومؤشر VIX من 15 إلى

21,1 خلال الفترة نفسها. وعلى مستوى الاقتصادات الصاعدة، سجل مؤشر MSCI EM نمواً بنسبة 9,2% خلال الشهرين الأولين من سنة 2026، مع تسجيل ارتفاعات نسبتها 2,1% بالنسبة للمؤشر الفرعي الصيني و8,7% بالنسبة للمؤشر الفرعي البرازيلي، على الخصوص.

وبالنسبة لعائدات السندات السيادية، عرفت أسواق الاقتصادات المتقدمة تطورات متباينة. فقد سجلت أسعار الفائدة على السندات لأجل 10 سنوات ارتفاعاً طفيفاً في شهري يناير وفبراير بمقدار 4 نقاط أساس لتصل إلى 4,1% في الولايات المتحدة، وبقيت مستقرة في 3% في ألمانيا و3,2% في إسبانيا، بينما انخفضت بمقدار 10 نقاط أساس إلى 3,4% في فرنسا و9 نقاط أساس إلى 3,4% في إيطاليا. وبخصوص الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، بقيت هذه الأسعار دون تغيير عند 1,8% في الصين، وانخفضت إلى 13,5% في البرازيل، وإلى 27,9% في تركيا، بينما تزايدت إلى 6,7% في الهند. ومنذ اندلاع النزاع في إيران، تقلصت عائدات السندات السيادية، مع ارتفاع أسعار السندات طويلة الأجل في أمريكا بمقدار 32 نقطة أساس إلى 4,3% ما بين 27 فبراير و13 مارس.

وفي أسواق الصرف، ارتفعت قيمة الأورو خلال الشهرين الأولين من السنة بنسبة 0,5% مقابل الدولار، ارتباطاً على الخصوص بالشكوك المحيطة بالسياسة التجارية الأمريكية، ويتوقع خفض النطاق المستهدف لأسعار الفائدة على الأموال الفدرالية. غير أن هذا التوجه انعكس، حيث انخفضت قيمة الأورو بنسبة 3,1% مقابل الدولار ما بين 27 فبراير و13 مارس، إذ تسبب اندلاع النزاع في إيران وارتفاع أسعار النفط إلى زيادة الطلب على العملة الأمريكية. وإزاء باقي العملات، ارتفعت قيمة الأورو بنسبة 0,6% مع متم فبراير إزاء الين الياباني وانخفضت بنسبة 0,6% مقابل الجنيه الإسترليني. وبخصوص عملات أهم الاقتصادات الصاعدة، فقد شهدت تطورات متباينة مقابل الدولار، مع تسجيل انخفاضات بالنسبة للروميني الصيني والريال البرازيلي، وارتفاعات بالنسبة للروبية الهندية واليرة التركية.

وعلى مستوى أسواق السلع الأساسية، سجل سعر البرنت ارتفاعاً بنسبة 9,9% ليصل إلى 68,9 دولاراً للبرميل في المتوسط خلال شهري يناير وفبراير، وانخفض بنسبة 10,7% على أساس سنوي، ما يعكس العرض القوي الذي يفوق الطلب العالمي على النفط. وفي نفس الاتجاه، ارتفع سعر الغاز الطبيعي في السوق الأوروبية بنسبة 21,2% إلى 11,5 دولاراً للمليون وحدة حرارية، بينما تقلص بواقع 23,4% على أساس سنوي. ومؤخراً، أدى اندلاع النزاع في إيران بتاريخ 28 فبراير، الذي تسبب في تعليق الحركة التجارية عبر مضيق هرمز وتوسع رقعة النزاع لتشمل بعض بلدان المنطقة، إلى ارتفاع واضح لأسعار النفط والغاز الطبيعي. وبالفعل، وصل سعر البرنت إلى 101,3 دولاراً للبرميل في 13 مارس، ما يمثل ارتفاعاً نسبته 42,2% مقارنة بسعره في 27 فبراير، كما تزايد سعر الغاز بواقع 32,7% خلال الفترة نفسها.

وبالنسبة للمنتجات غير الطاقية، فقد ارتفعت أسعارها بنسبة 2,3% ما بين يناير وفبراير، ما يشمل بالخصوص ارتفاع أسعار المعادن والخامات بنسبة 8,4%، وانخفاض أسعار المنتجات الفلاحية بواقع 1,3%. وعلى أساس سنوي، تزايدت أسعار المنتجات غير الطاقية بنسبة 1,6%، مع ارتفاع قوي نسبته 26,9% بالنسبة لأسعار المعادن والخامات، وتقلص نسبته 9,7% لأسعار المنتجات الفلاحية. وبخصوص الذهب بشكل خاص، واصل سعره ارتفاعه، متزايداً بنسبة 13,4% خلال الشهرين الأولين من السنة وبواقع 74,4% على أساس سنوي، ليصل إلى 4886,4 دولاراً للأوقية في المتوسط. وفيما يتعلق بالفوسفات ومشتقاته، انخفضت أسعار الفوسفات ثنائي الأمونيوم بنسبة 0,7% في شهري يناير وفبراير إلى 622,9 دولاراً للطن، وأسعار الفوسفات الثلاثي الممتاز بنسبة 1,1% إلى 532,7 دولاراً للطن، فيما بقيت أسعار الفوسفات الخام مستقرة عند 152,5 دولاراً. وعلى أساس سنوي، ارتفعت الأسعار بنسبة 5% بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيوم و11,1% بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز، فيما ظلت أسعار الفوسفات الخام دون تغيير.

وفي هذا السياق، ظل التضخم مستقراً في 2,4% خلال شهر فبراير في الولايات المتحدة، بينما تسارع إلى 1,9% في منطقة الأورو بعد 1,7% شهراً من قبل، ويعكس هذا التطور بالخصوص ارتفاعاً من 0,4% إلى 1,1% في فرنسا، ومن 2,4% إلى 2,5% في إسبانيا، ومن 1% إلى 1,6% في إيطاليا، فيما سجل تباطؤ طفيف من 2,1% إلى 1,9% في ألمانيا. وفي باقي أبرز الاقتصادات المتقدمة، تراجع التضخم بقدر ملموس من 2,1% في دجنبر إلى 1,5% في يناير في اليابان، ومن 3,4% إلى 3% في المملكة المتحدة.

وفيما يتعلق بقرارات السياسة النقدية، قرر البنك المركزي الأوروبي، عقب اجتماعه المنعقد يومي 4 و5 فبراير، الإبقاء على أسعار فائده الرئيسية الثلاثة دون تغيير، للمرة الخامسة على التوالي وذلك بعد خفضه 8 مرات منذ شهر يونيو 2024. وعلى نفس المنوال، قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، إثر اجتماعه المنعقد يومي 27 و28 يناير، الإبقاء على النطاق المستهدف لسعر فائده الرئيسية دون تغيير عند [3,50% - 3,75%]، وأشار إلى أن المعطيات المتاحة تشير إلى نمو النشاط الاقتصادي بوتيرة مطردة. ومن جانبه، قرر بنك إنجلترا، خلال اجتماعه المنعقد في 5 فبراير، الإبقاء على سعر فائده الرئيسية دون تغيير عند 3,75%، مشيراً إلى توقع اقتراب التضخم من النسبة المستهدفة وقدرها 2%.

وعلى الصعيد الوطني، تشير بيانات الحسابات الوطنية الخاصة بالفصل الثالث إلى تباطؤ النمو الاقتصادي إلى 4% عوض 5% خلال الفصل نفسه من السنة السابقة. ويعكس هذا التطور تباطؤ القيمة المضافة غير الفلاحية من 5,7% إلى 3,8%. وتزايد القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4,4% بعد تراجعها بواقع 5,1%. وبالنسبة للطلب، ساهم مكونه الداخلي بنحو إيجابي في النمو في حدود 8,3 نقطة مئوية، بينما بقيت مساهمة المبادلات الخارجية سلبية في حدود 4,3 نقطة.

وفي سوق الشغل، أحدث الاقتصاد الوطني 193 ألف منصب شغل خلال سنة 2025، مقابل 82 ألفاً سنة من قبل. وباستثناء قطاع الفلاحة الذي سجل فقدان ما قدره 41 ألف منصب شغل، شهدت باقي القطاعات إحداث مناصب شغل بلغ عددها 123 ألف منصب في قطاع الخدمات، و64 ألفاً في قطاع البناء والأشغال العمومية، و46 ألفاً في قطاع الصناعة. وأخذاً في الاعتبار الدخول الصافي لما عدده 177 ألف باحث عن العمل، بقيت نسبة النشاط مستقرة في 43,5%، وانخفضت نسبة البطالة من 13,3% إلى 13%.

وعلى صعيد الحسابات الخارجية، اتسمت سنة 2025 باستمرار دينامية مبادلات السلع، وبارتفاع ملموس لعائدات الأسفار، وتعزز تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج، وبتحسن واضح للاستثمارات الأجنبية المباشرة بالمغرب. وهكذا، ارتفعت الواردات بنسبة 8% لتصل إلى 822,2 مليار درهم، والصادرات بنسبة 2,8% إلى 469,1 مليار. وبناء عليه، تزايد العجز التجاري بنسبة 15,8% ليصل إلى 353,1 مليار، وتراجعت نسبة تغطية الصادرات للواردات إلى 57% عوض 59,9% سنة 2024.

وقد كانت الواردات مدفوعة بالأساس بارتفاع مقتنيات سلع التجهيز بنسبة 13,3%، ومنتجات الاستهلاك تامة الصنع بواقع 11,8%، والمنتجات الخام بنسبة 31,5%، بينما انخفضت الفائرة الطاقية بنسبة 5,5% إلى 107,6 مليار. أما بالنسبة للصادرات، فيعكس ارتفاعها بالأساس تزايد مبيعات الفوسفات ومشتقاته بنسبة 14,6% إلى 99,8 مليار درهم، فيما تقلصت صادرات قطاع السيارات بنسبة 2% إلى 154,5 مليار. وفيما يتعلق بعائدات الأسفار، فقد ارتفعت لتصل إلى 138,1 مليار، متزايدة بنسبة 20,6% مقارنة بسنة 2024، وتزايدت تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج بنسبة 2,6% إلى 122 مليار درهم. وبخصوص أهم العمليات المالية، سجلت عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة نمواً بنسبة 28% لتصل إلى 56,1 مليار، بينما تراجعت الاستثمارات المباشرة للمغاربة في الخارج بواقع 17,1% إلى 22,4 مليار.

ومع متم سنة 2025 وصل المبلغ الجاري للأصول الاحتياطية الرسمية إلى 443,3 مليار درهم، ليمثل بذلك ما يعادل تغطية 5 أشهر و16 يوماً من واردات السلع والخدمات.

وخلال الشهر الأول من سنة 2026، عرف العجز التجاري ارتفاعاً طفيفاً، بالمقارنة مع شهر يناير من سنة 2025، ليلغ 25,5 مليار درهم، نتيجة لانخفاض الصادرات بنسبة 2,7% وببقاء الواردات شبه مستقرة. وبالموازاة مع ذلك، سجلت عائدات الأسفار نمواً بنسبة 19,3% إلى 11,7 مليار درهم فيما وصلت تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج إلى 9,4 مليار، لتبقى شبه مستقر مقارنة مع الشهر نفسه من السنة السابقة. وبخصوص الاستثمارات المباشرة، انخفضت عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى 4,9 مليار واستثمارات المغاربة في الخارج إلى 2 مليار. وفي المجمل، بلغت الأصول الاحتياطية الرسمية لبنك المغرب 452,6 مليار درهم، ما يعادل تغطية 5 أشهر و19 يوماً من واردات السلع والخدمات.

وبالنسبة للأوضاع النقدية، تزايدت احتياجات البنوك من السيولة إلى 132,8 مليار في المتوسط في شهري يناير وفبراير 2026 بعد 130,7 مليار درهم في الفصل الرابع من سنة 2025. وفي ظل هذه الظروف، رفع بنك المغرب مبلغ تدخلاته من 146,6 مليار إلى 149 مليار. وفيما يتصل بسعر الصرف الفعلي الحقيقي، فقد انخفض بنسبة 2,9% في الفصل الرابع من سنة 2025 بالمقارنة مع الفصل السابق، بينما بقي متوسط سعر الفائدة على القروض شبه مستقر، متراجعا بمقدار 61 نقطة منذ بداية التلدين النقدي في شهر يونيو 2024. وفيما يتعلق بالقروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي، فقد تسارعت وتيرة نموها السنوي من 4,7% في الفصل الرابع من سنة 2025 إلى 5,3% في شهر يناير.

وفي مجال المالية العمومية، أفرز تنفيذ قانون المالية برسم سنة 2025 عجزا إجماليا، دون احتساب عائدات تفويت مساهمات الدولة، بمبلغ 60,5 مليار درهم، أي بانخفاض قدره 2,7 مليار. فقد ارتفعت المداخيل العادية بنسبة 15,3% إلى 470,1 مليار، ما يعكس بالأساس ارتفاع العائدات الضريبية بنسبة 15,3% والعائدات غير الضريبية بواقع 16,5%. وفي المقابل، تزايدت النفقات العادية بنسبة 13,5% إلى 394,6 مليار، ما يعكس على الخصوص تنامي نفقات السلع والخدمات بنسبة 15,7% ونفقات فوائد الدين بنسبة 22,3%، بينما تقلصت تكاليف المقاصة بواقع 30%.

وفي شهر يناير 2026، تفاقم العجز المالي ليصل إلى 9,6 مليار درهم، عوض 6,9 مليار سنة من قبل، ما يعكس انخفاض المداخيل العادية بنسبة 8,4% وتراجع النفقات الإجمالية بنسبة 13,2%. وبالنسبة لرصيد الحسابات الخاصة للخزينة، فقد حقق فائضا بمبلغ 8,3 مليار مقابل 15,8 مليار في السنة السابقة.

وفي بورصة الدار البيضاء، تقلص مؤشر مازي بنسبة 1,7% خلال الشهرين الأولين من سنة 2026، بعد أن حقق مع نهاية سنة 2025 ارتفاعا بنسبة 27,6%. ويعكس هذا التطور بالأساس انخفاض مؤشر قطاع «البناء ومواد البناء» بنسبة 6,4%، ومؤشر قطاع «خدمات النقل» بنسبة 6,8%، ومؤشر قطاع «المساهمة والإنعاش العقاري» بنسبة 9,7%، ومؤشر قطاع «الاتصالات» بنسبة 5,6%، ومؤشر قطاع «التوزيع» بنسبة 9,9%. وخلافا لذلك، سجل مؤشر قطاع «المعادن» ارتفاعا واضحا بنسبة 35,3%. وفي هذا السياق، تراجعت رسملة البورصة إلى 1030,5 مليار في شهر فبراير، أي بانخفاض نسبته 1% بالمقارنة مع نهاية دجنبر 2025.

وفي سوق العقار، سجل مؤشر الأملاك العقارية شبه استقرار خلال الفصل الرابع من سنة 2025، بعد نموه بواقع 1,5% في الفصل السابق. وبالموازاة مع ذلك، عرف عدد المعاملات ارتفاعا فصليا نسبته 18,4%، مع تسجيل ارتفاعات بنسبة 15% بالنسبة للأملاك السكنية، و25,4% بالنسبة للأراضي و29,6% بالنسبة للأملاك المخصصة للاستعمال المهني.

وفي هذا السياق، تراجع التضخم من 0,4% في المتوسط خلال الفصل الثالث إلى 0,2%- في الفصل الرابع، ليبلغ متوسطه برسم السنة 0,8%. وتواصل هذا الانخفاض في شهر يناير 2026، حيث بلغ التضخم 0,8%-، ويعكس هذا التطور على الخصوص تزايد حدة تباطؤ التضخم الأساسي إلى 1,5%- في شهر يناير مقابل 1%- في المتوسط خلال الفصل السابق، وتزايد انخفاض أسعار المحروقات إلى 10,7%- بعد 5%-، وكذا تراجع حدة ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية المتقلبة الأثمان إلى 2,6% بدل 3,5%. ومن جانبها، انتقلت وتيرة نمو أسعار المنتجات المقننة من 0,4% إلى 0,5%. أما بخصوص توقعات التضخم، فيتوقع خبراء القطاع المالي بالنسبة للفصل الأول من سنة 2026 متوسط نسبة قدره 1,5% في أفق ثمانية فصول، و1,8% في أفق الفصول الإثني عشر المقبلة.

وفيما يتصل بالتوقعات، من المرجح أن يتباطأ لاقتصاد العالمي من 3,3% سنة 2025 إلى 2,9% في سنة 2026، ثم يبلغ بعد ذلك 3,1% سنة 2027، مع تسجيل مسارات متباينة من اقتصاد إلى آخر. ففي الولايات المتحدة، من المرجح أن تواصل عملية تحرير الأسواق، والتحفيزات الضريبية وزيادات الإنتاجية المرتبطة بالذكاء الاصطناعي إنعاش النشاط الاقتصادي، إذ يرتقب أن يبلغ النمو 2,3% بعد 2,2% سنة 2025، قبل أن يتباطأ إلى 1,9% سنة 2027. وفي منطقة الأورو، وبعد أن بلغ النمو 1,5% في سنة 2025، يرجح أن يعتدل محققا 1,1% سنة 2026 قبل أن يتسارع إلى 1,5% في سنة 2027، لا سيما بفعل تأثير التيسير المالي المرتقب في ألمانيا، مع ارتفاع النفقات بشكل خاص في قطاعي الدفاع والبنى التحتية.

وفي المملكة المتحدة، يرجح أن تسجل وتيرة النشاط الاقتصادي تباطؤاً من 1,3% في 2025 إلى 0,8% في 2026، متأثرة بالضعف المتواصل لثقة الأسر والمستثمرين، واعتدال نمو الأجور وتعزيز المالية، قبل أن ترتفع إلى 1,7% سنة 2027. وفي اليابان، من المنتظر أن يكون النمو معتدلاً، متراجعا من 1,1% سنة 2025 إلى 0,7% خلال السنة الجارية، ثم إلى 1% سنة 2027، لكون السياسات العمومية للحكومة الجديدة، لا سيما تلك المتعلقة بالاستثمار، تتطلب آجالاً طويلة لتحدث آثارها وتدعم النشاط.

وفي الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، وبعد بلوغ نسبة التضخم المستهدف وقدره 5% سنة 2025، يتوقع أن تبلغ وتيرة النشاط في الصين نسبة معتدلة قدرها 4,5% في 2026 و4,6% في سنة 2027، إذ يرتقب أن يكون الاقتصاد مدعوما بالتوجه الحكومي الرامي إلى دعم الاستهلاك، وكذا المستثمرين في مجال الذكاء الاصطناعي وفي أشباه الموصلات. غير أنه ينتظر أن تتباطأ هذه الوتيرة، بسبب التحديات البنوية المرتبطة بشيخوخة السكان، وبالصعوبات المستمرة التي يعرفها قطاع العقار، وبسبب ضعف الطلب الداخلي. وفي الهند، يرتقب أن تتباطأ وتيرة النشاط الاقتصادي إلى 6,4% سنة 2026 بعد 7,7% في سنة 2025، أساساً بفعل تأثير ضعف الطلب الخارجي، قبل أن ترتفع إلى 6,7% سنة 2027. أما في البرازيل، فمن المتوقع أن يتباطأ النمو من 2,7% سنة 2025 إلى 1,6% في 2026، ارتباطاً على الخصوص بالتوجه التضيق للسياسة النقدية، ويرتقب أن يرتفع إلى 2,1% سنة 2027. وفي روسيا، ينتظر أن يبقى النمو ضعيفاً، ليظل في نسبة تناهز 1% في المتوسط في أفق التوقع، بفعل التأثير المزيج لضعف الاستهلاك والسياسة النقدية التضيقية، وللإستثمار المحدود في القطاعات غير العسكرية، وكذا لتأثير العقوبات المفروضة.

وفي أسواق السلع الأساسية، وبالرغم من القرار الذي اتخذته منظمة أوبك+ خلال اجتماعها المنعقد في 01 مارس، والقاضي بزيادة الإنتاج بما قدره 206.000 برميل في اليوم (أكثر مما كان مرتقباً) اعتباراً من شهر أبريل، ومن القرار الذي اتخذته الدول الأعضاء في الوكالة الدولية للطاقة بتاريخ 11 مارس، بطرح 400 مليون برميل من النفط من احتياطاتها الاستراتيجية في الأسواق، ارتفع سعر البرنت بشكل واضح منذ اندلاع النزاع في إيران. واعتباراً لذلك، تستند التوقعات المعتمدة من قبل بنك المغرب على سيناريو بلوغ سعر البرنت 79 دولاراً للبرميل في المتوسط في سنة 2026 و64,5 دولاراً سنة 2027، وهو سيناريو مشابه للسيناريو المعتمد من طرف الوكالة الدولية للطاقة. وبالنسبة للفوسفات المغربي ومشتقاته، يرتقب، حسب توقعات وحدة البحوث الخاصة بالسلع، أن ترتفع الأسعار إلى 816 دولاراً للطن بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونياك، وإلى 208 دولاراً بالنسبة للفوسفات الخام في سنة 2026، قبل أن تتراجع إلى 703 دولاراً و200 دولاراً على التوالي سنة 2027. وفيما يخص المواد الغذائية، فبعد ارتفاعه بنسبة 4,3% سنة 2025، ينتظر أن ينخفض مؤشر منظمة الزراعة والأغذية بواقع 2,3% سنة 2026، ما يعكس بالأساس تقلص أسعار مشتقات الحليب، والسكر واللحوم، قبل أن يسجل ارتفاعاً جديداً بنسبة 3,4% في سنة 2027.

وفي ظل هذه الظروف، من المرجح أن يتسارع التضخم العالمي من 2,9% في 2025 إلى 3,3% في السنة الجارية، قبل أن يتراجع إلى 2,9% في سنة 2027. وفي منطقة الأورو، ورغم ارتفاع أسعار الخدمات، يرتقب أن يساهم انخفاض أسعار الطاقة في المحافظة على التضخم حوالى 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، وأن يتراوح حوالى من 2,7% في المتوسط في أفق التوقع.

وعلى الصعيد الوطني، تميزت سنة 2025 بتواصل دينامية المبادلات الخارجية للسلع، مع تسجيل ارتفاع الصادرات بنسبة 2,8% والواردات بواقع 8%، وارتفاع ملموس لعائدات الأسفار إلى 138,1 مليار درهم، كما تميزت بتعزز تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج إلى 122 مليار. وبذلك يرتقب أن يبلغ عجز الحساب الجاري مع نهاية السنة حوالى 2,3% من الناتج الداخلي الإجمالي، بعد 1,2% سنة 2024. ومن جهة أخرى، يرجح أن تعرف مداخل الاستثمارات الأجنبية المباشرة ارتفاعاً واضحاً لتصل إلى 56,1 مليار، أي ما يعادل حوالى 3,3% من الناتج الداخلي الإجمالي. وفي ظل هذه الظروف، ينتظر أن ترتفع الأصول الاحتياطية الرسمية لتصل إلى 443,3 مليار درهم، لتمثل ما يعادل 5 أشهر و16 يوماً من واردات السلع والخدمات.

وفي أفق التوقع، من المرجح أن تتسارع وتيرة الصادرات بنسبة 10,7% سنة 2026 و6,9% سنة 2027، ارتباطاً بالانتعاش المرتقب لقطاع صناعة السيارات الذي ينتظر أن تصل مبيعاته إلى 209,6 مليار درهم في أفق سنة 2027. وبالموازاة مع ذلك، يتوقع أن تتسارع وتيرة نمو الواردات إلى 8,5% في سنة

2026 قبل أن تتباطأ إلى 4,9% سنة 2027، مع تباطؤ نمو مقتنيات سلع التجهيز بشكل خاص. وموازاة ذلك، ينتظر أن ترتفع مداخيل الأسفار بنسبة 8,2% سنة 2026 و5,9% سنة 2027 لتصل إلى 158,2 مليار، وأن ترتفع تحويلات المغاربة المقيمين في الخارج بواقع 3,7% في 2026 ثم 2% في 2027، لتصل إلى 129 مليار. وبذلك، يرتقب أن يبلغ عجز الحساب الجاري حوالي 3,1% سنة 2026 و2,5% في سنة 2027. وفيما يخص عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فتشير التوقعات إلى تدفق يعادل 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي على المدى المتوسط.

ومع فرضية تحقق التمويلات الخارجية المرتقبة، يرجح أن تتعزز الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 437,4 مليار مع متم سنة 2026، ثم إلى 482,1 مليار في نهاية سنة 2027، ما يمثل تغطية 5 أشهر و20 يوما، ثم 5 أشهر و23 يوما من واردات السلع والخدمات، على التوالي.

وبخصوص الأوضاع النقدية، من المرجح أن يرتفع عجز السيولة لدى البنوك إلى 148,3 مليار سنة 2026 وإلى 169,4 مليار سنة 2027، ارتباطا على الخصوص بارتفاع عدد الأوراق البنكية والقطع النقدية المتداولة. أما بالنسبة للقروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي، فيرتقب أن تتسارع وتيرة نموها من 4,7% سنة 2025 إلى 6% في 2026 قبل أن تتراجع إلى 5,1% في سنة 2027. ومن جانبه، ينتظر أن ينخفض سعر الصرف الفعلي الحقيقي على المدى المتوسط، بعد ارتفاعه سنة 2025.

وعلى مستوى المالية العمومية، يتوقع أن يتقلص عجز الميزانية إلى 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي في سنة 2026 وإلى 3,4% سنة 2027، وذلك بعد أن بلغ 3,6% من الناتج الداخلي في سنة 2025. وتأخذ هذه التوقعات في الاعتبار على الخصوص قانون المالية لسنة 2026، والبرمجة المالية الثلاثية 2026-2028 والتوقعات الماكرواقتصادية الجديدة لبنك المغرب.

وفيما يتعلق بالنشاط الاقتصادي، وبعد تسجيل نمو نسبته 3,8% سنة 2024، يرجح أن يعرف النمو تسارعا واضحا ليصل إلى 4,8% في 2025، ما يعكس ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5% من جهة، وتحسن القيمة المضافة غير الفلاحية بواقع 4,7%، من جهة أخرى. وعلى المدى المتوسط، من المتوقع أن تحافظ الأنشطة غير الفلاحية على ديناميتها، محققة نموا نسبته 4,6% خلال السنة الجارية و4,55% في سنة 2027. ومن جانبها، يرتقب أن تسجل القيمة المضافة الفلاحية ارتفاعا نسبته 14,4% في 2026، أخذا في الاعتبار محصول حبوب قدره 82 مليون قنطار حسب تقديرات بنك المغرب، يليه انخفاض بنسبة 5,3% في سنة 2027، مع فرضية العودة إلى تسجيل موسم فلاحى متوسط. وفي المجمل، يرجح أن يسجل النمو تسارعا واضحا إلى 5,6% خلال هذه السنة، ثم يتراجع إلى 3,5% في 2027. وبالنسبة للطلب، يرتقب أن يواصل مكونه الداخلي دعمه للنمو فيما ينتظر أن تبقى مساهمة الصادرات الصافية سلبية.

وفي هذا السياق، من المرجح أن يبقى التضخم مستقرا عند 0,8% سنة 2026، قبل أن يتسارع إلى 1,4% سنة 2027. ويرتقب أن يبلغ مكونه الأساسي 0,2% خلال السنة الجارية، قبل أن يرتفع إلى 1,6% في سنة 2027.

وتبقى التوقعات الماكرواقتصادية محاطة بشكوك قوية، يمكن في حال تحققها أن تؤثر على توقعات السيناريو المركزي. وفي هذا الصدد، يبقى ميزان المخاطر متجها نحو الانخفاض بالنسبة للنمو، ونحو الارتفاع بالنسبة للتضخم.

وفيما يتصل بنمو الاقتصاد العالمي، تظل المخاطر نحو الانخفاض مرتبطة بالأساس بمحصول الحبوب الذي يبقى رهينا بالظروف المناخية، وكذا بالآثار المترتبة عن الفيضانات التي سجلت في بعض الجهات على الإنتاج الفلاحي. فضلا عن ذلك، من شأن تباطؤ النمو العالمي بقدر أكبر، في سياق محيط دولي يتسم بشكوك قوية، ارتباطا على الخصوص بتأجج التوترات الجيوسياسية، أن يؤثر على النمو في اتجاه الانخفاض.

وفيما يتصل بالتضخم، تبقى الآفاق غير مؤكدة، مع مخاطر متجهة إجمالا نحو الارتفاع. ويرجح أن يؤدي ارتفاع سعر النفط بقدر أكبر في حال تواصل النزاع في الشرق الأوسط، وكذا الاضطرابات المحتملة لسلاسل التمويل على الصعيد العالمي، إلى خلق ضغوط تضخمية إضافية. غير أن استمرار تقلص أسعار بعض المواد الغذائية قد يعوض هذا التأثير نسبيا.

1. التطورات الدولية

بالرغم من التوترات الاقتصادية والجيوسياسية، أظهر الاقتصاد العالمي خلال سنة 2025 صموداً أكبر مما كان مرتقباً، مدعوماً بازدهار الاستثمارات في قطاع التكنولوجيا المرتبطة بالذكاء الاصطناعي في الولايات المتحدة وفي آسيا، وبالأوضاع المالية التيسيرية وبمرونة القطاع الخاص. فقد ظلت أسواق الشغل في الاقتصادات المتقدمة متينة على العموم، رغم إظهارها بعض علامات العودة إلى وضعها العادي، لاسيما في الولايات المتحدة. وبالموازاة مع ذلك، بقي التضخم معتدلاً إجمالاً، لكن بوتيرات متباينة، مستفيداً على الخصوص من تراجع أسعار الطاقة.

ويستهل الاقتصاد العالمي سنة 2026 في سياق يتسم بقدر كبير من الالاقين، تغذيه التطورات الحديثة للسياسة التجارية الأمريكية¹، ومنذ 28 فبراير، اندلاع الحرب في إيران. فقد أدى هذا النزاع إلى اضطرابات قوية لسلال الإمداد العالمية، لاسيما تلك الخاصة بالمنتجات الطاقية، وإلى تقلب متزايد في الأسواق المالية. وتبقى العواقب الاقتصادية العالمية رهينة مهدة النزاع وحدته.

وتشير آخر المعطيات المتاحة إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي خلال الفصل الأخير من سنة 2025 على مستوى الاقتصادات الكبرى، واستقرار التضخم في مستويات أعلى من النسبة المستهدفة من طرف الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة، وانخفاض طفيف لنسبة البطالة في منطقة الأورو. وفي الأسواق المالية، تواصل ارتفاع قيمة الأورو مقابل الدولار منذ بداية السنة، إلا أن هذا التوجه انعكس منذ اندلاع النزاع في إيران، حيث استفاد الدولار من وضعه كملاذ آمن. كما أدى النزاع المذكور إلى انخفاض أهم مؤشرات البورصة، وارتفاع عائدات سندات الدين السيادية. وأخيراً، اتسمت أسواق السلع الأساسية بارتفاع واضح لأسعار الطاقة، مدفوعة في البداية بالظروف المناخية الشتوية القاسية، ثم باندلاع النزاع في إيران، وكذا بارتفاع أسعار المعادن النفيسة، مدعومة بوضعها كملاذ آمن وباستخدامها في مجال التكنولوجيا.

1.1 النشاط الاقتصادي والتشغيل

1.1.1 النشاط الاقتصادي

في سنة 2025، أبان الاقتصاد العالمي صموداً قوياً في محيط يتسم بمستوى مرتفع من الالاقين السياسي. وقد كان هذا الأداء مدعوماً على الخصوص بالإمدادات الوقائية تحسباً لارتفاع الرسوم الجمركية، وبتحسن الأوضاع المالية العالمية وبالدعم المالي المتزايد في العديد من الاقتصادات الكبرى. غير أن التطورات تبقى متباينة من بلد إلى آخر.

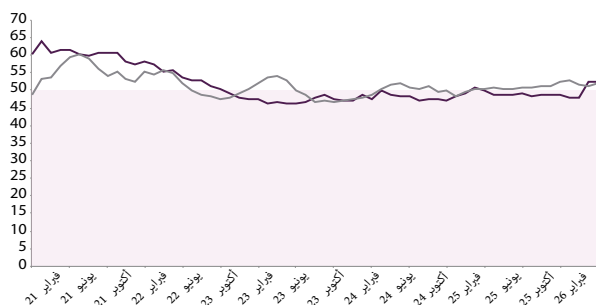
وتيرة النشاط أيضاً لتنتقل من 1,4% إلى 1,2%، لكن مع تسجيل تطورات متباينة بين الدول الأعضاء. فقد تباطأ النمو بقدر طفيف من 2,7% إلى 2,6% في إسبانيا، بينما تسارع من 1% إلى 1,2% فرنسا، ومن 0,7% إلى 0,8% في إيطاليا، ومن 0,3% إلى 0,4% في ألمانيا. وفي باقي الاقتصادات المتقدمة، تباطأ النمو إلى 1% خلال الفصل الرابع في المملكة المتحدة، مقابل 1,2% في الفصل السابق، وإلى 0,5% عوض 0,7% في اليابان.

وفي الاقتصادات الصاعدة، تباطأت وتيرة النشاط في الصين خلال الفصل الرابع لتصل إلى 4,5% بعد 4,8% في الفصل السابق، ما

وتشير المعطيات الحديثة للحسابات الوطنية الخاصة بالفصل الرابع من سنة 2025 إلى تباطؤ النمو في الولايات المتحدة إلى 2% بعد 2,3% في الفصل السابق. وفي منطقة الأورو، تباطأت

1 بتاريخ 20 فبراير، ألغت المحكمة العليا للولايات المتحدة الرسوم الجمركية التي فرضها دونالد ترامب بموجب قانون الصلاحيات الاقتصادية في حالات الطوارئ الدولية (IEEPA). ويتعلق الأمر بالرسوم «المفروضة في إطار المعاملة بالمثل» على العديد من البلدان بالنظر إلى وضعية ميزانها التجاري مع الولايات المتحدة، وكذا الرسوم المرتبطة بتهريب الفتاتيل، التي فرضت على كندا والمكسيك والصين. ورد الرئيس الأمريكي في اليوم نفسه، مستنداً هذه المرة إلى «قانون التجارة لسنة 1974»، الذي يتيح له فرض رسم جمركي عام إضافي بنسبة 10% لمدة 150 يوماً، ما لم يصادق عليه الكونغرس مما يسمح بجعله دائماً. ودخل هذا الرسم حيز التنفيذ في 24 فبراير، وتعتزم السلطة التنفيذية رفعه إلى حده الأقصى البالغ 15%.

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

تعززت بوادر الاعتدال في الولايات المتحدة، مع فقدان 92 ألف منصب شغل في شهر فبراير بعد إحداث 126 ألف منصب في الشهر السابق، وارتفعت نسبة البطالة بقدر طفيف إذ انتقلت من 4,3% إلى 4,4%. وفي منطقة الأورو، انخفضت نسبة البطالة إلى 6,2% في شهر يناير بعد 6,3% شهرا من قبل، مع تسجيل تطورات متباينة حسب البلدان الأعضاء. فقد بقيت هذه النسبة دون تغيير عند 4% في ألمانيا، بينما تراجعت إلى 7,7% في فرنسا، وإلى 9,8% في إسبانيا، وإلى 5,1% في إيطاليا. وفي المقابل، في المملكة المتحدة، تشير البيانات الخاصة بشهر دجنبر إلى ارتفاع نسبة البطالة إلى 5,2%، وهو أعلى مستوى يسجل منذ حوالي 5 سنوات.

جدول 2.1 : تطور نسبة البطالة (%)

2026	2025	2024	2023	(%)
يناير	دجنبر			
فبراير				
4,4	4,3	4,4	4,0	الولايات المتحدة
غير متوفر	6,2	6,3	6,4	منطقة الأورو
غير متوفر	7,7	7,8	7,4	فرنسا
غير متوفر	4,0	4,0	3,4	ألمانيا
غير متوفر	5,1	5,5	6,5	إيطاليا
غير متوفر	9,8	10,0	11,4	إسبانيا
غير متوفر	غير متوفر	5,2	4,3	المملكة المتحدة

المصدر: Eurostat، و BLS.

يعكس بالأساس ضعف الاستهلاك الخاص والاستثمار. كما تباطأت وتيرة النشاط من 8,4% إلى 7,8% في الهند، ومن 3,8% إلى 3,4% في تركيا، بينما بقيت مستقرة عند 1,8% في البرازيل. وفي روسيا، تشير البيانات الخاصة بالفصل الثالث إلى تباطؤ النمو إلى 0,6% مقابل 1,1% في الفصل السابق.

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

2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
4ف	1ف	2ف	3ف	4ف	1ف	2ف	3ف	4ف	1ف
البلدان المتقدمة									
3,4	2,9	3,1	2,8	2,4	2,0	2,1	2,3	2,0	2,0
0,2	0,5	0,6	1,0	1,3	1,6	1,6	1,4	1,2	1,2
1,6	1,7	1,0	1,1	0,7	0,8	1,0	1,0	1,2	1,2
-0,8	-0,5	-0,6	-0,6	-0,2	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4
1,0	0,5	0,7	0,7	0,4	0,7	0,5	0,7	0,8	0,8
2,2	2,9	3,7	3,6	3,7	3,0	2,8	2,7	2,6	2,6
-0,5	0,3	0,8	1,3	1,9	1,8	1,4	1,2	1,0	1,0
0,1	-1,2	-1,3	0,8	0,8	1,6	2,0	0,7	0,5	0,5
البلدان الصاعدة									
5,3	5,3	4,7	4,6	5,4	5,4	5,2	4,8	4,5	4,5
7,1	7,5	7,5	6,6	7,4	7,0	6,7	8,4	7,8	7,8
2,4	2,5	3,5	4,1	3,6	3,1	2,4	1,8	1,8	1,8
4,9	5,3	2,3	2,8	3,2	2,5	4,7	3,8	3,4	3,4
5,3	5,4	4,3	3,3	4,5	1,4	1,1	0,6	غير متوفر	غير متوفر

المصدر: Eurostat و Thomson Reuters Eikon.

وبالنسبة للمؤشرات المتقدمة للنشاط، ارتفع مؤشر مديري المشتريات المختلط في منطقة الأورو ليصل إلى 51,9 في شهر فبراير مقابل 51,3 في يناير، فيما تقلص مؤشر مديري المشتريات الخاص بالقطاع الصناعي في الولايات المتحدة بقدر طفيف من 52,6 إلى 52,4 خلال الفترة نفسها.

2.1 الأوضاع النقدية والمالية

1.2.1 قرارات السياسات النقدية

الأخيرة¹، على أسعار فائدها الرئيسية دون تغيير. وخلافا لذلك، خفض بنك روسيا، في شهر فبراير، سعر فائده الرئيسي بما قدره 50 نقطة أساس إلى 15,5%.

2.2.1 الأسواق المالية

خلال الشهرين الأولين من سنة 2026، واصلت قيمة الأورو ارتفاعها مقابل الدولار الأمريكي، محققة مكسبا نسبته 0,5% إلى 1,18 دولارا، في سياق توقع انخفاضات جديدة للمنطقة المستهدفة من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والشكوك المتزايدة المرتبطة بالسياسة التجارية الأمريكية. غير أن هذا التوجه انعكس، حيث انخفضت قيمة الأورو بنسبة 3,1% مقابل الدولار ما بين 27 فبراير و13 مارس، نتيجة لارتفاع الطلب على العملة الأمريكية بسبب اندلاع النزاع في إيران وارتفاع أسعار النفط. وإزاء باقي العملات، ارتفعت قيمة الأورو بنسبة 0,6% مقابل الين الياباني، بينما انخفضت قيمته بواقع 0,6% إزاء الجنيه الإسترليني. أما بالنسبة لعملات أبرز الاقتصادات الصاعدة، فقد سجلت خلال الشهرين الأولين من سنة 2026، تطورات متباينة مقابل الدولار، مع تسجيل انخفاضات بالنسبة للرغميني الصيني (1,4-%) والريال البرازيلي (3,5-%)، فيما سجلت ارتفاعات بالنسبة للروبية الهندية (0,9+%) واليرة التركية (1,8+%).

حافظ الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، خلال اجتماعه المنعقد في 27 و28 يناير، على النطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي في [3,50% - 3,75%]، وذلك بعد أن خفضه ثلاث مرات في 2025. وأشار الاحتياطي الفيدرالي إلى أنه، وفقا للمعطيات المتاحة، واصل النشاط الاقتصادي نموه بوتيرة مطردة، وبقيت عملية إحداث مناصب الشغل ضعيفة، وأظهرت نسبة البطالة بعض بوادر الاستقرار، فيما بقي التضخم مرتفعا نسبيا. كما أكد الاحتياطي الفيدرالي أن حالة اللابئين بشأن التوقعات الاقتصادية تظل مرتفعة، وأنه يبقى يقظا بشأن المخاطر المحيطة بالهدفين المحددين خلال فترة ولايته.

وعلى نفس المنوال، أبقى البنك المركزي الأوروبي، على إثر اجتماعه المنعقد في 4 و5 فبراير، على أسعار فائده الرئيسية الثلاثة دون تغيير للمرة الخامسة على التوالي بعد أن خفضها ثمان مرات منذ يونيو 2024. وأشار إلى أن تقييمه المحين يؤكد مرة أخرى توقع استقرار التضخم حوالي النسبة المستهدفة على المدى المتوسط وقدرها 2%. 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.

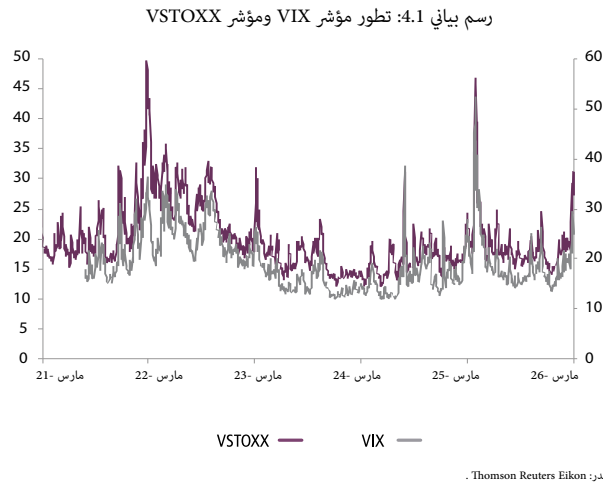
ومن جانبه، قرر بنك إنجلترا، خلال اجتماعه المنعقد في 5 فبراير، الإبقاء على سعر فائده الرئيسي دون تغيير عند 3,75%، مشيرا إلى أن التضخم الذي يفوق حاليا النسبة المستهدفة المحددة في 2%، سيقرب من النسبة المذكورة اعتبارا من شهر أبريل، بسبب انخفاض أسعار الطاقة، بما في ذلك الانخفاض المتوقع في ميزانية سنة 2025. كما قرر بنك اليابان، بتاريخ 23 يناير، الإبقاء على سعر فائده دون تغيير عند 0,75%.

وبالنسبة للاقتصادات الصاعدة الرئيسية، أبقّت كل من البنوك المركزية للصين والهند والبرازيل وتركيا، خلال اجتماعاتها

1 يناير 2026 بالنسبة للبرازيل، وفبراير بالنسبة لكل من الصين والهند، ومارس بالنسبة لتركيا.

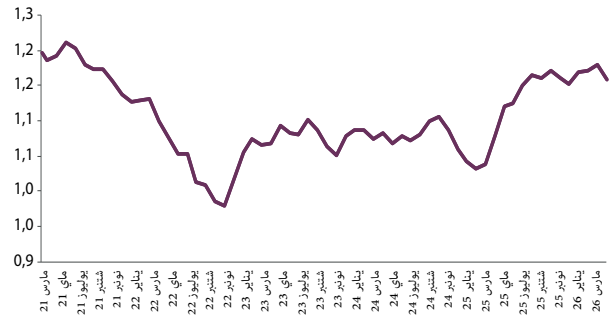
نتيجة للنزاع في إيران، إذ بلغت، في 13 مارس، 27,2 و30,3، على التوالي.

وعلى مستوى الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، ارتفع مؤشر مديري المشتريات بنسبة 9,2% خلال الشهرين الأولين من سنة 2026، مدعوماً على الخصوص بالمؤشرين الفرعيين الصيني (+2,1%) والبرازيلي (+8,7%). غير أن اندلاع النزاع في إيران أدى إلى تراجع هذا المؤشر بنسبة 8,8% ما بين 27 فبراير و13 مارس، كما أن الأزمة الطاقية الناجمة عن النزاع المذكور تهدد بشكل خاص الاقتصادات الآسيوية بسبب اعتمادها الكبير على واردات المحروقات التي تمر عبر مضيق هرمز.



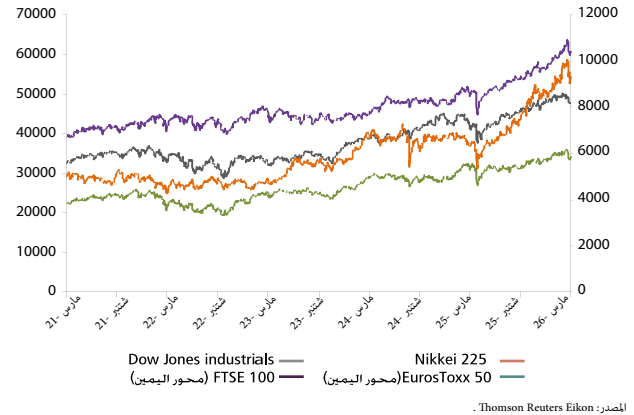
وبدورها، وفيما يتعلق بأسواق السندات السيادية خلال الشهرين الأولين من سنة 2026، ارتفعت عائدات السندات لأجل 10 سنوات بقدر طفيف بمقدار 4 نقط أساس في الولايات المتحدة (4,2%)، بينما انخفضت بمقدار 10 نقط أساس في فرنسا (3,4%)، و9 نقط أساس في إيطاليا (3,4%)، وبقيت مستقرة في ألمانيا (3%) وفي إسبانيا (3,2%). وبالنسبة لأبرز الاقتصادات الصاعدة، بقيت هذه العائدات دون تغيير في الصين (1,8%)، وانخفضت بمقدار 22 نقطة أساس في البرازيل (13,5%)، و62 نقطة أساس في تركيا (27,9%)، بينما تزايدت بواقع 9 نقط أساس في الهند (6,7%). ومنذ اندلاع النزاع في إيران، تزايدت عائدات السندات السيادية بشكل عام، مع ارتفاع عائدات السندات طويلة الأجل الأمريكية بما قدره 32 نقطة أساس إلى 4,3% ما بين 27 فبراير و13 مارس.

رسم بياني 2.1: تطور سعر صرف الأورو مقابل الدولار



وواصلت أسواق الأسهم في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية تسجيل أداءات إيجابية خلال الشهرين الأولين من سنة 2026، رغم الارتفاع الواضح للتقلب. فقد ارتفع مؤشر Eurostoxx بنسبة 4,2% في المتوسط مقارنة بشهر دجنبر 2025، ومؤشر FTSE 100 بنسبة 5%، ومؤشر داو جونز الصناعي بنسبة 2,4%، ومؤشر نيكاي 225 بواقع 7,8%. غير أن اندلاع النزاع في إيران أدى إلى انخفاض عام لهذه المؤشرات. وبالفعل، سجلت تراجع قدرها 6,9% بالنسبة لمؤشر Eurostoxx و6% بالنسبة لمؤشر FTSE 100، و4,9% بالنسبة لمؤشر داو جونز الصناعي، و8,5% بالنسبة لمؤشر نيكاي 225، خلال الفترة الممتدة ما بين 27 فبراير و13 مارس.

رسم بياني 3.1: تطور مؤشرات البورصة الرئيسية للاقتصادات المتقدمة



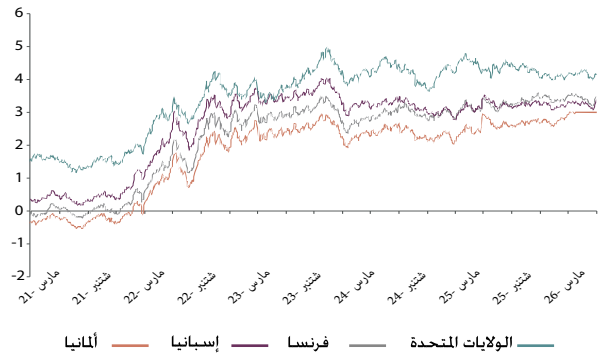
وصاحب هذه التطورات ارتفاع ملحوظ للتقلب على مستوى الأسواق الأمريكية والأوروبية، حيث بلغ مؤشر VIX 21,1 في نهاية فبراير، مقابل 15 مع متم دجنبر، ومؤشر VSTOXX 19,7 عوض 14,7. وقد تزايدت هذه المؤشرات بقدر أكبر

وفي سوق النفط، ارتفع سعر البرنت بنسبة 9,9% خلال شهري يناير وفبراير، ليصل إلى 68,9 دولارا للبرميل في المتوسط. وعلى أساس سنوي، يبقى سعره منخفضا بنسبة 10,7%، ما يعكس الطلب المرتفع الذي يفوق العرض العالمي للنفط.

كما ارتفع سعر الغاز الطبيعي الأوروبي بنسبة 21,2% في شهري يناير وفبراير، ليلغ في المتوسط 11,5 دولارا لمليون وحدة حرارية، بسبب موجة البرد، بينما تقلص سعره بواقع 23,4% مقارنة بمستواه المسجل في السنة السابقة.

وأدى اندلاع النزاع في إيران بتاريخ 28 فبراير، وما ترتب عنه من تعليق حركة التجارة عبر مضيق هرمز²، واتساع نطاقه ليشمل بعض بلدان المنطقة، إلى ارتفاع ملموس في أسعار النفط والغاز الطبيعي. وللتخفيف من الضغوط على السوق، قررت منظمة «أوبك+»، في فاتح مارس، زيادة إنتاجها بمقدار 206.000 برميل يوميا، (وهي زيادة تفوق ما كان مرتقبا)، وذلك ابتداء من شهر أبريل. كما اتفقت البلدان الأعضاء في الوكالة الدولية للطاقة، في 11 مارس، على الإفراج عن 400 مليون برميل من النفط من احتياطاتها الاستراتيجية³، ومنحت الحكومة الأمريكية، في 12 مارس، «ترخيصا مؤقتا» يتيح للبلدان، لمدة 30 يوما، شراء النفط الروسي العالق في عرض البحر. ورغم هذه الإعلانات، واصل سعر البرنت الخام منحاه التصاعدي الذي بدأ منذ اندلاع النزاع، ليلغ 103,1 دولارا للبرميل في 13 مارس، أي بارتفاع نسبته 42,2% مقارنة بمستواه المسجل في 27 فبراير، بالموازاة مع ارتفاع سعر الغاز الطبيعي بنسبة 32,7% خلال الفترة نفسها.

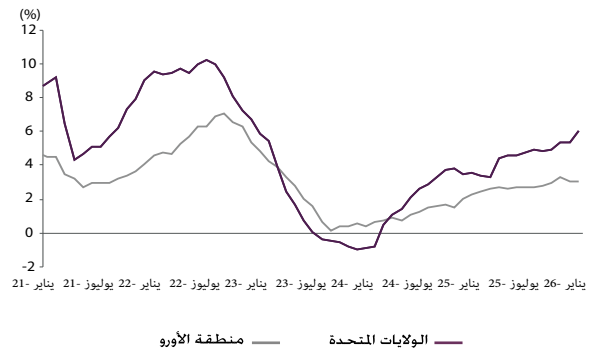
رسم بياني 5.1: تطور معدلات العائد على سندات الدولة لمدة 10 سنوات



المصدر: Thomson Reuters Eikon.

وفي الأسواق النقدية، بقيت الفائدة ما بين البنوك الأوروبية لمدة ثلاثة أشهر (EURIBOR) مستقرة في 2% خلال الشهرين الأولين من السنة الجارية، بينما سجل سعر التمويل القصير الأجل المضمون (SOFR) لنفس الأجل تراجعاً بمقدار 31 نقطة أساس إلى 3,8%. وفيما يتعلق بالائتمان البنكي، فقد بقي نموه مستقرا عند 3,1% في شهر يناير في منطقة الأورو، فيما تسارع من 5,4% في شهر دجنبر إلى 6,1% في شهر يناير، في الولايات المتحدة.

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



المصدر: Thomson Reuters Eikon.

3.1 أسعار المواد الأولية والتضخم

1.3.1 أسعار المواد الأولية الطاقية

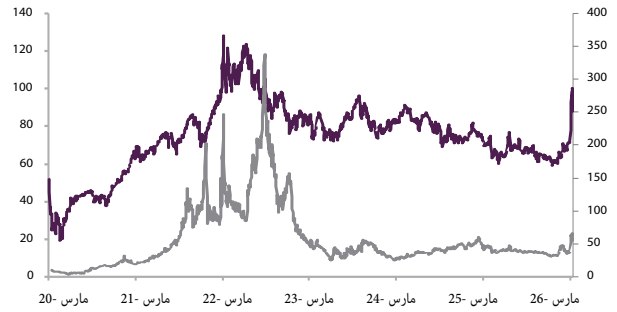
في سنة 2025، تراجع مؤشر أسعار المنتجات الطاقية الخاص بالبنك الدولي بنسبة 11,3%، بينما سجل مؤشر المنتجات غير الطاقية ارتفاعا طفيفا بنسبة 2,4%.

2 بعد مضيق هرمز الممر الرئيسي لصادرات النفط والغاز الطبيعي المنتَجين من طرف المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة والكويت وقطر والعراق والبحرين وإيران. ووفقا للوكالة الدولية للطاقة، مر نحو 25% من تجارة النفط العالمية المنقولة بحرا و19% من تجارة الغاز الطبيعي المسال، عبر هذا المضيق في سنة 2025.

3 يتعلق الأمر بسداس عملية إفراج عن الاحتياطات منذ إحداث الوكالة الدولية للطاقة سنة 1974 (إذ تمت العمليات السابقة في سنوات 1991 و2005 و2011، ومرتين خلال سنة 2022)، كما أنها أكبر هذه العمليات من حيث الحجم.

وبخصوص الفوسفات ومشتقاته، سجلت الأسعار خلال الشهرين الأولين من السنة انخفاضا متوسطا بواقع 0,7% إلى 622,9 دولارا للطن بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيak، و1,1% إلى 532,7 دولارا للطن بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز. وعلى أساس سنوي، ارتفعت الأسعار بواقع 5% بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيak، و11,1% بالنسبة للفوسفات الثلاثي الممتاز. أما الفوسفات الخام، فبقي سعره دون تغيير عند 152,5 دولارا للطن سواء على أساس شهري أو سنوي.

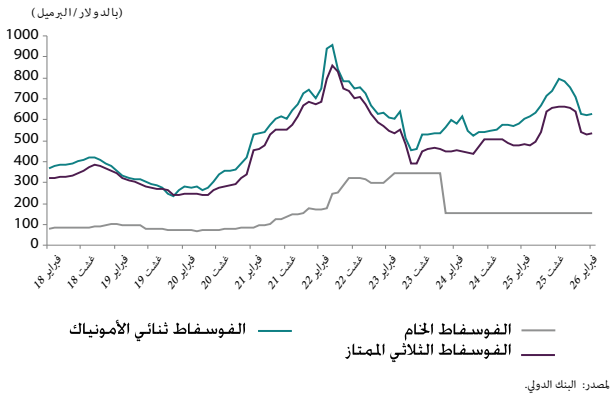
رسم بياني 7.1: السعر العالمي للبرنت والغاز الطبيعي - أوروبا



البرنت — الغاز الطبيعي - أوروبا (محور اليمين)

المصدر: البنك الدولي.

رسم بياني 9.1: تطور الأسعار العالمية للفوسفات ومشتقاته

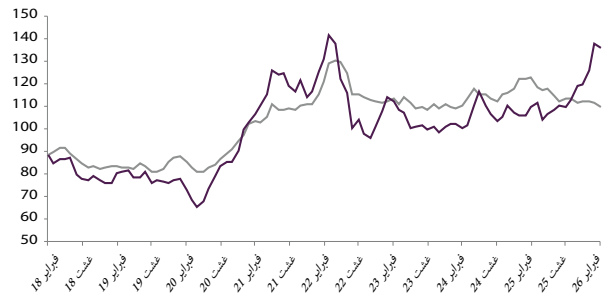


المصدر: البنك الدولي.

2.3.1 أسعار المواد الأولية غير الطاقة

سجل مؤشر أسعار المنتجات غير الطاقة ارتفاعا متوسطا نسبته 2,3% في يناير وفبراير 2026، يشمل على الخصوص ارتفاع أسعار المعادن والخامات بنسبة 8,4% وانخفاض أسعار المنتجات الفلاحية بواقع 1,3%. وعلى أساس سنوي، عرف مؤشر الأسعار إجمالا ارتفاعا متوسطا بنسبة 1,6%، مع تسجيل تزايد أسعار المعادن والخامات بنسبة 26,9% وتقلص أسعار المنتجات الفلاحية بنسبة 9,7%. وبشكل خاص، واصل سعر الذهب، الذي يواصل الاستفادة من وضعه كملاذ آمن، تزايدته، محققا ارتفاعا بنسبة 13,4% خلال الشهرين الأولين من سنة 2026، وبنسبة 74,4% على أساس سنوي، حيث بلغ 4886,4 دولارا للأوقية في المتوسط.

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



المنتجات الفلاحية — المعادن والخامات

المصدر: البنك الدولي.

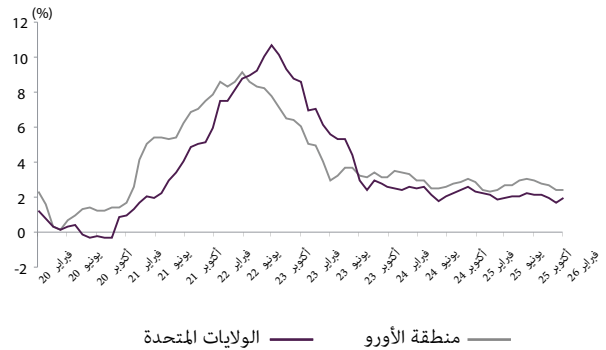
3.3.1 التضخم

في الولايات المتحدة، رغم بقاء التضخم في مستوى أعلى من النسبة المستهدفة من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، فقد ظل، على أساس سنوي، مستقرا في 2,4% في شهر فبراير بالمقارنة مع الشهر السابق. وفي منطقة الأورو، تسارع التضخم إلى 1,9% في فبراير بعد 1,7% في يناير. ويشمل هذا التطور بالخصوص ارتفاعات من 0,4% إلى 1,1% في فرنسا، ومن 2,4% إلى 2,5% في إسبانيا، ومن 1% إلى 1,6% في إيطاليا، بينما سجل تباطؤ من 2,1% إلى 1,9% في ألمانيا. وفي باقي الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، تباطأ التضخم من 3,4% في دجنبر إلى 3% في يناير في المملكة المتحدة، ومن 2,1% إلى 1,5% في اليابان.

وفي أبرز الاقتصادات الصاعدة، ظلت التطورات متباينة، مع تسجيل تسارع واضح من 0,2% إلى 1,3% في الصين ما بين يناير وفبراير، ارتباطا على الخصوص بارتفاع النفقات الخاصة

بالسنة الصينية الجديدة، ومن 2,7% إلى 3,2% في الهند، خلال نفس الفترة، مقابل تباطؤات من 4,4% إلى 3,8% في البرازيل، ومن 6% إلى 5,9% في روسيا.

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 (%)

	2026		2025	2024	2023
	يناير	فبراير	ديسمبر		
الولايات المتحدة	2,4	2,4	2,7	3,0	4,1
منطقة الأورو	1,9	1,7	2,0	2,4	5,4
ألمانيا	1,9	2,1	2,0	2,5	6,0
فرنسا	1,1	0,4	0,7	2,3	5,7
إسبانيا	2,5	2,4	3,0	2,9	3,4
إيطاليا	1,6	1,0	1,2	1,1	5,9
المملكة المتحدة	غير متوفر	3,0	3,4	2,5	7,3
اليابان	غير متوفر	1,5	2,1	2,7	3,3

المصدر: Thomson Reuters Eikon و Eurostat وصندوق النقد الدولي

2. الحسابات الخارجية

تميزت سنة 2025 بتواصل دينامية المبادلات الخارجية للسلع وبارتفاع ملموس لمداخيل الأسفار وبزيادة تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، وكذا بتحسين واضح لعائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في المغرب.

فقد تزايدت صادرات السلع بنسبة 2,8% إلى 469,1 مليار، والواردات بنسبة 8% إلى 822,2 مليار. وبناء عليه، تزايد العجز التجاري بنسبة 15,8% ليصل إلى 353,1 مليار درهم، وتراجعت نسبة تغطية الصادرات للواردات إلى 57% عوض 59,9% سنة 2024. وبالموازاة مع ذلك، سجلت مداخيل الأسفار ارتفاعا بنسبة 20,6% إلى 138,1 مليار، وتزايدت تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج بواقع 2,6% إلى 122 مليار. وبخصوص أهم العمليات المالية، فقد ارتفعت عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى 56,1 مليار درهم، مقابل 43,8 مليار سنة 2024، وتراجعت الاستثمارات المباشرة للمغاربة بالخارج بنسبة 17,1% إلى 22,4 مليار.

وفي المجممل، ارتفع جاري الأصول الاحتياطية الرسمية لبنك المغرب ليصل إلى 443,3 مليار درهم مع متم سنة 2025، ليمثل ما يعادل تغطية 5 أشهر و16 يوما من واردات السلع والخدمات.

وفي الشهر الأول من سنة 2026، سجل العجز التجاري ارتفاعا طفيفا بالمقارنة بشهر يناير 2025، ليصل إلى 25,5 مليار درهم، نتيجة لانخفاض الصادرات بنسبة 2,7% ولشبه استقرار الواردات. وبالموازاة مع ذلك، سجلت مداخيل الأسفار نموا بنسبة 19,3% إلى 11,7 مليار درهم، وبلغت تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج 9,4 مليارات، لتبقى شبه مستقرة مقارنة مع الشهر نفسه من السنة السابقة. وبخصوص الاستثمارات المباشرة، فقد تراجعت عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى 4,9 مليارات والاستثمارات المغربية في الخارج إلى مليارين. وإجمالا، بلغت الأصول الاحتياطية الرسمية لبنك المغرب 452,6 مليار درهم، لتمثل ما يعادل تغطية 5 أشهر و19 يوما من واردات السلع والخدمات.

1.2 الميزان التجاري

1.1.2 الصادرات

وعلى العكس من ذلك، شهدت صادرات قطاع صناعة السيارات مع نهاية السنة تقلصا بنسبة 2% إلى 154,5 مليار، متأثرة بتدني صادرات قسم «التصنيع» بنسبة 13,6% إلى 61,3 مليار. وهذا الانخفاض ناتج عن تراجع عدد السيارات المصدرة بنسبة 15,2%، وارتفاع سعرها عند الاستيراد بنسبة 2,4%. وخلافا لذلك، ارتفعت صادرات قسم «الكابلات» بنسبة 7,7% إلى 57,8 مليار. كما تراجعت مبيعات «النسيج والجلد» بنسبة 4,5% إلى 43,8 مليار، مع تقلص قسم «الملابس الجاهزة» بواقع 3,9%.

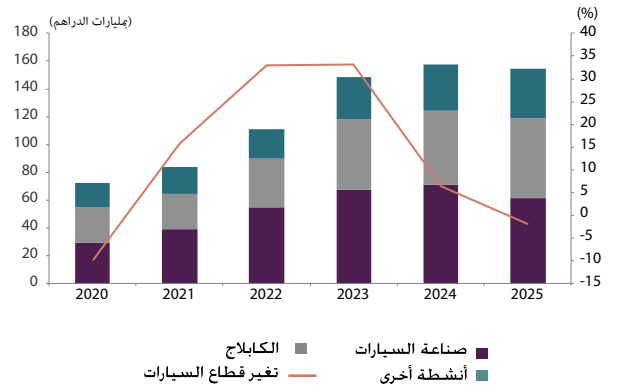
يعكس تحسن الصادرات تطورات متباينة حسب القطاعات. فقد عرفت مبيعات الفوسفات ومشتقاته نموا بنسبة 14,6% إلى 99,8 مليار، ما يشمل تزايد مبيعات الأسمدة الطبيعية بنسبة 14,1% ومبيعات الحمض الفوسفوري بنسبة 15,3%، ومبيعات الفوسفات الخام بواقع 17,3%. وعلى النحو نفسه، واصلت مبيعات قطاع صناعة الطيران منحاهما التصاعدي، مسجلة ارتفاعا بنسبة 10% إلى 29,1 مليار، ما يعكس بالخصوص نموا بواقع 11% إلى 19,1 مليار بالنسبة لقسم «التجميع». أما بخصوص صادرات قطاع «الفلاحة والصناعة الغذائية»، فقد عرفت شبه استقرار عند 86,8 مليار، ما يشمل تقلصا بنسبة 3,4% إلى 41,8 مليار لمبيعات الصناعة الغذائية، وارتفاعا بواقع 3,6% إلى 42,2 مليار لمبيعات المنتجات الفلاحية.

رسم بياني 1.2: صادرات قطاع السيارات في نهاية أكتوبر

جدول 1.2: الصادرات حسب القطاع (بملايين الدراهم)

التغيرات		السنة		القطاعات / الأنشطة
%	بالقيمة	2024	2025	
2,8	12 733	456 342	469 075	الصادرات
14,6	12 721	87 083	99 804	الفوسفات ومشتقاته
14,1	9 039	64 101	73 140	الأسمدة الطبيعية والكيميائية
15,3	2 202	14 420	16 622	حمض الفسفوريك
17,3	1 480	8 562	10 042	الفوسفات
10,0	2 641	26 446	29 087	صناعة الطائرات
11,0	1 896	17 233	19 129	التجميع
8,3	758	9 100	9 858	نظام الربط البيني للأسلاك الكهربائية (EWIS)
1,3	73	5 570	5 643	صناعات استخراجية معدنية أخرى
17,1	283	1 659	1 942	خام النحاس
16,3	171	1 046	1 217	كبريتات الباريوم
-83,5	-212	254	42	خامات معدنية أخرى ونفايات معدنية
-0,1	-130	86 958	86 828	الفلاحة والصناعة الغذائية
-3,4	-1 467	43 248	41 781	الصناعة الغذائية
-8,9	-149	1 678	1 529	صيد الأسماك، تربية الأحياء المائية
3,6	1 483	40 700	42 183	الفلاحة والغابات والصيد
-8,8	-1 606	18 329	16 723	الصناعات الإلكترونية والكهربائية
-39,1	-3 020	7 721	4 701	المكونات الإلكترونية
-4,3	-85	1 967	1 882	المعدات الكهربائية الخاصة بالهاتف أو التلغراف السلكي
18,7	1 048	5 614	6 662	الأسلاك والكابلات
-4,5	-2 073	45 877	43 804	النسيج والجلد
-3,9	-1 148	29 615	28 467	الملابس المحبوكة
-7,4	-672	9 124	8 452	الجوارب
-7,2	-62	861	799	السلع الجلدية
-2,0	-3 100	157 594	154 494	السيارات
-13,6	-9 656	70 955	61 299	صناعة السيارات
6,7	609	9 050	9 659	أجزاء الداخلية للسيارات والمقاعد
7,7	4 134	53 643	57 777	الكابلاج
14,8	4 208	28 484	32 692	صناعات أخرى
26,0	1 993	7 674	9 667	التعدين وتجهيز المعادن
56,2	866	1 542	2 408	صناعة البلاستيك والمطاط
1,1	17	1 524	1 541	صناعة الأدوية

المصدر: مكتب الصرف



المصدر: مكتب الصرف.

وعلى نفس المنوال، تدنت مبيعات قطاع «الإلكترونيك والكهرباء» بنسبة 8,8% إلى 16,7 مليارا، ما يعكس انخفاض صادرات «المكونات الإلكترونية» بمقدار 3 ملايين لتصل إلى 4,7 مليارات، وهو الانخفاض الذي لم يعوضه نمو مبيعات «الأسلاك والكابلات» إلى 6,7 مليارا، سوى جزئيا.

2.1.2 الواردات

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

مجموعات الاستعمال	السنة		التغيرات	
	2025	2024	بالقيمة	%
الواردات	822 223	761 272	60 951	8,0
معدات التجهيز	199 133	175 714	23 419	13,3
مركبات المرافق	10 819	6 504	4 315	66,3
أجزاء الطائرات والمركبات الجوية أو الفضائية الأخرى	17 257	14 502	2 755	19,0
الطائرات والمركبات الجوية أو الفضائية الأخرى	6 056	3 765	2 291	60,8
منتجات استهلاكية جاهزة	203 465	182 020	21 445	11,8
سيارات الركاب	39 436	28 630	10 806	37,7
الأدوية وغيرها من المنتجات الصيدلانية	12 631	10 842	1 789	16,5
أجهزة استقبال الراديو والتلفزيون	4 299	3 379	920	27,2
منتجات خام	43 741	33 266	10 475	31,5
الكبريت الخام وغير المكرر	15 084	9 108	5 976	65,6
زيت الصويا الخام أو المكرر	6 748	5 460	1 288	23,6
لخردة المعننية والنفايات والمعادن الأخرى	5 664	4 428	1 236	27,9
نصف المنتجات	171 835	163 914	7 921	4,8
المنتجات الكيماوية	17 861	16 303	1 558	9,6
أسلاك وقضبان ومقاطع نحاسية	11 671	10 267	1 404	13,7
المواد البلاستيكية والمنتجات البلاستيكية المختلفة	22 562	21 449	1 113	5,2
منتجات غذائية	94 608	91 592	3 016	3,3
الحيوانات الحية	6 976	5 577	1 399	25,1
الذرة	7 759	6 548	1 211	18,5
السكر الخام أو المكرر	8 186	9 980	-1 794	-18,0
قمح	16 803	17 831	-1 028	-5,8
منتجات طاقة	107 567	113 827	-6 260	-5,5
زيوت الغاز وزيوت الوقود	51 464	57 012	-5 548	-9,7
الغاز البترولي والهيدروكربونات الأخرى	19 394	21 255	-1 861	-8,8
الطاقة الكهربائية	2 466	1 720	746	43,4

المصدر: مكتب الصرف.

هم تزايد الواردات لجميع المنتجات الرئيسية، باستثناء المنتجات الطاقية التي انخفضت فاتورتها بنسبة 5,5% إلى 107,6 مليارات، نتيجة بالخصوص لتراجع واردات «الغاز والوقود» بنسبة 9,7%. وبالفعل، تزايدت مقتنيات سلع التجهيز بواقع 13,3% إلى 199,1 مليارات، مع ارتفاع مشتريات «السيارات النفعية» بنسبة 66,3% إلى 10,8 مليارات، ومشتريات الطائرات وباقي العربات الجوية وأجزائها بواقع 27,6% إلى 23,3 مليارات.

أما واردات سلع الاستهلاك، فقد تنامت بنسبة 11,8% إلى 203,5 مليارات، ارتباطا بالخصوص بارتفاع مشتريات «السيارات السياحية» بنسبة 37,7% إلى 39,4 مليارات، ومشتريات «الأدوية وباقي المواد الصيدلانية» بواقع 16,5%.

وعلى النحو ذاته، ارتفعت واردات المنتجات الخام بنسبة 31,5% إلى 43,7 مليارات، مدفوعة أساسا بنمو مشتريات «الكبريت الخام وغير المكرر». ومن جانبها، سجلت واردات المنتجات نصف المصنعة ارتفاعا بنسبة 4,8% إلى 171,8 مليارات، ما يعكس بالخصوص نمو واردات «المنتجات الكيماوية» بنسبة 9,6% و«المواد البلاستيكية والمصنوعات المختلفة من البلاستيك» بواقع 5,2%.

وفيما يتعلق بمشتريات المنتجات الغذائية، فقد ارتفعت إلى 94,6 مليارات، متزايدة بنسبة 3,3%، ارتباطا بنمو واردات الحيوانات الحية بنسبة 25,1%. وخلافا لذلك، تراجعت واردات القمح بنسبة 5,8% إلى 16,8 مليارات.

2.2 باقي بنود ميزان المعاملات الجارية

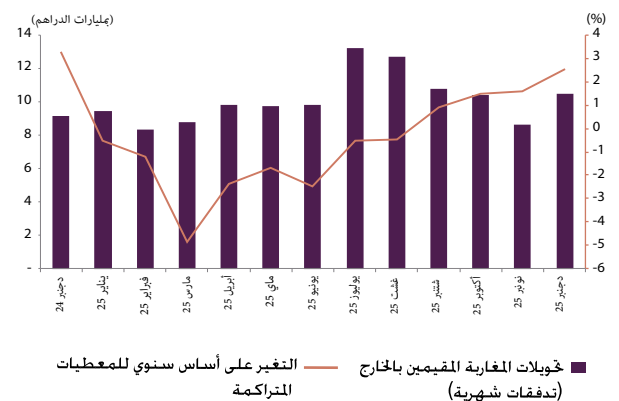
فيما يتعلق بميزان الخدمات، ارتفع رصيده الفائض بنسبة 14,2% ليصل إلى 159,7 مليارات، نتيجة لنمو الصادرات بما قدره 33,5 مليارات أو بنسبة 11,9% ، وهو ارتفاع أكبر من نمو الواردات الذي بلغ 13,7 مليارات أو 9,7%.

جدول 3.2: ميزان الخدمات (بملايين الدراهم)

التغيرات	السنة	2024	2025	
%	بالقيمة			
9,7	13 736	141 639	155 375	الواردات
11,9	33 544	281 493	315 037	الصادرات
14,2	19 808	139 854	159 662	الرصيد

المصدر: مكتب الصرف.

رسم بياني 3.2: التطور الشهري لتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج



المصدر: مكتب الصرف.

3.2 الحساب المالي

فيما يتعلق بالعمليات المالية، سجلت مداخيل الاستثمارات الأجنبية المباشرة ارتفاعا بنسبة 28% إلى 56,1 مليارات. ومع شبه استقرار التفويطات في 27,7 مليارات، انتقل تدفقها الصافي من 16,3 مليارات إلى 28,4 مليارات من سنة إلى أخرى.

أما بالنسبة للاستثمارات المغربية المباشرة في الخارج، فقد ارتفع تدفقها بنسبة 16,6% إلى 8 مليارات، نتيجة لتقلص هذه الاستثمارات بمقدار 4,6 مليارات أو بنسبة 17,1%، وتدني التفويطات برسم نفس النشاط بما قدره 5,8 مليارات أو بنسبة 28,6%.

وفي نهاية سنة 2025، بلغ جاري الأصول الاحتياطية الرسمية 443,3 مليار درهم، أي ما يعادل تغطية 5 أشهر و19 يوما من واردات السلع والخدمات.

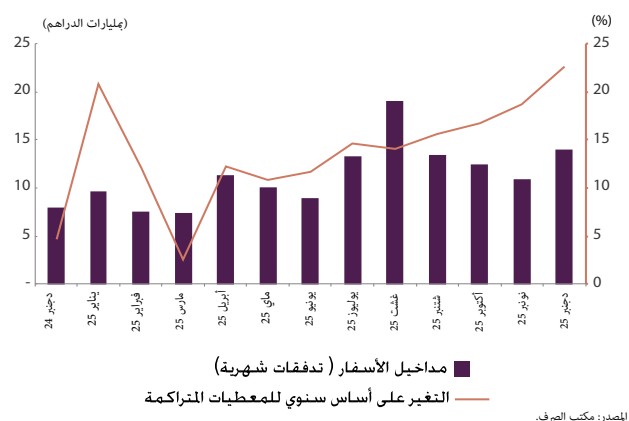
جدول 4.2 : الاستثمارات المباشرة (بملايين الدراهم)

التغيرات	السنة	2024	2025	
%	بالقيمة			
74,3	12 100	16 292	28 392	الاستثمارات الأجنبية المباشرة
28,0	12 250	43 802	56 052	المداخيل
0,5	150	27 510	27 660	النفقات
16,6	1 144	6 896	8 040	استثمارات المغاربة بالخارج
-17,1	-4 626	27 049	22 423	النفقات
-28,6	-5 770	20 153	14 383	المداخيل

المصدر: مكتب الصرف.

وبشكل خاص، تعززت مداخيل الأسفار بحوالي 75% في شهر دجنبر مقارنة مع الشهر نفسه من سنة 2024، ارتباطا على الخصوص بتنظيم المغرب لكأس إفريقيا للأمم لكرة القدم خلال الفترة ما بين دجنبر 2025 ويناير 2026. وبالنسبة لمجموع سنة 2025، بلغ مجموع هذه المداخيل 138,1 مليارات، أي بزيادة نسبتها 20,6% مقارنة بسنة 2024. كما تزايدت النفقات برسم نفس النشاط بنسبة 12,3% إلى 33 مليارات.

رسم بياني 2.2: التطور الشهري لمداخيل الأسفار



المصدر: مكتب الصرف.

أما بالنسبة لتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، فقد ارتفعت إلى 122 مليارات، بزيادة نسبتها 2,6% من سنة إلى أخرى.

وفيما يتعلق بأهم العمليات المالية، تقلصت تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى 4,9 مليارات، والاستثمارات المباشرة المغربية في الخارج إلى مليارين.

ومع متم يناير 2026، وصل جاري الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 452,6 مليار درهم، لتمثل بذلك ما يعادل 5 أشهر و16 يوما من واردات السلع والخدمات.

جدول 5.2: تطور البنود الرئيسية لميزان المدفوعات (بملايين الدراهم)

التغيرات		يناير		القطاعات/مجموعات الاستخدام
%	بالقيمة	2025	2026	
-2,7	-969	35 473	34 504	صادرات السلع
19,1	1 960	10 286	12 246	لسيارات
-9,5	-904	9 475	8 571	الزراعة والأغذية الزراعية
-5,9	-209	3 553	3 344	للنسيج والجلد
-43,4	-2 418	5 569	3 151	للفوسفات ومشتقاته
8,7	194	2 239	2 433	صناعة الطائرات
0,4	265	59 758	60 023	الواردات
17,1	2 266	13 245	15 511	لمنتجات الاستهلاكية الجاهزة
12,9	1 761	13 631	15 392	سلع التجهيز
-15,4	-1 267	8 251	6 984	لمنتجات الغذائية
-19,5	-1 665	8 518	6 853	منتجات الطاقة
19,3	1 887	9 772	11 659	مداخل السفر
-0,8	-74	9 454	9 380	تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج
-7,9	-418	5 322	4 904	مداخل الاستثمار الأجنبي المباشر
-31,1	-912	2 934	2 022	استثمارات المغاربة المقيمين بالخارج

المصدر: مكتب الصرف.

وتشير البيانات الخاصة بشهر يناير 2026 إلى تفاقم العجز التجاري إلى 25,5 مليارات مقابل 24,3 مليارات سنة من قبل. ويعزى هذا التطور إلى تراجع الصادرات بنسبة 2,7% إلى 34,5 مليارات وشبه استقرار الواردات في 60 مليارات. وبذلك انتقلت نسبة تغطية الصادرات للواردات من 59,4% مع متم يناير 2025 إلى 57,5%.

ويعكس تراجع الصادرات بالأساس تدني مبيعات الفوسفات ومشتقاته بنسبة 43,4% إلى 3,2 مليارات، الذي يعزى في معظمه إلى تقلص مبيعات الأسمدة بنسبة 51,8% ارتباطا بانخفاض أسعارها عند التصدير بواقع 49,2%. وعلى نفس المنوال، سجلت صادرات «الفلاحة والصناعة الغذائية» تقلصا نسبته 9,5% إلى 8,6 مليارات، نتيجة لانخفاض مبيعات المنتجات الفلاحية بنسبة 11,4% وصادرات الصناعة الغذائية بنسبة 6% ومبيعات قطاع «النسيج والجلد» بواقع 5,9% إلى 3,3 مليارات. وعلى العكس من ذلك، عرفت مبيعات قطاع السيارات ارتفاعا بنسبة 19,1% إلى 12,2 مليارات، ما يعكس ارتفاعا واضحا لصادرات قسم «التصنيع» إلى 4,4 مليارات. أما صادرات قطاع صناعة الطيران، فقد واصلت دينامييتها بتسجيل نمو نسبته 8,7% إلى 2,4 مليار.

ويعكس شبه استقرار الواردات تطورات مختلفة حسب فئة المنتجات. فقد ارتفعت مقتنيات سلع التجهيز بنسبة 12,9% إلى 15,4 مليارات. وفي المقابل، انخفضت الفاتورة الطاقية بواقع 19,5% ارتباطا على الخصوص بتراجع إمدادات «الغاز والزيوت الفول» بنسبة 11,2%. وفي نفس الاتجاه، تراجعت مشتريات المنتجات نصف المصنعة بنسبة 16,1% إلى 10,9 مليار، وتدنيت واردات المنتجات الغذائية إلى 7 مليارات، متقلصة بنسبة 15,4% بالمقارنة مع يناير 2025.

وبخصوص مداخل الأسفار، فقد سجلت ارتفاعا ملموسا نسبته 19,3% لتصل إلى 11,7 مليار درهم، ارتباطا على الخصوص بتنظيم المغرب لكأس إفريقيا للأمم لكرة القدم ما بين دجنبر 2025 ويناير 2026. وفي نفس السياق، تزايدت النفقات برسم نفس النشاط بنسبة 2,3% إلى 2,7 مليار. أما بالنسبة لتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج، فقد ظلت شبه مستقرة في مستواها المسجل في يناير 2025، أي 9,4 مليارات.

3. النقد والائتمان وسوق الأصول

خلال الفصل الرابع من سنة 2025، تميزت الأوضاع النقدية بشبه استقرار متوسط سعر الفائدة الإجمالي على القروض في 4,82% وانخفاض سعر الصرف الفعلي الحقيقي بنسبة 2,9%. وبخصوص القروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي، فقد واصلت وتيرة نموها السنوي تسارعها، حيث انتقلت من 4,7% في الفصل الرابع من سنة 2025 إلى 5,3% في شهر يناير 2026. وفيما يتعلق بباقي مقابلات الكتلة النقدية، تزايدت الأصول الاحتياطية الرسمية بنسبة 22,9% بعد 18% في الفصل السابق، وتراجعت الديون الصافية على الإدارة المركزية بنسبة 0,8% مقابل ارتفاعها بواقع 6,3%. وفي المجمل، سجلت الكتلة النقدية نموا سنويا بنسبة 10,3% في يناير بعد 9,4% في الفصل الرابع.

وفي سوق العقار، سجل مؤشر أسعار الأصول العقارية شبه استقرار خلال الفصل الأخير، بعد نموه بنسبة 1,5% في الفصل السابق. وبالموازاة مع ذلك، شهد عدد المعاملات ارتفاعا فصليا بنسبة 18,4%، مدفوعا بنمو نسبته 15% بالنسبة للعقارات السكنية، و25,4% بالنسبة للأراضي، و29,6% بالنسبة للعقارات المخصصة للاستعمال المهني.

وعلى مستوى بورصة الدار البيضاء، وبعد أن سجل مؤشر مازي مع نهاية السنة ارتفاعا بنسبة 27,6%، تراجع بنسبة 1,7% خلال الشهرين الأولين من سنة 2026. وفي ظل هذه الظروف، تراجعت رسملة البورصة بنسبة 1% إلى 1030,5 مليار درهم.

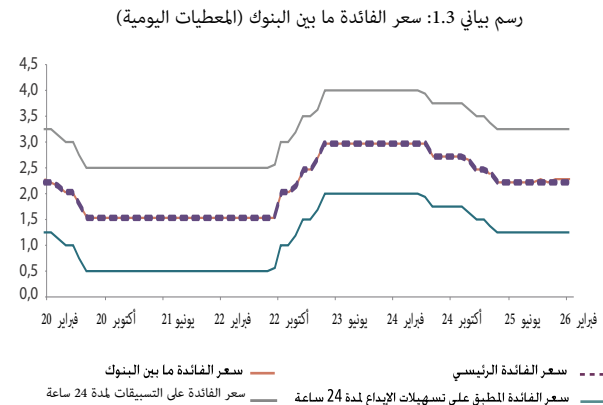
1.3 الأوضاع النقدية

1.1.3 السيولة البنكية وأسعار الفائدة

تزايد عجز السيولة لدى البنوك ليصل إلى 132,8 مليارات في المتوسط في شهري يناير وفبراير بعد 130,7 مليار درهم في الفصل الرابع من سنة 2025.

وبذلك، رفع بنك المغرب حجم تدخلاته من 146,6 مليارات في الفصل الرابع إلى 149 مليارات، موزعة بالأساس ما بين تسبيقات لمدة 7 أيام في حدود 56,4 مليارات، وعمليات إعادة الشراء بمبلغ 53,1 مليارات، والقروض المضمونة الممنوحة في إطار برامج دعم تمويل المقاولات الصغيرة جدا والصغيرة والمتوسطة، بمبلغ قدره 39,3 مليارات.

وصاحب هذه التطورات تقلص متوسط مدة تدخلات بنك المغرب إلى 45,1 يوما، بعد 46,6 يوما في الفصل السابق. وفي ظل هذه الظروف، بقي سعر الفائدة ما بين البنوك متماشيا مع سعر الفائدة الرئيسي.



وعلى مستوى سوق سندات الخزينة، اتجهت أسعار الفائدة إجمالا نحو الارتفاع في شهري يناير وفبراير، مقارنة بالفصل الرابع من سنة 2025، وذلك في كل من السنتين الأولى والثاني.

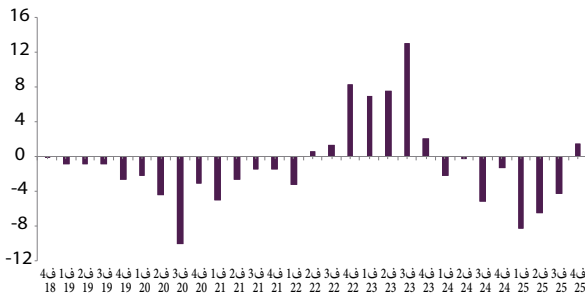
جدول 1.3: سعر الفائدة على سندات الخزينة في السوق الأولية (بالنسبة المئوية)

		2024					2025					2026	
		4 ف					1 ف					يناير	
		2,58					2,45					2,19	
26 أسبوعا	-	2,10					1,94					2,19	
52 أسبوعا	2,36	2,20					2,02					-	
سنتان	2,63	2,44					2,24					2,62	
5 سنوات	2,90	2,58					2,39					2,77	
10 سنوات	-	2,74					2,72					-	
15 سنة	-	3,13					3,07					-	

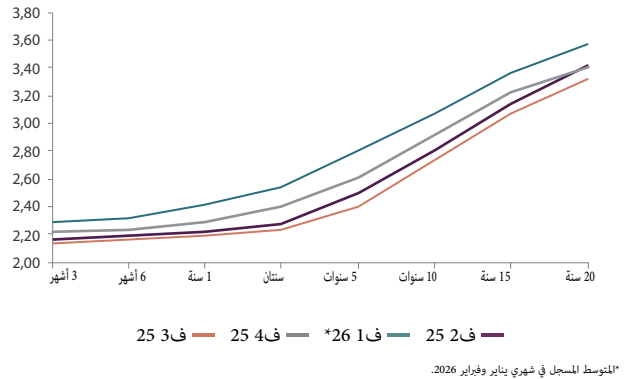
جدول 2.3: أسعار الفائدة على الودائع (بالنسبة المئوية)

2026	2025				2024			
يناير	4 ف	3 ف	2 ف	1 ف	4 ف	3 ف	2 ف	
2,19	2,54	2,40	2,45	2,53	2,45	2,77	2,56	6 أشهر
2,76	2,65	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)



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

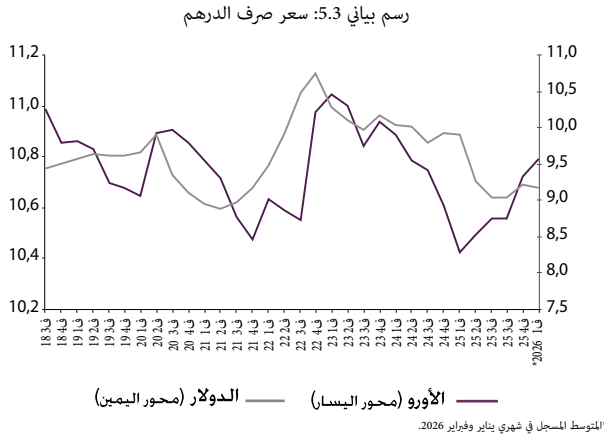


وفيما يتعلق بأسعار الفائدة على القروض، تشير نتائج الاستقصاء الذي أجره بنك المغرب لدى البنوك برسم الفصل الرابع من سنة 2025 إلى شبه استقرار متوسط سعر الفائدة الإجمالي من فصل إلى آخر في 4,82%. وحسب القطاعات المؤسساتية، بقيت أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد شبه مستقرة في 5,69%، ما يشمل تقصلا بمقدار 30 نقطة أساس إلى 7,19% بالنسبة للحسابات المدينة وقروض الخزينة، وارتفاعا بما قدره 3 نقاط أساس إلى 4,67% بالنسبة لقروض السكن، واستقرارا في 6,89% بالنسبة لقروض الاستهلاك. وبخصوص أسعار الفائدة المطبقة على القروض الممنوحة للمقاولين الأفراد، فقد تقلصت بواقع 15 نقطة أساس إلى 5,64%. أما أسعار الفائدة المطبقة على المقاولات غير المالية، فلم تعرف أي تغير ملموس حيث بقيت مستقرة عند 4,72%، فيما عوض تراجع أسعار الفائدة على تسهيلات الخزينة بمقدار 15 نقطة أساس إلى 4,57% ارتفاع أسعار الفائدة المطبقة على قروض التجهيز بمقدار 47 نقطة أساس إلى 4,95% وتلك المطبقة على القروض المخصصة للإنعاش العقاري بواقع 7 نقاط أساس إلى 5,44%. وحسب حجم المقاولات، انخفضت أسعار الفائدة بمقدار 19 نقطة أساس إلى 5,22% بالنسبة للمقاولات الصغيرة جدا والصغيرة والمتوسطة وبواقع 10 نقاط أساس إلى 4,74% بالنسبة للمقاولات الكبرى.

وفي سوق سندات الدين القابلة للتداول، ارتفعت الأسعار المطبقة على إصدارات شهادات الإيداع في شهر يناير 2026 مقارنة بالفصل الرابع من سنة 2025. وبالنسبة لأسعار الفائدة على الودائع، فقد انخفضت بمقدار 35 نقطة أساس إلى 2,19% بالنسبة للودائع لأجل 6 أشهر، بينما ارتفعت بما قدره 11 نقطة أساس إلى 2,76% بالنسبة للودائع لأجل عام واحد. ومن جهة أخرى، حدد سعر الفائدة المطبق على الحسابات على الدفتر في 1,61% بالنسبة للنصف الأول من سنة 2026 بعد 1,91% في النصف الثاني من سنة 2025. وفي ظل هذه الظروف، سجلت كلفة تمويل البنوك1 انخفاضا بمقدار 3 نقاط أساس ما بين الفصل الرابع من سنة 2025 ويناير 2026.

1. تحسب كلفة تمويل البنوك كمتوسط مرجح تكلفات مختلف مصادرها.

وتشير البيانات الخاصة بشهري يناير وفبراير 2026 إلى ارتفاع قيمة الأورو مقابل الدولار الأمريكي بنسبة 1,2% في المتوسط مقارنة بالفصل الرابع من سنة 2025. وفي ظل هذه الظروف، ارتفعت قيمة الدرهم بنسبة 0,5% مقابل الدولار الأمريكي وانخفضت بنسبة 0,7% إزاء الأورو.



وفيما يتعلق بحجم المعاملات، وصل مبلغ عمليات مبادلة العملات الأجنبية مقابل الدرهم في السوق القائم بين البنوك إلى 25,9 مليار درهم في يناير، أي بانخفاض نسبته 12,6% مقارنة بالفصل الرابع من سنة 2025. وبخصوص العمليات بالناجز التي تجزها البنوك مع زبائنها، فقد تراجعت بنسبة 6,2% إلى 34,2 مليار بالنسبة لمشتريات البنوك و8,9% إلى 37,8 مليار بالنسبة للمبيعات. وبخصوص العمليات لأجل، فقد بلغ مجموعها 7 مليارات بالنسبة للمشتريات، بزيادة نسبتها 52,4%، و17 مليار بالنسبة للمبيعات، بانخفاض نسبته 0,5%.

3.1.3 الأوضاع النقدية²

عرفت الكتلة النقدية م3 نموًا بنسبة 10,3% في شهر يناير 2026 بعد 9,4% في الفصل الرابع من سنة 2025. وحسب أهم المكونات، يعكس هذا التسارع بالأساس تزايد نمو الودائع تحت الطلب من 10,2% إلى 11,3%، وحسابات الادخار من 2,7% إلى 3,6%. كما سجلت الودائع بالعملات الأجنبية ارتفاعًا بنسبة 17,6% بعد 9,5% في الفصل الرابع، وتراجعت حدة تقلص

2 تمثل المعطيات الفصلية المبالغ الجارية في نهاية الفترة.

جدول 3.3: أسعار الفائدة على القروض (بالنسبة المئوية)

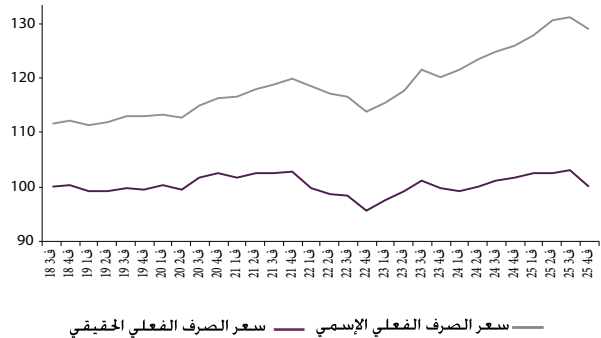
2025		2024		
4 ف	3 ف	4 ف	3 ف	
4,82	4,85	4,84	4,98	سعر الفائدة الإجمالي
5,69	5,71	5,77	5,96	الأفراد
4,67	4,64	4,68	4,74	القروض العقارية
6,89	6,89	6,88	7,13	قروض الاستهلاك
4,72	4,74	4,72	4,84	للمقاولات
4,57	4,72	4,64	4,73	قروض الخزينة
4,95	4,48	4,82	5,14	قروض التجهيز
5,44	5,37	5,47	5,48	القروض العقارية

2.1.3 سوق الصرف

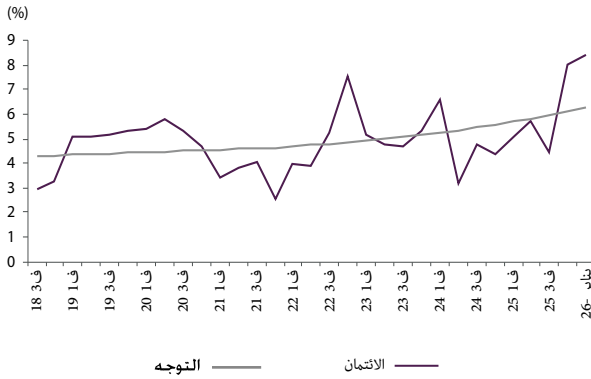
في الفصل الرابع من سنة 2025، انخفضت قيمة الأورو بنسبة 0,4% مقابل الدولار الأمريكي في المتوسط، مقارنة بالفصل السابق. وبذلك، انخفضت قيمة الدرهم بنسبة 1,5% مقابل الأورو وبنسبة 1,9% إزاء الدولار الأمريكي.

وما بين الفصلين الثالث والرابع من سنة 2025، سجلت قيمة العملة الوطنية انخفاضات بلغت نسبتها 2,8% مقابل اليوان الصيني، و0,5% مقابل الجنيه الإسترليني، و2,9% مقابل الريال البرازيلي، بينما ارتفعت بنسبة 1,6% مقابل الليرة التركية. وبناء عليه، انخفض سعر الصرف الفعلي بنسبة 1,6% بالقيمة الاسمية و2,9% بالقيمة الحقيقية، أخذًا بالاعتبار فارق التضخم بين المغرب وأبرز شركائه ومنافسيه التجاريين.

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



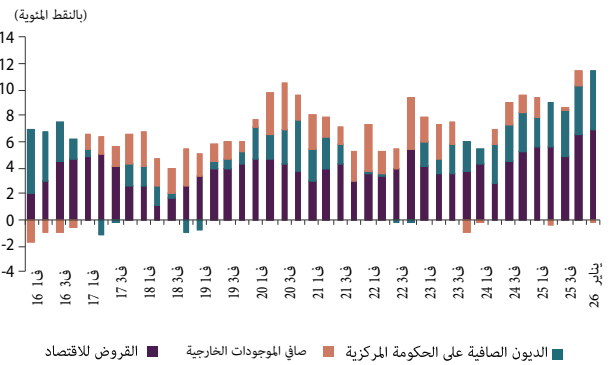
رسم بياني 7.3: الائتمان البنكي على أساس سنوي



الودائع لأجل من 4,7% إلى 2,7%. أما حجم النقد المتداول، فبقيت وتيرة نموه مستقرة في 18,5%، بينما ارتفعت سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة النقدية بنسبة 9,6% بعد 8,7%.

وحسب أهم المقابلات، يعزى تطور الكتلة النقدية إلى تسارع نمو الأصول الاحتياطية الرسمية من 18% إلى 22,9% في شهر يناير وارتفاع الائتمان البنكي من 8% إلى 8,4%، بينما تقلصت الديون الصافية على الإدارة المركزية بنسبة 0,8% بعد ارتفاعها بواقع 6,3% في الفصل الرابع من سنة 2025.

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

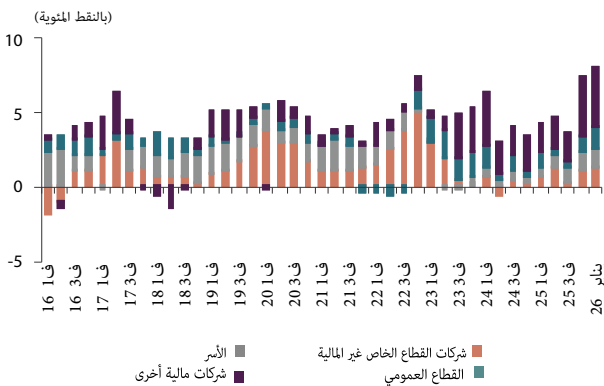


وتعكس وتيرة نمو القروض الموجهة للشركات العمومية غير المالية تراجع حدة تقلص تسهيلات الخزينة من 13% إلى 6,5% في يناير، وتسارع قروض التجهيز من 11,6% إلى 17,4%.

وبالنسبة للقروض الممنوحة للشركات غير المالية الخاصة، فيعكس تطورها تسارع قروض التجهيز من 13,9% إلى 14,5%، والقروض الموجهة للإنعاش العقاري من 6,6% إلى 7,2%، وكذا شبه استقرار تقلص تسهيلات الخزينة في 4,3%.

وبخصوص القروض الممنوحة للأفراد، فقد سجلت وتيرة تطورها تباطؤاً من 3,7% إلى 3,4%، ما يعكس تراجعاً من 4,9% إلى 3,7% بالنسبة لقروض الاستهلاك ومن 2,8% إلى 2,5% بالنسبة لقروض السكن. وعلى العكس من ذلك، تقلصت حدة تراجع القروض الممنوحة للمقاولين الأفراد من 0,9% إلى 0,6%.

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



وبشكل خاص، تزايدت القروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي بنسبة 5,3% في يناير بعد 4,7% خلال الفصل الرابع من سنة 2025، وهو ما يعكس ارتفاع القروض المخولة للمقاولات العمومية بنسبة 1,6% بعد تقلصها بواقع 3,7%، وتسارع نمو القروض الممنوحة للمقاولات الخاصة من 2,9% إلى 3,7%، وتباطؤ القروض الموجهة للأسر من 3,6% إلى 3,3%.

وبخصوص مجمعات التوظيفات السائلة، فقد تسارعت وتيرتها من 8,6% في الفصل الرابع من سنة 2025 إلى 9% في يناير 2026، ما يشمل ارتفاع نمو سندات الخزينة بنسبة 3,7% بعد تقلصها بواقع 4,2%، وكذا تباطؤ نمو سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بالأسهم والسندات المتنوعة من 38,6% إلى 26,9%، وسندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة في سندات الاقتراض من 19% إلى 10,5%.

2.3 أسعار الأصول

1.2.3 الأصول العقارية

في الفصل الرابع من سنة 2025، ظل مؤشر أسعار الأصول العقارية شبه مستقر في مستواه المسجل في الفصل السابق، ما يعكس استقرار أسعار جميع فئات الأصول. وبالموازاة مع ذلك، ارتفع عدد المعاملات بنسبة 18,4% بعد 20,1% في الفصل السابق، مدفوعا بتزايد بنسبة 15% بالنسبة للعقارات السكنية، و25,4% بالنسبة للأراضي، و29,6% بالنسبة للعقارات المخصصة للاستعمال المهني.

وعلى مستوى أهم المدن، تراجعت الأسعار بنسبة 0,9% في الرباط و0,6% في الجديدة، بينما بقيت دون تغيير في مكناس والقنيطرة والدار البيضاء. وعلى العكس من ذلك، سجلت باقي المدن الكبرى ارتفاعات تراوحت بين 0,4% في وجدة و0,9% في طنجة. وفيما يتعلق بالمبيعات، شهدت جميع المدن الرئيسية ارتفاعات بنسب تراوحت بين 6,7% في مكناس و28,8% في مراكش.

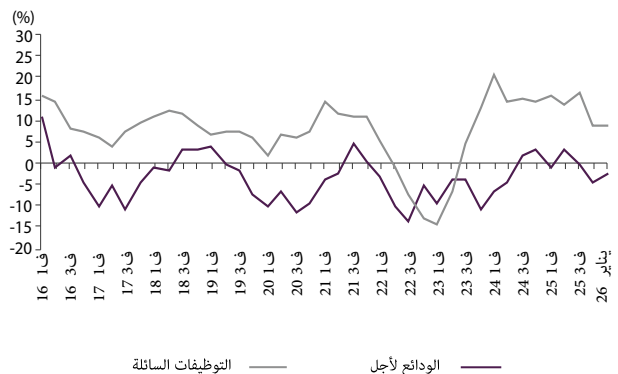
وبالنسبة لمجموع سنة 2025، عرفت أسعار الأصول العقارية ارتفاعا طفيفا نسبته 0,6% بعد 0,2% في سنة 2024، فيما ارتفع حجم المعاملات بواقع 3,1% بعد الارتفاع الواضح بنسبة 19,5%، مدفوعا بارتفاع نسبته 1,3% بالنسبة للعقارات السكنية، و7,5% بالنسبة للأراضي، و7,4% بالنسبة للعقارات المخصصة للاستعمال المهني.

وحسب قطاع النشاط، تظهر البيانات الخاصة بالفصل الرابع من سنة 2025 على الخصوص ارتفاعات نسبتها 8,3% بالنسبة لقطاع «البناء والأشغال العمومية»، و33,6% بالنسبة لقطاع «الصناعات الكيماوية وشبه الكيماوية»، وتقلصات نسبتها 23,6% بالنسبة لقطاع «الصناعات الاستخراجية»، و12,7% بالنسبة لقطاع «النقل والاتصالات»، و5,3% بالنسبة لقطاع «الصناعات المعدنية، والميكانيكية والكهربائية والإلكترونية».

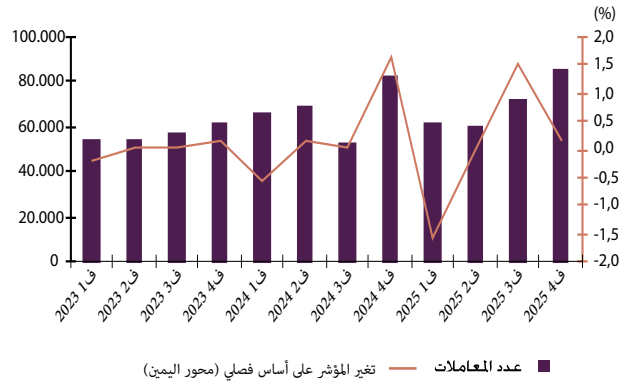
وفيما يتصل بالديون المتعثرة، فقد تزايدت بنسبة 4,6% في شهر يناير 2026، وانتقلت نسبتها إلى جاري القروض البنكية من 8% في الفصل الرابع إلى 8,3%. وقد ارتفعت الديون المتعثرة على الشركات غير المالية الخاصة بنسبة 4,1%، على الأسر بنسبة 4,9%، مع بلوغ نسبتها إلى جاري القروض البنكية 12,9% و10,7%، على التوالي.

وبخصوص القروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي من طرف الشركات المالية غير البنوك، فقد سجلت ارتفاعا بنسبة 18,4% في الفصل الرابع من سنة 2025، ما يعكس ارتفاع القروض الممنوحة من طرف شركات التمويل بنسبة 16%، والقروض الممنوحة من طرف البنوك الحرة بنسبة 40%، وتلك المخولة من طرف جمعيات القروض الصغرى بواقع 11,5%.

رسم بياني 9.3: التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع لأجل



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



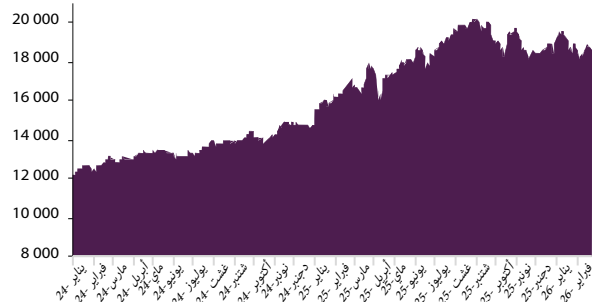
المصدر: بنك المغرب والمحافظة العقارية والمسح العقاري والخرائطية

2.2.3 الأصول المالية

1.2.2.3 الأسهم

بعد تسجيله ارتفاعا بنسبة 27,6% مع متم سنة 2025، تقلص مؤشر مازي 3 بنسبة 1,7% خلال الشهرين الأولين من سنة 2026. ويعكس هذا التطور بالأساس تراجع مؤشر «البنائيات ومواد البناء» بنسبة 6,4%، ومؤشر «خدمات النقل» بنسبة 6,8%، ومؤشر قطاع «المساهمة والإنعاش العقاري» بنسبة 9,7%، ومؤشر قطاع «الاتصالات» بنسبة 5,6%، ومؤشر قطاع «التوزيع» بواقع 9,9%. وفي المقابل، سجل مؤشر قطاع «المناجم» ارتفاعا واضحا بنسبة 35,3%.

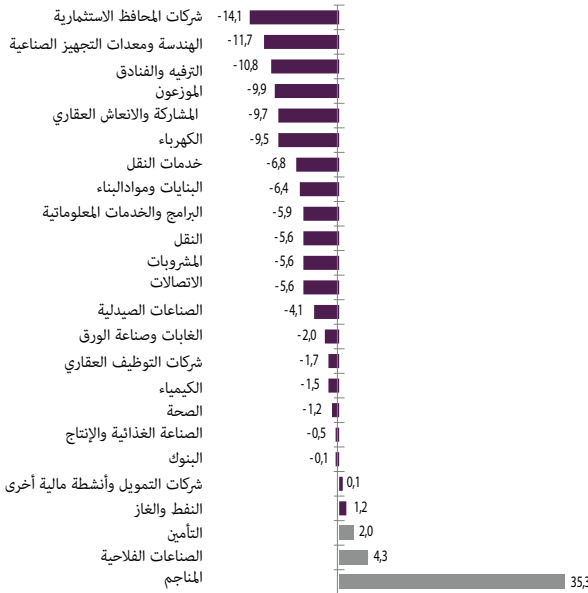
رسم بياني 11.3: تطور مؤشر مازي



المصدر: بورصة الدار البيضاء.

3 بيانات محصورة بتاريخ 25 فبراير.

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



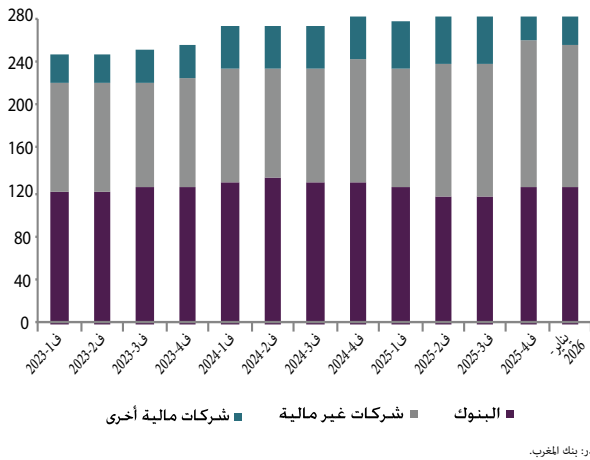
المصدر: بورصة الدار البيضاء.

وبالنسبة لحجم المبادلات، فقد بلغ 16,1 مليار درهم خلال الشهرين الأولين من السنة، بعد 44,9 مليارات خلال الفصل الرابع من سنة 2025. وفي هذا السياق، بلغت رسملة البورصة 1030,5 مليارات في فبراير، متقلصة بواقع 1% مقارنة بنهاية دجنبر 2025.

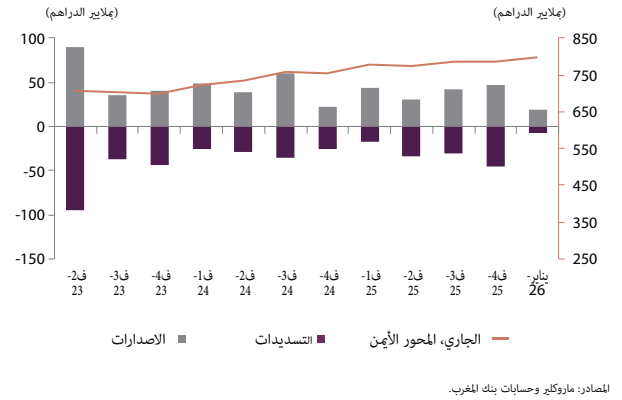
2.2.2.3 سوق الدين السيادي

خلال شهر يناير، بلغت إصدارات سندات الخزينة 18,7 مليار درهم مقابل 46,7 مليارات في الفصل الأخير من السنة السابقة. واهتمت هذه الإصدارات الاستحقاقات المتوسطة الأجل في حدود 95% والاستحقاقات القصيرة الأجل بنسبة 5%. وأخذ في الاعتبار التسديدات التي بلغت 7,6 مليارات، وصل المبلغ الجاري لسندات الخزينة إلى 798,3 مليارات في نهاية يناير، أي بنمو نسبته 1,4% مقارنة بمتم دجنبر 2025.

رسم بياني 14.3: تطور إصدارات سندات الخزينة



رسم بياني 13.3: تطور المبلغ الجاري للدين الخاص حسب جهات الإصدار (مليارات الدراهم)



3.2.2.3 سوق الدين الخاص

4.2.2.3 سندات مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة

خلال شهر يناير، بلغت الاكتتابات في سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة 199,7 مليار درهم مقابل 188,8 مليار درهم سنة من قبل. ومن جهة أخرى، ارتفعت عمليات إعادة الشراء لتصل إلى 193,8 مليارا عوض 160,1 مليارا، أي بتحصيل صاف قدره 5,9 مليارات درهم.

وبالنسبة لمؤشرات الأداء، فقد تراوحت بين 2,5% بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية و15,6% بالنسبة لصناديق الأسهم.

وبقي الرصيد الصافي لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة شبه مستقر في 787,6 مليارات درهم في نهاية شهر يناير 2026 بالمقارنة مع دجنبر 2025. وباستثناء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية وصناديق سندات الدين متوسطة وطويلة الأجل التي سجل مبلغها الجاري تقلصا بنسبة 1,9% و3,6% على التوالي، عرفت باقي سندات هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ارتفاعا تراوح بين 1,9% بالنسبة لصناديق الأسهم و10,9% بالنسبة لصناديق سندات الدين قصيرة الأجل.

بلغت إصدارات سندات الدين الخاص 8,7 مليارات درهم في شهر يناير، متوسط حجم شهري قدره 12,7 مليارات في الفصل الأخير من سنة 2025. وبلغت إصدارات الشركات المالية 4,9 مليارات بعد 25,5 مليارات، فيما أصدرت الشركات غير المالية ما قدره 3,9 مليارات مقابل 12,6 مليارات.

وحسب السندات، بلغ مجموع إصدارات سندات الدين القابلة للتداول 6,7 مليارات درهم، 3,9 مليارات منها على شكل أوراق الخزينة، و1,8 مليار على شكل سندات شركات التمويل. ومن جانبها، بلغت إصدارات سندات الدين مليارين، أنجزت حصريا من طرف باقي الشركات المالية العمومية.

وبأخذ التسديدات بعين الاعتبار، وصل جاري الدين الخاص إلى 311,9 مليار درهم في نهاية يناير 2026.

4. توجهات السياسة المالية

تميز تنفيذ الميزانية برسم سنة 2025 بتواصل توطيد الميزانية. فقد بلغ العجز، دون احتساب عائد تفويت مساهمات الدولة، 60,5 مليار درهم، مقابل 63,2 مليار سنة من قبل. وسجلت المداخيل العادية نمواً بنسبة 15,3%، ما يعكس تزايد المداخيل الجبائية بنسبة 15,3% والمداخيل غير الجبائية بواقع 16,5%. وتشمل هذه الأخيرة على الخصوص تحصيل موارد متأتية عن آليات التمويل المبتكرة بمبلغ 40,1 مليار. وفي المقابل، ارتفعت النفقات الإجمالية بنسبة 11,8%، نتيجة لارتفاع تكاليف السلع والخدمات بنسبة 15,7% ونفقات الاستثمار بنسبة 6,7%، بينما تقلصت تكاليف المقاصة بواقع 30%.

وفي نهاية يناير 2026، أفرز تنفيذ الميزانية عجزاً إجمالياً بمبلغ 9,6 مليارات درهم، أي بزيادة قدرها 2,8 مليار بالمقارنة مع الفترة نفسها من سنة 2025. وانخفضت المداخيل العادية بنسبة 8,4% إلى 33,9 مليار، ما يعكس تراجع المداخيل الجبائية بنسبة 9,4% وارتفاع المداخيل غير الجبائية بنسبة 19%. وبالموازاة مع ذلك، تقلصت النفقات العادية بنسبة 21,1% إلى 36,8 مليار، نتيجة بالخصوص لتراجع تكاليف السلع والخدمات بنسبة 23,6% وتكاليف المقاصة بنسبة 28,8%، فيما ارتفعت نفقات فوائد الدين بواقع 42,5%. وفي ظل هذه الظروف، أفرز الرصيد العادي عجزاً بمبلغ 2,9 مليار، عوض رصيد سلمي قدره 9,7 مليارات في نهاية يناير 2025. ومن جانبها، سجلت نفقات الاستثمار ارتفاعاً بنسبة 15,1% إلى 15 مليار، لتصل بذلك النفقات الإجمالية إلى 51,8 مليار، متراجعة بنسبة 13,2%. أما بالنسبة لرصيد الحسابات الخاصة للخزينة، فقد أفرز فائضاً قدره 8,3 مليارات مقابل 15,8 مليار سنة من قبل.

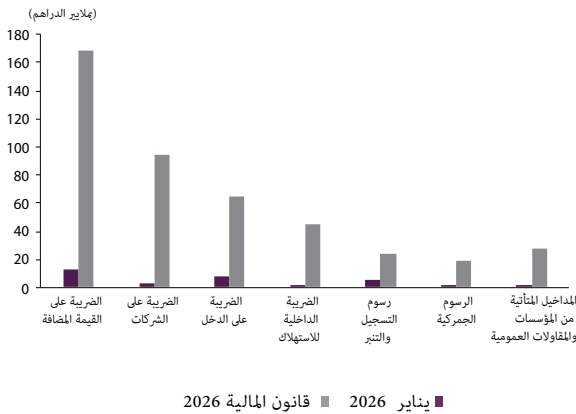
وأخذاً في الاعتبار خفض مخزون العمليات قيد التنفيذ بمبلغ 5,9 مليارات درهم، تراجع عجز الصندوق إلى 15,5 مليار، بدلاً من 26,2 مليار سنة من قبل. وتمت تغطية هذه الحاجة بموارد داخلية بمبلغ صافٍ قدره 14,1 ملياراً وبتمويلات خارجية في حدود 1,4 مليار. وبذلك يرجح أن يكون المبلغ الجاري للدين المباشر قد تزايد بنسبة 1,1% مع متم يناير 2026 بالمقارنة مع مستواه في نهاية دجنبر 2025. وبخصوص ظروف تمويل الخزينة، فقد تحسنت مقارنة بنفس الفترة من سنة 2025.

1.4 المداخيل العادية

يظهر تنفيذ الميزانية إلى غاية متم يناير 2026 انخفاض المداخيل العادية بنسبة 8,4% إلى 33,9 مليار، مع تقلص العائدات الجبائية بنسبة 9,4% إلى 32 مليار.

وبخصوص مداخيل الضرائب غير المباشرة، فقد حققت 15,3 ملياراً، أي بانخفاض نسبته 8,8%، ما يعكس تراجع مداخيل الضريبة على القيمة المضافة بنسبة 9,1% إلى 12,9 مليار، وعائدات الضريبة الداخلية على الاستهلاك بواقع 6,7% إلى 2,4 مليار. ويعكس تطور هذه الأخيرة بالخصوص انخفاض الضريبة الداخلية على استهلاك التبغ بنسبة 20,3% إلى 735 مليوناً، ونمو الضريبة الداخلية وانخفضت مداخيل الضرائب المباشرة بنسبة 17,2% إلى 10,6 مليارات درهم، ما يعكس نمو عائدات الضريبة على الشركات بنسبة 17,4% إلى 2,6 مليار، وتراجع مداخيل الضريبة على الدخل بواقع 24,4% إلى 7,6 مليارات. ويعزى انخفاض هذه الأخيرة بالأساس إلى تحصيل مداخيل استثنائية بمبلغ 3,8 مليارات مرتبطة بالتسوية الضريبية

رسم بياني 1.4: إنجازات المداخيل الرئيسية بالنسبة لتوقعات قانون المالية



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

وفيما يتصل بالعائدات غير الجبائية، فقد ظلت المداخيل برسم بند «باقي المداخيل» مستقرة في مبلغ مليار واحد من سنة إلى أخرى. وبلغت العائدات الصادرة عن المؤسسات والمقاولات العمومية ما مجموعه 212 مليوناً في نهاية يناير 2026، عوض 72 مليوناً سنة من قبل.

2.4 النفقات

انخفضت النفقات الإجمالية بنسبة 13,2% إلى 51,8 ملياراً مع متم يناير 2026، مع تدني النفقات العادية بنسبة 21,1% إلى 36,8 ملياراً، وتزايدت نفقات الاستثمار بواقع 15,1% إلى 15 ملياراً. وتراجعت نفقات السلع والخدمات إلى 29,9 ملياراً، منخفضة بنسبة 23,6%، ما يعكس ارتفاع كتلة الأجور بنسبة 6,2% إلى 14,1 ملياراً وتقلص النفقات برسم باقي السلع والخدمات بنسبة 39% إلى 15,8 ملياراً، ارتباطاً بتسديد 12 ملياراً في يناير 2025 لصندوق دعم الحماية الاجتماعية والتماسك الاجتماعي.

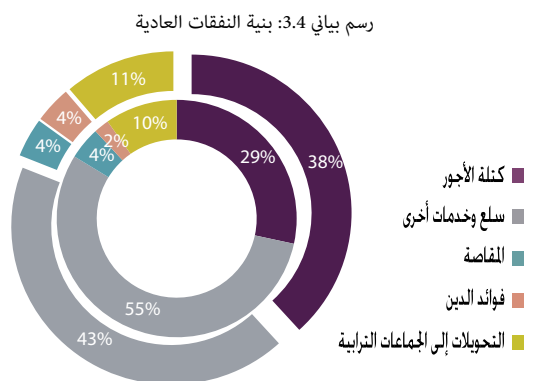
المفروضة على المنتجات الطاقية بنسبة 4,5% إلى 1,5 ملياراً. ومن جانبه، يعكس تقلص الضريبة على القيمة المضافة انخفاض مداخيل الضريبة على القيمة المضافة الداخلية بواقع 11,6% إلى 6,6 مليارات، وعائدات الضريبة على القيمة المضافة المفروضة على الاستيراد بنسبة 6,5% إلى 6,3 ملياراً.

جدول 1.4: المداخيل العادية (بملايير الدراهم)*

يناير 2025	يناير 2026	التغير بالنسبة المتوقعة	قانون المالية 2026	نسبة التنفيذ بالنسبة لقانون المالية (%)
37,0	33,9	-8,4	480,6	7,1
35,4	32,0	-9,4	420,3	7,6
- الضرائب المباشرة (بما فيها)	12,8	10,6	164,2	6,4
الضريبة على الشركات	2,2	2,6	94,5	2,7
الضريبة على الدخل	10,1	7,6	64,5	11,8
- الضرائب غير المباشرة	16,8	15,3	213,6	7,2
الضريبة على القيمة المضافة*	14,2	12,9	168,2	12,9
الرسوم الداخلية على الاستهلاك	2,6	2,4	45,4	5,3
- الرسوم الجمركية	1,4	1,0	18,5	5,6
- رسوم التسجيل والتنبر	4,4	5,1	24,0	21,2
المداخيل غير الجبائية	1,1	1,3	56,7	2,2
- المداخيل المتأتية من المقاولات والمؤسسات العمومية	0,1	0,2	27,5	0,8
- مداخيل أخرى	1,0	1,0	29,2	3,6
آليات التمويل المجددة	0,0	0,0	20,0	0,0
مداخيل بعض الحسابات الخصوصية للخرينة	0,6	0,6	3,6	17,2

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

ومن جهتها، تراجعت مداخيل الرسوم الجمركية بنسبة 26,3% إلى مليار واحد، بينما ارتفعت واجبات التسجيل والتنبر بنسبة 16,5% إلى 5,1 مليارات.



الحلقة الداخلية: يناير 2025

الحلقة الخارجية: يناير 2026

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

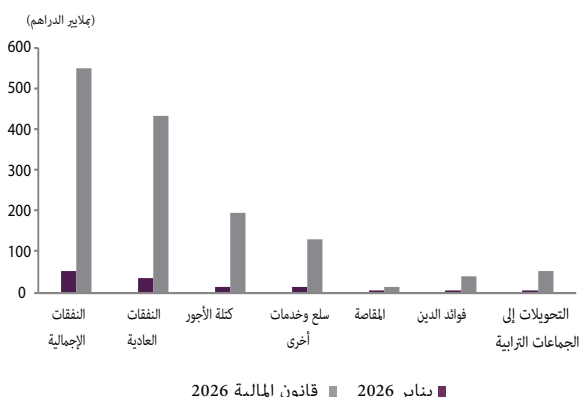
جدول 2.4: تنفيذ النفقات العمومية (بملايير الدراهم)*

نسبة التنفيذ بالنسبة لقانون المالية (%)	قانون المالية 2026	التغير بالنسبة للشوية	يناير 2026	يناير 2025	
9,5	548,1	-13,2	51,8	59,7	نفقات إجمالية
8,5	433,2	-21,1	36,8	46,7	نفقات عادية
9,2	324,0	-23,6	29,9	39,1	سلع وخدمات
7,2	195,3	6,2	14,1	13,3	المستخدمون
12,3	128,7	-39,0	15,8	25,8	سلع وخدمات أخرى
3,3	41,6	42,5	1,4	1,0	فوائد الدين
10,6	13,9	-28,8	1,5	2,1	المقاصة
13,0	114,8	15,1	15,0	4,6	التحويلات إلى الجماعات الترابية
13,0	114,8	15,1	15,0	13,0	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.

وتراجعت تكاليف المقاصة بنسبة 28,8% إلى 1,5 مليار، ونفقات الاستثمار بواقع 15,1% إلى 15 مليارا.

رسم بياني 2.4: تنفيذ النفقات مقارنة بقانون المالية



■ يناير 2026 ■ قانون المالية 2026

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

رسم بياني: 4.4 نفقات الاستثمار إلى ممت يناير



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

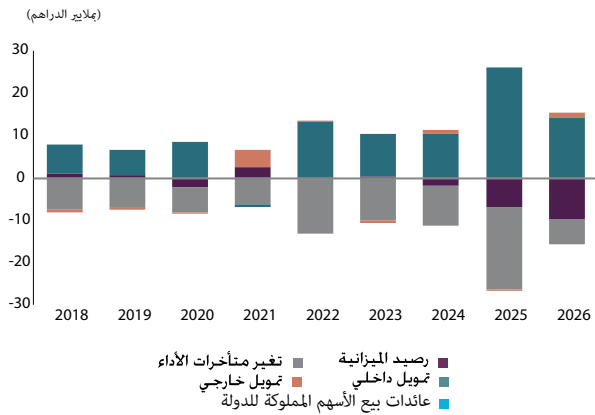
3.4 العجز وتمويل الخزينة

وأخذا تطور المداخيل والنفقات بعين الاعتبار، وكذا رصيد الحسابات الخصوصية للخزينة، أفرزت وضعية تحملات الخزينة ومواردها

وفيما يخص تكاليف فوائد الدين، فقد ارتفعت بنسبة 42,5% إلى 1,4 مليارا، ما يشمل تزايد تكاليف الدين الداخلي بنسبة 181,7% إلى 845 مليوناً، وتراجع تكاليف الدين الخارجي بواقع 20,2% إلى 531 مليوناً.

وعلى مستوى التمويل الداخلي، مكن اللجوء إلى سوق المزادات من تعبئة مبلغ صاف قدره 11,2 مليارا مقابل 16,1 مليارا في السنة السابقة. وهمت الاكتتابات الصافية بالخصوص السندات لأجل سنتين في حدود 11,8 مليارا، والسندات لأجل 5 سنوات بمبلغ 6 مليارات، والسندات لأجل 26 أسبوعا بمبلغ 900 مليوناً. وبالموازاة مع ذلك، أنجزت التسديدات الصافية على السندات لأجل 52 أسبوعا بمبلغ 4,1 مليارات وعلى السندات لأجل 20 سنة بمبلغ 3,5 مليارات.

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

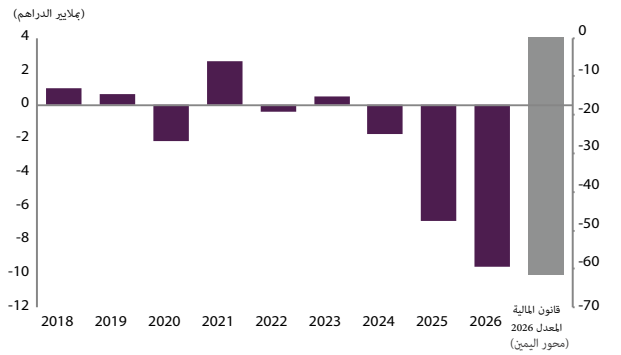


المصدر: وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية).
* تم إدراج مداخيل الفوضضة، التي تتسم بمحدوديتها وعدم استمراريتها زمنيا، ضمن مصادر التمويل الداخلي.

وفيما يتعلق بظروف تمويل الخزينة في سوق المزادات، تظهر البيانات المحصورة في متم يناير انخفاض متوسط أسعار الفائدة المرجحة مقارنة بالفترة نفسها من سنة 2025. وبلغت الانخفاضات 35 نقطة أساس إلى 2,19% بالنسبة للسندات لأجل 26 أسبوعا، و5 نقط أساس إلى 2,77% بالنسبة للسندات لأجل 5 سنوات، فيما سجلت السندات لأجل سنتين ارتفاعا طفيفا بمقدار نقطتين أساس إلى 2,62%.

ارتفاع عجز الميزانية الذي انتقل من 6,9 مليارات إلى 9,6 مليارات. وبالإضافة إلى ذلك، قلصت الخزينة مخزون العمليات قيد التنفيذ بمبلغ 5,9 مليارات، بدلا من 19,3 مليارا في نهاية يناير 2025، ليصل بذلك عجز الصندوق إلى 15,5 مليارا، عوض 26,2 مليارا.

رسم بياني 5.4: رصيد الميزانية مع نهاية يناير



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

وتمت تغطية الحاجيات التمويلية للخزينة بواسطة موارد داخلية بمبلغ صاف قدره 14,1 مليارا، وبتدفق خارجي صاف إيجابي بمبلغ 1,4 مليار درهم. ويشمل هذا التدفق سحبوات صافية في حدود 2,3 مليار، مقابل 767 مليوناً سنة من قبل، وتسديدات بمبلغ 877 مليوناً.

جدول 3.4: تمويل العجز (بملايير الدراهم)

قانون المالية 2026	يناير 2026	يناير 2025	
47,4	-2,9	-9,7	الرصيد العادي
6,0	8,3	15,8	رصيد الحسابات الخصوصية للخزينة
-19,9	-8,2	-5,9	الرصيد الأولي
-61,4	-9,6	-6,9	رصيد الميزانية
-	-5,9	-19,3	تغير متأخرات الأداء
-61,4	-15,5	-26,2	الحاجة إلى التمويل
38,1	14,1	26,2	التمويل الداخلي
17,4	1,4	0,0	التمويل الخارجي
6,0	0,0	0,0	بيع حصص الدولة

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

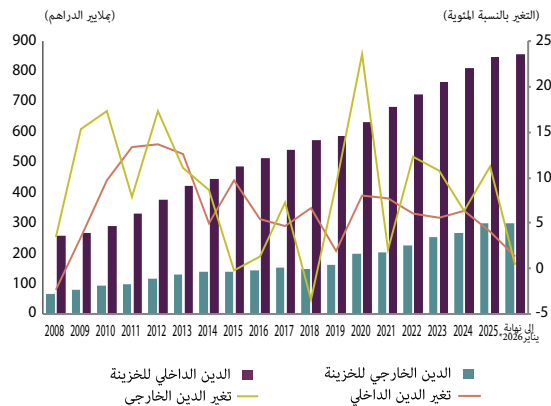
جدول 4.4: مديونية الخزينة (بملايير الدراهم)

إلى نهاية يناير 2026*	2025*	2024	2023	2022	2021	2020	2019	
301,4	300,1	269,8	253,6	228,9	203,8	199,7	161,6	الدين الخارجي للخزينة
0,5	11,2	6,4	10,8	12,3	2,0	23,6	9,2	التغير بالنسبة المئوية
857,0	845,3	811,8	763,0	722,9	681,5	632,9	585,7	الدين الداخلي للخزينة
1,4	4,1	6,4	5,6	6,1	7,7	8,1	1,9	التغير بالنسبة المئوية
1 158,5	1 145,4	1 081,6	1 016,7	951,8	885,3	832,6	747,3	المبلغ الجاري للدين المباشر
1,1	5,9	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، فيتم تقديره على أساس تدفقات التمويلات الصافية التي تنشأ عنها ديون.

وفي ظل هذه الظروف، يرجح أن يكون الدين العمومي المباشر قد ارتفع بنسبة 5,9% في نهاية دجنبر 2025 وإلى 1,1% مع متم يناير 2026 مقارنة بمستواه المسجل مع متم دجنبر 2024 وفي نهاية دجنبر 2025، على التوالي، مع نمو مكونه الداخلي بنسبة 4,1% و1,4%، ومكونه الخارجي بواقع 11,2% و0,5%، على التوالي.

رسم بياني 7.4: مديونية الخزينة



*تقديرات بنك المغرب
المصادر: بيانات وزارة الاقتصاد والمالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية).

إطار 1.4 : تنفيذ الميزانية برسم سنة 2025

الجدول إ.1.4.1: تنفيذ الميزانية لستني 2024 و2025، بالمليارات من الدرهم

التنفيذ/القانون المالية 2025	الفارق		2025	2024	
	القيمة	%			
107,6	60,2	15,3	470,1	407,9	المداخيل العادية
105,6	51,4	15,3	388,0	336,6	المداخيل الجبائية*
116,2	26,2	19,3	161,9	135,7	الضرائب المباشرة
125,1	20,3	28,6	91,4	71,1	بما فيها : الضريبة على الشركات
107,4	5,6	9,4	65,4	59,7	الضريبة على الدخل
99,9	21,0	12,8	185,1	164,1	الضرائب غير المباشرة
96,8	16,0	12,5	143,6	127,6	الضريبة على القيمة المضافة*
112,5	5,0	13,8	41,5	36,5	الرسوم الداخلية على الاستهلاك
80,6	2,0	12,9	17,2	15,2	الرسوم الجمركية
109,7	2,2	10,1	23,8	21,7	رسوم التسجيل والتبتر
118,3	11,0	16,5	77,6	66,6	المداخيل غير الجبائية
91,4	4,0	24,0	20,6	16,6	الاحتكار والمشاركة
132,5	7,0	14,0	57,0	50,0	مداخيل أخرى
114,6	4,8	13,7	40,1	35,3	المداخيل آليات محددة
124,6	-0,2	-3,9	4,5	4,7	مداخيل بعض الحسابات الخصوصية للخرزينة
102,6	54,7	11,8	520,0	465,3	نفقات إجمالية
98,3	46,8	13,5	394,6	347,8	نفقات عادية
98,4	39,2	15,7	289,5	250,3	سلع وخدمات
99,7	15,1	9,2	179,7	164,6	المستخدمون
96,4	24,2	28,2	109,8	85,6	سلع وخدمات أخرى
97,3	7,6	22,3	41,5	33,9	الدين العام
103,5	-7,6	-30,0	17,7	25,3	المقاصة
96,8	7,7	20,0	46,0	38,3	التحويلات إلى الجماعات الترابية
	15,4	25,6	75,5	60,1	الرصيد العادي
118,7	7,8	6,7	125,3	117,5	الاستثمار
	-4,9	84,5	-10,7	-5,8	رصيد الحسابات الخصوصية للخرزينة
	2,7	-4,2	-60,5	-63,2	رصيد الميزانية
			3,6	4,0	بالنقاط من الناتج المحلي الإجمالي
			-19,0	-21,9	الرصيد الأولي
			-13,5	8,6	تغير متأخرات الأداء
	-19,5	35,8	-74,0	-54,5	رصيد التمويل
			37,1	33,9	التمويل الداخلي
			37,0	19,0	التمويل الخارجي
			0	1,7	عائدات تقويت مساهمات الدولة

يظهر تنفيذ الميزانية برسم سنة 2025، دون احتساب عائد تقويت مساهمات الدولة، عجزا قدره 60,5 مليارات عوض 63,2 مليارات سنة من قبل. ويرجح أن تكون نسبة هذا العجز إلى الناتج الداخلي الإجمالي* قد بلغت 3,6% مقابل 4% سنة 2024. وتزايدت الموارد العادية بنسبة 15,3% إلى 470,1 مليارات، ما يعكس نمو العائدات الضريبية بنسبة 15,3% والعائدات غير الضريبية بواقع 16,5%، 40,1 مليارات منها برسم موارد آليات التمويل المبتكرة. وموازاة ذلك، ارتفعت النفقات العادية بنسبة 13,5% إلى 394,6 مليارات، نتيجة لارتفاع نفقات السلع والخدمات بنسبة 15,7%، وتكاليف فوائد الدين بنسبة 22,3%، فيما انخفضت تكاليف المقاصة بواقع 30%. وبذلك، سجل الرصيد العادي فائضا بمبلغ 75,5 مليارات، عوض 60,1 مليارات في السنة السابقة. ومن جانبها، تنامت نفقات الاستثمار بنسبة 6,7% إلى 125,3 مليارات، لارتفاع بذلك النفقات الإجمالية إلى 520 مليارات، أي بزيادة نسبتها 11,8%. وبالنسبة لرصيد الحسابات الخاصة للخرزينة، فقد كان سلبيا بمبلغ 10,7 مليارات، بعد رصيد سلبى قدره 5,8 مليارات مع متم سنة 2024.

وعلى مستوى الموارد الضريبية، تزايدت مداخيل الضرائب المباشرة بنسبة 19,3% إلى 161,9 مليارات، ارتباطا بالأساس بارتفاع عائدات الضريبة على الشركات بنسبة 28,6% إلى 91,4 مليارات، وعائدات الضريبة على الدخل بنسبة 9,4% إلى 65,4 مليارات. وتأخذ هذه الأخيرة بالاعتبار تنامي عائدات الضريبة على الدخل من المصدر على أرباح تقويت القيم المنقولة بمبلغ 936 مليوناً، ومداخيل إجراءات مصلحة الضرائب بمبلغ 619 مليوناً، والمداخيل المتأتية من عملية التسوية الجبائية الطوعية، وقدرها 3,8 مليارات. وحققت الضرائب غير المباشرة، التي أنجزت في حدود 99,9%، عائدات قدرها 185,1 مليارات، أي بزيادة نسبتها 12,8%، مدعومة بارتفاع مداخيل الضريبة على القيمة المضافة بنسبة 12,5% إلى 143,6 مليارات، وعائدات الضريبة الداخلية على الاستهلاك بواقع 13,8% إلى 41,5 مليارات. ويعكس تطور هذه الأخيرة بالخصوص ارتفاع الضريبة الداخلية على الاستهلاك المفروضة على المنتجات الطاقية بنسبة 15,7% إلى 20,9 مليارات، والضريبة الداخلية على استهلاك التبغ بنسبة 11,7% إلى 16,5 مليارات. ويشمل تزايد ناتج الضريبة على القيمة المضافة تنامي مداخيل الضريبة على القيمة المضافة الداخلية بنسبة 14,8% إلى 50,1 مليارات، ومداخيل الضريبة على القيمة المضافة المفروضة على الاستيراد بواقع 11,4% إلى 93,5 مليارات. وبالنسبة لمداخيل الرسوم الجمركية وواجبات التسجيل والتبتر، فقد تنامت بنسبة 12,9% إلى 17,2 مليارات، وبواقع 10,1% إلى 23,8 مليارات، على التوالي.

* مع الأخذ في الاعتبار نسبة 30% من ضريبة القيمة المضافة المحولة إلى السلطات المحلية في عام 2024 و32% في عام 2025. المصادر: وزارة الاقتصاد والمالية (وزارة التجارة والصناعة والطاقة)، إعادة صياغة ضريبة القيمة المضافة من قبل بنك المغرب.

* على أساس توقعات بنك المغرب الخاصة بالناتج الداخلي الإجمالي الصادرة في شهر مارس 2026.

وفيما يتعلق بالعائدات غير الضريبية، فقد اتسم تطورها أساسا بتحصيل مبلغ 40,1 مليار برسم آليات التمويل المبتكرة، عوض 35 مليار المبرمجة في قانون المالية، ومبلغ 20,6 مليار برسم المداخيل المحصلة عن المؤسسات والمقاولات العمومية، مقابل 16,6 مليار سنة من قبل و22,6 مليار التي كانت متوقعة في قانون المالية. وهذه المداخيل صادرة أساسا عن الوكالة الوطنية للمحافظة العقارية، في حدود 6,5 مليارات، والمكتب الشريف للفوسفاط بمبلغ 6,2 مليارات، وبنك المغرب في حدود 4,3 مليارات.

وفي المقابل، بلغت نفقات السلع والخدمات 289,5 مليار، مرتفعة بنسبة 15,7%، مع نمو كتلة الأجور بنسبة 9,2% إلى 179,7 مليار، والنفقات برسم باقي السلع والخدمات بواقع 28,2% إلى 109,8 مليارات. ومن جانبها، ارتفعت تكاليف فوائد الدين بنسبة 22,3% إلى 41,5 مليار، ما يشمل تزايد فوائد الدين الداخلي بنسبة 36,7% إلى 32 مليار، وانخفاض فوائد الدين الخارجي بواقع 9,8% إلى 9,5 مليارات. ومن جهة أخرى، انخفضت تكاليف المقاصة بنسبة 30% إلى 17,7 مليار، نتيجة بالخصوص لتراجع الدعم المخصص لغاز البوتان.

وأخذا في الاعتبار خفض مخزون العمليات قيد التنفيذ بمبلغ 13,5 مليار، بلغ عجز الصندوق 74 مليار، أي بتفاقم قدره 19,5 مليار من سنة إلى أخرى. وتمت تغطية هذه الحاجة بموارد داخلية بمبلغ صاف قدره 37,1 مليار وموارد خارجية صافية بمبلغ 37 مليار.

5. الطلب والعرض وسوق الشغل

خلال الفصل الثالث من سنة 2025، بلغ النمو الاقتصادي 4% مقابل 5% في الفصل نفسه من السنة السابقة. ويعكس هذا التطور ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4,4% عوض انخفاضها بواقع 5,1%، وتزايد القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية بنسبة 3,8% مقابل 5,7%. ومن حيث الطلب، سجل مكونه الداخلي مساهمة في النمو قدرها 8,3 نقطة مئوية، بينما سجلت مساهمة الصادرات الصافية من حيث الحجم مساهمة سلبية جديدة في حدود 4,3 نقطة.

وبالنسبة لمجموع السنة، يرجح أن يكون الناتج الداخلي الإجمالي قد ارتفع من حيث الحجم بنسبة 4,8% بعد 3,8% سنة 2024. ويرجح أن يعكس هذا التطور ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5% بعد تقلصها بنسبة 4,8%، وتزايد القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية بواقع 4,5%، أي بنفس الوتيرة مقارنة بالسنة السابقة. وأخذ في الاعتبار المؤشرات المتاحة خلال السنة ومحصول حبوب قدره 82 مليون قنطار حسب تقديرات بنك المغرب، من المرجح أن يبلغ النمو الاقتصادي 4,9% في الفصل الأول من سنة 2026، ما يعكس ارتفاع القسمة المضافة الفلاحية بنسبة 13,6% وهو القيمة المضافة غير الفلاحية بنسبة 3,7%.

وفي سوق الشغل، شهد الاقتصاد الوطني إحداث 193 ألف منصب شغل خلال سنة 2025، مقابل 82 ألفا في السنة السابقة. وأخذ في الاعتبار دخولا صافيا لما قدره 117 ألفا من اليد العاملة النشيطة، بقيت نسبة النشاط مستقرة في 43,5%، وانخفضت نسبة البطالة من 13,3% إلى 13% إجمالا، ومن 16,9% إلى 16,4% في الوسط الحضري، ومن 6,8% إلى 6,6% في المناطق القروية.

1.5 الطلب الداخلي

1.1.5 الاستهلاك

وفيما يتعلق بالاستهلاك النهائي للإدارات العمومية، فقد تسارعت وتيرته إلى 7,4% في الفصل الثالث من سنة 2025 بعد 5,5% في الفصل نفسه من السنة السابقة، وانتقلت مساهمته في النمو من نقطة مئوية 1 إلى 1,3 نقطة.

وفي الفصل الأخير من سنة 2025، يتوقع أن تتسارع هذه الوتيرة إلى 7% بعد 6,3%، نتيجة لارتفاع نفقات التسيير، لتبلغ مساهمته في النمو خلال مجموع السنة 6,5%.

وفي الفصل الأول من سنة 2026، يتوقع أن تتسارع بنسبة 6,5% بعد 5,2% في الفترة نفسها من السنة السابقة.

خلال الفصل الثالث من سنة 2025، ارتفعت وتيرة الاستهلاك النهائي للأسر بنسبة 3,9% بعد 3% في نفس الفصل من السنة السابقة، لتساهم في النمو الاقتصادي في حدود 2,3 نقطة مئوية.

ويرجح أن تكون هذه الوتيرة قد تواصلت في الفصل الرابع من سنة 2025، في سياق يتسم بتزايد المداخيل الفلاحية وتحويلات المغاربة المقيمين في الخارج، وتحسن نسبي لثقة الأسر، واعتدال التضخم. وبذلك، بالنسبة لمجموع السنة، يُتوقع أن يكون الاستهلاك النهائي للأسر قد ارتفع بنسبة 4,3% بعد 3,2% سنة 2024.

وفي الفصل الأول من سنة 2026، وبالرغم من التحسن المرتقب للمداخيل الفلاحية، من المتوقع أن يتباطأ الاستهلاك النهائي للأسر إلى 3,7% بعد 4,4% خلال نفس الفصل من السنة السابقة، ارتباطا بتباطؤ نمو المداخيل غير الفلاحية.

2.5 الطلب الخارجي

تباطأت وتيرة صادرات السلع والخدمات من حيث الحجم من 10,1% إلى 8,2% في الفصل الثالث من سنة 2025، بينما تسارعت وتيرة نمو الواردات من 11,1% إلى 15,3%. وبذلك، ساهمت الصادرات الصافية للسلع والخدمات على نحو سلبي في النمو الاقتصادي في حدود 4,3 نقطة.

وخلال الفصل الرابع من سنة 2025، من المرجح أن تكون وتيرة الصادرات قد تباطأت على أساس سنوي من 9,8% إلى 7,9% بسبب تراجع صادرات قطاع السيارات ومبيعات الفوسفات ومشتقاته من حيث الحجم. وبالمثل، يتوقع أن تكون وتيرة الواردات قد تباطأت من 14% إلى 9,9%، ما يعكس بالأساس تقلص مشتريات المنتجات الطاقية وتراجع مشتريات المنتجات نصف المصنعة.

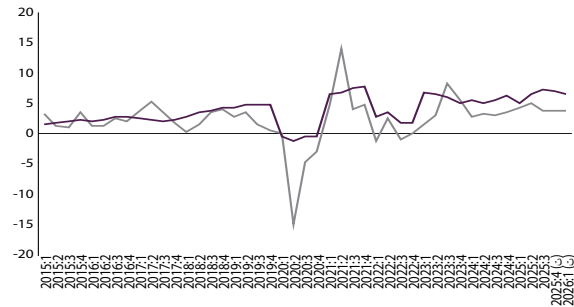
وبالنسبة لمجموع سنة 2025، من المتوقع أن تكون المبادلات الخارجية، من حيث الحجم، قد ساهمت من جديد بشكل سلبي في النمو الاقتصادي، في حدود 3,6 نقطة بعد 2,5 نقطة سنة 2024. وأن تكون وتيرة صادرات السلع والخدمات قد تباطأت من 8,0% إلى 6,7%، وتيرة الواردات قد تسارعت من 11,6% إلى 12,7%.

وفي الفصل الأول من سنة 2026، يرجح أن تنمو الصادرات من حيث الحجم بنسبة 7,7% بعد 2,2% سنة من قبل، والواردات بنسبة 8,7% عوض 9,8%.

3.5 العرض الإجمالي

في الفصل الثالث من سنة 2025، تباطأ ارتفاع الناتج الداخلي الإجمالي إلى 4% بعد 5% خلال نفس الفترة من السنة السابقة، ما يعكس ارتفاع القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية بنسبة 3,8% بعد 5,7%، وتزايد القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 4,4% عوض تراجعها بواقع 5,1%.

رسم بياني 1.5: نفقات الاستهلاك (التغير بالنسبة المئوية)



الاستهلاك النهائي للإدارات العمومية

استهلاك الأسر

المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وتوقعات بنك المغرب.

2.1.5 الاستثمار

في الفصل الثالث من سنة 2025، واصل الاستثمار ديناميته، مسجلا ارتفاعا بنسبة 15% بعد 11,8% خلال نفس الفصل من السنة السابقة، ليساهم بذلك في النمو بمقدار 4,6 نقطة مئوية عوض 3,5 نقطة.

وتظهر المؤشرات المتاحة تباطؤ وتيرة الاستثمار إلى 9,4% في الفصل الرابع من سنة 2025. ويؤكد هذا التوقع تباطؤ واردات سلع التجهيز من 18,2% إلى 12% ومبيعات الإسمنت من 16,5% إلى 2,1%.

ومن جهة أخرى، تظهر النتائج الفصلية لاستقصاء الظرفية الذي أنجزه بنك المغرب برسم الفصل الرابع من سنة 2025، أن مناخ الأعمال يوصف بأنه «عادي» من قبل المقاولات.

وبالنسبة لمجموع السنة، يرجح أن تكون وتيرة الاستثمار قد تسارعت إلى 15,2% بعد 10,9% سنة 2024، وفي الفصل الأول من سنة 2026، يرجح أن تتزايد بنسبة 8,6%.

وبالنسبة لنشاط القطاع الثالث، ينتظر أن يكون قد سجل نموًا بنسبة 5,1% عوض 5,4% في نفس الفترة من السنة السابقة. وبشكل خاص، يرجح أن تنمو القيمة المضافة بنسبة 12% بالنسبة لفرع «نشاط الإيواء والمطاعم»، و4% بالنسبة للتجارة. كما يرتقب أن تسجل ارتفاعًا في فرعي «الإدارة العمومية والدفاع، والتأمين الاجتماعي الإجباري» و«التربية، وصحة الإنسان وأنشطة العمل الاجتماعي» ارتباطًا بعمليات مراجعة الأجور التي عرفتها الوظيفة العمومية.

وبخصوص مجموع سنة 2025، من المرجح أن يكون نمو الناتج الداخلي الإجمالي قد بلغ 4,8% بعد 3,8% سنة 2024، نتيجة لارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5% بعد تراجعها بنسبة 4,8%، وتحسن القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية بنسبة 4,5%، أي بنفس الوتيرة مقارنة بالسنة السابقة.

وفي الفصل الأول من سنة 2026، يرجح أن يبلغ النمو الاقتصادي 4,9% عوض 4,8% سنة من قبل. وأن يعكس هذا التطور ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 13,6% بدلا من 4,5%، أخذاً في الاعتبار محصول حبوب قدره 82 مليون قنطار حسب تقديرات بنك المغرب. ومن جانبها، يتوقع أن تكون وتيرة نمو الأنشطة غير الفلاحية قد سجلت تباطؤًا إلى 3,7% عوض 4,6% سنة من قبل.

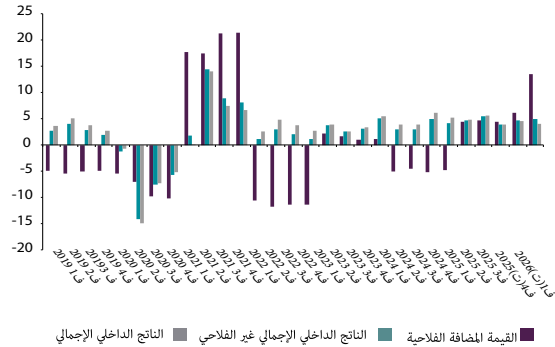
4.5 سوق الشغل والطاقات الإنتاجية

1.4.5 النشاط والشغل

في سنة 2025، ارتفع عدد السكان النشطين بنسبة 1,4% ليصل إلى 12,5 مليون شخص، مع تسجيل ارتفاع نسبته 2,4% في المدن وتراجع نسبته 0,4% في البوادي. وأخذًا في الاعتبار تطور عدد الأشخاص البالغين سن النشاط، ظلت نسبة النشاط مستقرة في 43,5% على الصعيد الوطني، ما يعكس انخفاضًا بمقدار 0,4 نقطة إلى 46,1% في البوادي وارتفاعًا بنسبة 0,2% إلى 42,2% في الوسط الحضري.

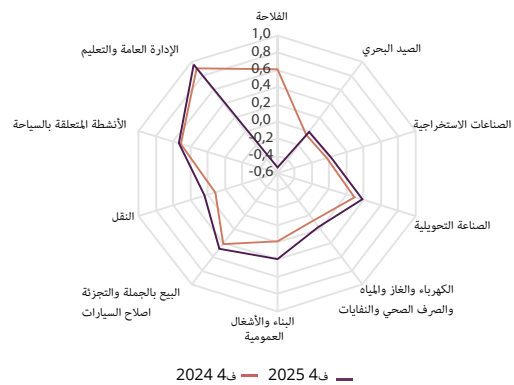
وخلال الفصل الرابع من سنة 2025، من المرجح أن يكون النمو الاقتصادي قد سجل ارتفاعًا بنسبة 4,7% بعد 4,2% سنة من قبل. ويرتقب أن تكون القيمة المضافة الفلاحية قد ارتفعت بنسبة 6,2% مقابل تدنيها بواقع 4,8%، وأن تكون القيمة المضافة غير الفلاحية قد تزايدت بنسبة 4,1% بعد 4,8%.

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



ويتوقع أن تكون وتيرة نمو القيمة المضافة للقطاع الثانوي قد تباطأت إلى 2,2% بعد 3,7%، ما يعكس بالخصوص نموًا نسبته 2% عوض 2,4% في قطاع الصناعات التحويلية، و3,5% بعد 6,9% في قطاع البناء والأشغال العمومية.

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



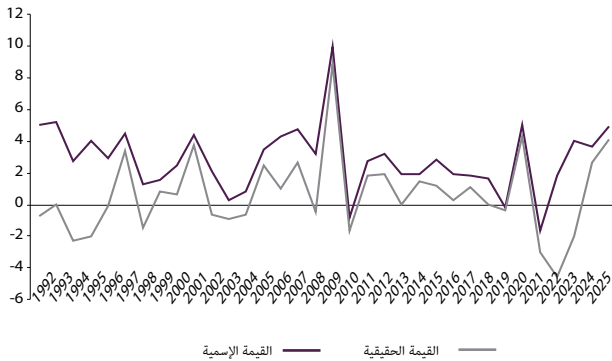
وبالموازاة مع ذلك، انتقلت نسبة التشغيل الناقص¹ من 10,1% إلى 10,9% على الصعيد الوطني، ومن 12,2% إلى 13,2% في البوادي ومن 8,9% إلى 9,6% في الوسط الحضري.

3.4.5 الإنتاجية والأجور

من المرجح أن تكون الإنتاجية الظاهرة للعمل في الأنشطة غير الفلاحية، التي تقاس بنسبة القيمة المضافة إلى نسبة التشغيل، قد سجلت ارتفاعا بنسبة 1,5% بعد 1,6% سنة من قبل. ويحتمل أن يكون هذا التطور ناتجا عن استقرار القيمة المضافة في 4,5%، وتزايد عدد الأشخاص المشغلين بنسبة 3% بعد 2,9%.

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 سنة 2025 بنسبة 4,9% عوض 3,6% في السنة السابقة، بالقيمة الاسمية، وبنسبة 4,1% بعد 2,7%، بالقيمة الحقيقية.

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

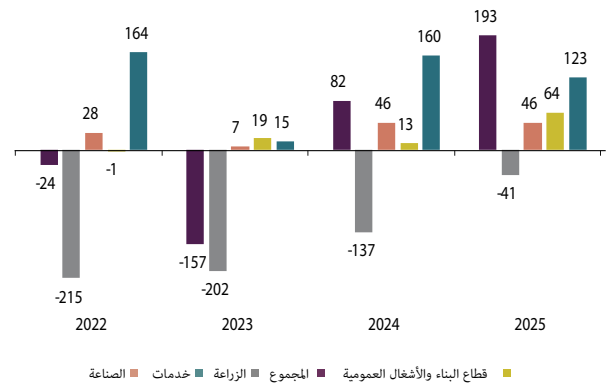


1 يقصد بالسكينة التي توجد في وضعية التشغيل الناقص الأشخاص الذين سبق لهم العمل (1 : خلال الأسبوع المرجعي أقل من 48 ساعة لكنهم مستعدون للعمل ساعات تكميلية وينتظرون ذلك؛ أو 2) أكثر من السقف المحدد ويبحثون عن عمل آخر أو مستعدون لتغيير العمل لأنه لا يتلاءم مع تكوينهم أو مؤهلاتهم أو لضعف مستوى الأجر المقترح.

وبالموازاة ذلك، شهد الاقتصاد الوطني إحداث 193 ألف منصب شغل، بعد 82 ألفا في السنة السابقة، وبذلك تزايد عدد السكان النشيطين المشغلين بنسبة 1,8% إلى 10,9 مليون شخص.

وباستثناء الفلاحة التي سجلت فقدان 41 ألف منصب شغل بعد ضياع 137 ألف منصب في سنة 2024، عرفت باقي القطاعات ارتفاعا لعدد مناصب الشغل المحدثة، وصل عدده إلى 46 ألف منصب في قطاع الصناعة، و64 ألفا في قطاع البناء والأشغال العمومية، و123 ألفا في قطاع الخدمات. ويعكس الارتفاع المسجل في هذا القطاع الأخير بالأساس إحداث 53 ألف منصب في «الأنشطة المالية، وأنشطة التأمين، والأنشطة العقارية، والعلمية، والتقنية، والخدمات الإدارية» و46 ألف منصب في «الخدمات الاجتماعية المقدمة للجماعات».

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



المصدر: المندوبية السامية للتخطيط.

2.4.5 البطالة والتشغيل الناقص

فاق عدد مناصب الشغل المحدثة العدد الصافي للأشخاص الذين ولجوا سوق الشغل، مما أدى إلى تقلص عدد السكان العاطلين عن العمل بنسبة 1% ليصل إلى 1,62 مليون شخص وانخفاض نسبة البطالة من 13,3% إلى 13% إجمالا، ومن 16,9% إلى 16,4% في الوسط الحضري ومن 6,8% إلى 6,6% في المناطق القروية. وبالنسبة للشباب المتراوحة أعمارهم ما بين 15 سنة و24 سنة بشكل خاص، واصلت هذه النسبة ارتفاعها، بتسجيل تزايد بمقدار 0,5 نقطة إلى 37,2% إجمالا، وارتفاع بمقدار 1,4 نقطة إلى 22,7% في البوادي، وتراجع بما قدره 0,4 نقطة إلى 48% في المدن.

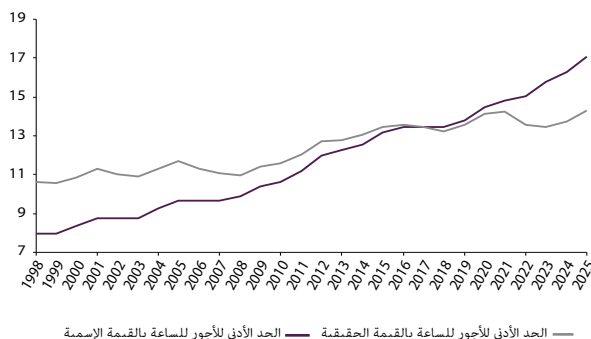
جدول 1.5: المؤشرات الرئيسية لسوق الشغل

2025	2024	
43,5	43,5	معدل النشاط (بالنسبة المئوية)
42,2	42,0	الوسط الحضري
46,1	46,5	الوسط القروي
13,0	13,3	نسبة البطالة (بالنسبة المئوية)
37,2	36,7	الشباب البالغون ما بين 15 و 25 سنة
16,4	16,9	الوسط الحضري
48,0	48,4	الشباب البالغون ما بين 15 و 25 سنة
6,6	6,8	الوسط القروي
193	82	مناصب الشغل المحدثة (بالآلاف)
203	162	الوسط الحضري
-10	-80	الوسط القروي
		القطاعات
-41	-137	- الزراعة والغابات وصيد الأسماك
46	46	- الصناعة بما فيها الصناعة التقليدية
64	13	- البناء والأشغال
123	160	- الخدمات
1,5	1,6	الإنتاجية الظاهرة للعمل غير الفلاحي (التغير بالنسبة المئوية)
4,9	3,6	مؤشر متوسط الأجور الاسمي
4,1	2,7	مؤشر متوسط الأجور الحقيقي (التغير بالنسبة المئوية)

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

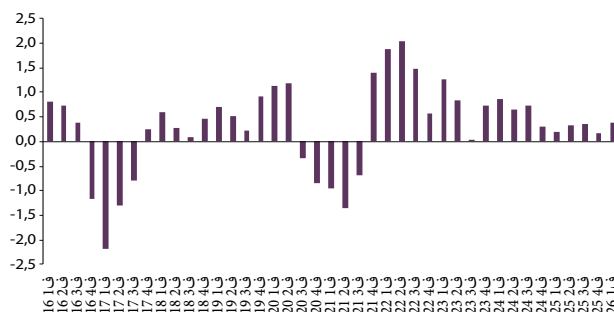
وبالنسبة للحد الأدنى للأجور للساعة، فقد بلغ بالقيمة الاسمية 17,1 درهما في سنة 2025، أي بزيادة نسبتها 5% من سنة إلى أخرى. وأخذا في الاعتبار ارتفاع مؤشر الأسعار عند الاستهلاك بنسبة 0,8%، يرجح أن يكون الحد الأدنى للأجور قد ارتفع بنسبة 4,2% بالقيمة الحقيقية.

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



وفي المجمل، يرتقب أن تكون فجوة الناتج قد ظلت إيجابية خلال الفصل الأخير من سنة 2025 وفي الفصل الأول من سنة 2026.

رسم بياني 7.5: فجوة الناتج الإجمالي (بالنسبة المئوية)



المصدر: تقديرات بنك المغرب.

6. تطور التضخم في الفترة الأخيرة

خلال الفصل الرابع من سنة 2025، تراجع التضخم إلى -0,2% بعد أن بلغ 0,4% في الفصل الثالث، وبذلك وصل متوسطه برسم سنة 2025 إلى 0,8%. وتواصل هذا الانخفاض في شهر يناير 2026، حيث بلغ -0,8%. ويعكس هذا التطور بالأساس تزايد انخفاض مؤشر التضخم الأساسي إلى -1,5%، مقابل -1% في المتوسط في الفصل السابق. كما يعكس تراجع أسعار المحروقات بنسبة 10,7%- بعد 5-%، وتراجع حدة ارتفاع المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان إلى 2,6% بدلا من 3,5%. وخلافا لذلك، سجلت وتيرة نمو الأسعار المقننة تسارعا طفيفا من 0,4% إلى 0,5%.

وفي الفصل الأول من سنة 2026، من المرجح أن يبلغ التضخم -0,3% وأن يصل مكونه الأساسي إلى -1%.

1.6 تطور التضخم

جدول 1.6: التضخم ومكوناته						
على أساس سنوي			على أساس شهري			
يناير 26	دجنبر 25	نوفمبر 25	يناير 26	دجنبر 25	نوفمبر 25	بالنسبة المئوية
-0,8	-0,3	-0,3	0,3	-0,1	-0,6	التضخم
2,6	4,5	3,0	2,6	0,5	-1,4	المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان
0,5	0,4	0,4	0,4	0,0	0,0	المنتجات المقننة
-10,7	-5,1	-4,2	-5,9	-0,6	0,2	الوقود وزيوت التشحيم
-1,5	-1,2	-1,2	0,0	-0,2	-0,4	التضخم الأساسي
-5,8	-5,0	-4,5	-0,3	-0,7	-1,2	المنتجات الغذائية
0,9	0,9	0,7	0,0	0,1	-0,2	الألبسة والأحذية
1,1	1,1	1,2	0,1	0,0	0,2	السكن والماء والغاز والكهرباء ومحروقات أخرى ¹
0,8	0,7	0,7	0,0	0,1	0,1	الأثاث والأدوات المنزلية والصيانة الجارية للمنزل
0,4	-0,1	-0,1	0,3	-0,1	0,0	الصحة ²
0,3	-0,2	-0,5	0,1	0,1	-0,2	النقل ²
-0,4	-0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,0	الاتصالات
-0,8	-0,8	-0,8	-0,1	0,0	-0,1	الترفيه والثقافة ¹
2,1	2,1	2,1	0,0	0,0	0,0	التعليم
2,3	2,8	2,5	-0,2	0,5	0,0	مطاعم وفنادق
2,8	1,8	1,7	1,1	0,1	0,3	مواد وخدمات أخرى ¹

1 باستثناء المنتجات المقننة

2 باستثناء المحروقات وزيوت التشحيم و المواد المقننة

المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

في شهر يناير 2026، بلغ التضخم -0,8%، مواصلا منحاه الذي بدأ في الفصل الرابع من سنة 2025، حيث تراجع إلى -0,2% بعد 0,4% في الفصل السابق. ويعكس هذا التطور بالأساس تزايد انخفاض مؤشر التضخم الأساسي من -1% إلى -1,5% وأسعار المحروقات من -5% إلى -10,7%. ويعكس أيضا تباطؤ وتيرة نمو أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان من 3,5% إلى 2,6%. وعلى العكس من ذلك، ارتفعت الأسعار المقننة بنسبة 0,5% عوض 0,4%.

1.1.6 أسعار المنتجات المستثناة من التضخم الأساسي

في شهر يناير، سجلت أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان نموا شهريا نسبته 2,6%، مدفوعة على الخصوص بارتفاع أسعار «الأسماك الطرية» بنسبة 10,9% وأسعار «الخضر الطرية» بنسبة 3,3%، وأسعار «الفواكه الطرية» بنسبة 2,7%.

وعلى أساس سنوي، بلغ ارتفاع أسعار هذه المنتجات 2,6% بعد 3,5% في المتوسط خلال الفصل الرابع من سنة 2025. ومن حيث مساهمتها في التضخم، فقد بلغت 0,4 نقطة مئوية، بدلا من 0,5 نقطة في الفصل السابق.

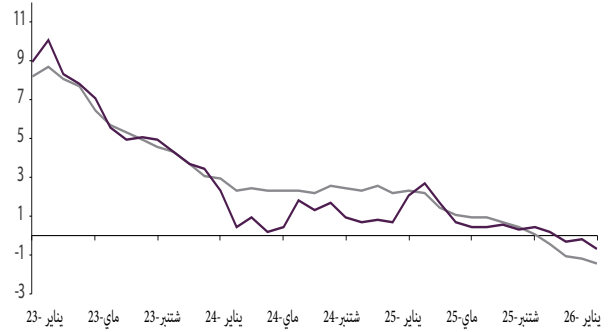
وفي هذا الصدد، يعتمد حساب المؤشرات التحليلية الجديدة على طريقة الاستثناء، وهي طريقة تتمثل في التعرف على الرقم الاستدلالي الإجمالي للمكونات الحساسة إزاء الصدمات الظرفية أو القرارات الإدارية من أجل تحديد التضخم الأساسي الذي يعكس التوجه الرئيسي للأسعار. وتتمثل المرحلة الأولى من هذا التمرين في تعريف السلع والخدمات مقننة الأسعار. ويمكن التصنيف الجديد من إعادة تقييم وزن هذه الفئة في سلة المستهلك، الذي ينتقل من 22% إلى 23,9%. ويعزى هذا الارتفاع أساسا إلى إدراج سلع كانت تُصنف فيما مضى ضمن التضخم الأساسي غير أنها ناجمة في واقع الأمر عن قرارات تسعيرية إدارية. وبالموازاة مع ذلك، تم استثناء العديد من الخدمات من هذه الفئة، ذلك أن أسعارها تحدد وفق أوضاع السوق وليس بالقرارات الإدارية، وأصبحت الآن مدرجة في التضخم الأساسي.

ويمكن المرحلة الثانية من تحديد المواد الغذائية متقلبة الأثمنة حسب سقف التقلب المحدد في 2% من الفارق النموذجي، المحسوب خلال الفترة 2017-2018 بهدف الحد من تأثير الصدمات الحديثة على غرار جائحة كوفيد-19، أو مرحلة التضخم الشديد 2022-2023، أو سنوات الجفاف المتتالية. وبذلك عرفت هذه الفئة تعديلات دقيقة، مع تحديد 74 منتجا خاصا مقابل ثمانية أقسام عامة سابقا، ما يمثل حصة إجمالية نسبتها 12,8%، أي أعلى بقدر طفيف من التصنيف السابق وقدره 12,3%.

ويمكن استثناء السلع والخدمات المبينة في المرحلتين السابقتين من تحديد مكون مؤشر التضخم الأساسي. وقد تراجع وزن هذا الأخير من 62,9% إلى 60,6%، مع انخفاض وزن مكونة الغذائي من 24,3% إلى 21,1% مقابل تعديل مكونة غير الغذائي من 38,6% إلى 39,4%. كما تم تحسين التمييز بني السلع التجارية وغير التجارية داخل مؤشر التضخم الأساسي. وقد أسفرت إعادة التصنيف هاته عن انخفاض حصة السلع التجارية إلى 31,2% مقابل 35,5% من قبل، مقابل ارتفاع حصة السلع غير التجارية إلى 29,4% مقابل 27,4%.

وبخصوص مكون المحروقات، فقد ظل وزنه شبه مستقر، أي 2,8%، نتيجة لبعض التعديلات الطفيفة. ويتعلق الأمر بشكل خاص باستثناء زيوت التشحيم من هذا القسم قصد تحسين ارتباطه بمحدداته، ولاسيما الأسعار العالمية للنفط، وتكاليف التكرير وسعر الصرف.

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



المصادر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

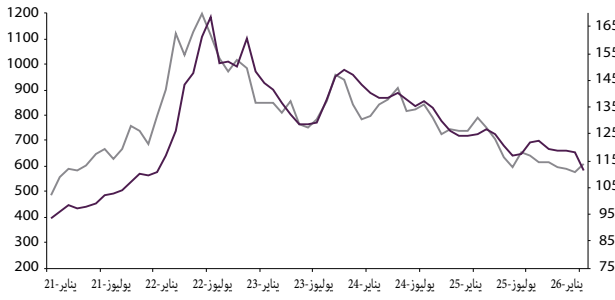
إطار 1.6: تعديل المكونات التحليلية للرقم الاستدلالي للأثمان عند الاستهلاك

يشكل قياس التضخم القاعدة التي يركز عليها تنفيذ السياسة النقدية. وإذا كان الرقم الاستدلالي الإجمالي للأثمان عند الاستهلاك يقدم نظرة موجزة عن الضغوط التضخمية، فهو بالمقابل لا يميز المكونات التي تواجه صدمات عرض مؤقتة أو تخضع لتدابير حكومية من شأنها إخفاء التوجهات الأساسية للأسعار. ولتمييز هذه التقلبات وتحديد الديناميات البنوية الأساسية، تطور البنوك المركزية مؤشرات تحليلية تكميلية تتيح التمييز بين حركات الأسعار البنوية وتلك ذات الطابع الانتقالي.

واستنادا إلى المعطيات المتعلقة بالأقسام 116 للرقم الاستدلالي للأثمان عند الاستهلاك، أعد بنك المغرب تصنيفا تحليليا يفرق بين أربع فئات رئيسية. ويتعلق الأمر بـ «مؤشر التضخم الأساسي» و«المواد الغذائية متقلبة الأثمنة» و«السلع والخدمات مقننة الأسعار» و«الوقود وزيوت التشحيم».

وحاليا، يقوم البنك بإصلاح هذا التصنيف، بفضل توفر معطيات مفصلة بشأن 546 سلعة مكونة للرقم الاستدلالي للأثمان عند الاستهلاك.

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



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

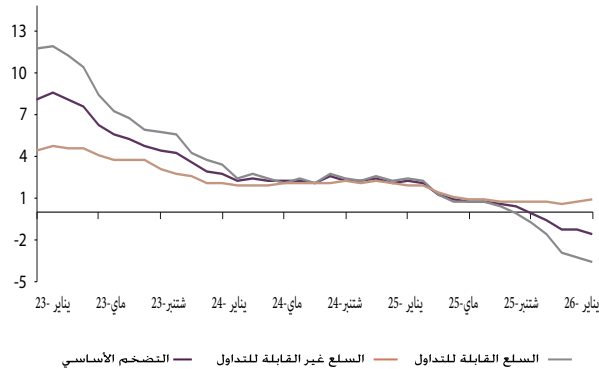
المصادر: المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

2.1.6 التضخم الأساسي

عرف مؤشر التضخم الأساسي في شهر يناير انخفاضا نسبته 1,5% بعد تدنيه بواقع 1% في الفصل الرابع من سنة 2025. وكان هذا الانخفاض مدفوعا بتراجع أسعار مكونه الغذائي بنسبة 5,8% بدلا من 4,1%، ارتباطا على الخصوص بتدني أسعار «الزيوت» بنسبة 25,4% بعد 17,1%.

أما أسعار المنتجات والخدمات باستثناء المنتجات الغذائية، المدرجة في مؤشر التضخم الأساسي، فقد تزايدت بنسبة 1,2% في يناير مقابل 1% في الفصل السابق، مدفوعة على الخصوص بارتفاع أسعار «السلع والخدمات المتنوعة» بنسبة 2,8% بعد 1,6%، وأسعار «النقل» بواقع 0,3% بدلا من 0,3%.

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



السلع القابلة للتداول — السلع غير القابلة للتداول — التضخم الأساسي

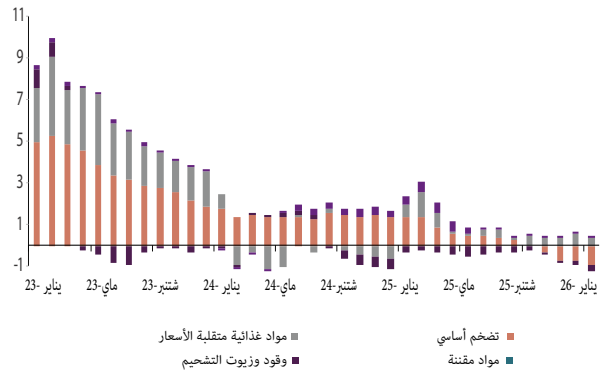
المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

وتظهر الدراسة المقارنة بين السلاسل الإحصائية القديمة والجديدة أن الفروق تبقى محدودة، حتى خلال فترات الضغوط التضخمية القوية مثل فترة 2022-2023. ويظهر مؤشر التضخم الأساسي الجديد انخفاضا طفيفا لتقلبه، حيث انتقل الفارق النموذجي الخاص به من 0,269 إلى 0,263، ما يعزز وجاهته كمقياس للضغوط التضخمية المستدامة. ويتيح هذا التعديل المنهجي انطلاقا من الآن لبنك المغرب قراءة أكثر دقة لأليات تكون الأسعار، وهو ما يعتبر ضروريا لتقييم توقعات التضخم ومعايرة سياسته النقدية بشكل ملائم.

وبخصوص الأسعار المقنتنة، فقد سجلت ارتفاعا شهريا بنسبة 0,4% في شهر يناير، ما يعكس بالأساس نمو أسعار التبغ بواقع 3,1%.

وعلى أساس سنوي، تزايدت الأسعار المقنتنة بنسبة 0,5% في يناير عوض 0,4% في المتوسط خلال الفصل الرابع من سنة 2025. وبذلك بقيت مساهمتها في التضخم مستقرة في 0,1 نقطة مئوية.

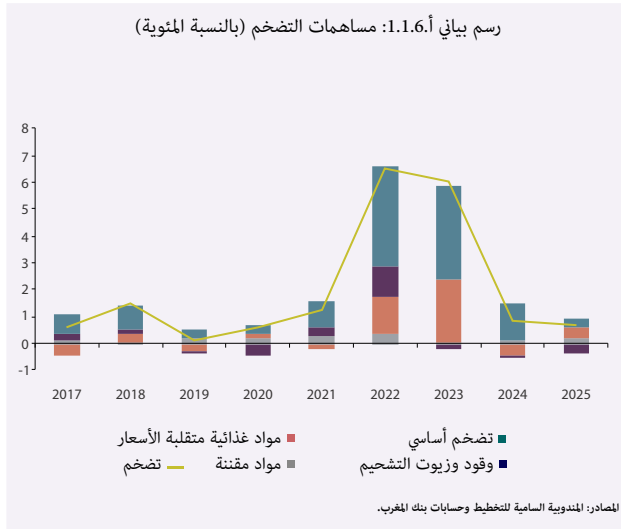
رسم بياني 2.6: مساهمات أسعار المكونات الرئيسية في التضخم (بنقاط مئوية)



المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

ومن جانب آخر، عرفت أسعار المحروقات انخفاضا شهريا بنسبة 5,9% في شهر يناير. ويندرج هذا التطور في سياق يتسم بارتفاع قيمة الدرهم مقابل الدولار الأمريكي بنسبة 0,2%، وارتفاع الأسعار العالمية للمنتجات النفطية، وخاصة سعر البرنت الذي تزايد بنسبة 6,5%.

وعلى أساس سنوي، تزايدت حدة تراجع أسعار المحروقات، لتنتقل من 5% في المتوسط في الفصل الرابع من سنة 2025 إلى 10,7% في شهر يناير. وبناء عليه، ساهمت أسعار المحروقات على نحو سلبي في التضخم، في حدود 0,3- نقطة مئوية، مقابل 0,1- نقطة في الفصل السابق.



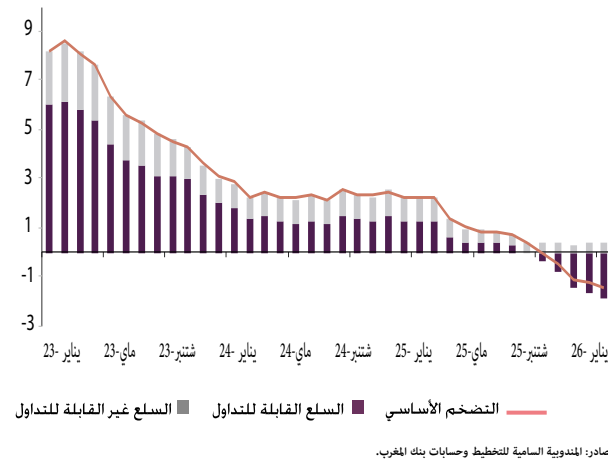
ويشير تقسيم سلة مؤشر التضخم الأساسي إلى سلع تجارية وأخرى غير تجارية إلى أن تزايد انخفاضه يعكس تقلص أسعار السلع والخدمات التجارية بنسبة 3,5% في يناير عوض 2,5% في الفصل الرابع من سنة 2025، بينما تزايد ارتفاع أسعار السلع غير التجارية بقدر طفيف، إذ انتقل من 0,8% إلى 0,9%.

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

(%)	على أساس شهري			على أساس سنوي		
	نوفمبر 25	ديسمبر 25	يناير 26	نوفمبر 25	ديسمبر 25	يناير 26
السلع القابلة للتداول	-0,8	-0,4	-0,2	-2,8	-3,1	-3,5
السلع غير القابلة للتداول	0,0	0,1	0,2	0,7	0,9	0,9
التضخم الأساسي	-0,4	-0,2	0,0	-1,2	-1,2	-1,5

المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات بنك المغرب.

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



إطار 6.2 : تطور التضخم خلال سنة 2025

في سنة 2025، واصل التضخم، الذي يقاس بتغير مؤشر الأسعار عند الاستهلاك، تراجع ليصل إلى 0,8% بعد 0,9% في سنة 2024. ويعزى هذا التطور إلى تضافر عدة عوامل. وبالإضافة إلى الضغوط خارجية المصدر، مع تراجع أسعار المنتجات الطاقية بشكل خاص، فإنه يعكس على المستوى الداخلي الآثار المترتبة عن الإجراءات التي اتخذتها الحكومة بهدف تحسين العرض الخاص ببعض المنتجات الفلاحية، وعن المحصول الجيد للزيتون.

وحسب المكونات، يعكس تباطؤ التضخم بالأساس انخفاض مؤشر التضخم الأساسي إلى 0,6%، بعد 2,3% في سنة 2024، مدفوعا أساسا بتدني أسعار المنتجات الغذائية المدرجة فيه. وبالمثل، تزايد تقلص أسعار المحروقات إلى 9,8%، عوض 3,5%. وعلى العكس من ذلك، ارتفعت أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان بنسبة 3,1%، عوض انخفاضها بنسبة 2,6%، متأثرة بالظروف المناخية غير المواتية. وفي نفس الاتجاه، تزايدت الأسعار المقننة بنسبة 1,1% بعد 0,7%.

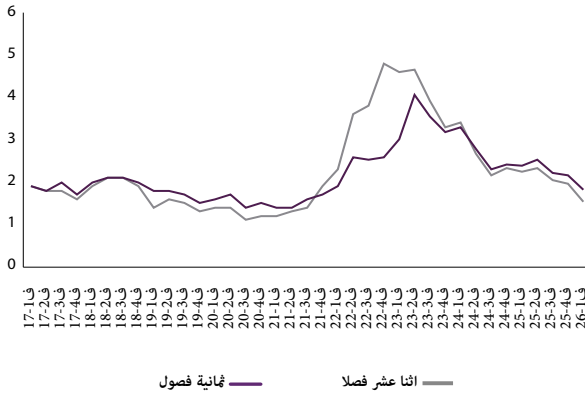
2.6 آفاق التضخم على المدى القصير

على المدى القصير، من المرجح أن يبلغ التضخم -0,3% في الفصل الأول من سنة 2026، بعد -0,2% في الفصل الرابع من سنة 2025. ويحتمل أن يكون هذا التطور مدفوعا على الخصوص بتباطؤ نمو أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان من 3,5% إلى 2,8%.

وينتظر أن تتزايد حدة انخفاض أسعار المحروقات بقدر طفيف إلى 6,6% خلال الفصل الأول من سنة 2026، بعد 5% في الفصل السابق، ارتباطا بتطور الأسعار العالمية للمنتجات النفطية.

ومن جهة أخرى، تشير نتائج استقصاء توقعات التضخم الذي أجره بنك المغرب لدى خبراء القطاع المالي حول توقعات التضخم برسم الفصل الأول من سنة 2026، إلى أن هؤلاء يتوقعون بلوغ متوسط التضخم 1,5% في أفق الفصول الثمانية المقبلة، بدلا من 2% في الفصل الرابع من سنة 2025. و1,8% في أفق الفصول الإثني عشر المقبلة، مقابل 2,2% في الفصل السابق.

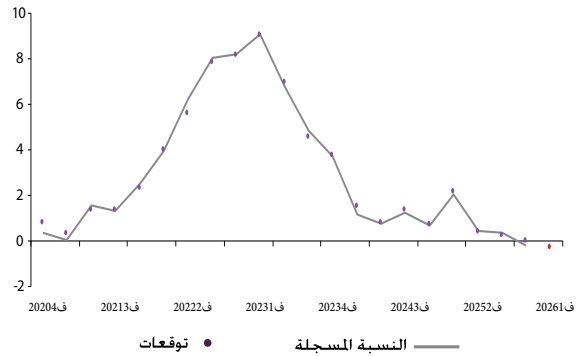
رسم بياني 8.6: توقعات خبراء القطاع المالي بشأن التضخم خلال الفصول الثمانية المقبلة (بالنسبة المئوية)



وخلافا لذلك، يرتقب أن ترتفع الأسعار المقننة بنسبة 0,6% عوض 0,4%، نتيجة لمراجعة أسعار التبغ نحو الارتفاع.

وبالنسبة لمؤشر التضخم الأساسي، يرجح أن ينخفض بنسبة 1%، وهو نفس التطور الذي سجل في الفصل السابق.

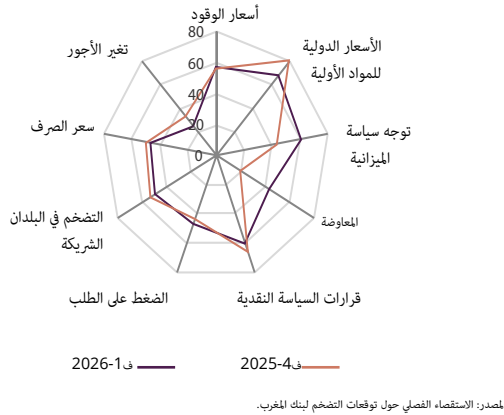
رسم بياني 6.6: توقعات على المدى القصير وإنجازات التضخم (بالنسبة المئوية)



3.6 توقعات التضخم

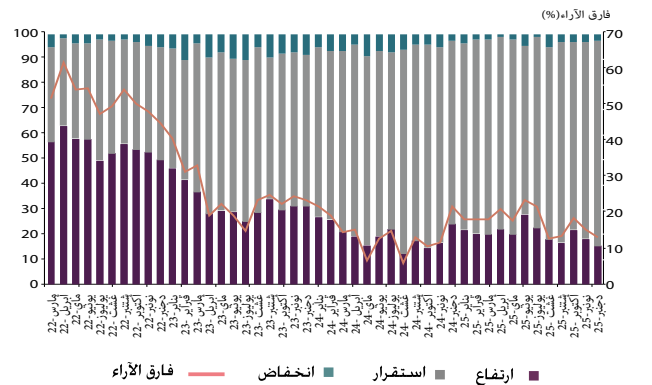
ويرى المستجوبون أن تطور التضخم خلال الفصول الثمانية المقبلة سيكون رهينا بشكل خاص بالأسعار العالمية للسلع الأساسية باستثناء النفط، وقرارات السياسة النقدية، وبأسعار المحروقات في محطات البنزين، وبنسبة التضخم لدى البلدان الشريكة.

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



تشير نتائج استقصاء الظرفية الذي أنجزه بنك المغرب لدى أرباب المصانع برسم شهر دجنبر 2025 إلى أن 82% من المستجوبين يتوقعون استقرار التضخم خلال الأشهر الثلاثة المقبلة، ويتوقع 15% منهم ارتفاعه، فيما يتوقع 2% منهم انخفاضه. وبذلك، بلغ رصيد الرأي 13%.

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

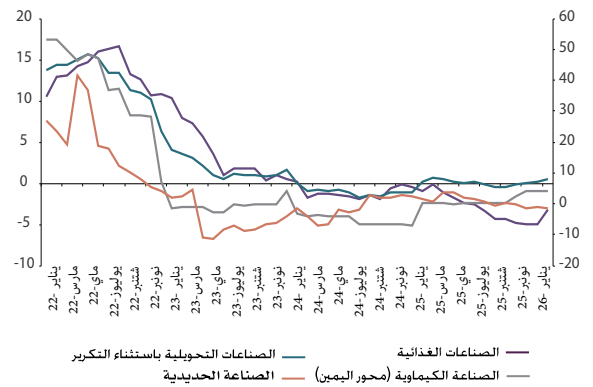


4.6 أسعار الإنتاج

سجلت أسعار الإنتاج الخاصة بالصناعات التحويلية باستثناء تكرير النفط، نموا شهريا نسبته 0,3% في شهر يناير 2026. ويعكس هذا التطور ارتفاعات نسبتها 1,3% في «الصناعات الغذائية» وفي فرع «صناعة الآلات والأجهزة»، و0,5% في فرعي «صناعة المنتجات المعدنية» و«صناعة منتجات أخرى غير معدنية». وفي المقابل، انخفضت الأسعار بواقع 0,2% في فرع «التعدين».

وعلى أساس سنوي، ارتفعت أسعار الإنتاج باستثناء التكرير بنسبة 0,4% في شهر يناير بعد 0,2% في الشهر السابق.

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



المصدر: المندوبية السامية للتخطيط.

7. الآفاق على المدى المتوسط

ملخص

بالرغم من تصاعد التوترات التجارية والجيوسياسية، أبدى الاقتصاد العالمي صموداً أكبر مما كان متوقعاً سنة 2025. غير أن آفاقه تبقى متجهة نحو الانخفاض ومحاطة بدرجة عالية من الملائقين، ارتباطاً باندلاع الحرب في إيران وتوسع رقعتها في المنطقة، وهما السياسة التجارية الأمريكية عقب القرار الأخير للمحكمة العليا¹. ويؤدي النزاع في الشرق الأوسط إلى اضطرابات كبيرة لسلاسل الإمداد، لاسيما تلك الخاصة بالمنتجات الطاقية. ولذلك، تبقى العواقب الاقتصادية الإجمالية رهينة مدة النزاع وقوته.

من المرجح أن يتباطأ نمو الاقتصاد العالمي إلى 3,3% في 2025 وإلى 2,9% خلال السنة الجارية، مع مسارات متباينة من اقتصاد إلى آخر، قبل أن يعود إلى 3,1% في 2027. ففي الولايات المتحدة، من المرجح أن تواصل عملية تحرير الأسواق، والتحفيزات الضريبية وزيادات الإنتاجية المرتبطة بالذكاء الاصطناعي، إنعاش النشاط الاقتصادي، إذ يرتقب أن يتسارع النمو من 2,2% سنة 2024 إلى 2,3% خلال السنة الجارية، قبل أن يتباطأ إلى 1,9% سنة 2027. وفي منطقة الأورو، وبعد أن بلغ النمو 1,5% سنة 2025، يرتقب أن يعتدل مسجلاً 1,1% سنة 2026، ثم يتسارع إلى 1,5% في 2027، لا سيما بفعل تأثير التيسير المالي المرتقب في ألمانيا.

وفي المملكة المتحدة، يرجح أن تسجل وتيرة النشاط تباطؤاً من 1,3% في 2025 إلى 0,8% في 2026، متأثرة باستمرار ضعف ثقة الأسر والمستثمرين، واعتدال نمو الأجور وتعزيز الميزانية، قبل أن ترتفع إلى 1,7% سنة 2027. وفي اليابان، من المنتظر أن يكون النمو معتدلاً، وأن يتراجع من 1,1% سنة 2025 إلى 0,7% خلال السنة الجارية، ثم إلى 1% سنة 2027.

وعلى مستوى الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، وبعد بلوغ نسبة التضخم المستهدفة وقدرها 5% سنة 2025، يُتوقع أن يبقى النشاط الاقتصادي معتدلاً، مع وتيرة قدرها 4,5% في 2026 و4,6% في 2027، بالرغم من التوجه الحكومي الرامي إلى دعم الاستهلاك والاستثمارات في مجال الذكاء الاصطناعي وفي أشباه الموصلات. ويرتقب أن يتواصل تأثير النمو بالتحديات البنوية. وفي الهند، يرجح أن تتباطأ وتيرة النشاط إلى 6,4% سنة 2026 بعد 7,7% في 2025، أساساً بفعل تأثير ضعف الطلب الخارجي، قبل أن ترتفع إلى 6,7% سنة 2027. أما في البرازيل، فمن المتوقع أن يتباطأ النمو من 2,7% سنة 2025 إلى 1,6% في 2026، ارتباطاً على الخصوص باستمرار التوجه التقييدي للسياسة النقدية، ويرتقب أن يرتفع إلى 2,1% سنة 2027. وفي روسيا، ينتظر أن يبقى النمو ضعيفاً، في نسبة 1,3% سنة 2026 ثم 0,7% في 2027، بفعل التأثير المشترك لضعف الاستهلاك والسياسة النقدية التقييدية، وللاستثمار المحدود في القطاعات غير العسكرية، ولتأثير العقوبات المفروضة، وكذا للتوجهات الديمغرافية غير المواتية.

وفي أسواق المواد الأساسية، تعاني سوق النفط من اضطرابات قوية في الإمداد ترتبط باندلاع الحرب في إيران وفي المنطقة. وبالرغم من القرار الذي اتخذته منظمة أوبك+ خلال اجتماعها المنعقد في فاتح مارس، والقاضي بزيادة إنتاجها بما قدره 206000 برميل في اليوم (أكثر مما كان مرتقباً) اعتباراً من شهر أبريل، ومن القرار الذي اتخذته الدول الأعضاء في الوكالة الدولية للطاقة بتأريخ 11 مارس، بطرح 400 مليون برميل من النفط من احتياطيها الاستراتيجي في الأسواق، والقرار الذي اتخذته الحكومة الأمريكية في 12 مارس، والقاضي بمنح «ترخيص مؤقت» يسمح للبلدان بشراء النفط الروسي العالق في البحر لمدة 30 يوماً، واصل سعر البرنت ارتفاعه الذي بدأ منذ اندلاع النزاع. واعتباراً لذلك، تستند التوقعات المعتمدة من قبل بنك المغرب على سيناريو بلوغ سعر البرنت 78,9 دولاراً للبرميل في المتوسط في 2026 و64,5 دولاراً سنة 2027، وهو سيناريو مشابه لذلك المعتمد من طرف الوكالة الدولية للطاقة. وبالنسبة للفوسفات المغربي ومشتقاته، يُرتقب، حسب توقعات وحدة البحوث الخاصة بالمواد الأساسية (CRU)، أن ترتفع الأسعار إلى 816 دولاراً للطن بالنسبة للفوسفات ثنائي الأمونيوم، وإلى 208 دولاراً بالنسبة للفوسفات الخام في 2026، قبل أن تتراجع إلى

1 تاريخ 20 فبراير، ألغت المحكمة العليا للولايات المتحدة الرسوم الجمركية التي فرضها دونالد ترامب بموجب قانون الصلاحيات الاقتصادية في حالات الطوارئ الدولية (IEEPA). ويتعلق الأمر بالرسوم «المفروضة في إطار المعاملة بالمثل» على العديد من البلدان بالنظر إلى وضعية ميزانها التجاري مع الولايات المتحدة، وكذا الرسوم المرتبطة بتهرب الفنتانيل، التي فرضت على كندا والمكسيك والصين. ورد الرئيس الأمريكي في اليوم نفسه، من خلال فرض رسم جمركي عام إضافي بنسبة 10% دخل حيز التنفيذ في 24 فبراير لمدة 150 يوماً، في انتظار تصديق الكونغرس عليه ليصبح دائماً، ويعتزم رفعه إلى 15%.

703 دولارا و200 دولارا، على التوالي، سنة 2027. وفيما يخص المواد الغذائية، فبعد ارتفاع مؤشر منظمة الزراعة والأغذية بنسبة 4,3% سنة 2025، ينتظر أن ينخفض بواقع 2,3% سنة 2026، ما يعكس بالأساس تقلص أسعار مشتقات الحليب، والسكر واللحوم، قبل أن يسجل ارتفاعا جديدا بنسبة 3,4% في 2027.

وفي ظل هذه الظروف، من المرجح أن يتسارع التضخم العالمي من 2,9% في 2025 إلى 3,3% في السنة الجارية، وذلك بالأساس بسبب الارتفاع القوي لأسعار المنتجات الطاقية، قبل أن يتراجع إلى 2,9% سنة 2027. وفي منطقة الأورو، يُرتقب أن يتسارع التضخم بقدر طفيف إلى 2,2% سنة 2026 قبل أن يبلغ 1,9% في 2027، بينما يُتوقع أن يظل في الولايات المتحدة في مستوى أعلى من النسبة المستهدفة من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، ليلبلغ 3,2% في 2026، قبل أن يتراجع إلى 2,3% في 2027.

وبخصوص قرارات السياسات النقدية، قرر البنك المركزي الأوروبي، عقب اجتماعه المنتقد يومي 4 و5 فبراير، الإبقاء على أسعار فائدته الرئيسية الثلاثة دون تغيير، للمرة الخامسة على التوالي. وعلى نفس المنوال، قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، إثر اجتماعه المنتقد يومي 27 و28 يناير، الإبقاء على النطاق المستهدف لسعر فائدته الرئيسي دون تغيير في [3,50% - 3,75%]. ومن جانبه، قرر بنك إنجلترا، في 5 فبراير، المحافظة على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير عند 3,75%.

وعلى الصعيد الوطني، تميزت سنة 2025 بتواصل دينامية المبادلات الخارجية للسلع، مع تسجيل ارتفاع الصادرات بنسبة 2,8% والواردات بواقع 8%، وزيادة ملموسة في مداخيل الأسفار إلى 138,1 مليار درهم، كما تميزت بزيادة تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج إلى 122 مليارا. وبذلك يرتقب أن يكون عجز الحساب الجاري قد بلغ مع نهاية السنة حوالي 2,3% من الناتج الداخلي الإجمالي، بعد 1,2% سنة 2024. ومن جهة أخرى، يرجح أن تعرف عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة ارتفاعا واضحا لتصل إلى 56,1 مليارا، أي ما يعادل حوالي 3,3% من الناتج الداخلي الإجمالي. وفي ظل هذه الظروف، يُنتظر أن ترتفع الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 443,3 مليار درهم، لتمثل ما يعادل 5 أشهر و16 يوما من واردات السلع والخدمات.

وفي أفق التوقع، من المرجح أن تتسارع وتيرة الصادرات إلى 10,7% سنة 2026 وإلى 6,9% سنة 2027، ارتباطا بالانتعاش المرتقب لقطاع صناعة السيارات الذي يُنتظر أن تصل صادراته إلى 209,6 مليار درهم في أفق سنة 2027. وبالموازاة مع ذلك، يُتوقع أن تتسارع وتيرة الواردات إلى 8,5% في سنة 2026 قبل أن تتباطأ إلى 4,9% سنة 2027، مع تباطؤ نمو مقتنيات سلع التجهيز بشكل خاص. وبموازاة ذلك، يُنتظر أن ترتفع مداخيل الأسفار بنسبة 8,2% سنة 2026 و5,9% سنة 2027 لتصل إلى 158,2 مليارا، وأن ترتفع تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج بواقع 3,7% في 2026 ثم 2% في 2027، لتصل إلى 129 مليارا. وبذلك، يرتقب أن يبلغ عجز الحساب الجاري حوالي 3,1% سنة 2026 و2,5% في 2027. وفيما يخص عائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فتشير التوقعات إلى تدفق يعادل 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي على المدى المتوسط.

ومع فرضية تحقق التمويلات الخارجية المرتقبة، يرجح أن تتعزز الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 473,4 مليارا مع متم سنة 2026، ثم إلى 482,1 مليارا في نهاية سنة 2027، ما يمثل تغطية 5 أشهر و20 يوما، ثم 5 أشهر و23 يوما من واردات السلع والخدمات، على التوالي.

وبخصوص الأوضاع النقدية، من المرجح أن تبلغ وتيرة نمو القروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي 6% سنة 2026 و5,1% سنة 2027، وذلك بعد تسارعها إلى 4,7% في 2025. ومن جانبه، يُنتظر أن ينخفض سعر الصرف الفعلي الحقيقي على المدى المتوسط، بعد ارتفاعه سنة 2025.

وعلى مستوى المالية العمومية، وبعد بلوغ عجز الميزانية 3,6% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2025، يُتوقع أن يتقلص إلى 3,5% في 2026 وإلى 3,4% سنة 2027. وتأخذ هذه التوقعات في الاعتبار على الخصوص قانون المالية لسنة 2026، والبرمجة المالية الثلاثية 2026-2028 والتوقعات الماكرواقتصادية الجديدة لبنك المغرب.

وفيما يتعلق بالنشاط الاقتصادي، وبعد تسجيل نمو نسبته 3,8% سنة 2024، يرجح أن يكون النمو قد سجل تسارعا واضحا ليصل إلى 4,8% في 2025، ما يعكس ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5%، من جهة، وتحسن القيمة المضافة غير الفلاحية بواقع 4,7%، من جهة أخرى. وعلى المدى المتوسط، من المتوقع أن تحافظ الأنشطة غير الفلاحية على ديناميتها، محققة نموا نسبته 4,6% خلال السنة الجارية و4,5% في 2027. ومن جانبها، يرتقب أن تسجل القيمة المضافة الفلاحية ارتفاعا نسبته 14,4% في 2026، أخذا في الاعتبار محصول حبوب قدره 82 مليون قنطار حسب تقديرات بنك المغرب، يليه انخفاض بنسبة 5,3% في 2027، مع فرضية العودة إلى تحقيق موسم فلاحى متوسط. وفي المجمل، يُرجح أن يتسارع النمو إلى 5,6% خلال هذه السنة، ثم يتراجع إلى 3,5% في 2027. وبالنسبة للطلب، من المرتقب أن يواصل مكونه الداخلي دعمه للنمو فيما ينتظر أن تبقى مساهمة الصادرات الصافية سلبية.

وفي هذا السياق، من المرجح أن يبقى التضخم مستقرا عند 0,8% سنة 2026، قبل أن يتسارع إلى 1,4% سنة 2027. ويُرتقب أن يبلغ مكونه الأساسي 0,2% خلال السنة الجارية، قبل أن يرتفع إلى 1,6% في 2027.

1.7 الفرضيات الأساسية

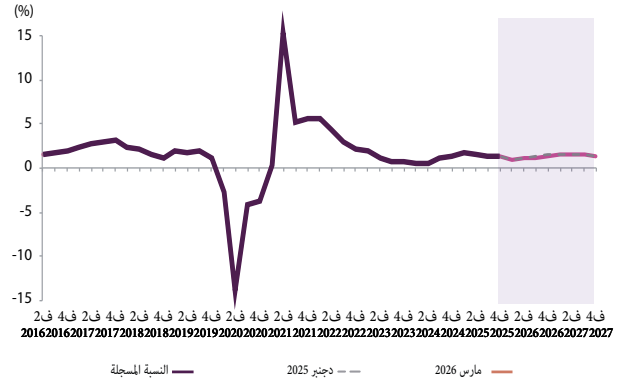
تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي في أفق التوقع

من المرجح أن يتباطأ النمو العالمي من 3,3% سنة 2025 إلى 2,9% في السنة الجارية، مع مسارات متباينة من اقتصاد إلى آخر، قبل أن يتراجع إلى 3,1% في 2027.

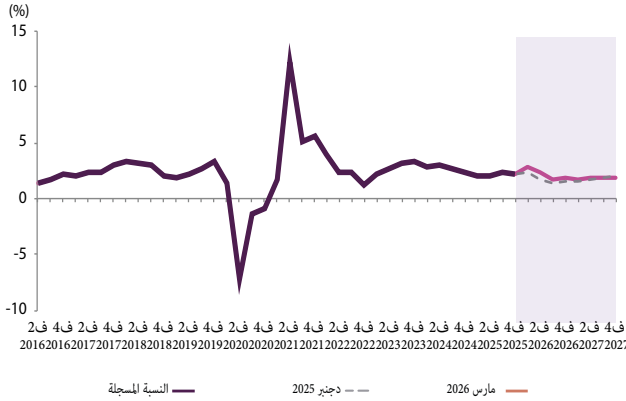
ففي الولايات المتحدة، من المرجح أن تواصل عملية تحرير الأسواق، والتحفيزات الضريبية وزيادات الإنتاجية المرتبطة بالذكاء الاصطناعي، دعم النشاط الاقتصادي، إذ يُرتقب أن يتسارع النمو من 2,2% سنة 2024 إلى 2,3% في السنة الجارية، قبل أن يتباطأ إلى 1,9% سنة 2027. وفي منطقة الأورو، وبعد أن بلغ النمو 1,5% سنة 2025، يُرجح أن يعتدل محققا 1,1% سنة 2026 قبل أن يرتفع إلى 1,5% في 2027، لا سيما بفعل تأثير التيسير المالي المرتقب في ألمانيا، لاسيما في قطاعي الدفاع والبنية التحتية. ومن جانبه، يرتقب أن يتراجع نمو الاقتصاد البريطاني من 1,3% في 2025 إلى 0,8% في 2026، متأثرا باستمرار ضعف ثقة الأسر والمستثمرين، واعتدال نمو الأجور وتعزيز الميزانية، قبل أن يرتفع إلى 1,7% سنة 2027. وفي اليابان، من المنتظر أن تبلغ وتيرة النشاط نسبة معتدلة، متراجعة من 1,1% سنة 2025 إلى 0,7% خلال السنة الجارية، ثم إلى 1% سنة 2027، لكون السياسات العمومية للحكومة الجديدة، لا سيما تلك المتعلقة بالاستثمار، تتطلب آجالا طويلة لتحديث آثارها وتدعم النشاط.

وفي الاقتصادات الصاعدة الرئيسية، وبعد تحقيق هدف التضخم البالغ 5% سنة 2025، يُتوقع أن يتقلص النشاط في الصين بنسبة قدرها 4,5% في 2026 و4,6% في 2027، بالرغم من التوجه الحكومي الرامي إلى دعم الاستهلاك والاستثمارات في مجال الذكاء الاصطناعي وفي أشباه الموصلات. غير أنه ينتظر أن يتواصل تأثير النمو بالتحديات البنوية المرتبطة بشيخوخة السكان والصعوبات المستمرة التي يعرفها قطاع العقار وبسبب ضعف الطلب الداخلي. وفي الهند، يرتقب أن تتباطأ وتيرة النشاط إلى 6,4% سنة 2026 بعد 7,7% في 2025، أساسا بفعل تأثير ضعف الطلب الخارجي، قبل أن ترتفع إلى 6,7% سنة 2027، مدعومة بدينامية الطلب الداخلي، وبديمغرافية مواتية وبلاستثمارات في مجال البحث والتطوير. أما في البرازيل، فمن المتوقع أن يتباطأ النمو من 2,7% سنة 2025 إلى 1,6% في 2026، ارتباطا على الخصوص باستمرار التوجه التقييدي للسياسة النقدية. ويُرجح أن يؤدي التيسير المرتقب للسياسة النقدية، إلى جانب التخفيضات الضريبية الجديدة، إلى دعم ارتفاع الطلب، مما سيساهم في انتعاش وتيرة النشاط إلى 2,1% سنة 2027. وفي روسيا، يُنتظر أن يبقى النمو ضعيفا عند 1,3% في 2026 ثم 0,7% في 2027، بفعل التأثير المشترك لضعف الاستهلاك وللسياسة النقدية التقييدية، وللاستثمار المحدود في القطاعات غير العسكرية، ولتأثير العقوبات المفروضة، وكذا للتوجهات الديمغرافية غير المواتية.

رسم بياني 1.7: النمو في منطقة الأورو



رسم بياني 2.7: النمو في الولايات المتحدة



توجه أسعار النفط متسم بمستوى عال من الاليقين، وتطور متباين للتضخم من اقتصاد إلى آخر خلال سنة 2026

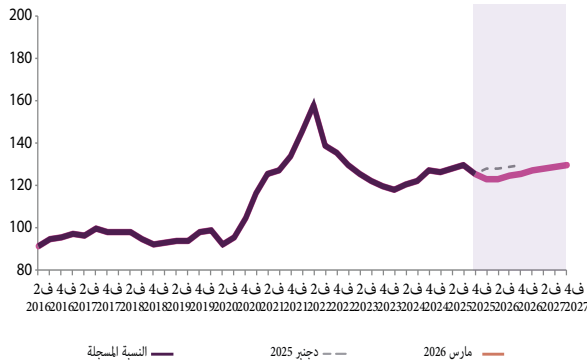
فيما يتعلق بالمواد الأساسية، تعاني سوق النفط من اضطرابات قوية في الإمداد ارتباطا باندلاع الحرب في إيران وفي المنطقة. ولتخفيف الضغوط على السوق، قررت منظمة أوبك+، في 01 مارس، زيادة إنتاجها بما قدره 206000 برميل في اليوم (أكثر مما كان مرتقبا) انطلاقا من شهر أبريل، كما اتفقت الدول الأعضاء في الوكالة الدولية للطاقة، بتاريخ 11 مارس، طرح 400 مليون برميل من احتياطاتها الاستراتيجية من النفط في الأسواق، وقررت الحكومة الأمريكية في 12 مارس، منح «ترخيص مؤقت» يسمح للميلدان بشراء النفط الروسي العالق في البحر لمدة 30 يوما. وبالرغم من هذه الإعلانات، واصل سعر البرنت ارتفاعه الذي بدأ منذ اندلاع النزاع. وفي نفس السياق، يُتوقع أن يرتفع سعره إلى 78,9 دولارا في المتوسط خلال السنة الجارية، قبل أن يتراجع إلى 64,5 دولارا في 2027. وبالنسبة للمفحم، يُنتظر أن تبقى الأسعار حوالي 102 دولارا للطن في سنتي 2026 و2027، ارتباطا باستقرار العرض وبالاتقال التدريجي نحو الطاقات المتجددة.

وبالنسبة للفوسفات ومشتقاته، تبقى الآفاق خاضعة لضغوط نحو الارتفاع ارتباطا بالاضطرابات اللوجستية الناجمة عن الحرب في إيران. وبالفعل، فإن ثلث التجارة العالمية للأسمدة تمر عبر مضيق هرمز، كما أن منطقة الخليج تعد من أكبر مصدري اليوريا والأمونياك والكبريت، ويعتبر هذا المكون الأخير ضروريا لإنتاج الفوسفات. ويُرتقب أن يسجل سعر الفوسفات ثنائي الأمونياك المغربي ارتفاعا سنة 2026، بسبب انخفاض العرض الصادر عن الصين خصوصا، مع استمرار القيود المفروضة على صادرات هذا البلد. وفي المقابل، يتجه سعر الفوسفات الخام نحو الانخفاض في أفق التوقع، ما يعكس بالأساس ارتفاع العرض. وبذلك، يرجح أن يتزايد سعر الفوسفات ثنائي الأمونياك من 713 دولارا للطن في 2025 إلى 816 دولارا في 2026، قبل أن يتراجع إلى 703 دولارا في 2027. أما الفوسفات الخام، فمن المتوقع أن يتراجع سعره من 212 دولارا للطن في 2025 إلى 208 دولارا في 2026، ثم إلى 200 دولار في 2027.

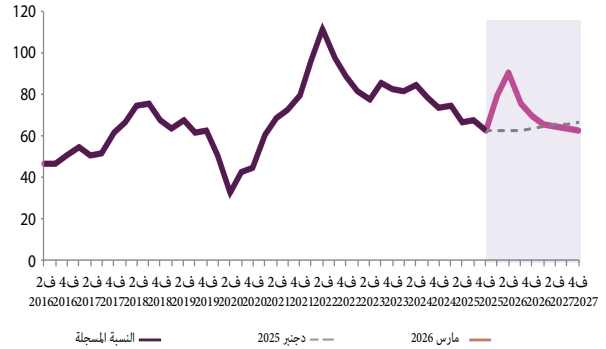
وفيما يخص أسعار المواد الغذائية، فبعد ارتفاعه بنسبة 4,3% سنة 2025، يُتوقع أن ينخفض مؤشر منظمة الزراعة والأغذية بواقع 2,3% سنة 2026، ما يعكس بالأساس تقلص أسعار مشتقات الحليب، والسكر واللحوم، قبل أن يسجل ارتفاعا جديدا بنسبة 3,4% في 2027. وبالنسبة للمفحم الأمريكي بشكل خاص، يُنتظر أن يعرف سعره، حسب توقعات البنك الدولي الصادرة في أكتوبر 2025، ارتفاعا بنسبة 3,5% سواء سنة 2026 أو 2027، إذ يتوقع أن يتزايد الإنتاج العالمي بوتيرة أدنى من ارتفاع وتيرة الاستهلاك.

وفي ظل هذه الظروف، من المرجح أن يتسارع التضخم العالمي من 2,9% في 2025 إلى 3,3% في السنة الجارية، وذلك بالأساس بسبب الارتفاع القوي لأسعار المنتجات الطاقية، قبل أن يتراجع إلى 2,9% في 2027. غير أن هذا التوجه الإجمالي يخفي تباينات ملموسة من بلد إلى آخر، خاصة بسبب درجة تأثر كل اقتصاد على حدة بالنزاع في الشرق الأوسط. وفي الولايات المتحدة، يُرتقب أن يبقى التضخم في مستوى أعلى من النسبة المستهدفة من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وأن يبلغ 3,2% في 2026، مدفوعاً أساساً بتداعيات الرسوم الجمركية وأسعار الخدمات، قبل أن يتراجع إلى 2,3% في 2027. وفي منطقة الأورو، يُتوقع أن يتسارع التضخم بقدر طفيف إلى 2,2% سنة 2026 قبل أن يبلغ 1,9% في 2027، لكن مع تسجيل تباينات كبيرة بين الدول الأعضاء. وفي الصين، وبعد أن تطور التضخم في مستويات قريبة من الصفر في 2025، يُرجح أن يتسارع ليصل إلى 1,4% سنة 2026 أو يبقى في هذا المستوى خلال سنة 2027، وذلك بفضل عودة أسعار المواد الغذائية إلى طبيعتها.

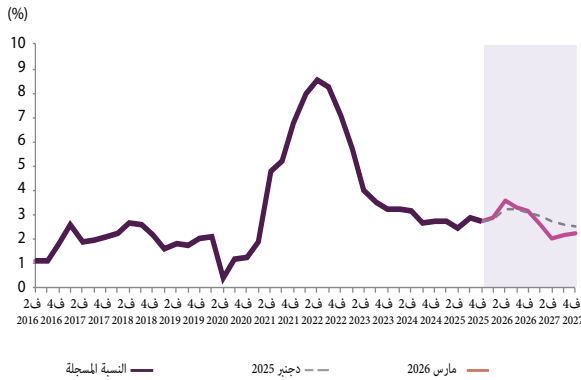
رسم بياني 4.7: مؤشر منظمة الأغذية والزراعة للمواد الغذائية
(2014-2016 = 100)



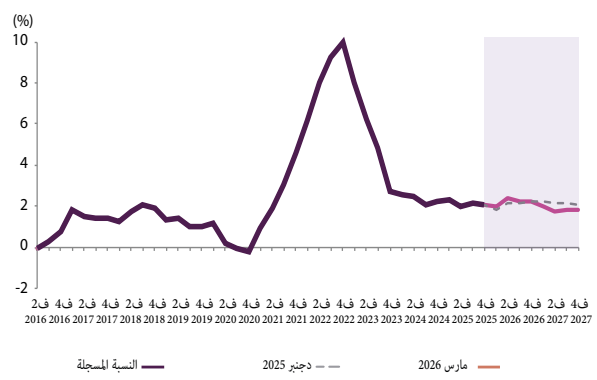
رسم بياني 3.7: سعر البرنت



رسم بياني 6.7: التضخم في الولايات المتحدة



رسم بياني 5.7: التضخم في منطقة الأورو



المصدر: شبكة نمودج التوقعات العالمية (سيناريو الصراع في إيران، الذي تم وضعه في 10 مارس 2026).

بقاء أسعار الفائدة الرئيسية دون تغيير بالنسبة للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا

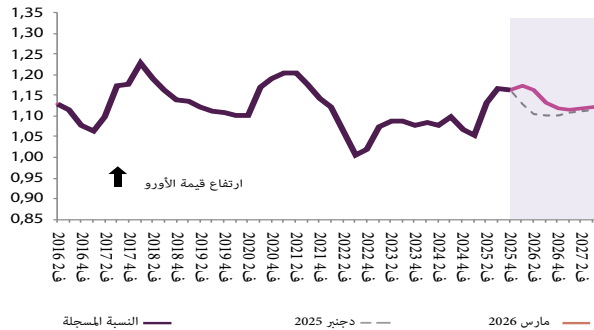
أبقى البنك المركزي الأوروبي، على إثر اجتماعه المنعقد في 4 و 5 فبراير، على أسعار فائده الرئيسية الثلاثة دون تغيير للمرة الخامسة على التوالي بعد أن خفضها ثمان مرات منذ يونيو 2024. وأشار إلى أن تقييمه المحيين يؤكد مرة أخرى توقع استقرار التضخم حوالي النسبة المستهدفة على المدى المتوسط وقدرها 2%. كما أشار 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.

وعلى نفس المنوال، قرر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، خلال اجتماعه المنعقد في 27 و28 يناير، المحافظة على النطاق المستهدف لسعر الفائدة الرئيسي في [3,50% - 3,75%]، وذلك بعد أن خفضه ثلاث مرات في 2025. وأشار إلى أنه، وفقا للمعطيات المتاحة، واصل النشاط الاقتصادي نموه بوتيرة مطردة، وبقيت عملية إحداث مناصب الشغل ضعيفة، وأظهرت نسبة البطالة بعض بوادر الاستقرار، فيما بقي التضخم مرتفعا إلى حد ما. كما أكد الاحتياطي الفيدرالي أن حالة اللايقين بشأن التوقعات الاقتصادية تظل مرتفعة، وأنه يبقى يقظا بشأن المخاطر المحيطة بالهدفين المحددين خلال فترة ولايته الحالية.

وقرر بنك إنجلترا أيضا، في 5 فبراير، الإبقاء على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير عند 3,75%، مشيرا إلى أن التضخم الذي يفوق حاليا النسبة المستهدفة المحددة في 2%، سيقترّب من النسبة المذكورة اعتبارا من شهر أبريل. كما قرر بنك اليابان، في 23 يناير، المحافظة على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير عند 0,75%.

وفي سوق الصرف الدولية، عرفت قيمة الدولار، منذ اندلاع الحرب، ارتفاعا نسبيا مقابل الأورو، مدعوما بوضعه كملاذ آمن، غير أنه بالنسبة لمجموع السنة، يُرجح أن يكون قد سجل انخفاضا، ارتباطا على الخصوص باستباق عمليات خفض جديدة للنطاق المستهدف لسعر الفائدة على الأموال الفيدرالية. وفي سنة 2027، من المرتقب أن تنخفض قيمة الأورو، أخذا في الاعتبار على الخصوص الصعوبات الاقتصادية البنيوية لمنطقة الأورو (على غرار ضعف نمو الإنتاجية، وشيخوخة الساكنة السريعة وتأخر الاستثمار لاسيما في مجال الذكاء الاصطناعي بالمقارنة مع الولايات المتحدة). وفي المجمل، من المنتظر أن يسجل الأورو ارتفاعا طفيفا بنسبة 1,6% مقابل الدولار ليصل إلى 1,15 دولارا في المتوسط خلال السنة الجارية، قبل أن يتراجع بواقع 2,4% إلى 1,12 دولارا في سنة 2027.

رسم بياني 7.7 : سعر صرف الدولار مقابل الأورو



المصدر: شبكة نموذج التوقعات العالمية، مارس 2026 .

إنتاج حبوب يقدر بمقدار 82 مليون قنطار بالنسبة للموسم الفلاحي 2026/2025، وفرضية تحقيق محصول متوسط برسم موسم 2027/2026

يجري الموسم الفلاحي 2026/2025 في ظروف مواتية جدا. فخلال الفترة الممتدة من العشرية الثانية من شهر نونبر 2025 إلى غاية العشرية الثانية من شهر فبراير 2026، سُجلت تساقطات غزيرة ومنظمة وشبه عامة، مما رفع المجموع التراكمي للتساقطات بتاريخ 10 مارس 2026 إلى 422,7 ملم، ما يمثل ارتفاعا نسبته 138,8% مقارنة بالموسم السابق، و129,4% بالمقارنة مع متوسط السنوات الخمس الأخيرة. وفي ظل هذا السياق المواتي، عرفت نسبة ملء السدود منحى تصاعديا، لتصل إلى 71,4% في 15 مارس، مقابل 33,7% في بداية الموسم، و33,8% سنة من قبل.

وبالمثل، يظهر تحليل حالة الغطاء النباتي، التي تقاس من خلال مؤشر الغطاء النباتي، أن وضعيته بتاريخ 10 مارس تفوق بنسبة 54,1% ما كانت عليه في الموسم السابق، وبواقع 39,1% بالمقارنة مع متوسط السنوات الخمس الأخيرة. وفي ظل هذه الظروف، وعلى أساس مساحة مزروعة بالحبوب الرئيسية الثلاثة بلغت، حسب بيانات وزارة الفلاحة، 3,9 مليون هكتار، يُرجح أن يصل محصول الحبوب، حسب تقديرات بنك المغرب، إلى 82 مليون قنطار. وأخذاً في الاعتبار أيضاً التحسن المرتقب للزراعات الأخرى غير الحبوب، من المتوقع أن تسجل القيمة المضافة الفلاحية ارتفاعاً بنسبة 14,4% حسب توقعات بنك المغرب. وفي سنة 2027، ومع فرضية تحقيق محصول حبوب متوسط قدره 50 مليون قنطار، يُنتظر أن تتقلص القيمة المضافة الفلاحية بنسبة 5,3% مقابل نموها بواقع 2% الذي كان مرتقباً في السنة السابقة.

2.7 التوقعات الاقتصادية الكلية

انتعاش صادرات قطاع صناعة السيارات على المدى المتوسط وبقاء مداخل الأسفار في مستويات مرتفعة

أخذاً في الاعتبار بيانات التجارة الخارجية للسلع والخدمات إلى متم سنة 2025، من المرجح أن يكون عجز الحساب الجاري قد بلغ مع نهاية السنة 2,3% من الناتج الداخلي الإجمالي، بعد 1,2% سنة 2024. ويُرتقب أن يصل إلى 3,1% من الناتج الداخلي الإجمالي في 2026 قبل أن يتراجع إلى 2,5% في 2027.

في أفق التوقع، يُرتقب أن تتسارع وتيرة الصادرات إلى 10,7% سنة 2026 وإلى 6,9% سنة 2027، ارتباطاً على الخصوص بالانتعاش المرتقب لقطاع صناعة السيارات الذي يرجح أن تبلغ صادراته 209,6 مليارات في أفق سنة 2027. وبالإضافة إلى ذلك، يُرتقب أن تواصل مبيعات الفوسفات ومشتقاته أداءها الجيد في 2026، مع تسجيل ارتفاع نسبته 19,4%، يليه انخفاض بواقع 8,7% سنة 2027 إلى 108,8 مليار درهم مع فرضية انخفاض سعر الفوسفات ثنائي الأمونيوم. ويُتوقع أن تتسارع وتيرة نمو الواردات إلى 8,5% سنة 2026 قبل أن تتباطأ إلى 4,9% سنة 2027، خاصة مع تباطؤ مقتنيات سلع التجهيز إلى 9,5% في 2027 ارتباطاً بالتباطؤ النسبي المرتقب للاستثمار. ومن جانبها، يرجح أن تتزايد الفاتورة الطاقية بنسبة 15,6% في 2026، نتيجة للارتفاع المرتقب للأسعار العالمية بفعل تأثير اندلاع الحرب في إيران، قبل أن تنخفض بواقع 11,1% في 2027. وبالموازاة مع ذلك، من المرجح أن تتواصل ديناميكية مداخل الأسفار، بتسجيل ارتفاعات نسبتها 8,2% في 2026 و5,9% في 2027 لتصل إلى 158,2 مليار. ومن جهة أخرى، يُرتقب أن ترتفع تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج بواقع 3,7% في 2026 ثم 2% في 2027، لتصل إلى 129 مليار درهم. وفيما يتعلق بعائدات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، تشير التوقعات إلى تدفق يعادل 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي خلال السنتين المقبلتين.

ومع فرضية تحقق التمويلات الخارجية المرتقبة، من المرجح أن ترتفع الأصول الاحتياطية الرسمية إلى 473,4 ملياراً في 2026 ثم إلى 482,1 ملياراً في 2027، لتمثل بذلك تغطية قدرها حوالي 5 أشهر و20 أيام، ثم 5 أشهر و23 يوماً من واردات السلع والخدمات، على التوالي.

جدول 1.7 : المكونات الرئيسية لميزان الأداءات

التغير (%) مالم يتم الإشارة الى غير ذلك		النسب المسجلة										النسب المتوقعة		الفارق (مارس/دجنبر)	
		2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2027	2026	2027	2026	2027	2026
صادرات السلع (التسليم على ظهر السفينة)		2,8	6,1	0,4	30,1	25,2	-7,5	3,3	10,7	6,9	10,7	-1,7	2,3	-1,0	
واردات السلع (مع احتساب تكاليف التأمين)		8,0	6,4	-2,9	39,5	25,0	-13,9	2,0	9,9	4,9	8,5	0,4	2,4	-3,2	
عائدات الأسفار		20,6	6,4	14,6	171,5	-5,1	-53,7	7,8	1,2	5,9	8,2	-2,3	2,9	-0,3	
تحويلات المغاربة المقيمين بالخارج		2,6	3,3	4,0	16,0	40,1	4,8	0,1	-1,5	2,0	3,7	0,2	-0,9	-0,2	
رصيد الحساب الجاري (%) من الناتج الداخلي الإجمالي		-2,3*	-1,2	-1,0	-3,5	-2,3	-1,2	-3,4	-4,9	-2,5	-3,1	-0,5	-1,6	-0,7	
الأصول الاحتياطية الرسمية بعدد الأشهر من واردات السلع والخدمات		5,5	5,1	5,4	5,4	5,3	7,1	6,9	5,4	5,8	5,7	0,0	0,3	0,3	

* توقعات
المصادر: بيانات مكتب الصرف وتوقعات بنك المغرب.

تسارع نمو القروض الممنوحة للقطاع غير المالي في أفق التوقع

من المرجح أن ترتفع حاجة البنوك إلى السيولة إلى 148,3 مليار درهم مع متم سنة 2026 وإلى 169,4 مليارا سنة 2027، ارتباطا على الخصوص بارتفاع الأوراق البنكية والقطع النقدية المتداولة. فبعد نمو هذه الأخيرة بنسبة 15,5% في 2025، يُرتقب أن يتراجع نموها إلى 10,5% في 2026 وإلى 7,7% في 2027. وبالنسبة للقروض البنكية الممنوحة للقطاع غير المالي، وأخذا في الاعتبار الأرقام المحققة، والتطور المرتقب للنشاط الاقتصادي، وتوقعات النظام البنكي، يُتوقع أن تتزايد بنسبة 6% في 2026 وبواقع 5,1% في 2027. وفي ظل هذه الظروف، وتماشيا مع التطور المرتقب لباقي مقابلات الكتلة النقدية، يُتوقع أن ترتفع الكتلة م3 بنسبة 6,5% في 2026 و5,1% سنة 2027.

ومن جانب آخر، وبعد ارتفاعه بنسبة 2% سنة 2025، يُرجح أن ينخفض سعر الصرف الفعلي الحقيقي بنسبة 3,7% في 2026، ما يعكس تقلص قيمته الإسمية بالإضافة إلى مستوى تضخم داخلي أقل من التضخم المسجل لدى الشركاء والمنافسين التجاريين. ويُرتقب أن يتواصل هذا التوجه خلال سنة 2027، لكن بوتيرة أكثر اعتدالا.

جدول 2.7: الكتلة النقدية والائتمان البنكي

التغير (%) مالم يتم الإشارة الى غير ذلك		النسب المسجلة								النسب المتوقعة			الفارق (مارس/دجنبر)	
		2024	2023	2022	2021	2020	2027	2026	2025	2027	2026	2025	2027	2026
القروض البنكية للقطاع غير المالي		2,6	2,9	7,8	2,9	4,2	5,1	6,0	4,7	5,1	6,0	4,7	1,0	0,3
المجموع م3		8,0	3,9	8,0	5,1	8,4	5,1	6,5	9,4	5,1	6,5	9,4	0,9	1,3
الحاجة إلى السيولة، بملايير الدراهم		-128,0	-111,4	-86,6	-64,4	-67,0	-169,4	-148,3	-131,7	-169,4	-148,3	-131,7	-1,4	-11,4

انخفاض عجز الميزانية في أفق التوقع

بعد أن بلغ 3,6% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2025، يُرجح أن ينخفض العجز المالي إلى 3,5% من الناتج الداخلي الإجمالي سنة 2026 وإلى 3,4% في 2027. وترتكز هذه التوقعات على قانون المالية لسنة 2026، والبرمجة المالية الثلاثية 2026-2028، وتأخذ في الاعتبار الأرقام المحققة برسم سنة 2025 وكذلك التوقعات الماكرو اقتصادية الجديدة لبنك المغرب.

وفي سنة 2026، من المرجح أن ترتفع العائدات الضريبية بنسبة 8,6%، ما يعكس ارتفاع الضرائب غير المباشرة بنسبة 15,7% والضرائب المباشرة بنسبة 1,7%. ومن جهتها، يرتقب أن تسجل الموارد غير الضريبية تقلصا بنسبة 27%، متأثرة على الخصوص بانخفاض مداخيل آليات التمويل المبتكرة بنسبة 50,1% إلى 20 مليارا، وعائدات بند «باقي المداخيل» بواقع 45,8%. وفي المقابل، يُتوقع أن تتزايد النفقات العادية بنسبة 10,6%، مدفوعة على الخصوص بنمو نفقات السلع والخدمات بنسبة 11,9%. ويُنتظر أن ترتفع نفقات المستخدمين بنسبة 8,7% والنفقات برسم باقي السلع والخدمات بواقع 17,2%. وفي نفس الاتجاه، يُرتقب أن تنمو تكاليف فوائد الدين بنسبة 0,2%. أما تكاليف المقاصة، فيُرجح أن تتراجع بنسبة 5% ونفقات الاستثمار بواقع 8,4% إلى 114,8 مليارا أو 6,3% من الناتج الداخلي الإجمالي.

وفي سنة 2027، يُرجح أن تتزايد المداخيل الجبائية بنسبة 5,3%، مع نمو تحصيلات الضرائب المباشرة بنسبة 5,9% وعائدات الضرائب غير المباشرة بنسبة 4,8%. ويُرتقب أن تتراجع المداخيل غير الجبائية بنسبة 12,3%، خاصة مع تراجع مداخيل آليات التمويل المبتكرة بنسبة 25% إلى 15 مليارا، والمداخيل الصادرة عن المؤسسات والمقاولات العمومية بنسبة 7,2%. وبموازاة ذلك، يُتوقع أن تتزايد النفقات العادية بنسبة 2,4%، مدفوعة بالأساس بنمو نفقات السلع والخدمات بنسبة 3,6%، فيما يُنتظر أن تنخفض تكاليف فوائد الدين بنسبة 0,2%. ويُتوقع أن ترتفع كتلة الأجور والنفقات برسم باقي السلع والخدمات بواقع 3,6% لكل منهما. أما تكاليف المقاصة، فيُرجح أن تنخفض بنسبة 23,8%، بينما يُرتقب أن ترتفع نفقات الاستثمار بنسبة 2,9% لتصل إلى ما يعادل 6,2% من الناتج الداخلي الإجمالي.

نمو مطرد للأنشطة غير الفلاحية في 2025 وتحسن ملحوظ للقيمة المضافة الفلاحية خلال سنة 2026

بعد أن بلغ نمو الاقتصاد الوطني 3,8% سنة 2024، يُرجح أن يكون قد تسارع إلى 4,8% سنة 2025، ليتم مراجعة التوقع الصادر في شهر دجنبر بقدر طفيف نحو الانخفاض أخذا في الاعتبار بيانات المحاسبة الوطنية برسم الفصل الثالث من سنة 2025. وتنعكس هذه الدينامية ارتفاع القيمة المضافة الفلاحية إلى 5% واستمرار تحسن الأنشطة غير الفلاحية التي يُرجح أن يكون نموها قد بلغ 4,7%. وبالنسبة للطلب، من المرجح أن تكون مساهمة الصادرات الصافية في النمو قد انخفضت ارتباطا على الخصوص بتسارع وتيرة واردات السلع والخدمات، المرتبطة بدورها بالارتفاع المطرد لمقتنيات سلع التجهيز. وفي المقابل، يُحتمل أن يكون الطلب الداخلي قد سجل ارتفاعا ملحوظا، مدعوما أساسا بتزايد الاستثمار، لاسيما في المشاريع الكبرى للبنية التحتية.

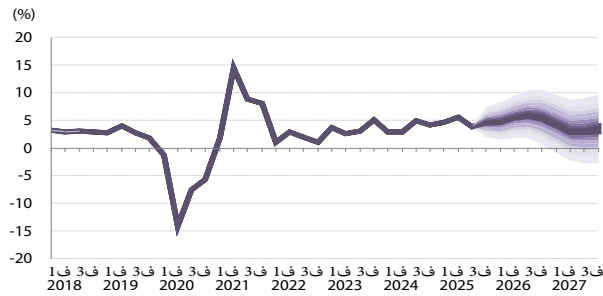
وعلى المدى المتوسط، انطلق الموسم الفلاحي 2025/2026 في ظروف مواتية جدا. إذ يُرجح أن تسجل القيمة المضافة الفلاحية ارتفاعا ملموسا بنسبة 14,4% في 2026، مدفوعة بمحصول حبوب يبلغ 82 مليون قنطار حسب تقديرات بنك المغرب، قبل أن تنخفض إلى 5,3% في 2027. أما بالنسبة للأنشطة غير الفلاحية، فيُتوقع أن تواصل دينامييتها الإيجابية مع تسجيل نمو نسبته 4,6% خلال السنة الجارية و4,5% سنة 2027. وفي المجمل، يُنتظر أن يسجل النمو ارتفاعا ملحوظا إلى 5,6% في 2026، أي بمراجعة نحو الارتفاع بمقدار 0,9 نقطة مئوية مقارنة بشهر دجنبر قبل أن يتراجع إلى 3,5% في سنة 2027. وبالنسبة للطلب، يُرجح أن يبقى مدعوما بارتفاع مكونه الداخلي، بينما يرتقب أن تواصل الصادرات الصافية مساهمتها السلبية في النمو في أفق التوقع.

جدول 3.7 : النمو الإقتصادي

التغير (%)										
النسب المسجلة		النسب المتوقعة		الفارق (مارس/دجنبر)						
2027	2026	2027	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019
النمو الوطني										
-0,8	0,9	3,5	5,6	4,8	3,8	3,7	1,8	8,2	-7,2	2,9
القيمة المضافة الفلاحية										
-7,3	10,4	-5,3	14,4	5,0	-4,8	1,5	-11,3	19,5	-8,1	-5,0
القيمة المضافة غير الفلاحية										
0,0	-0,2	4,5	4,6	4,7	4,8	3,9	3,5	6,9	-7,1	3,8

المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب.

رسم بياني 8.7: توقعات النمو في أفق التوقع (ف 4-2025/ف 4-2027) على أساس سنوي*



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

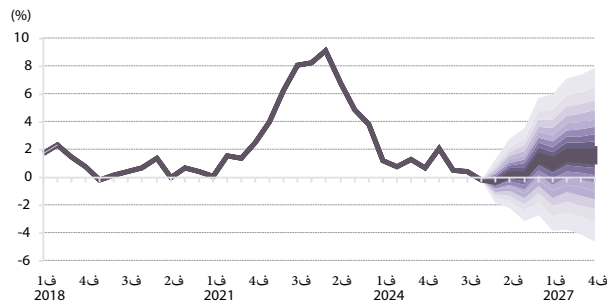
بقاء التضخم في مستويات معتدلة

في 2025، تطور التضخم بوتيرة قريبة من تلك المسجلة سنة 2024، حيث بلغ 0,8% في المتوسط، نتيجة للتسارع الواضح لمكوناته الأساسي، ولانخفاض الملموس لأسعار المحروقات.

وفي أفق التوقع، من المنتظر أن يعكس مسار التضخم تأثير الصدمات المرتبطة بالعرض الخاص بالمنتجات الغذائية، من جهة، وبارتفاع أسعار منتجات الطاقة المرتبط بتزايد حدة النزاع في الشرق الأوسط، من جهة أخرى. وفي هذا السياق، يرتقب أن يبقى التضخم مستقرا في 0,8% في 2026 قبل أن يتسارع إلى 1,4% في 2027. ويُرجح أن يبلغ مكونه الأساسي 0,2% في 2026، ما يعكس بالأساس تقلص أسعار مكونه الغذائي، قبل أن يرتفع إلى 1,6% في 2027. وفيما يتعلق بباقي المكونات، يُرجح أن ترتفع أسعار المحروقات سنة 2026 قبل أن تنخفض في 2027، تماشيا على الخصوص بآفاق تطور سعر البرنت في الأسواق العالمية، كما يُنتظر أن تتطور الأسعار المقننة بقدر معتدل خلال السنتين المقبلتين. أما أسعار المنتجات الغذائية متقلبة الأثمان، فيُتوقع أن تسجل ارتفاعا معتدلا في سنة 2026، قبل أن تبقى شبه مستقرة في 2027.

رسم بياني 9.7: توقعات التضخم خلال أفق التوقع

(ف 1 - 2026 / ف 4 - 2027) *



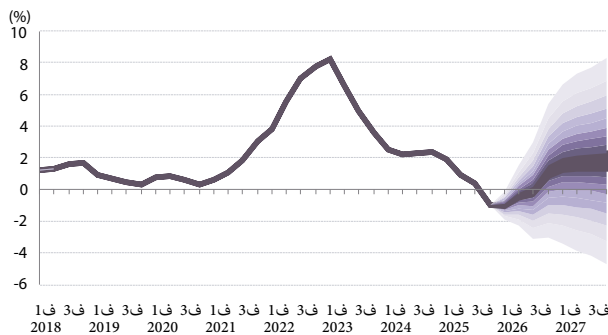
*الشكوك المحيطة بالتوقع المركزي بفوارق ثقة تتراوح بين 10% و90%.

جدول 4.7 : التضخم و التضخم الأساسي

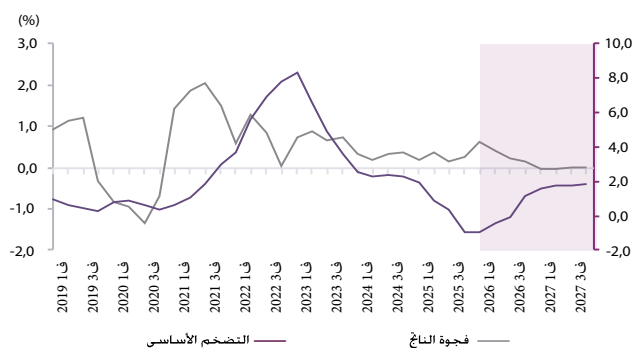
الفارق (مارس/دجنبر)		النسب المتوقعة				النسب المسجلة						
2027	2026	الأفق المتوقع ف 1- / 2026 ف 4- 2027		2027	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019
-0,5	-0,5	1,1		1,4	0,8	0,8	0,9	6,1	6,6	1,4	0,7	0,2
-0,3	-0,5	0,9		1,6	0,2	0,6	2,3	5,8	6,0	1,7	0,6	0,6

المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب

رسم بياني 11.7 : توقعات التضخم الأساسي خلال أفق التوقع
(1 ف - 2026 / 4 ف - 2027)*



رسم بياني 10.7 : تطور التضخم الأساسي وفجوة الناتج



*الشوك المحيطة بالتوقع المركزي بفوارق ثقة تتراوح بين 10% و 90%.
المصادر: بيانات المندوبية السامية للتخطيط وحسابات وتوقعات بنك المغرب.

3.7 ميزان المخاطر

تبقى الآفاق الماكرو اقتصادية محاطة بشكوك قوية يمكن، في حال تحققها، أن تؤثر على توقعات السيناريو المركزي. وفي هذا السياق، يبقى ميزان المخاطر متجهًا نحو الانخفاض بالنسبة للنمو ونحو الارتفاع بالنسبة للتضخم.

وبخصوص نمو الاقتصاد الوطني، فإن المخاطر نحو الانخفاض مرتبطة أساسًا بمحصول الحبوب الذي يبقى رهينًا بالظروف المناخية، وكذا بالتداعيات الناجمة عن الفيضانات التي تعرضت لها بعض الجهات على المحصول الفلاحي. وبالإضافة إلى ذلك، فإن من شأن تباطؤ أكثر حدة للنمو العالمي، في سياق محيط دولي يتسم بشكوك قوية ترتبط على الخصوص بتصاعد حدة التوترات الجيوسياسية، أن تؤثر على النمو في اتجاه الانخفاض.

وفيما يتعلق بالتضخم، تبقى الآفاق محاطة بمستوى عالٍ من الالتيقن، مع مخاطر متجهة إجمالًا نحو الارتفاع. فارتفاع أكبر لسعر النفط في حال استمرار النزاع في الشرق الأوسط لمدة أطول، واضطرابات سلاسل الإمداد على الصعيد العالمي، كلها عوامل قد تؤدي إلى ظهور ضغوط تضخمية إضافية. إلا أن استمرار تقلص أسعار بعض المنتجات الغذائية قد يحد نسبيًا من هذا التأثير.

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	18
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 1.2: صادرات قطاع السيارات في نهاية أكتوبر.....	23
رسم بياني 2.2: التطور الشهري لمداخيل الأسفار	25
رسم بياني 3.2: التطور الشهري لتحويلات المغاربة المقيمين بالخارج	25
رسم بياني 1.3: سعر الفائدة ما بين البنوك (المعطيات اليومية).....	27
سعر الفائدة على التسيقات لمدة 24 ساعة.....	27
رسم بياني 2.3: بنية أسعار الفائدة في السوق الثانوية حسب الأجل	28
رسم بياني 3.3: تكلفة تمويل البنوك (تغير فصلي بالنقاط الأساس).....	28
رسم بياني 4.3: سعر الصرف الفعلي الاسمي والحققي (أساس 100 في 2010).....	29
رسم بياني 5.3: سعر صرف الدرهم	29
رسم بياني 6.3: مساهمات المقابلات الرئيسية في تغير الكتلة النقدية	30
رسم بياني 7.3: الائتمان البنكي.....	30
رسم بياني 8.3: مساهمة القطاعات المؤسسية في تغير الائتمان.....	30
رسم بياني 9.3: التطور السنوي للتوظيفات السائلة والودائع للأجل.....	31
رسم بياني 10.3: تغير مؤشر أسعار الأصول العقارية وعدد المعاملات العقارية	32
رسم بياني 11.3: تطور مؤشر مازي	32
رسم بياني 12.3: تغير المؤشرات المؤسسية في الفصل الثاني 2025.....	32
رسم بياني 13.3: تطور المبلغ الجاري للدين الخاص حسب جهات الإصدار	33
رسم بياني 14.3: تطور إصدارات سندات الخزينة.....	33
رسم بياني 1.4: إنجازات المداخيل الرئيسية بالنسبة لتوقعات قانون المالية.....	35
رسم بياني 2.4: تنفيذ النفقات مقارنة بقانون المالية	36
رسم بياني 3.4: بنية النفقات العادية.....	36
رسم بياني 4.4: نفقات الاستثمار إلى متم يناير	36
رسم بياني 5.4: رصيد الميزانية مع نهاية يناير	37
رسم بياني 6.4: رصيد المالية العمومية والتمويل إلى متم يناير	37
رسم بياني 7.4: مديونية الخزينة	38
رسم بياني 1.5: نفقات الاستهلاك	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.....	45
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.....	48
رسم بياني 3.6: تطور الأسعار الدولية للبرنت ومؤشر أسعار المحروقات وزيوت التشحيم (2017=100).....	48
رسم بياني 4.6: تطور مؤشرات أسعار السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول.....	48
رسم بياني 1.1.6.أ: مساهمات التضخم.....	49
رسم بياني 5.6: مساهمة السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول في التضخم الأساسي.....	49
رسم بياني 6.6: توقعات على المدى القصير وإنجازات التضخم.....	50
رسم بياني 7.6: توقعات تطور التضخم للأشهر الثلاث القادمة حسب أرباب المقاولات.....	50
رسم بياني 8.6: توقعات خبراء القطاع المالي بشأن التضخم خلال الفصول الثمانية المقبلة.....	50
رسم بياني 9.6: تطور المؤشرات الرئيسية لأسعار الإنتاج الصناعي.....	50
رسم بياني 10.6: العناصر المحددة للتطور المستقبلي للتضخم حسب توقعات خبراء القطاع المالي.....	51
رسم بياني 2.7: النمو في الولايات المتحدة.....	56
رسم بياني 1.7: النمو في منطقة الأورو.....	56
رسم بياني 4.7: مؤشر منظمة الأغذية والزراعة للمواد الغذائية.....	57
رسم بياني 3.7: سعر البرنت.....	57
رسم بياني 6.7: التضخم في الولايات المتحدة.....	57
رسم بياني 5.7: التضخم في منطقة الأورو.....	57
رسم بياني 7.7: سعر صرف الدولار مقابل الأورو.....	58
رسم بياني 8.7: توقعات النمو في أفق التوقع (ف 4-2025/ ف 4-2027).....	62
رسم بياني 9.7: توقعات التضخم خلال أفق التوقع (ف 1-2026 / ف 4 - 2027).....	62
رسم بياني 11.7: توقعات التضخم الأساسي خلال أفق التوقع (ف 1-2026 / ف 4 - 2027).....	63
رسم بياني 10.7: تطور التضخم الأساسي وفجوة الناتج.....	63

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.....	23
جدول 2.2: الواردات حسب مجموعة استخدام المنتجات.....	24
جدول 3.2: ميزان الخدمات.....	25
جدول 4.2: الاستثمارات المباشرة.....	25
جدول 5.2: تطور البنود الرئيسية لميزان المدفوعات.....	26

28	جدول 1.3: سعر الفائدة على سندات الخزينة في السوق الأولية
28	جدول 2.3: أسعار الفائدة على الودائع
29	جدول 3.3: أسعار الفائدة على القروض
35	جدول 1.4: المداخل العادية
36	جدول 2.4: تنفيذ النفقات العمومية
37	جدول 3.4: تمويل العجز
38	جدول 4.4: مديونية الخزينة
38	جدول 1.1.4: تنفيذ ميزانيات 2021 و 2022 بمليارات الدراهم
39	الجدول 1.1.4.1: تنفيذ الميزانية لستني 2024 و 2025، بالمليارات من الدرهم
45	جدول 1.5: المؤشرات الرئيسية لسوق الشغل
46	جدول 1.6: التضخم ومكوناته
49	جدول 2.6: تطور مؤشرات أسعار السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول
60	جدول 1.7 : المكونات الرئيسية لميزان الأداءات
60	جدول 2.7: الكتلة النقدية والائتمان البنكي
62	جدول 3.7 : النمو الإقتصادي
63	جدول 4.7 : التضخم و التضخم الأساسي

لائحة الإطارات

39	إطار 1.4 : تنفيذ الميزانية برسم سنة 2025
47	إطار 1.6 : تعديل المكونات التحليلية للرقم الاستدلالي للأثمان عند الاستهلاك
49	إطار 2.6 : تطور التضخم خلال سنة 2025