



البنك المركزي المصري
CENTRAL BANK OF EGYPT



البنك المركزي المصري

تقرير السياسة النقدية

الربع الثاني - ٢٠٢٦

تنويه

تم اعتماد ١٥ يوليو ٢٠٢٦ كآخر موعد للبيانات الواردة بالتقرير. بعض البيانات الموضحة مبدئية وقابلة للتعديل.

إطار السياسة النقدية للبنك المركزي المصري*

يهدف البنك المركزي المصري إلى ضمان سلامة النظام النقدي والمصرفي والحفاظ على استقرار الأسعار، ويسعى إلى تحقيق هذه الأهداف طبقاً لقانون البنك المركزي والجهاز المصرفي رقم ١٩٤ لسنة ٢٠٢٠، وبما يتسق مع السياسة الاقتصادية العامة للدولة. ويلتزم البنك المركزي المصري في إطار مهمته المتعلقة باستقرار الأسعار بتحقيق معدل تضخم منخفض ومستقر على المدى المتوسط.

ومنذ عام ٢٠١٧، بدأ البنك المركزي المصري يستخدم أدوات السياسة النقدية في التحول تدريجياً نحو تطبيق إطار مرّن لاستهداف التضخم وترسيخ توقعاته، واحتواء الضغوط الناتجة عن الطلب، والآثار الثانوية لصدّات العرض، وذلك بهدف تحقيق مستهدفات التضخم المعلنة. وفي سبيل تحقيق مهمته أثناء التحول إلى إطار متكامل لاستهداف التضخم، حدد البنك المركزي المصري عدة مستهدفات للتضخم على نحو يُمكّن الاقتصاد المصري من التحول تدريجياً من معدل التضخم الحالي إلى مستوى يتوافق مع استقرار الأسعار. ففي ديسمبر ٢٠٢٤، أعلن البنك المركزي المصري عن مستهدفات التضخم للربع الرابع من عام ٢٠٢٦ والربع الرابع من عام ٢٠٢٨ عند $7\% \pm 2$ نقطة مئوية و $5\% \pm 2$ نقطة مئوية في المتوسط، على التوالي.

وتجتمع لجنة السياسة النقدية ثماني مرات سنوياً لمناقشة تطورات الاقتصاد الكلي وتحديد مستوى أسعار العائد الأساسية (أسعار العائد على الإيداع والإقراض لليلة واحدة وسعر العملية الرئيسية وكذا سعر الائتمان والخصم) بما يتسق مع تحقيق مستهدفات التضخم المحددة والحفاظ على استقرار الأسعار على المدى المتوسط. ويشكل سعراً العائد على الإيداع والإقراض لليلة واحدة الحدين الأدنى والأعلى لنظام الكوريدور الذي يتبعه البنك المركزي المصري والذي يقع بينهما سعر العائد لليلة واحدة للمعاملات بين البنوك (الإنتربنك). وعقب كل اجتماع، ينشر البنك المركزي المصري بياناً صحفياً على موقعه الإلكتروني يوضح أسباب القرارات المتخذة.

أدوات السياسة النقدية

وتحقيقاً لمهمته في الحفاظ على استقرار الأسعار، يستخدم البنك المركزي المصري مجموعة من الأدوات: تسهيلات الإيداع والإقراض لليلة واحدة، ونسبة الاحتياطي النقدي للبنوك التجارية، وعمليات ربط الودائع. ويستخدم البنك المركزي المصري أدوات السياسة النقدية لتوجيه سعر العائد لليلة واحدة على المعاملات بين البنوك (الهدف التشغيلي للبنك المركزي المصري) نحو المستوى الذي يتسق مع: (١) الحد من تقلبات التضخم عن المستوى الذي يعتبر متوافقاً مع استقرار الأسعار و (٢) الحد من تقلبات النشاط الاقتصادي الحقيقي عن طاقته الإنتاجية الكاملة (فجوة الإنتاج).

قرار لجنة السياسة النقدية الأخير

قررت لجنة السياسة النقدية للبنك المركزي المصري في اجتماعها الذي عقد في ٩ يوليو ٢٠٢٦ الإبقاء على أسعار العائد الأساسية دون تغيير. وعليه، تقرر تثبيت سعري عائد الإيداع والإقراض لليلة واحدة وسعر العملية الرئيسية للبنك المركزي عند ١٩,٠٠٪ و ٢٠,٠٠٪ و ١٩,٥٠٪، على الترتيب. كما تم الإبقاء على سعر الائتمان والخصم عند ١٩,٥٠٪.

وقد قررت لجنة السياسة النقدية الإبقاء على أسعار العائد الأساسية دون تغيير للحفاظ على هامش موجب مناسب في سعر العائد الحقيقي في المتوسط على مدى الأفق الزمني للتوقعات، مدعوماً بالتطورات الاقتصادية الكلية والتي جاءت أفضل من توقعات اللجنة في اجتماعها السابق في مايو ٢٠٢٦. وسوف تواصل اللجنة تقييم الأوضاع النقدية استناداً إلى التطورات الاقتصادية المستجدة، والعوامل المغذية للضغوط التضخمية، ومسار التضخم المتوقع في ظل المخاطر المحيطة. وتؤكد اللجنة أنها لن تتوانى عن اتخاذ ما يلزم من إجراءات لتعزيز التقييد النقدي حفاظاً على استقرار الأسعار وضماناً لعودة التضخم إلى مستواه المستهدف في المدى القريب.

*لمزيد من المعلومات يرجى الاطلاع على [إطار السياسة النقدية للبنك المركزي المصري](#).

المحتويات

ملخص	٥
١. الأوضاع الاقتصادية الراهنة	٨
١-١ التطورات العالمية	٨
٢-١ التطورات المحلية	١٤
١-٢-١ تطورات معدلات التضخم	١٤
٢-٢-١ القطاع الحقيقي	٢١
٣-٢-١ القطاع الخارجي	٢٦
٤-٢-١ الائتمان المحلي والأوضاع المالية	٣٠
٢. النظرة المستقبلية	٣٨
٣. الملحق	٤٧

الأشكال البيانية

٢٩	مؤشر الأجور الحقيقية
٣٠	سعر الصرف الاسمي
٣١	المساهمة في الميزان الجاري
٣٢	نسبة الصادرات غير البترولية إلى الواردات غير البترولية
٣٣	المساهمة في صافي ميزان الخدمات
٣٤	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر
٣٥	صافي الاحتياطات الدولية
٣٦	صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي
٣٧	سعر العائد الحقيقي
٣٨	سعر الإنترنت ليلة واحدة وأسعار العائد الأساسية للبنك المركزي المصري
٣٩	فائض السيولة
٤٠	حجم تعاملات سوق الإنترنت
٤١	أسعار العائد في الأسواق
٤٢	المساهمة في معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية
٤٣	المساهمة القطاعية في معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية
٤٤	العائد على أدوات الدين الحكومية بالعملة المحلية
٤٥	قوى العرض والطلب على أدوات الدين الحكومية بالعملة المحلية
٤٦	منحنى العائد لأذون وسندات الخزانة (السوق الأولية)
٤٧	منحنى العائد لسندات مصر الدولية (دولار)
٤٨	توقعات السيناريو الأساسي للمعدل السنوي للتضخم العام (مقارنة تقارير السياسة النقدية)
٤٩	توقعات المعدل السنوي للتضخم العام (مقارنة السيناريوهات)
٥٠	توقعات البنك المركزي المصري للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

٨	النمو الاقتصادي لدى شركاء مصر التجاريين
٩	التضخم العام لدى شركاء مصر التجاريين
٩	أحجام النقل التجاري اليومية عبر مضيق هرمز
١٠	تطورات أسعار الطاقة
١١	مؤشر منظمة الأغذية والزراعة لأسعار الغذاء
١١	مؤشر عدم اليقين للسياسات التجارية العالمية
١١	مؤشر الدولار الأمريكي (DXY)
١٢	مؤشر الأوضاع المالية
٩	فروق مبادلات مخاطر الائتمان (أجل خمس سنوات) في مصر ونظرائها
١٢	مؤشر تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة
١٣	أسعار العائد في البنوك المركزية الرئيسية
١٤	التضخم العام والأساسي
١٥	تحليل التضخم العام، على أساس تغير ربع السنوي
١٥	تحليل التضخم العام، على أساس تغير سنوي
١٦	تضخم السلع الغذائية وغير الغذائية
١٦	تضخم السلع المعمرة والسلع شبه المعمرة
١٦	مؤشر الانتشار
١٨	تضخم أسعار السلع الغذائية عالميا ومحليا
١٩	تضخم السلع المستوردة
٢٠	التقديرات الآنية للتضخم العام (Nowcasts)
٢١	فجوة الناتج
٢٢	الرقم القياسي للإنتاج الصناعي الكلي والناتج الإجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الإنتاج
٢٣	مؤشر الصناعات التحويلية
٢٤	المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الإنتاج
٢٥	المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق
٢٦	حصص القطاعين العام والخاص في إجمالي الاستثمارات
٢٧	معدل البطالة
٢٨	تحليل الأجور الحقيقية

الأطر

١٩	إطار رقم ١: انتقال أثر تحركات سعر الصرف إلى التضخم في مصر
٣٥	إطار رقم ٢: رؤى حول الموازنة العامة للدولة للعام المالي الحالي وتوقعات المؤشرات المالية على المدى المتوسط
٤٤	إطار رقم ٣: سعر العائد الحقيقي المحايد - المفهوم وأهميته بالنسبة للسياسة النقدية ومنهجيات التقدير

لا يزال الصراع المستمر بين إيران والولايات المتحدة الأمريكية يلقي بظلاله على الاقتصادين العالمي والمحلي، إذ تتواصل آثاره على النشاط الاقتصادي والاستثمار الأجنبي والتضخم. ومع ذلك، فإن التطورات الاقتصادية الكلية الإيجابية الأخيرة، والتي تُعزى إلى اتفاق وقف إطلاق النار المؤقت والنتائج الإيجابية لمعدلات التضخم، دفعت البنك المركزي المصري إلى إجراء تخفيض طفيف لتوقعاته الأساسية للتضخم على المدى القصير. وبناء عليه، قررت لجنة السياسة النقدية، في اجتماعها المنعقد في مايو ويوليو ٢٠٢٦، الإبقاء على أسعار العائد الأساسية دون تغيير، مع الحفاظ على سياسة نقدية تقييدية من شأنها ترسيخ توقعات التضخم ودعم مساره النزولي نحو مستهدفه خلال النصف الثاني من عام ٢٠٢٧.

على الصعيد العالمي، تباطأ النمو الاقتصادي لدى الشركاء التجاريين لمصر بشكل طفيف ليبلغ في المتوسط ٢,٢٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مقابل ٢,٣٪ في الربع الأول، متأثراً بتداعيات الصراع بين إيران والولايات المتحدة على النشاط الاقتصادي. وفي الوقت ذاته، ارتفع معدل التضخم لدى شركاء مصر التجاريين، مرجحاً بحجم الواردات من متوسط قدره ٣,٩٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ إلى ٤,٥٪ خلال الربع الثاني، في ظل استمرار الضغوط السعرية الخارجية وتجدد التوترات الجيوسياسية. وفي المقابل، ظلت الأسعار العالمية للسلع الأساسية عند مستويات مرتفعة رغم الانخفاض المؤقت الذي شهدته في يونيو، بينما استقرت الأوضاع المالية العالمية مع تحسن تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة وانخفاض فروق العائد على أدوات الدين الخارجية خلال فترة انحسار التوترات. إلا أن قوة الدولار وتجدد التوترات الجيوسياسية مع نهاية الربع أعاد إحياء المخاطر السعودية المحيطة بالتضخم العالمي، وأسواق السلع الأساسية، والأوضاع المالية العالمية.

أما على الصعيد المحلي، فقد ارتفع المعدل السنوي للتضخم العام إلى متوسط قدره ١٤,٦٪ في الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مقابل ١٣,٥٪ في الربع الأول، ويعكس هذا الارتفاع عوامل موسمية محلية مؤقتة، وتعديلات في الأسعار المحددة إدارياً (لاسيما الطاقة والنقل)، فضلاً عن تأثير الصدمات العالمية والتطورات الجيوسياسية الإقليمية. وسجل المعدل السنوي لتضخم السلع الغذائية متوسطاً قدره ٦,٦٪ في الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ مقابل ٤,١٪ في الربع السابق، بينما ظل المعدل السنوي لتضخم السلع غير الغذائية مستقرًا بشكل عام عند ١٩,٧٪، مما يعكس استمرار الضغوط التضخمية في السلع غير الغذائية، لاسيما الخدمات. ومع ذلك، فإن مجمل هذه التطورات يخفي الديناميكيات الإيجابية للتضخم الشهري خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، والتي انعكست على تحسن مؤشر الانتشار ليصل إلى أدنى مستوى له منذ منتصف عام ٢٠٢٥، مسجلاً ٩,٤٪ في يونيو ٢٠٢٦.

وتشير التقديرات الآنية للبنك المركزي المصري أن معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ سوف يصل إلى نحو ٤,٥٪، مدفوعاً بشكل رئيسي بأنشطة الصناعات التحويلية غير البترولية، والاتصالات، وتجارة الجملة والتجزئة. وفيما يتعلق بالتطورات الفعلية، فقد سجل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق ٥,٠٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ٤,٨٪ خلال الربع المقابل من عام ٢٠٢٥، وهو ما يعكس نمواً في النشاط الاقتصادي، مدفوعاً بشكل رئيسي بالاستهلاك والاستثمارات الخاصة. أما فيما يخص سوق العمل، فقد تراجع معدل البطالة إلى ٦,٠٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ٦,٣٪ خلال الربع المقابل من عام ٢٠٢٥، في حين انخفض معدل النمو الحقيقي للأجور إلى ١,٣٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ١١,٠٪ خلال الفترة ذاتها من العام السابق، ويُعزى ذلك إلى تباطؤ معدل النمو الاسمي للأجور، إلى جانب ارتفاع معدل التضخم.

وقد حافظ الاقتصاد المصري على صلابته وضعه الخارجي خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ في مواجهة تداعيات الصراع في المنطقة، إذ سجل ميزان المدفوعات فائضاً طفيفاً بلغ ٠,٣ مليار دولار. فمن ناحية، اتسع عجز الحساب الجاري بأكثر من الضعف مقارنة بالربع الأول من عام ٢٠٢٥ ليلبلغ ٥,١ مليار دولار (١,٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي)، وهو ما يُعزى إلى اتساع عجز الميزان التجاري وتراجع صافي ميزان دخل الاستثمار. وجاء ارتفاع تحويلات العاملين بالخارج وإيرادات كل من السياحة وقناة السويس ليحد جزئياً من اتساع عجز الحساب الجاري. ومن ناحية أخرى، سجل الحساب الرأسمالي والمالي صافي تدفقات للداخل بلغ ٣,٤ مليار دولار خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مدفوعاً بالاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة، والاقتراض متوسط وطويل الأجل، فضلاً عن تراجع الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية، وذلك إثر تخارج استثمارات من محفظة الأوراق المالية عقب اندلاع الصراع.

في المنطقة. أما خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، ومع انخفاض حدة التوترات الإقليمية خاصة بنهاية الربع وعودة ثقة المستثمرين تدريجياً، ارتفع صافي الاحتياطيات الدولية ليسجل ٥٥,١ مليار دولار بنهاية يونيو ٢٠٢٦ مقابل ٥٢,٨ مليار دولار بنهاية مارس ٢٠٢٦. ويتسق ذلك أيضاً مع التعافي الجزئي في صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، إذ سجل ٢٢,٩ مليار دولار في مايو ٢٠٢٦، مقابل ٢١,٤ مليار دولار في مارس، مدفوعاً بشكل أساسي بصافي الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية، وهو ما انعكس بدوره في الارتفاع الملحوظ لقيمة الجنيه المصري من ٥٤,٦ جنيه للدولار إلى ٤٩,٢ جنيه للدولار بين نهاية مارس ويونيو ٢٠٢٦.

وفيما يتعلق بالائتمان المحلي والأوضاع المالية، أدى تشديد أوضاع السيولة إلى ارتفاع سعر عائد الإنترنت لمدة ليلة واحدة عن سعر العائد الأساسي بشكل طفيف ليبلغ متوسطاً قدره ١٩,٨٪ في يونيو ٢٠٢٦، مقابل ١٩,٥٪ في مارس ٢٠٢٦. ومع ذلك، ظل سعر عائد الإنترنت لمدة ليلة واحدة متسقاً بشكل كبير مع سعر العائد الأساسي، إذ انتقل نحو ٩٣٪ من الخفض في سعر العائد الأساسي منذ أبريل ٢٠٢٥ إلى سعر عائد الإنترنت لمدة ليلة واحدة. وبالمثل، تم تمرير نحو ٧٥٪ من الخفض في سعر عائد الإنترنت لمدة ليلة واحدة منذ إبريل ٢٠٢٥ إلى متوسط أسعار العائد على الودائع والقروض الجديدة بحلول يونيو ٢٠٢٦، بما يعكس مقدار انتقال أثر السياسة النقدية إلى أسواق النقد والأوضاع المالية. وفي المقابل، سجل معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية ٧,٣٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مدفوعاً باستمرار إتاحة القروض بالعملة المحلية لقطاع الأعمال الخاص، لاسيما قطاعي الصناعة والخدمات. كما انخفضت عوائد سندات اليوروبوند المصرية بمتوسط ١١٠ نقطة أساس عبر مختلف آجال الاستحقاق خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، في ضوء تحسن ثقة المستثمرين مع انحسار حدة التوترات الإقليمية بنهاية الربع.

وفي ضوء التطورات الاقتصادية التي جاءت أفضل من المتوقع، خفض البنك المركزي توقعاته للتضخم بصورة طفيفة على المدى القصير، وإن كانت لا تزال تشير إلى أن المعدل السنوي للتضخم العام سوف يشهد تسارعاً مؤقتاً خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٦، مدفوعاً جزئياً بالآثار السلبية لفترة الأساس، وإن كان بوتيرة أبطأ مقارنة بالتوقعات السابقة. ويتوقع بعد ذلك أن يستأنف التضخم مساره النزولي تدريجياً ليعود إلى نطاق المعدلات أحادية الرقم خلال النصف الثاني من عام ٢٠٢٧، اتساقاً مع المستوى المستهدف البالغ ٧٪ (± نقطة مئوية)، ومدعوماً باستمرار الوضع النقدي التقييدي على مدار الأفق الزمني للتوقعات. ورغم ذلك، لا تزال آفاق التضخم عرضة للمخاطر كما هو موضح في سيناريوهي تصاعد وانحسار الصراع. وعليه، من المتوقع أن يتراوح متوسط المعدل السنوي للتضخم العام بين ١٥,٢٪ و ١٧,٨٪ خلال السنة المالية ٢٠٢٧/٢٠٢٦، وبين ٧,٧٪ و ٨,٣٪ خلال السنة المالية ٢٠٢٨/٢٠٢٧ وفقاً لمختلف السيناريوهات المحتملة للصراع، مقارنة بمتوسط قدره ١٣,٣٪ خلال السنة المالية ٢٠٢٦/٢٠٢٥.

أما فيما يخص نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، فقد تم رفع توقعاته بواقع ١,٠ نقطة مئوية للعامين الماليين ٢٠٢٦/٢٠٢٥ و ٢٠٢٧/٢٠٢٦ ليصل إلى ٥,٠٪ و ٤,٩٪، على التوالي، مقارنة بالتقديرات الواردة في الإصدار السابق للتقرير، في حين أنه من المتوقع أن يسجل النمو متوسطاً قدره ٥,٤٪ خلال السنة المالية ٢٠٢٨/٢٠٢٧. ويعكس رفع توقعات معدلات النمو خلال العامين الماليين ٢٠٢٦/٢٠٢٥ و ٢٠٢٧/٢٠٢٦ ارتفاع المساهمة المتوقعة لقناة السويس بصفة رئيسية مقارنة بما تم افتراضه في تقرير السياسة النقدية السابق. ومن الجدير بالذكر أن توقعات النمو للعامين الماليين ٢٠٢٦/٢٠٢٥ و ٢٠٢٧/٢٠٢٦ تستند بشكل رئيسي إلى قطاعي الصناعات التحويلية والخدمات وبالأخص نشاط السياحة. ويأتي التسارع المتوقع في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بحلول العام المالي ٢٠٢٨/٢٠٢٧ مدعوماً بتوقعات استكمال دورة التيسير النقدي. ومع ذلك، تشير التقديرات إلى أن الناتج لا يزال دون طاقته الإنتاجية القصوى، وإن كان من المتوقع أن يتقارب تدريجياً مع هذا المستوى بحلول النصف الأول من عام ٢٠٢٧، وهو ما يشير إلى أن الضغوط التضخمية من جانب الطلب من المتوقع أن تظل محدودة في المدى القصير، مدعومة باستمرار الوضع النقدي التقييدي الحالي.

^١ الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ هو متوسط شهري إبريل ومايو من عام ٢٠٢٦.

١. الأوضاع الاقتصادية الراهنة

١-١ التطورات العالمية

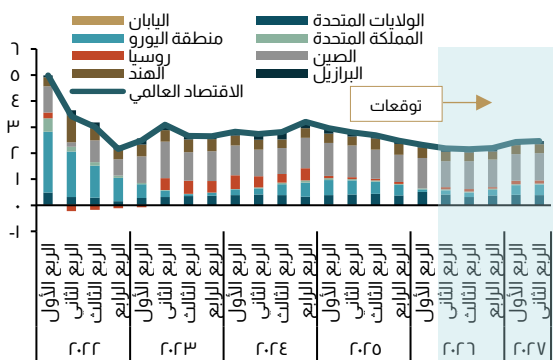
أهم التطورات:

- شهدت الأوضاع الاقتصادية العالمية تحسنا وجيزا في أعقاب إبرام الاتفاق الإطاري بين الولايات المتحدة وإيران في منتصف يونيو؛ غير أن تعثر اتفاق وقف إطلاق النار في السادس من يوليو جدد حالة عدم اليقين بشأن آفاق النمو العالمي والتضخم وأسواق السلع الأساسية.
- شهد النمو الاقتصادي العالمي تباطؤا طفيفا خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، متأثرا بالتداعيات غير المباشرة للصراع الدائر، ومن المتوقع أن تستمر هذه الوتيرة حتى نهاية العام، قبل أن تشهد تحسنا تدريجيا مع مطلع عام ٢٠٢٧.
- ارتفع التضخم العالمي خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ نتيجة تصاعد الضغوط السعرية، كما أدى تجدد التوترات في يوليو إلى زيادة المخاطر السعودية المحيطة بآفاق التضخم.
- ظلت أسعار السلع الأساسية العالمية عند مستويات مرتفعة طوال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦. ورغم تراجعها لفترة وجيزة خلال يونيو في أعقاب الانحسار المؤقت للتوترات الإقليمية، فقد عاودت الارتفاع جزئيا عقب تعثر اتفاق وقف إطلاق النار في يوليو، مما جعل أسواق الطاقة والغذاء والأسمدة عُرضة لمخاطر اضطرابات الإمدادات من جديد.
- ظلت الأوضاع المالية العالمية مستقرة نسبيا، مع تحسن تدفقات رؤوس الأموال إلى اقتصادات الأسواق الناشئة وتراجع فروق العائد على أدوات الدين السيادي خلال فترة انحسار حدة التوترات. غير أن قوة الدولار الأمريكي وتجدد التصعيد في يوليو أثرا سلبا على ثقة المستثمرين في الربع الثاني من عام ٢٠٢٦.
- واصلت البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة اعتماد سياسة نقدية تقييدية بوجه عام، في حين اتسمت توجهات السياسة النقدية في اقتصادات الأسواق الناشئة بقدر من التباين.

يتناول هذا القسم بالعرض والتحليل آخر التطورات الاقتصادية العالمية، وانعكاساتها على الاقتصاد المصري. وعلى وجه التحديد، يستعرض القسم تطورات النمو الاقتصادي العالمي، والتضخم، وأسعار السلع الأساسية، إلى جانب مستجدات الأسواق المالية العالمية، كما يسلط الضوء على آليات انتقال تأثير هذه التطورات إلى الاقتصاد المصري ووضعته الخارجي.

تشير التقديرات الأولية إلى أن النمو الاقتصادي العالمي سوف يسجل تباطؤا طفيفا خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مواصلا وتيرة التباطؤ التي بدأت خلال الربع الأول من العام، وذلك في أعقاب التعافي المحدود الذي شهده في عام ٢٠٢٥. ويُعزى هذا التباطؤ جزئيا إلى التداعيات غير المباشرة للصراع الدائر بين الولايات المتحدة وإيران، والذي تعثر اتفاق وقف إطلاق النار في السادس من يوليو، والذي كان قد أقر بموجب الاتفاق الإطاري المبرم في منتصف يونيو. وقد أدى تجدد الصراع إلى تصاعد حالة عدم اليقين المرتبطة بالسياسات والتوترات الجيوسياسية، وزيادة المخاطر التي تواجه حركة النقل البحري والجوي، فضلا عن ممارسة ضغوط صعودية على أسعار الطاقة العالمية. وبالإضافة إلى العوامل المرتبطة بالأحوال الجوية واضطرابات جانب العرض، أسهمت هذه التطورات في استمرار ارتفاع الأسعار العالمية للسلع الأساسية، وإن ظلت أسعار الطاقة أقل بكثير من المستويات التي بلغتها خلال ذروة الصراع.

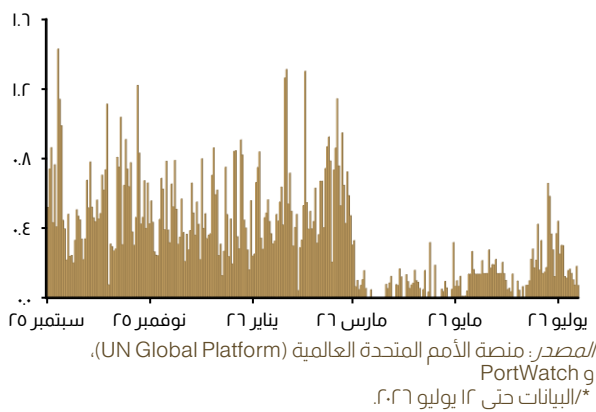
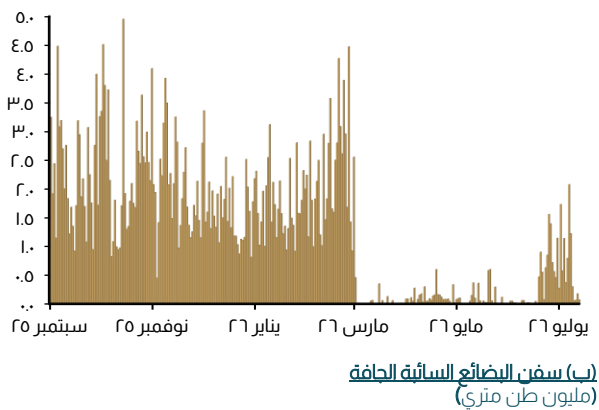
شكل رقم ١
النمو الاقتصادي لدى شركاء مصر التجاريين*
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: بلومبيرغ.
*مرجحا بأوزان حجم التجارة بين مصر وشركائها التجاريين. وتمثل معدلات النمو اعتبارا من الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ توقعات.

وشهدت حركة النقل البحري عبر مضيق هرمز تقلبات حادة على مدار الربع، متأثرة بالتطورات الجيوسياسية المتلاحقة. وشهدت حركة كِلٍ من ناقلات النفط وسفن البضائع السائبة الجافة^٤ تعافيا محدودا خلال فترة وقف إطلاق النار عقب تراجعها بصورة حادة خلال الموجة الأولى من الصراع. إلا أن حركة النقل ظلت أقل بكثير من مستوياتها قبل اندلاع الصراع، وذلك قبل أن تتعرض لاضطرابات جديدة مع تجدد التوترات الجيوسياسية (شكل رقم ٣)، مما زاد من حالة عدم اليقين المحيطة بإمدادات السلع الأساسية العالمية.

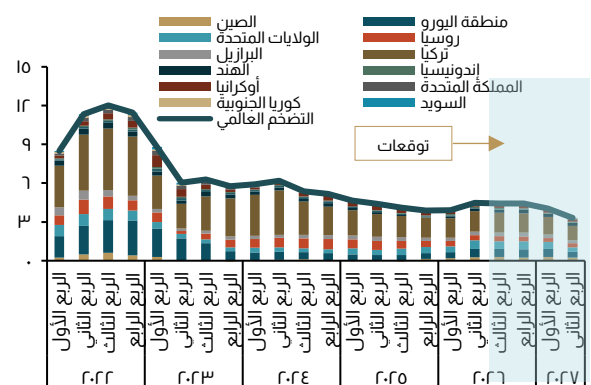
شكل رقم ٣
حركة النقل التجاري اليومية عبر مضيق هرمز*
(أ) ناقلات النفط
(ب) سفن البضائع السائبة الجافة
(مليون طن متري)



وفي هذا السياق، من المتوقع أن يبلغ متوسط النمو الاقتصادي العالمي، مرجحا بأوزان حجم التجارة بين مصر وشركائها التجاريين الرئيسيين^٢، نحو ٢,٢٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مقارنة بنحو ٢,٣٪ خلال الربع الأول من العام. ومن المتوقع أن يستقر النمو العالمي بصورة عامة عند مستوياته الحالية خلال ما تبقى من عام ٢٠٢٦، قبل أن يشهد تحسنا تدريجيا مع بداية عام ٢٠٢٧ (شكل رقم ١). ومن شأن التحسن المحدود في آفاق النمو العالمي أن يدعم الطلب الخارجي على الصادرات المصرية، فضلا عن آثاره الإيجابية غير المباشرة على قطاع السياحة وتدفقات تحويلات العاملين بالخارج، بما يدعم آفاق النمو الاقتصادي المحلي.

وبالتوازي مع تباطؤ النمو، بلغ متوسط التضخم العالمي، مرجحا بأوزان الواردات المصرية من الشركاء التجاريين الرئيسيين^٣، نحو ٤,٥٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مقارنة بنحو ٣,٩٪ خلال الربع الأول من العام (شكل رقم ٢). ويعكس هذا الارتفاع استمرار الضغوط السعرية الخارجية الناجمة عن الصراع بين الولايات المتحدة وإيران، في حين أسهم تجدد التصعيد خلال شهر يوليو في زيادة الضغوط السعودية على آفاق التضخم في الأجل القريب. وبالنسبة لمصر، قد تنتقل هذه الضغوط الخارجية إلى التضخم، والتي من المرجح أن ينتقل تأثيرها للأسعار المحلية بصورة تدريجية نظرا لبطء وتيرة تعديل أسعار الواردات والشحن.

شكل رقم ٢
التضخم العام لدى شركاء مصر التجاريين*
(نسبة مئوية، معدل سنوي)

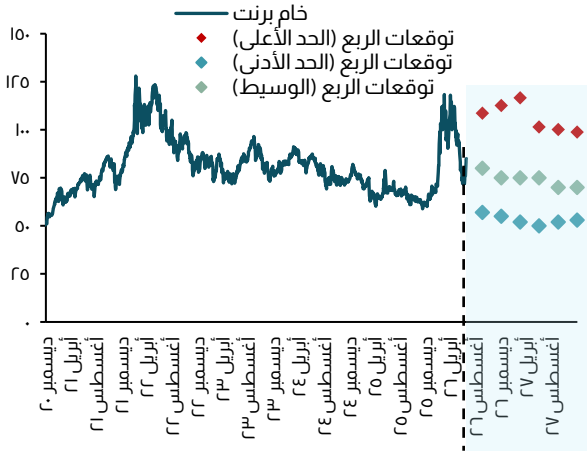


المصدر: بلومبيرغ*. تم حساب سلسلة البيانات باستخدام أوزان حجم الواردات لمصر. وتمثل معدلات التضخم اعتبارا من الربع الثالث من عام ٢٠٢٦ توقعات.

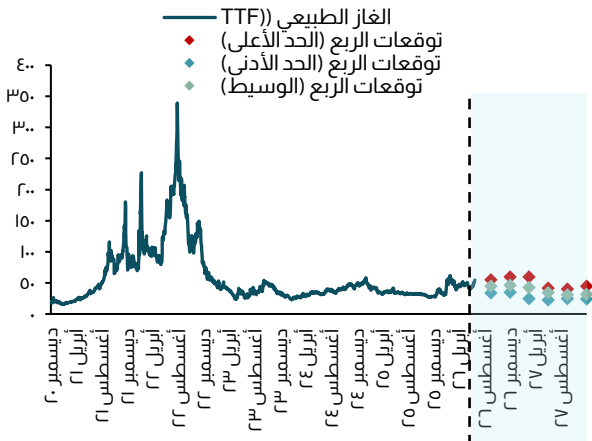
يتم احتساب الأوزان استنادا إلى حصص الواردات، نظرا لكونها القناة الأكثر تعبيرا عن انتقال الضغوط السعرية الخارجية إلى التضخم المحلي. وتُحدَّث الأوزان على أساس سنوي لتعكس تطور أنماط التجارة.
^٤ تنقل ناقلات النفط السلع المرتبطة بالطاقة، مثل النفط الخام والمنتجات البترولية والغاز الطبيعي المسال، في حين تنقل سفن البضائع السائبة الجافة الحبوب والفحم والأسمدة.

^٢ اعتمدت الإصدارات السابقة من تقرير السياسة النقدية الصادر عن البنك المركزي المصري على أوزان تجارية ثابتة لاحتساب النمو المرجح بالتجارة. واعتبارا من هذا الإصدار، تُحدَّث الأوزان سنويا باستخدام الحصص التجارية للعام السابق، بما يعكس بصورة أفضل التطورات في هيكل التجارة مع الشركاء التجاريين الرئيسيين لمصر.
^٣ اعتمدت الإصدارات السابقة من تقرير السياسة النقدية الصادر عن البنك المركزي المصري على أوزان تجارية ثابتة لاحتساب التضخم المرجح بالتجارة. واعتبارا من هذا الإصدار،

شكل رقم ٤
تطورات أسعار الطاقة*
(أ) أسعار خام برنت
(بالدولار للبرميل، الأسعار اليومية)



(ب) أسعار الغاز الطبيعي (TTF)
(باليورو/ميغواط ساعة، أسعار يومية)



المصدر: بلومبرغ. *البيانات حتى ١٥ يوليو ٢٠٢١.

اتسمت تطورات أسعار الأسمدة بالتباين خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢١. فقد انخفضت أسعار الأسمدة النيتروجينية (اليوريا) بصورة حادة مقارنة بالذروة التي بلغتها خلال فترة الصراع، مدعومة بتحسين أوضاع الإمدادات وتراجع الطلب الموسمي، مما أسهم في خفض تكاليف مدخلات إنتاج محاصيل الحبوب^٥. وفي المقابل، ظلت أسعار الأسمدة الفوسفاتية عند مستويات مرتفعة نتيجة استمرار نقص إمدادات الكبريت واستمرار القيود التي تفرضها الصين على الصادرات، الأمر الذي من شأنه الإبقاء على ضغوط التكلفة مرتفعة على إنتاج المحاصيل الزيتية.

وانعكست هذه التطورات في حركة النقل البحري على أسعار السلع الأساسية، لا سيما في أسواق الطاقة. فقد بلغ متوسط سعر خام برنت نحو ٩٦,٧ دولارا للبرميل خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢١، بزيادة قدرها ٢٣,٣٪ مقارنة بالربع السابق، إذ إن تأثير المستويات المرتفعة للأسعار خلال شهري أبريل ومايو فاق التراجع الذي شهدته الأسعار في يونيو من عام ٢٠٢١ (شكل رقم ٤ - أ). كما أسهم الإلغاء التدريجي لتخفيضات الإنتاج الطوعية السابقة لتحالف أوبك+ في دعم هذا الانخفاض المؤقت خلال يونيو. إلا أن الأسعار عاودت الارتفاع مع بداية يوليو في أعقاب تجدد الأعمال العدائية. وتشير التوقعات إلى احتمال تراجع أسعار النفط تدريجيا حتى عام ٢٠٢٧، وإن كان اتساع نطاق التوقعات يعكس حالة عدم اليقين المرتبطة بأفاق الأسعار.

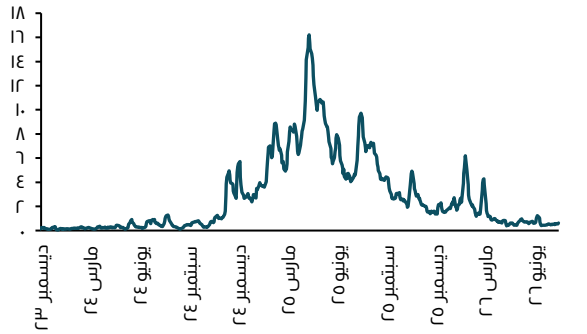
وبلغ متوسط أسعار الغاز الطبيعي نحو ٤٥,٧ يورو لكل ميغواط/ساعة خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢١، بزيادة قدرها ١٣,٨٪ مقارنة بالربع السابق، إذ جاء معدل ارتفاع الأسعار خلال الفترة الأولى من الربع أعلى من الانخفاض المحدود الذي شهدته في يونيو (شكل رقم ٤ - ب). ورغم بدء عودة تدفقات الغاز الطبيعي المسال عبر مضيق هرمز عقب الاتفاق المبرم في يونيو، فإنها ظلت أقل بكثير من مستوياتها قبل اندلاع الصراع. كما ساهمت الأضرار التي لحقت بالبنية التحتية الإقليمية للغاز الطبيعي المسال في زيادة حالة عدم اليقين المحيطة بأفاق الإمدادات على المدى المتوسط. ومع استمرار انخفاض مستويات مخزون الغاز في أوروبا قبل موسم الشتاء، يُتوقع أن تظل أسواق الغاز تعاني من قلة الإمدادات وعُرضة لمخاطر تجدد الاضطرابات على المدى القريب.

وبالنسبة لمصر، فإن ارتفاع الأسعار العالمية للنفط والغاز خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢١، إلى جانب تجدد التوترات الجيوسياسية، أعاد تأجيج المخاطر الصعودية المحيطة بالتضخم المستورد، وكذا الحساب الجاري، وأوضاع المالية العامة، لبيد جانبنا من التحسن الذي تحقق خلال شهر يونيو، بما في ذلك بالنسبة للقطاعات كثيفة الاستهلاك للغاز.

^٥ تشمل محاصيل الحبوب القمح والذرة والأرز.

تراجع حالة عدم اليقين إلى مستويات أقل بكثير عن ذروتها السابقة، فإن تجدد التصعيد يشير إلى أن المخاطر النزولية المحيطة بتدفقات الاستثمار، ولا سيما في اقتصادات الأسواق الناشئة، لا تزال قائمة ولم تتلاشَ بالكامل.

شكل رقم ٦
مؤشر عدم اليقين للسياسات التجارية العالمية*
مستوى المؤشر

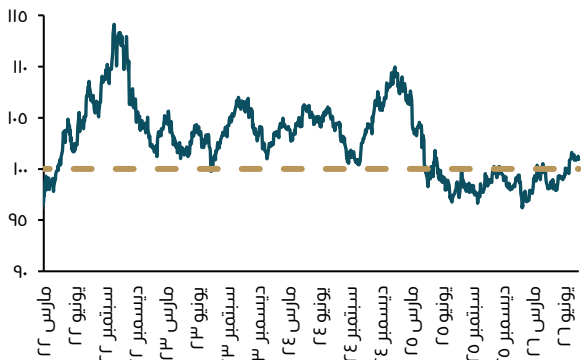


المصدر: بلومبرغ.
* يشير الارتفاع إلى تزايد حالة عدم اليقين المتعلقة بالسياسات التجارية العالمية. البيانات حتى ١٥ يوليو ٢٠٢١.

وفي ظل هذه التطورات، شهد الدولار الأمريكي بعض التقلبات خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢١، قبل أن يعزز من مكاسبه مع نهاية الربع، إذ ارتفع مؤشر الدولار الأمريكي (DXY) بنحو ٠,٩٪ مقارنة بالربع الأول من العام ذاته (شكل رقم ٧). ويُعزى هذا الارتفاع إلى زيادة الطلب على الدولار باعتباره ملاذًا آمنًا، مدعومًا باستمرار صلابته أداء الاقتصاد الأمريكي، إلى جانب قرار مجلس الاحتياطي الفيدرالي بالإبقاء على أسعار العائد دون تغيير.

شكل رقم ٧
مؤشر الدولار الأمريكي (DXY)*

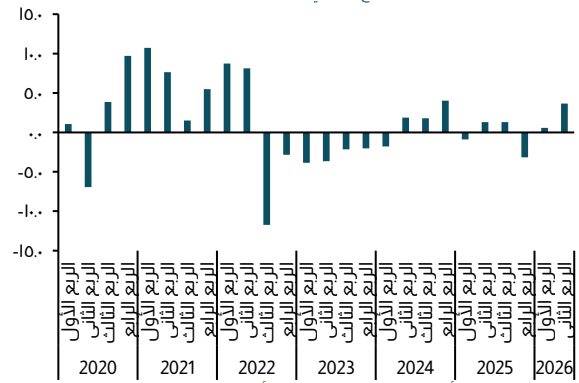
(مستوى المؤشر، الزيادة = ارتفاع قيمة الدولار والعكس صحيح)



المصدر: بلومبرغ.
* البيانات حتى ١٥ يوليو ٢٠٢١.

وبالمثل، اتسمت تطورات أسعار السلع الغذائية بالتباين بين مختلف المجموعات السلعية. فقد تسارع معدل النمو الربع سنوي لمؤشر منظمة الأغذية والزراعة لأسعار الغذاء (FAO Food Price Index) من ٠,٦٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢١ إلى ٣,٧٪ خلال الربع الثاني من العام ذاته (شكل رقم ٥)، حيث فاقت الزيادات الملحوظة في الأسعار خلال الفترة الأولى من الربع الانخفاض المحدود المسجل في يونيو. وفي الوقت نفسه، تراجعت أسعار القمح والذرة في يونيو ٢٠٢١ مدعومة بتحسين آفاق الإمدادات والتراجع المؤقت في أسعار الطاقة، مما أدى إلى انخفاض أسعار الحبوب، في حين ظلت أسعار الزيوت النباتية واللحوم عند مستويات مرتفعة.

شكل رقم ٥
مؤشر منظمة الأغذية والزراعة لأسعار الغذاء*
(النسبة المئوية، على أساس ربع سنوي)



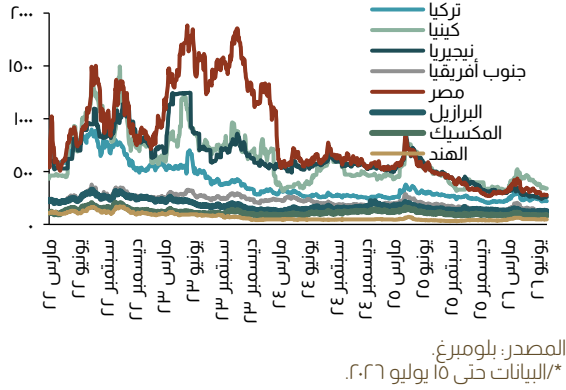
المصدر: منظمة الأغذية والزراعة التابعة للأمم المتحدة.
* البيانات حتى ٣ يوليو ٢٠٢١.

وبالنسبة للاقتصاد المصري، تشير هذه التطورات المتباينة إلى تفاوت آفاق التضخم المستورد المرتبط بالسلع الغذائية، إذ يسهم انخفاض أسعار الذرة والقمح خلال يونيو ٢٠٢١ في تخفيف الضغوط على فاتورة الواردات الغذائية وتكلفة دعم السلع الغذائية، في حين يظل ارتفاع أسعار الزيوت النباتية واللحوم، إلى جانب تجدد التوترات الجيوسياسية وزيادة تكاليف الشحن، مصدرا للمخاطر الصعودية بشأن تلك الآفاق.

وإلى جانب تطورات أسواق السلع الأساسية، أسهمت التطورات الجيوسياسية أيضا في تشكيل الأوضاع المالية والسياسات الاقتصادية العالمية خلال الربع. فقد تراجع مؤشر عدم اليقين بشأن السياسات التجارية العالمية خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢١ مقارنة بمستوياته المرتفعة المسجلة في الربع السابق، مدفوعا بالتقدم المُحرز في المفاوضات بين الولايات المتحدة وإيران، قبل أن يعاود ارتفاعه إثر تعثر المفاوضات في يوليو (شكل رقم ٦). ورغم

موديز تصنيفها عند Caa1 مع نظرة مستقبلية إيجابية، وذلك في ضوء استمرار تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي، والمرونة النسبية للاقتصاد الكلي رغم تصاعد التوترات الجيوسياسية الإقليمية.

شكل رقم ٩
فروق مبادلات مخاطر الائتمان (أجل خمس سنوات) في مصر ونظرائها*
(مستوى المؤشر)

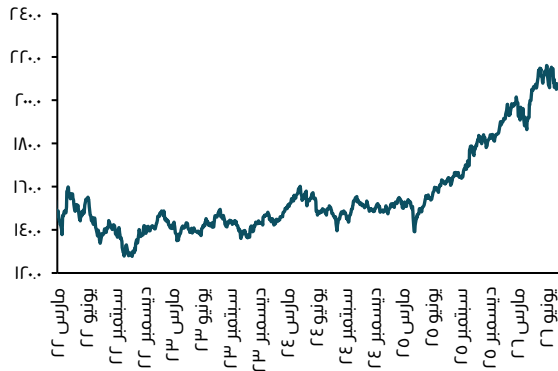


المصدر: بلومبرغ.
*/البيانات حتى ١٥ يوليو ٢٠٢٢.

وانعكاسا لهذه التطورات، تحسنت تدفقات رؤوس الأموال إلى اقتصادات الأسواق الناشئة خلال أوائل الربع الثاني من عام ٢٠٢٢ مع التراجع المؤقت في حدة التوترات الجيوسياسية، مما دعم معنويات المستثمرين. غير أن تعثر اتفاق وقف إطلاق النار وما أعقبه من تجدد الصراع أضعفا من شهية المستثمرين تجاه المخاطرة العالمية، مما أدى إلى تراجع طفيف في تدفقات رؤوس الأموال بنهاية الربع، وقد عزز هذا التراجع من ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي. ومع ذلك، ارتفع مؤشر تدفقات رؤوس الأموال إلى اقتصادات الأسواق الناشئة بنسبة ٧,٣٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٢ مقارنة بالربع الأول من العام ذاته (شكل رقم ١٠).

شكل رقم ١٠
مؤشر تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة*

(مستوى المؤشر، الزيادة = تدفقات إلى الأسواق والعكس صحيح)

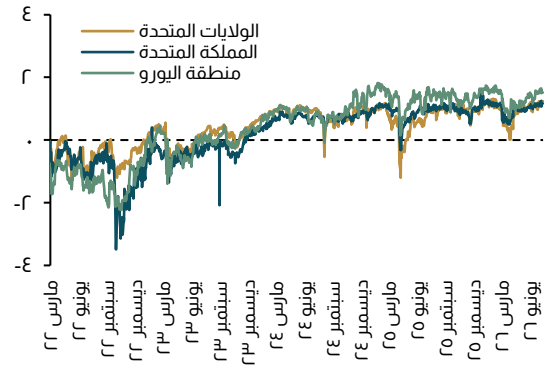


المصدر: بلومبرغ.
يعكس مؤشر تدفقات رؤوس الأموال في الأسواق الناشئة حركة التدفقات عبر هذه الأسواق، وقد تم حسابه استناداً إلى أربعة مؤشرات بأوزان مختلفة وهي: مؤشر السلع (غولدمان ساكس)، ومؤشر أسهم الأسواق الناشئة (MSCI)، ومؤشر فروق عوائد السندات (EMBI)، ومؤشر تداولات العائد على عملات الأسواق الناشئة.*
البيانات حتى ١٥ يوليو ٢٠٢٢.

وفي الوقت ذاته، ظلت الأوضاع المالية العالمية مستقرة بوجه عام خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٢ (شكل رقم ٨). ومع ذلك، ظلت حالة عدم اليقين الجيوسياسي المرتفعة تمثل مصدرا للمخاطر التي قد تؤثر سلبا على تدفقات رؤوس الأموال وتكاليف الاقتراض الخارجي بالنسبة لاقتصادات الأسواق الناشئة.

شكل رقم ٨
مؤشر الأوضاع المالية*

(الدرجة المعيارية (بيانات يومية، Z-score))

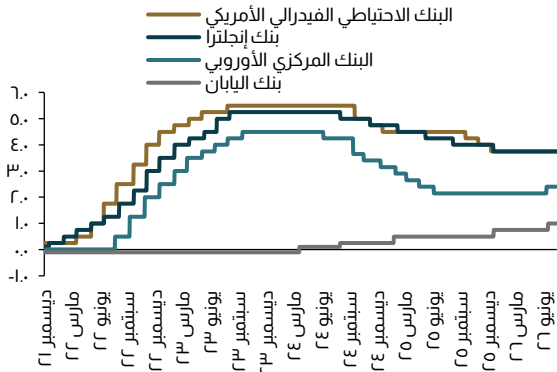


المصدر: بلومبرغ.
*/ القيم الموجبة تشير إلى أوضاع مالية أكثر تيسيرا والعكس صحيح. البيانات حتى ١٥ يوليو ٢٠٢٢.

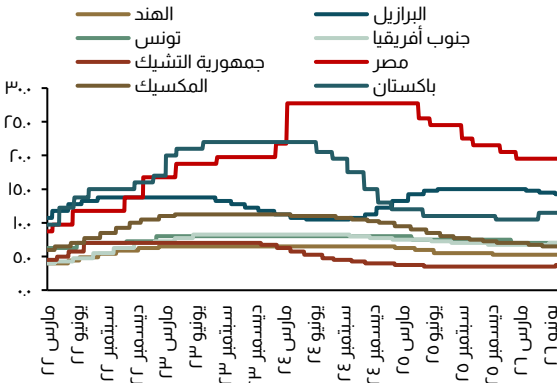
وخلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٢، سجلت فروق مبادلات مخاطر الائتمان (CDS) لاقتصادات الأسواق الناشئة انخفاضا بوجه عام، بما يعكس تحسن نظرة المستثمرين إزاء المخاطر السيادية وانخفاض علاوات المخاطر. وقد جاء هذا التراجع مدعوما بتحسّن شهية المستثمرين للمخاطر على المستوى العالمي، في ظل تراجع علاوات المخاطر المرتبطة بالتوترات الجيوسياسية. ورغم أن التطورات الجيوسياسية والتحولات في الأوضاع المالية العالمية أدت إلى بعض التقلبات المؤقتة خلال الربع ذاته، فإنها لم تغير الاتجاه العام النزولي في فروق مبادلات مخاطر الائتمان، والتي أنهت الربع الثاني عند مستويات أقل من تلك المسجلة في الربع الأول من عام ٢٠٢٢.

واتساقا مع الاتجاه السائد في اقتصادات الأسواق الناشئة، تراجعت فروق مبادلات مخاطر الائتمان لأجل خمس سنوات الخاصة بمصر على مدار الربع الثاني من عام ٢٠٢٢، مما يعكس انخفاض علاوات المخاطر السيادية واستمرار ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري (شكل رقم ٩). وقد عزز من هذا التطور تثبيت كل من وكالتي ستاندرد آند بورز وموديز التصنيف الائتماني السيادي لمصر خلال أبريل ٢٠٢٢. فقد أقيمت وكالة ستاندرد آند بورز على التصنيف السيادي عند مستوى B مع نظرة مستقبلية مستقرة، بينما أكدت وكالة

شكل رقم ١١
أسعار العائد في البنوك المركزية الرئيسية*
(نسبة مئوية)
(أ): الاقتصادات المتقدمة



ملحوظة: يشير سعر عائد البنك المركزي الأوروبي إلى سعر العائد على عمليات إعادة التمويل الرئيسية، ويشير سعر عائد بنك الاحتياطي الفيدرالي إلى الحد الأعلى للنطاق المستهدف لسعر العائد على الأموال الفيدرالية.
(ب): الاقتصادات الناشئة



المصدر: بلومبرغ.
*/البيانات حتى ١٥ يوليو ٢٠٢٦.

وفي هذا السياق، ظل توجه السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة متسما بالتشديد خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ (شكل رقم ١١ - أ). ففي حين أبقى كل من مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وبنك إنجلترا على أسعار العائد الأساسية دون تغيير، قام كل من البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان برفع أسعار العائد الأساسية بمقدار ٢٥ نقطة أساس خلال اجتماعيهما في يونيو ٢٠٢٦. وبوجه عام، استمرت قرارات السياسة النقدية في إعطاء الأولوية لاحتواء الضغوط التضخمية، في ظل تجدد المخاطر الصعودية المحيطة بالتضخم نتيجة تصاعد التوترات الجيوسياسية واحتمال انتقال آثارها غير المباشرة إلى الأسعار.

وعلى النقيض من ذلك، اتسمت توجهات السياسة النقدية في اقتصادات الأسواق الناشئة بقدر من التباين خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ (شكل رقم ١١ - ب). ففي حين واصلت بعض البنوك المركزية دورة التيسير النقدي، فضلت بنوك مركزية أخرى الإبقاء على أسعار العائد الأساسية دون تغيير أو تشديد السياسة النقدية، استجابة لاستمرار الضغوط التضخمية وارتفاع مستويات حالة عدم اليقين عالمياً.

وفي هذا الإطار، واصل البنك المركزي المصري اتباع نهج حذر في إدارة السياسة النقدية. فبعد خفض أسعار العائد الأساسية بمقدار ١٠٠ نقطة أساس في اجتماع ديسمبر ٢٠٢٥ وبمقدار ١٠٠ نقطة أساس أخرى في فبراير ٢٠٢٦، لتصل إلى ١٩,٥٪، قررت لجنة السياسة النقدية الإبقاء على أسعار العائد الأساسية دون تغيير في اجتماع يوليو ٢٠٢٦. ويعكس هذا القرار ضرورة الحفاظ على موقف نقدي يتسم بدرجة مناسبة من التقييد في ظل تصاعد حالة عدم اليقين، مع الاستمرار في المتابعة الدقيقة للتطورات المحلية، إلى جانب التطورات الإقليمية والعالمية المتغيرة.

وفي ضوء هذه التطورات، أسهم تحسن المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد المصري وتعزيز مصداقية السياسات الاقتصادية في زيادة قدرة الاقتصاد على مواجهة الصدمات الخارجية مقارنة بالفترة السابقة. ومع ذلك، تظل الآفاق المستقبلية رهينة الأوضاع الجيوسياسية في المنطقة، وما قد يترتب عليها من تداعيات على النمو الاقتصادي العالمي، وأسواق السلع الأساسية، والتجارة الدولية، وتدفقات رؤوس الأموال.

٢-١ التطورات المحلية

١-٢-١ تطورات معدلات التضخم

أهم التطورات:

- ارتفع معدل التضخم العام إلى ١٤,٦٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مقابل ١٣,٥٪ في الربع السابق. وجاء ذلك انعكاساً لتعديلات سعرية للسلع المحددة أسعارها إدارياً، فضلاً عن انتقال أثر الصدمات العالمية والتطورات الجيوسياسية الإقليمية.
- ارتفع معدل التضخم الأساسي إلى ١٤,٠٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مقابل ١٢,٦٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٦، متأثراً بالصدمات التي طالت بعض السلع الأساسية والخدمات.
- جاءت تطورات التضخم في الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ مدفوعة بشكل رئيسي بزيادة تضخم السلع الغذائية واستقرار تضخم السلع غير الغذائية.

يتناول هذا القسم بالعرض والتحليل آخر تطورات التضخم في مصر والعوامل الرئيسية التي أثرت على الأسعار المحلية. وتحديدًا، يستعرض اتجاهات التضخم العام والتضخم الأساسي، بالإضافة إلى تطورات تضخم السلع الغذائية وغير الغذائية، وكذا البنود الرئيسية المكونة للرقم القياسي لأسعار المستهلكين، مع إجراء تقييم للتحركات في الأسعار المحلية والعالمية.

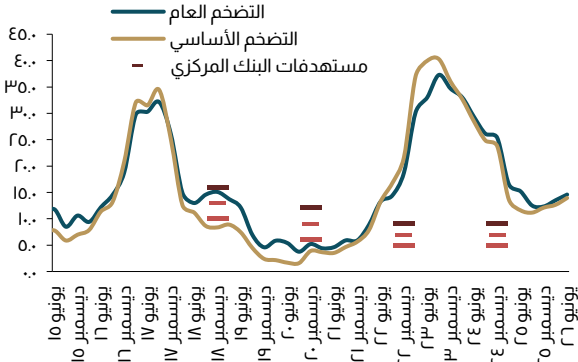
ارتفع المعدل السنوي للتضخم العام خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ إلى ١٤,٦٪ مقابل ١٣,٥٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مدفوعاً بارتفاع أسعار السلع الغذائية، في حين ظلت معدلات تضخم السلع غير الغذائية مستقرة إلى حد كبير. ويُعزى ارتفاع تضخم السلع الغذائية إلى الصدمات المؤقتة التي أثرت على كلٍ من السلع الغذائية الأساسية والخضروات والفواكه الطازجة، مثل موسم الحصاد الجديد، إلى جانب العوامل الموسمية المرتبطة بعيد الأضحى. وفي المقابل، استقر تضخم السلع غير الغذائية، إذ أدى التباطؤ المستمر في أسعار السلع المحددة أسعارها إدارياً والسلع الاستهلاكية إلى الحد من أثر الزيادة في تضخم الخدمات.

وعلى غرار التضخم العام، ارتفع المعدل السنوي للتضخم الأساسي إلى ١٤,٠٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ مقابل ١٢,٦٪ في الربع السابق (شكل رقم ١٢). وجاء هذا الارتفاع مدفوعاً بشكل رئيسي بزيادة تضخم السلع الغذائية الأساسية والخدمات، والذي فاق التراجع في تضخم السلع الاستهلاكية.

شكل رقم ١٢

التضخم العام والأساسي*

(نسبة مئوية، معدل ربع سنوي، تغير سنوي)

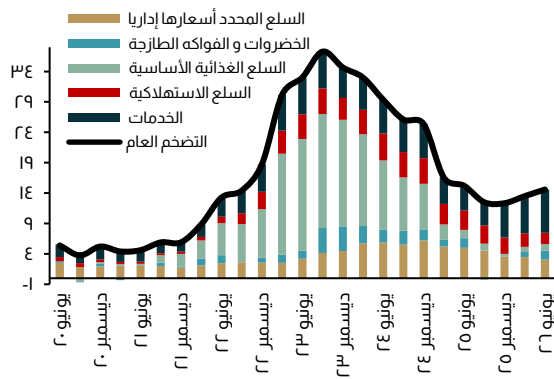


المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء؛ والبنك المركزي المصري.
* معدل التضخم الأساسي هو معدل التضخم العام مستبعداً منه السلع والخدمات المحددة أسعارها إدارياً والخضروات والفواكه الطازجة.

أظهرت تطورات التضخم العام الشهري خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ تباطؤاً واسع النطاق في وتيرة ارتفاع الأسعار، بالتزامن مع تراجع تضخم السلع الغذائية. ويُعزى هذا التراجع بشكل رئيسي إلى الانخفاضات الحادة في أسعار الدواجن وبيض المائدة (شكل رقم ١٣). وبناء عليه، سجل تضخم السلع الغذائية الشهري معدلات سلبية في كل من أبريل ويونيو ٢٠٢٦، وهو ما حد من الارتفاع المؤقت المسجل في مايو، والذي يرجح أنه ارتبط بالعوامل الموسمية الزراعية. ونتيجة لذلك، مارست أسعار السلع الغذائية ضغوطاً نزولية على التضخم العام مقارنة بالارتفاع المسجل خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦. وعلى أساس ربع سنوي، تباطأ تضخم السلع الغذائية إلى ٣,٩٪ في الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ مقابل ٤,٤٪ في الربع الأول، إلا أنه ظل أعلى من المستوى البالغ ١,٤٪ المسجل في الربع الثاني من عام ٢٠٢٥، مدفوعاً بارتفاع أسعار اللحوم الحمراء والخضروات خلال هذا الربع.

تأثر تضخم السلع المحددة أسعارها إداريا بارتفاع أسعار الطاقة والتبغ وخدمات النقل. كما ساهم تضخم مجموعتي الخضروات والفواكه الطازجة والسلع الغذائية الأساسية بشكل ملحوظ في معدل التضخم العام مقارنة بالربع السابق، ليسهما معا بنحو ٢,٥٧ نقطة مئوية، بينما واصل تضخم السلع الاستهلاكية تباطؤه، ليسهم بنحو ١,٨٢ نقطة مئوية في معدل التضخم العام خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦.

شكل رقم ١٤
تحليل التضخم العام، على أساس تغير سنوي
(نقطة مئوية، متوسط الربع)

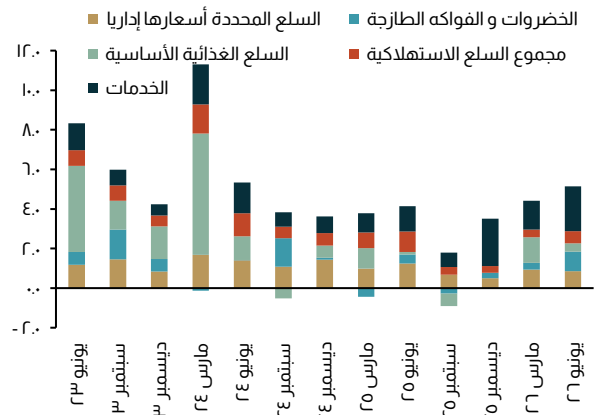


المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، والبنك المركزي المصري.

ارتفع معدل التضخم السنوي للسلع الغذائية إلى ٦,٦٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ مقابل ٤,١٪ في الربع السابق، إذ ارتفع تضخم مجموعتي الخضروات والفواكه الطازجة والسلع الغذائية الأساسية إلى ٢٢,٩٪ و ٣,٧٪ في الربع الثاني مقابل ١٣,٥٪ و ٢,٦٪ في الربع الأول من ٢٠٢٦، على الترتيب. ويُعزى ذلك إلى الارتفاع الحاد في أسعار الخضروات الطازجة، رغم استمرار تراجع أسعار الفواكه الطازجة للربع الثاني على التوالي.

وفي المقابل، ظل معدل التضخم السنوي للسلع غير الغذائية مستقرا إلى حد كبير عند ١٩,٧٪ في الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مقابل ١٩,٨٪ في الربع السابق، كما استقر حول مستوى ٢٠٪ منذ مطلع عام ٢٠٢٥، بما يعكس استمرار الضغوط التضخمية الناشئة عن السلع غير الغذائية، ولا سيما الخدمات (شكل رقم ١٥).

شكل رقم ١٣
تحليل التضخم العام، على أساس تغير ربع السنوي
(نقطة مئوية، متوسط الربع)

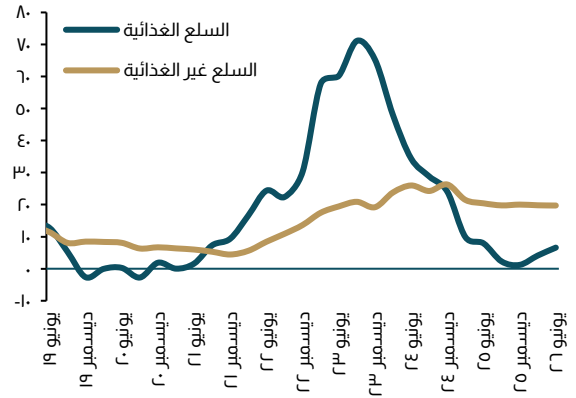


المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، والبنك المركزي المصري.

وفيما يتعلق بمعدل تضخم السلع غير الغذائية، ظلت الخدمات المساهم الرئيسي في المعدل الشهري للتضخم العام خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ (شكل رقم ١٣). ويُعزى ذلك بشكل رئيسي إلى: (١) ارتفاع الإيجارات بنسبة ١١,٦٪ على أساس ربع سنوي مقابل ٦,٠٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٦، وهو ما يُرجح أنه يعكس استمرار انتقال أثر التعديلات السابقة على قانون الإيجار القديم؛ (٢) زيادة رسوم خدمات الإنترنت الثابت (ADSL) والإنترنت عبر الهاتف المحمول بنسبة ١٢,٥٪ في مايو ٢٠٢٦؛ (٣) الارتفاعات الموسمية في تكاليف رحلات الحج والعمرة تزامنا مع عيد الأضحى؛ (٤) زيادة الإنفاق على المطاعم والمقاهي، بما قد يعكس الأثر المتأخر لزيادات أسعار أسطوانات البوتاجاز والغاز الطبيعي التي أقرت في مارس ٢٠٢٦. وفيما يتعلق بالسلع المحددة أسعارها إداريا، ارتفعت أسعار الكهرباء بنسبة ٢,١٪ في مايو ٢٠٢٦، نتيجة لتعديل تعريف الكهرباء لشريحة الاستهلاك المنزلي الأعلى، والذي أُعلن عنه في أبريل ٢٠٢٦. ونتيجة لذلك، تسارع معدل تضخم السلع غير الغذائية على أساس ربع سنوي إلى ٥,٩٪ في الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ مقابل ٤,٤٪ في الربع السابق.

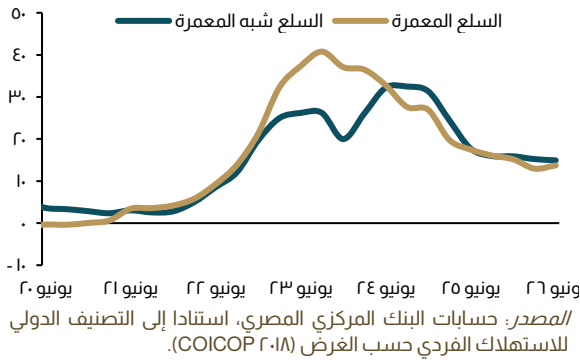
وعلى أساس سنوي، سجل معدل التضخم العام ١٤,٦٪ في الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مدفوعا بشكل رئيسي بتضخم الخدمات، الذي ساهم بنحو ٧,١٢ نقطة مئوية، بما يمثل ما يقارب نصف معدل التضخم العام (شكل رقم ١٤). وجاءت السلع المحددة أسعارها إداريا في المرتبة الثانية، مساهمة بنحو ٣,٠٨ نقطة مئوية في المعدل السنوي للتضخم العام. واستمر تضخم الخدمات متأثرا بارتفاع الإيجارات، في حين

شكل رقم ١٥

تضخم السلع الغذائية وغير الغذائية
(نسبة مئوية، معدل ربع سنوي، تغير سنوي)

المصدر: البنك المركزي المصري؛ والجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

شكل رقم ١٦

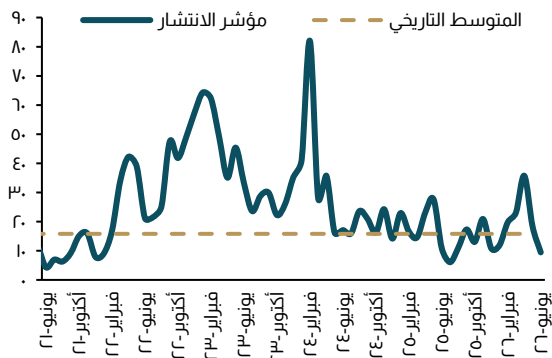
تضخم السلع المعمرة والسلع شبه المعمرة
(نسبة مئوية، معدل ربع سنوي، تغير سنوي)

المصدر: حسابات البنك المركزي المصري، استناداً إلى التصنيف الدولي للاستهلاك الفردي حسب الغرض (٢٠١٨ COICOP).

يستخدم البنك المركزي المصري مؤشر انتشار (diffusion index) لرصد مدى انتشار معدلات الزيادة في أسعار السلع والخدمات المكونة لسلة المستهلكين، وذلك من خلال قياس نسبة البنود التي يتجاوز معدل تضخمها الشهري ٢٪ من إجمالي سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين (شكل رقم ١٧). فعلى الرغم من ارتفاع المؤشر بشكل مؤقت إلى ٣٥,٧٪ في أبريل، سرعان ما تراجع ليسجل ١٨,٤٪ في مايو ثم ٩,٤٪ في يونيو ٢٠٢٠، وهو أدنى معدل له منذ منتصف عام ٢٠٢٥. ويشير ذلك إلى انحسار الضغوط التضخمية، ويؤكد الطابع الموسمي والمؤقت للصدمات التي شهدتها الربع الأول من عام ٢٠٢٠.

شكل رقم ١٧
مؤشر الانتشار

(عدد السلع التي يتجاوز معدل تضخمها الشهري ٢٪ نسبة إلى إجمالي سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، على أساس شهري)



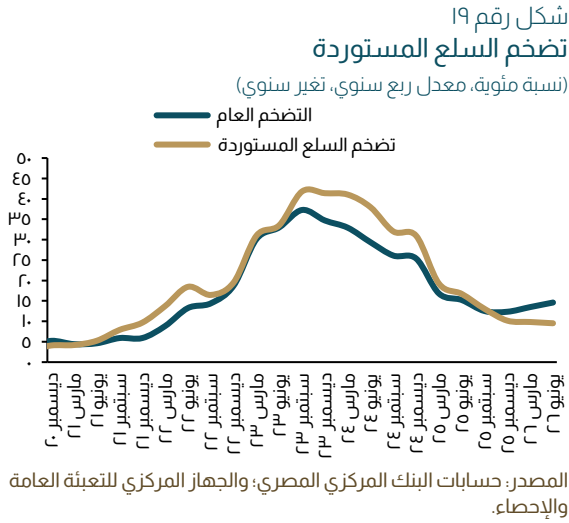
المصدر: البنك المركزي المصري.

وارتفع المعدل السنوي لتضخم السلع المعمرة^٦ إلى ١٣,٧٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٠، مقابل ١٣,٠٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٠ (شكل رقم ١٦). ويعكس هذا الارتفاع التطورات غير المواتية في سعر الصرف والمرتبطة بالتوترات الإقليمية خلال شهري أبريل ومايو ٢٠٢٠، والتي مارست ضغوطاً تصاعدية على أسعار الأجهزة المنزلية المستوردة. إلا أن هذا الأثر كان في الأغلب مؤقتاً، إذ تراجع معدل التضخم الشهري للسلع المعمرة في يونيو ٢٠٢٠، متأثراً بانحسار الصراع الإقليمي خلال تلك الفترة. وفي المقابل، واصل المعدل السنوي لتضخم السلع شبه المعمرة^٧ مساره النزولي، ليسجل ١٤,٩٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٠، مقابل ١٥,٢٪ في الربع السابق. وذلك انساقاً مع تباطؤ تضخم السلع الاستهلاكية، نظراً لأن السلع شبه المعمرة في معظمها سلع استهلاكية.

^٦ السلع شبه المعمرة هي منتجات استهلاكية لا تتسم بسرعة التلف، ويتجاوز عمرها الافتراضي ثلاث سنوات، وتشمل على سبيل المثال السيارات ومعدات الاتصالات والأجهزة المنزلية والأثاث. وتمثل هذه الفئة نحو ١,٥٪ من سلة الرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين في الحضر.

^٧ السلع المعمرة هي منتجات استهلاكية لا تتسم بسرعة التلف، ويتجاوز عمرها الافتراضي ثلاث سنوات، وتشمل على سبيل المثال السيارات ومعدات الاتصالات والأجهزة المنزلية والأثاث. وتمثل هذه الفئة نحو ١,٥٪ من سلة الرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين في الحضر.

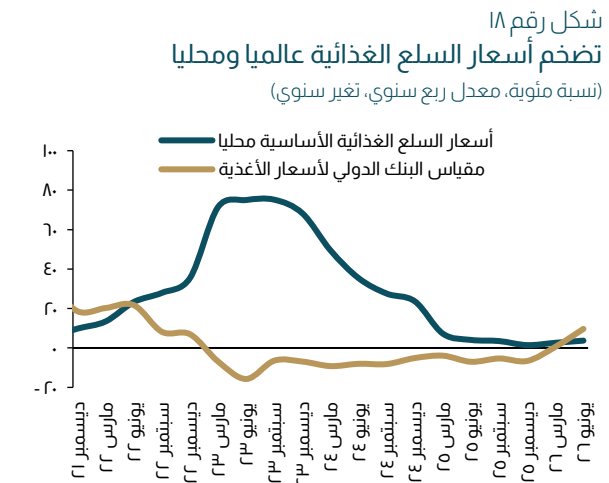
الضغوط التضخمية الناجمة عن السلع المستوردة محدودة بوجه عام (انظر إلى إطار رقم ١ للاطلاع على تحليل تفصيلي لانتقال أثر تحركات سعر الصرف إلى التضخم المحلي).



ولضمان التحليل السريع لمستجدات التضخم، يعد البنك المركزي المصري تقديرات آنية (Nowcasts) لمعدلات التضخم قبل صدورها رسمياً، وذلك بالاعتماد على أسعار السلع المتاحة عبر الإنترنت والتي تحاكي تكوين سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين الصادر عن الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، مع تغطية عدد أكبر من الأصناف. وقد عكست هذه التقديرات الاتجاه العام لتحركات الأسعار الرسمية بدرجة كبيرة، ولكن لا تزال هناك بعض الفترات التي تتسم ببعض التباين بين المؤشر الرسمي والتقديرات الآنية.

فخلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٠، أشارت التقديرات الآنية إلى ارتفاع معدل التضخم العام إلى ٣,٤٪ على أساس ربع سنوي مقارنة بمعدل ٠,٦٪ في الربع السابق، في حين ارتفعت البيانات الرسمية أيضاً ولكن عند مستوى أعلى إذ بلغت ٥,١٪ مقابل ٤,٤٪ في الربع السابق. ويأتي هذا التباين بسبب ارتفاع أسعار النقل في أبريل، وزيادة تكاليف رحلات الحج والعمرة في يونيو، والإيجارات خلال الربع الثاني، لأن التقديرات الآنية تعتمد على توافر الأسعار عبر الإنترنت، وهو ما يصعب الحصول عليه في حالة أسعار الخدمات.

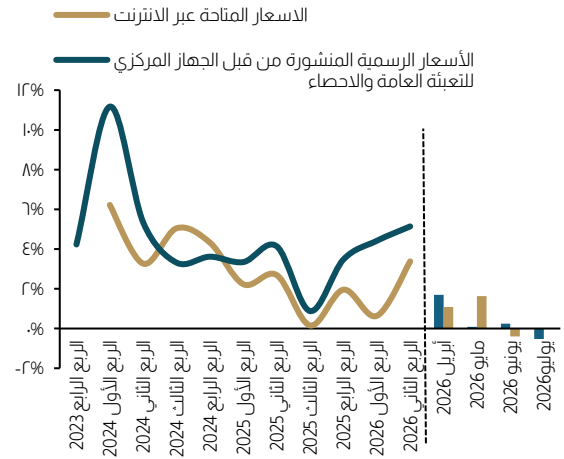
وارتفع المعدل السنوي لتضخم السلع الغذائية الأساسية المحلية إلى ٣,٧٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٠، مقابل ٢,٦٪ في الربع الأول من العام. كذلك، ارتفعت الأسعار العالمية للسلع الغذائية من ٠,٦٪ في الربع الأول إلى ٩,٧٪ في الربع الثاني من ٢٠٢٠، مدفوعة بارتفاع حاد في الأسعار العالمية للزيوت النباتية والتي تأثرت بارتفاع أسعار خام البترول، إذ إنها تستخدم في إنتاج الوقود الحيوي، وهو مصدر بديل للطاقة (شكل رقم ١٨). ولكن التدقيق يكشف أن ارتفاع أسعار السلع الغذائية الأساسية المحلية في الربع الثاني من عام ٢٠٢٠ جاء مدفوعاً بعوامل محلية، بما في ذلك الأعياد والمناسبات الموسمية والظروف الجوية غير المواتية. وذلك على خلاف فترات سابقة (مثل ٢٠٢٢-٢٠٢٣) والتي كان فيها ارتفاع الأسعار المحلية مدفوعاً في المقام الأول بتطورات الأسواق العالمية للغذاء، بالإضافة إلى انخفاض سعر الصرف الذي فاقم من تلك الضغوط التضخمية.



وظل معدل تضخم السلع المستوردة مستقرًا عند ٩,٥٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٠ مقابل ٩,٨٪ في الربع الأول من العام (شكل رقم ١٩). ورغم أن تضخم السلع المستوردة والتضخم العام يتبعان عادة اتجاهًا واحدًا، فإن تسارع التضخم العام خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٠ لم يكن مدفوعاً بارتفاع مماثل في تضخم السلع المستوردة. ويتسق هذا التباين مع الطابع المحلي للضغوط التضخمية خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٠، إذ جاء ارتفاع معدل التضخم العام مدفوعاً بصورة رئيسية بتضخم الخدمات، والأنماط الموسمية المرتبطة بعيد الأضحى، إلى جانب التأثيرات غير المباشرة لآخر تعديلات سعرية للوقود، في حين ظلت

وفيما يتعلق بالتقديرات الآنية لشهر يوليو ٢٠٢٦، فإنها تشير إلى انكماش بنسبة ٠,٥٪ في معدل التضخم العام الشهري مدفوعا بانخفاض أسعار السلع الغذائية، وخاصة الدواجن والخضروات (شكل رقم ٢٠).

شكل رقم ٢٠
التقديرات الآنية للتضخم العام (Nowcasts)
(نسبة مئوية، معدل ربع سنوي)



//المصدر: حسابات البنك المركزي المصري؛ والجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

انظر إلى إطار رقم ٢ في تقرير السياسة النقدية للربع الأول من عام ٢٠٢٥.

إطار رقم ١ : انتقال أثر تحركات سعر الصرف إلى التضخم في مصر

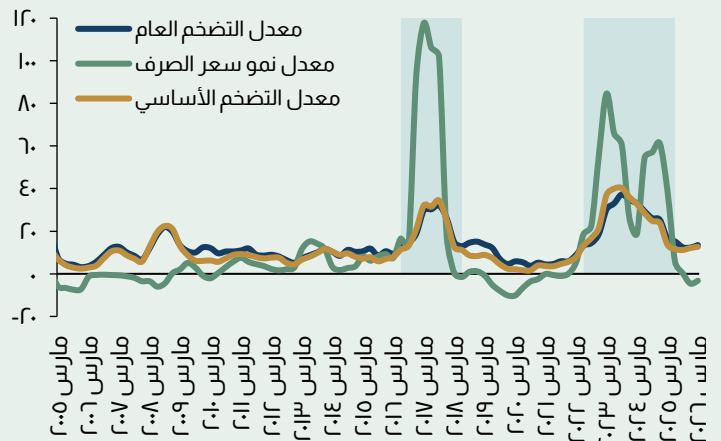
غالبا ما يتأثر التضخم في اقتصادات الأسواق الناشئة بتحركات سعر الصرف، وهو ما يعكس الدور المهم للسلع ومستلزمات الإنتاج المستوردة في الاستهلاك والإنتاج المحليين. ومن ثم، فإن فهم حجم وتوقيت انتقال أثر تحركات سعر الصرف إلى التضخم يُعد أمرا ضروريا للتنبؤ بالتضخم وتحليل السياسة النقدية، لا سيما في ظل جهود البنك المركزي المصري التي ترمي إلى تعزيز إطار استهداف التضخم وتطوير أدواته التحليلية. وعليه، يتناول هذا الإطار بالتحليل العلاقة بين سعر الصرف والتضخم من خلال تقدير انتقال أثر تحركات سعر الصرف إلى مختلف مجموعات السلع والخدمات في سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، بما يوفر فهما أكثر عمقا وتفصيلا لكيفية انتقال صدمات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية.

١- العلاقة بين سعر الصرف والتضخم

وتظهر العلاقة بين تحركات سعر الصرف والتضخم في مصر بوضوح خلال الفترة من الربع الأول من عام ٢٠٠٥ إلى الربع الأول من عام ٢٠٢٦ (شكل أ). فقد تزامنت فترات الانخفاض في قيمة العملة المحلية، ولا سيما خلال ٢٠١٦-٢٠١٧ و ٢٠٢٣-٢٠٢٤، مع ارتفاعات في معدلات التضخم. وتعكس هذه العلاقة عدة قنوات ينتقل من خلالها أثر تحركات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية، بما في ذلك الانتقال المباشر إلى أسعار السلع الاستهلاكية المستوردة، وارتفاع تكاليف الإنتاج نتيجة زيادة تكلفة مستلزمات الإنتاج الوسيطة المستوردة، فضلا عن الآثار غير المباشرة من خلال توقعات التضخم وسلوك الشركات في تسعير منتجاتها. ومع ذلك، فقد تزامنت هذه الفترات أيضا مع صدمات خارجية من جانب العرض، وعوامل محلية مؤثرة في جانب العرض، وتعديلات في السلع والخدمات المحددة أسعارها إداريا، إلى جانب إجراءات إصلاحية أوسع نطاقا. وعلى الرغم من أن التزامن الملحوظ في تحركات المتغيرين يشير إلى وجود علاقة قوية بين سعر الصرف والتضخم، فإن إجراء تحليل قياسي يظل ضروريا لتحديد وقياس أثر تحركات سعر الصرف على ديناميكيات التضخم.

ولأجل قياس هذه العلاقة، تم تقدير نموذج متجه الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR)^١ باستخدام بيانات ربع سنوية تغطي الفترة من الربع الأول من عام ٢٠٠٥ إلى الربع الأول من عام ٢٠٢٦. وقد تم اختيار النموذج استنادا إلى الاختبارات التشخيصية القياسية، بما في ذلك اختبار استقرار بنية النموذج. واتساقا مع الأدبيات ذات الصلة، يتضمن النموذج أربعة متغيرات داخلية، هي: التضخم (على أساس سنوي)، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (على أساس سنوي)، وسعر العائد لليلة واحدة، ومعدل نمو سعر الصرف الاسمي (على أساس سنوي)^٢. ويقم التحليل انتقال أثر تحركات سعر الصرف إلى التضخم عبر ثلاثة أبعاد رئيسية، هي: (١) متوسط الأثر خلال عام واحد، والذي يقيس أثر صدمة سعر الصرف على التضخم خلال السنة الأولى التالية للصدمة؛ (٢) وذروة الأثر، التي تقيس توقيت وحجم أقصى استجابة؛ (٣) ومدة الأثر، التي تقيس الفترة الزمنية التي تستمر خلالها الآثار قبل أن تتلاشى تدريجيا.

شكل أ
تطور التضخم العام والتضخم الأساسي وسعر الصرف
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: حسابات البنك المركزي المصري.

٢- الأدلة التجريبية

وعلى الرغم من أن تحركات سعر الصرف تؤثر على التضخم في مصر، فإن انتقال هذا الأثر يتحقق تدريجيا (شكل ب). وتشير دوال الاستجابة للصدمات^٣ إلى أن انخفاض قيمة العملة بنسبة ١٪ يؤدي إلى زيادة المعدل السنوي للتضخم العام بمقدار ٠,١٨ نقطة مئوية في المتوسط (بما يتراوح من ٠,١٢ إلى ٠,٢٤ نقطة مئوية عند مستوى ثقة ٩٥٪) خلال السنة الأولى التالية للصدمة. ويبدأ أثر الصدمة في الظهور بالتزامن مع وقوعها، ويبلغ ذروته بعد حوالي تسعة أشهر من وقوعها. ويظهر المعدل السنوي للتضخم الأساسي انتقالا أعلى بشكل طفيف لأثر تحركات سعر الصرف، إذ يسجل زيادة قدرها ٠,٢٠ نقطة مئوية في المتوسط مقابل كل انخفاض في قيمة العملة بنسبة ١٪ خلال السنة الأولى التالية للصدمة. وبذلك، تكون استجابة التضخم العام أقل حدة، نظرا إلى اشتماله على بنود مثل الفواكه والخضروات الطازجة والسلع والخدمات المحددة أسعارها إداريا، والتي لا تستجيب لتحركات سعر الصرف بشكل مباشر، وإنما تتحدد بعوامل أخرى تتعلق بديناميكيات السوق أو الأطر التنظيمية.

^١ تم وضع المنهجية المستخدمة في هذه الدراسة بالتعاون مع بنك إنجلترا المركزي في إطار برنامج المساعدة الفنية.

^٢ جرى تحديد الترتيب التكراري في نموذج SVAR باستخدام اختبارات غرانجر للسببية. وقد دعمت النتائج الترتيب التالي للمتغيرات: معدل نمو سعر الصرف الاسمي، والتضخم الأساسي، وسعر العائد لليلة واحدة، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

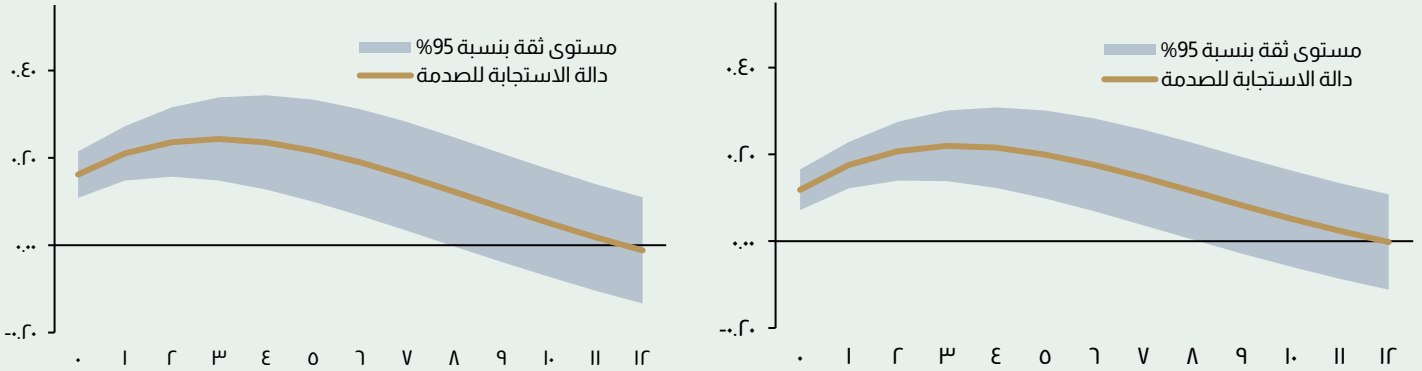
^٣ تمثل دالة الاستجابة للنبضات (Impulse response function - IRF) أداة تحليلية تستخدم لتتبع استجابة متغيرات نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) عبر الزمن لصدمة تطرأ على أحد متغيرات النموذج.

ومنذ التحول إلى نظام سعر صرف أكثر مرونة، شهد الاقتصاد المصري تغيرات تدريجية وأقل حدة في سعر الصرف، وهو ما قد يشير إلى أن درجة انتقال أثر تحركات سعر الصرف إلى التضخم ستكون أقل خلال الفترات المقبلة. ويتسق ذلك مع الأدبيات الاقتصادية التي تشير إلى أن البلدان التي تتبنى نظاماً أكثر مرونة لسعر الصرف تميل إلى تسجيل مستويات أقل من انتقال أثر تحركات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية.^٤

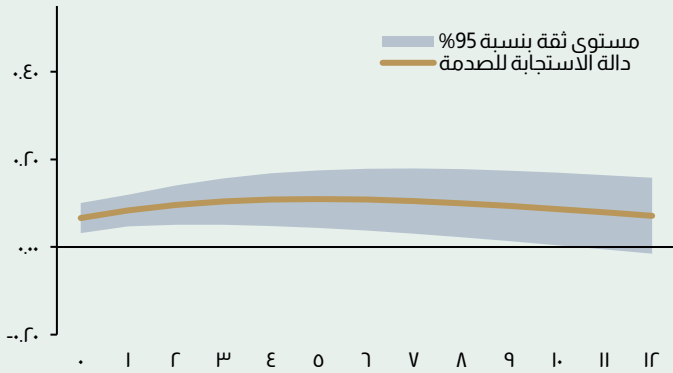
شكل ب

انتقال أثر تحركات سعر الصرف إلى مقاييس التضخم المختلفة: الاستجابة لانخفاض قيمة العملة بنسبة ١٪ (نقطة مئوية)

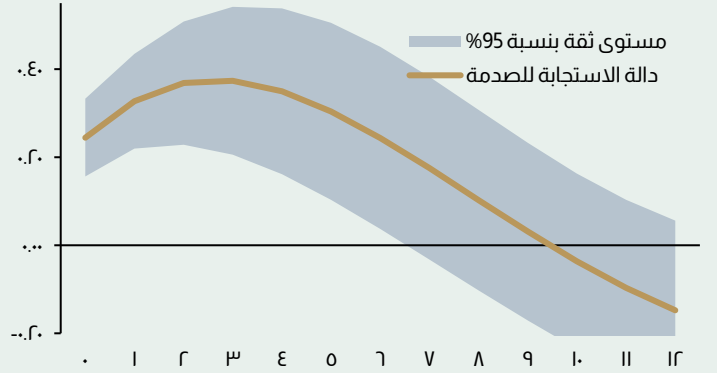
شكل ب.١.
التضخم العام



شكل ب.٣.
تضخم الخدمات



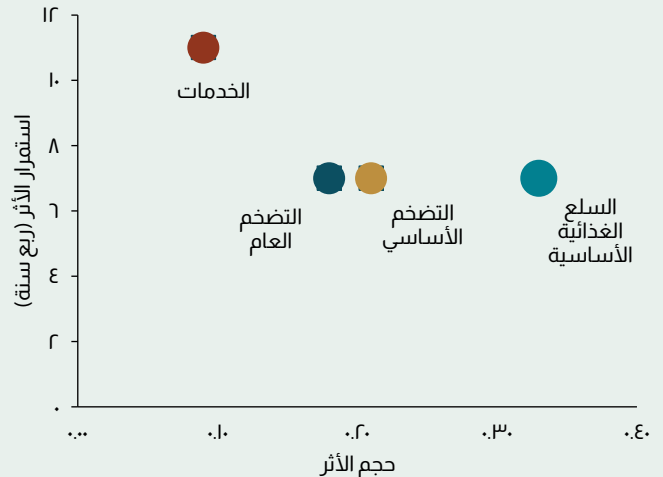
شكل ب.٤.
تضخم السلع الغذائية الأساسية



المصدر: تقديرات البنك المركزي المصري. ملاحظات: (١) يمثل المحور الأفقي في رسوم دوال الاستجابة للصدمات (IRF) الأفق الزمني، مقاساً بالأرباع السنوية، بينما يمثل المحور الرأسي حجم استجابة التضخم لانخفاض قيمة العملة بنسبة ١٪. (٢) تشير السلع الغذائية الأساسية إلى السلع الغذائية باستبعاد الفواكه والخضروات الطازجة.

شكل ج

استجابة مكونات الرقم القياسي لأسعار المستهلكين لانخفاض قيمة العملة بنسبة ١٪ (نقطة مئوية)



المصدر: تقديرات البنك المركزي المصري.

وتفاوتت استجابة مكونات الرقم القياسي لأسعار المستهلكين المختلفة إزاء صدمات سعر الصرف. ففي حين تُظهر مكونات معينة درجة أكبر من انتقال أثر تحركات سعر الصرف في المراحل الأولى، مع تلاشي هذا الأثر بوتيرة أسرع، تشهد مكونات أخرى تأثيراً أكثر اعتدالاً لكنه يستمر لفترة زمنية أطول. ويُظهر تضخم السلع الغذائية الأساسية أقوى استجابة، إذ يبدأ الأثر في الظهور بعد فترة وجيزة من وقوع الصدمة، ثم يتلاشى خلال أقل من سنتين. وفي المقابل، تُظهر المكونات غير الغذائية استجابات أكثر اعتدالاً، ولكنها تتسم بدرجة أكبر من الاستمرارية. وعلى وجه الخصوص، تستجيب الخدمات لصدمات سعر الصرف بدرجة أقل مقارنة بتضخم السلع الغذائية الأساسية، إلا أن هذا الأثر يمتد لفترة تتجاوز السنتين بعد وقوع الصدمة (شكل ج). ومن ناحية أخرى، لا يُظهر تضخم الفواكه والخضروات الطازجة استجابة معنوية إحصائية لتحركات سعر الصرف، إذ تتحدد أسعار هذه المجموعة بعوامل أخرى مرتبطة بدناميكيات السوق. وبالمثل، يتحدد تضخم السلع والخدمات المحددة أسعارها إدارياً بعوامل مختلفة.^٦

^٤ Kemoe, L., Mbohoun, M., Mighri, H., & Quayyum, S. N. (٢٠٢٤). Effect of Exchange Rate Movements on Inflation in Sub-Saharan Africa. IMF Working Paper No. ٢٠٢٤/٠٩٩. Ha, J., Stocker, M., & Yilmazkuday, H. (٢٠١٩). Inflation and Exchange Rate Pass-through. World Bank Policy Research Working Paper, (١٧٨٠).

^٥ تمثل الخدمات نحو نصف الوزن النسبي لسلع السلع غير الغذائية، ومن ثم فإنها تشكل إلى حد كبير الاستجابة الإجمالية لهذه السلعة.

^٦ أجريت اختبارات متانة (Robustness) باستخدام صيغ قياسية بديلة، بما في ذلك تحليلات انحدار بأسلوب Campa-Goldberg ونماذج متجه الانحدار الذاتي الخارجي (VARX) التي تأخذ في اعتبارها صدمات جانب العرض. وقد جاءت النتائج متسقة عبر الصيغ المختلفة.

٢-٢-١ القطاع الحقيقي

أهم التطورات:

- من المرجح أن تظل الضغوط التضخمية الناجمة عن جانب الطلب محدودة على المدى القصير طبقا لتقديرات مسار فجوة الناتج، مدعومة باستمرار الأوضاع النقدية التقييدية.
- تشير التقديرات الآتية للبنك المركزي المصري للربع الثاني من عام ٢٠٢٦ إلى استمرار التباطؤ في النشاط الاقتصادي، مع توقع أن يسجل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي نحو ٤,٥٪، وعليه، يتوقع البنك المركزي أن يبلغ متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي نحو ٥,٠٪ خلال العام المالي ٢٠٢٦/٢٠٢٥.

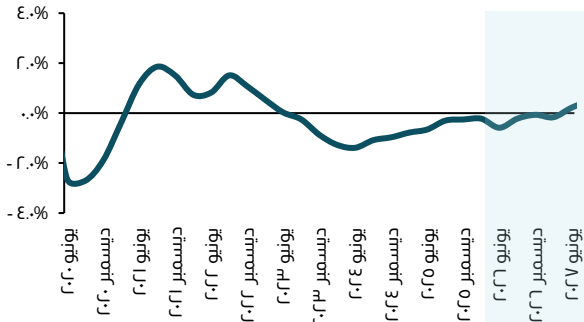
- سجل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق معدل نمو بلغ ٥,٠٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقارنة بنحو ٤,٨٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥.
- سجل معدل البطالة ٦,٠٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ٦,٣٪ خلال الربع المناظر من عام ٢٠٢٥. وفي الوقت ذاته، تباطأ معدل النمو السنوي للأجور الحقيقية بشكل ملحوظ ليسجل ١,٣٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ١١,٠٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥، وذلك في ظل تباطؤ نمو الأجور الاسمية والارتفاع الطفيف في معدل التضخم.

وفيما يلي، يتناول التحليل المؤشرات عالية التواتر التي يستخدمها البنك المركزي المصري في حساب التقديرات الآتية للربع الثاني من عام ٢٠٢٦، ثم يستعرض التطورات الفعلية للناتج المحلي الإجمالي وسوق العمل للربع الأول من العام نفسه.

وبينما تشير التقديرات إلى أن فجوة الناتج لا تزال سالبة، من المتوقع أن يصل النشاط الاقتصادي إلى طاقته الإنتاجية القصوى خلال النصف الأول من عام ٢٠٢٧ (شكل رقم ٢١). وبالتالي، من المنتظر أن تظل الضغوط التضخمية من جانب الطلب محدودة لفترة زمنية أطول مما كان متوقعا سابقا، مدعومة بالسياسة النقدية السائدة.

شكل رقم ٢١
فجوة الناتج^٨

(كنسبة من الطاقة الإنتاجية القصوى)



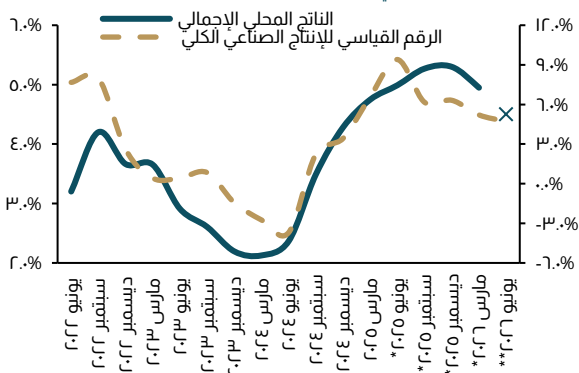
المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية؛ وحسابات البنك المركزي المصري.

تشير التقديرات الآتية للبنك المركزي المصري للربع الثاني من عام ٢٠٢٦ إلى أنه من المتوقع أن يسجل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الإنتاج معدل نمو يقارب ٤,٥٪، وذلك استنادا إلى المؤشرات عالية التواتر للنشاط الاقتصادي، مثل الرقم القياسي للإنتاج الصناعي الكلي (شكل رقم ٢٢). ويرصد هذا المؤشر المركب نحو ٦٠٪ من النشاط الاقتصادي القطاعي، مما يوفر تقديرا مبدئيا موثوقا لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، في حين ترصد المؤشرات الأخرى النشاط الاقتصادي لقطاعات بعينها.

شكل رقم ٢٢

الرقم القياسي للإنتاج الصناعي الكلي والناتج الإجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الإنتاج

(نسبة مئوية، معدل سنوي)

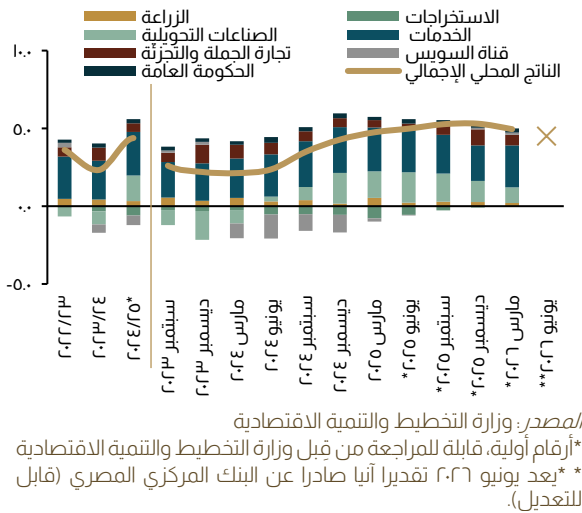


المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية؛ وحسابات البنك المركزي. *بيانات مبدئية قيد المراجعة من وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية. **التقديرات الآتية للبنك المركزي المصري.

^٨ لمزيد من التفاصيل حول طريقة حساب فجوة الناتج، يرجى الرجوع إلى الإطار رقم ٢ في تقرير السياسة النقدية للربع الثاني من عام ٢٠٢٥.

التحويلية غير البترولية والزراعة—دفع النمو الاقتصادي، إذ تسهم هذه القطاعات مجتمعة بنحو نصف معدل النمو الآتي لنمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ (شكل رقم ٢٤).

شكل رقم ٢٤
المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي
بتكلفة عوامل الإنتاج
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



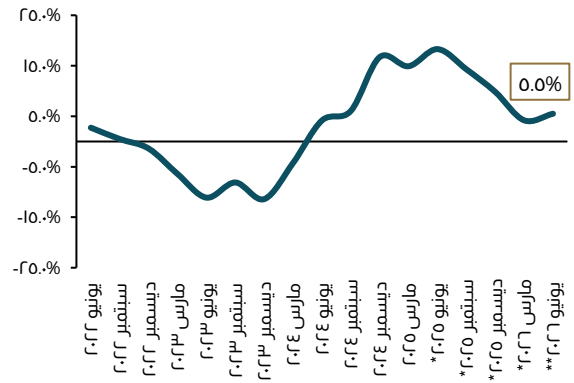
ومن ناحية أخرى، تفيد المؤشرات عالية التواتر المرتبطة بقناة السويس باستمرار تحسن نشاطها خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، إذ سجل صافي الحمولة المارة عبر القناة نمواً بنسبة ٣٢,٣٪ على أساس سنوي. وعلى النقيض، شهد عدد الليالي السياحية—وهو مؤشر عالي التواتر مرتبط بنشاط قطاع السياحة—انكماشاً طفيفاً بمقدار ٤,٤٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، في ظل التداعيات السلبية للصراع بين إيران والولايات المتحدة على الطلب السياحي في المنطقة. وبالتوازي، استمرت مؤشرات إنتاج الغاز الطبيعي في الانكماش خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، وإن كان ذلك بوتيرة أقل مقارنة بالربع المناظر من عام ٢٠٢٥.

وفيما يتعلق بالنتائج الفعلية للربع الأول من عام ٢٠٢٦، سجل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الإنتاج نمواً قدره ٤,٩٪ مقابل ٤,٧٪ في الربع المناظر من عام ٢٠٢٥، مدفوعاً بالأداء القوي لقطاعات الاتصالات

وخلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، سجل الرقم القياسي للصناعات التحويلية—وهو مؤشر عالي التواتر يرتبط ارتباطاً وثيقاً بنشاط الصناعات التحويلية غير البترولية—نمواً بنسبة ٥,٥٪ على أساس سنوي، مما يشير إلى نمو قوي في نشاط الصناعات التحويلية غير البترولية، مدفوعاً بشكل أساسي بصناعاتي المشروبات والملابس الجاهزة، وهو ما يُعزى إلى نهاية الموسم الزراعي الشتوي^٩ وارتفاع الطلب في السوق (شكل رقم ٢٣).

شكل رقم ٢٣
مؤشر الصناعات التحويلية

(نسبة مئوية، معدل سنوي ما لم يُذكر غير ذلك)



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

وبالمثل، سجل عدد مشتركي خدمات الهاتف الثابت، وهو مؤشر عالي التواتر لنشاط قطاع الاتصالات، نمواً بنسبة ٦,٨٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ مقابل ٦,٣٪ خلال الربع المناظر من عام ٢٠٢٥، الأمر الذي يعكس استمرار النمو المطرد في هذا القطاع. ويتسق ذلك مع الجهود المستمرة للتوسع في إتاحة برامج التدريب^{١٠} في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، وتعزيز قاعدة رأس المال البشري للقطاع، إلى جانب التطورات المستمرة في البنية التحتية الرقمية.

وعليه، تواصل الأنشطة الاقتصادية لقطاعات الصناعات التحويلية غير البترولية والاتصالات والتجارة—والتي تعتمد بدرجة كبيرة على قطاعي الصناعات

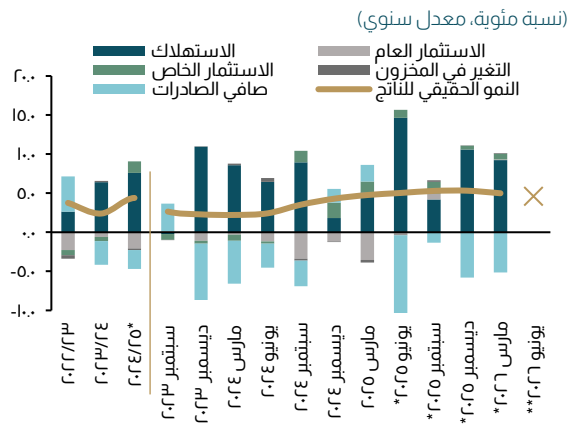
^٩ بناءً على البيانات عالية التواتر لشهري أبريل ومايو ٢٠٢٦.

^{١٠} المصدر: الكتاب السنوي لوزارة الاتصالات لعام ٢٠٢٥.

^٩ بناءً على البيانات عالية التواتر لشهري أبريل ومايو ٢٠٢٦.

^{١٠} يبدأ الموسم الزراعي الشتوي في مصر في شهر أكتوبر وينتهي في شهر مايو.

شكل رقم ٢٥ المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق



المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية
* أرقام أولية، قابلة للمراجعة من قبل وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية
* * بعد يونيو ٢٠٢٦ تقديراً آتياً صادراً عن البنك المركزي المصري (قابل للتعديل).

وخلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، ارتفعت مساهمة الاستهلاك الحقيقي بنحو ٤.١ نقطة مئوية مقارنة بالربع الأول من عام ٢٠٢٥، ويأتي ذلك اتساقاً مع حجم التيسير النقدي التراكمي البالغ ٨٢٥ نقطة أساس الذي أجري منذ شهر أبريل من عام ٢٠٢٥، الأمر الذي من شأنه تحفيز الاستهلاك من خلال خفض تكلفة الاقتراض وتسهيل تمويل الأفراد والشركات، ومن ثم دعم كل من الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري.

وبالمثل، بلغت مساهمة الاستثمارات الحقيقية ٠.٩ نقطة مئوية خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقارنة بسالب ٢.٤ نقطة مئوية خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥. وترجع المساهمة الموجبة إلى نمو الاستثمارات الخاصة بنحو ١١٪ على أساس سنوي، مقارنة بزيادة الاستثمارات العامة بنحو ٣٪ على أساس سنوي. كما انعكس ذلك في ارتفاع حصة الاستثمارات الخاصة من إجمالي الاستثمارات المنفذة بنحو ٢.٢ نقطة مئوية، اتساقاً مع جهود الحكومة الرامية للتحويل نحو نموذج للنمو الاقتصادي تقوده الاستثمارات الخاصة (شكل رقم ٢٦) ^{١٤}.

والتجارة والصناعات التحويلية البترولية وغير البترولية. وقد أسهمت هذه القطاعات بنحو ٥٠٪ في معدل النمو المسجل. ويُلاحظ اتساق التوسع في تلك القطاعات مع النمو الحقيقي في حجم القروض الممنوحة بالعملة المحلية إلى قطاعي الصناعة والخدمات. علاوة على ذلك، اتسق النمو المسجل في قطاع الصناعات البترولية مع الزيادة في معدل الاكتفاء الذاتي من السولار، والذي بلغ ٦٢.٤٪ في أبريل ٢٠٢٦ مقابل ٥٣.٣٪ في أبريل ٢٠٢٥، مدفوعاً بزيادة سنوية بلغت ٤٥٪ في الإنتاج ليصل إلى ٨٢٧ ألف طن في أبريل ٢٠٢٦ ^{١٣}.

بالإضافة إلى ذلك، ساهم نشاط قناة السويس بشكل موجب خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، وذلك للمرة الثالثة منذ الربع الرابع من عام ٢٠٢٣، بما يعكس التعافي التدريجي في صافي الحمولة المارة عبر القناة، رغم بقاءه دون مستوياته المسجلة قبل اندلاع الحرب على غزة بنحو ٦١٪، والتي تسببت في اضطراب حركة التجارة البحرية عبر مضيق باب المندب.

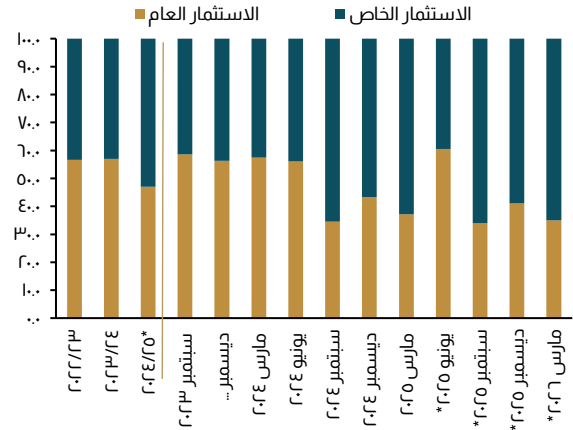
وعلى النقيض، لا يزال قطاع الاستخراجات يشكّل عبئاً على النمو، إلا أن وتيرة انكماشه شهدت تباطؤاً، إذ تحسنت مساهمته بنحو ٠.٧ نقطة مئوية خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقارنة بالربع المناظر من عام ٢٠٢٥. ويُعزى هذا التحسن النسبي في المقام الأول إلى انحسار المساهمة السالبة لكل من استخراجات البترول الخام والغاز الطبيعي، مدعوماً بالاكشافات البرية والبحرية المستمرة التي تحد من التناقص الطبيعي في إنتاج الآبار.

وبالمثل، سجل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق نحو ٥.٠٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقارنة بمعدل ٤.٨٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٥، مما يعكس استمرار تعافي النشاط الاقتصادي (شكل رقم ٢٥). وجاء هذا النمو مدفوعاً بشكل رئيسي بتحسين مساهمة كل من الاستهلاك والاستثمارات، الأمر الذي أدى إلى تسارع النمو مقارنة بالربع المماثل من العام السابق.

^{١٣} المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.
^{١٤} وثيقة سياسة ملكية الدولة.

شكل رقم ٢٦ حصة القطاعين العام والخاص في إجمالي الاستثمارات^{١٥}

(نسبة من إجمالي الاستثمارات الثابتة)

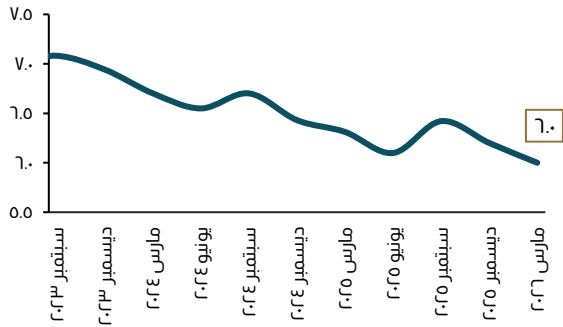


المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية.
*أرقام أولية، قابلة للمراجعة من قبل وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية

وعلى النقيض، تراجع مساهمة صافي الصادرات من السلع والخدمات الحقيقية لتسجل سالب ٥,١ نقطة مئوية خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ٢,١ نقطة مئوية خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥. ويُعزى ذلك بشكل رئيسي إلى ارتفاع الواردات بالتزامن مع تراجع الصادرات. وتجدر الإشارة إلى أن هذا الارتفاع في هيكل الواردات تركّز بشكل رئيسي في السلع الوسيطة اللازمة لعمليات الإنتاج. وعليه، ارتبطت تلك الزيادة بتسارع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

وبالنسبة لسوق العمل، تراجع معدل البطالة بشكل طفيف ليسجل ٦,٠٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ٦,٣٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٢٧). وبشكل رئيسي، يُعزى هذا التحسن على أساس سنوي إلى تجاوز معدل نمو التوظيف لمعدل الزيادة في قوة العمل. وقد تركّز نمو التوظيف بشكل أساسي في أنشطة التشييد والبناء، والتجارة، والنقل، والصناعات التحويلية غير البترولية، والتي واصلت جميعها المساهمة بشكل موجب في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

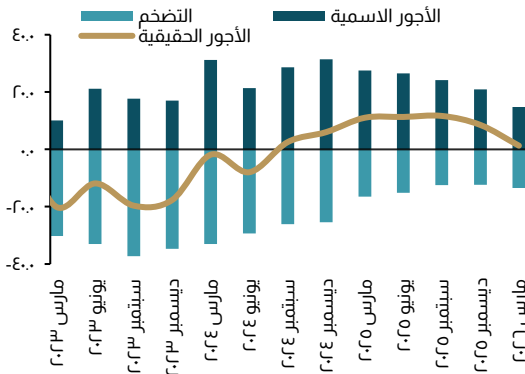
شكل رقم ٢٧ معدل البطالة (نسبة مئوية من قوة العمل)



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

وعلى صعيد آخر، تباطأ معدل النمو السنوي للأجور الحقيقية ليسجل ١,٣٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ١١,٠٪ في الفترة المناظرة من العام السابق، مما يعكس تباطؤ نمو الأجور الاسمية، إلى جانب الارتفاع الطفيف في معدل التضخم (شكل رقم ٢٨).

شكل رقم ٢٨ تحليل الأجور الحقيقية (نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

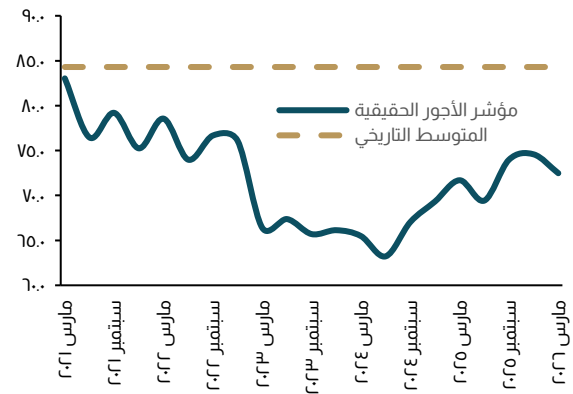
ويلاحظ أن مستوى الأجور الحقيقية لا يزال دون مستوياته السائدة قبل عام ٢٠٢٣، بما يشير إلى أن التطورات الأخيرة في الأجور تمثل تعافيا جزئيا وتدرجيا في القوة الشرائية في المقام الأول نتيجة تجاوز معدل التضخم لنمو الأجور الاسمية حتى يونيو ٢٠٢٤. وعليه، فإن تباطؤ نمو الأجور الحقيقية، إلى جانب استمرار مستويات الأجور الحقيقية دون اتجاهها طويل الأجل^{١٦} (شكل رقم

^{١٦} متوسط طويل الأجل يغطي الفترة من الربع الأول من عام ٢٠١٠ حتى الربع الأول من عام ٢٠٢٦.

^{١٥} إجمالي الاستثمارات بعد استبعاد التغير في المخزون.

٢٩) يدعم محدودية الضغوط التضخمية الناجمة عن جانب الطلب عبر قناة الأجور، بما يتسق مع التقديرات الحالية السالبة لفجوة الناتج.

شكل رقم ٢٩
مؤشر الأجور الحقيقية
(مؤشر ٢٠١٠ = ١٠٠)



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء؛ وحسابات البنك المركزي المصري.

٣-٢-١ القطاع الخارجي

أهم التطورات:

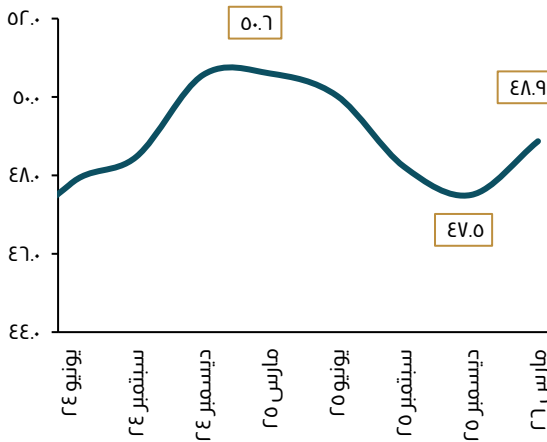
- سجلت تدفقات الحساب المالي والرأسمالي^{١٧} مستوى كافيا لتمويل عجز الحساب الجاري خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦. وعليه، حقق ميزان المدفوعات فائضا طفيفا.
- اتسع عجز الحساب الجاري خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقارنة بالربع المناظر من عام ٢٠٢٥، مدفوعا باتساع العجز في الميزان التجاري غير البترولي والبترولي وكذلك صافي دخل الاستثمار. وقد حدّ من هذا العجز زيادة تحويلات العاملين بالخارج واتساع فائض صافي ميزان الخدمات.
- جاءت تدفقات الحساب المالي مدفوعة بالاستثمارات الأجنبية المباشرة، وصافي التدفقات من القروض متوسطة وطويلة الأجل، فضلا عن تراجع الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية، وذلك إثر تخارج استثمارات كبيرة من محافظ الأوراق المالية عقب اندلاع الصراع في المنطقة.
- وعلى الرغم من ذلك، شهد صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي تعافيا جزئيا خلال إبريل ومايو ٢٠٢٦ ليصل إلى ٢٢,٩ مليار دولار، ارتفاعا من ٢١,٤ مليار دولار في مارس ٢٠٢٦.

يتناول هذا القسم بالعرض والتحليل تطورات الحساب الجاري والحساب المالي والرأسمالي خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ وانعكاساتها على الوضع الخارجي لمصر، ومن ثم على صافي الاحتياطيات الدولية.

تضاعف عجز الحساب الجاري خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقارنة بالربع الأول من عام ٢٠٢٥، وسجل الحساب المالي والرأسمالي صافي تدفقات بلغت ٣,٤ مليار دولار (مقابل عجز بلغ ١,٢ مليار دولار خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥). وعليه، سجل ميزان المدفوعات فائضا طفيفا بلغ نحو ٠,٣ مليار دولار.

وقد أسهم فائض ميزان المدفوعات في الحد من الضغوط الخارجية على سعر الصرف، وهو ما انعكس في ارتفاع قيمة الجنيه المصري على أساس سنوي خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقارنة بالربع الأول من عام ٢٠٢٥، وذلك رغم تراجعته على أساس ربع سنوي إثر تخارج استثمارات من محافظ الأوراق المالية عقب اندلاع الصراع في المنطقة. كما أسهم كل من ارتفاع قيمة العملة المحلية على أساس سنوي وتراجع معدلات التضخم العالمية خلال الفترة نفسها في احتواء الضغوط التضخمية المستوردة خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ (شكل رقم ٣٠).

شكل رقم ٣٠
سعر الصرف الاسمي^{١٨}
(دولار أمريكي / جنيه مصري)



المصدر: البنك المركزي المصري.

واتسع عجز الحساب الجاري ليسجل ٥,١ مليار دولار (ما يعادل ١,٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي)^{١٩} خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ٠,٦٪ من الناتج المحلي الإجمالي في الربع المناظر من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٣١).

^{١٩} كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي السنوي بالدولار. ويتم حساب الناتج المحلي الإجمالي السنوي عن طريق تجميع بيانات الناتج المحلي الإجمالي ربع السنوية من وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية، بعد تقييمها بالدولار وفقاً لمتوسط سعر الصرف لكل ربع.

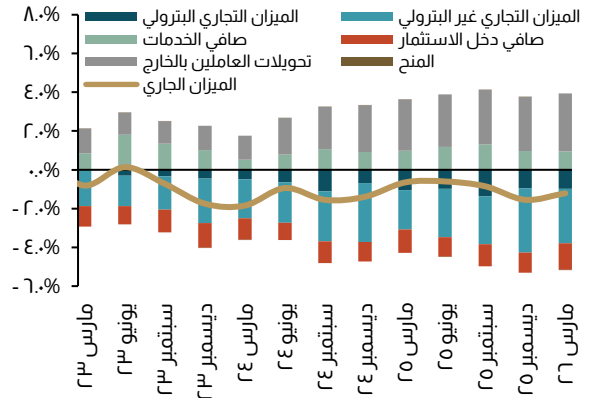
^{١٧} بما في ذلك صافي السهو والخطأ.

^{١٨} متوسط سعر الصرف اليومي، المحتسب كمتوسط لسعري الشراء والبيع.

شكل رقم ٣١

المساهمة في الميزان الجاري

(كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)

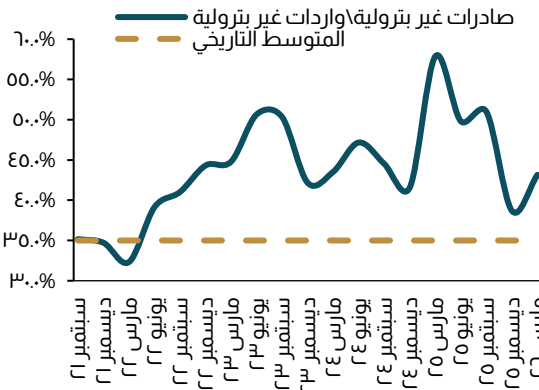


المصدر: البنك المركزي المصري.

شكل رقم ٣٢

نسبة الصادرات غير البترولية إلى الواردات غير البترولية

(نسبة من الواردات غير البترولية)



المصدر: البنك المركزي المصري.

وبالمثل، اتسع عجز الميزان التجاري البترولي بنحو ١٣٪ مقارنة بالربع الأول من عام ٢٠٢٥، ليسجل ٤,١ مليار دولار خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦. ويعزى ذلك إلى ارتفاع قيمة الواردات البترولية بوتيرة أعلى من الصادرات البترولية. ويُذكر أن الزيادة في قيمة الواردات البترولية تركزت بشكل رئيسي في خام البترول والغاز الطبيعي، وذلك لتلبية الطلب المحلي في ظل استمرار التراجع السنوي في إنتاج الغاز الطبيعي المحلي، إلى جانب ارتفاع الأسعار العالمية في أعقاب اندلاع الصراع في المنطقة.^{٢٠}

بالإضافة إلى ذلك، اتسع عجز صافي دخل الاستثمار بنحو ٣٧٪ على أساس سنوي خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، ليسجل ٥,٨ مليار دولار. وجاء ذلك نتيجة نمو المدفوعات بوتيرة أسرع من الإيرادات، في ظل ارتفاع مدفوعات الفوائد بنحو ٢١٪ على أساس سنوي. وعلى الرغم من ذلك، ظلت نسبة مدفوعات الفوائد إلى إيرادات الحساب الجاري مستقرة عند ٧٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقارنة بالفترة المناظرة من عام ٢٠٢٥، كما ظلت أقل من مستوياتها القصوى المسجلة في الربع الأول من عام ٢٠٢٤. ويرجع ذلك إلى نمو كل من إيرادات الحساب الجاري ومدفوعات الفوائد بمعدلات متقاربة من حيث القيمة المطلقة. ويعكس ذلك

وجاء اتساع عجز الحساب الجاري مدفوعاً بشكل رئيسي بارتفاع عجز الميزان التجاري غير البترولي والبترولي، إلى جانب اتساع عجز صافي دخل الاستثمار. وقد حدّ من هذه التطورات غير المواتية استمرار ارتفاع تحويلات العاملين بالخارج واتساع فائض صافي ميزان الخدمات، مدفوعاً بزيادة إيرادات السياحة وقناة السويس.

وزاد عجز الميزان التجاري غير البترولي بنحو ٦٥٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقارنة بالفترة المناظرة من عام ٢٠٢٥، مسجلاً ١١,٩ مليار دولار. وجاء ذلك نتيجة تسارع نمو الواردات غير البترولية بالتزامن مع التراجع المحدود في الصادرات غير البترولية. وبناء عليه، انخفضت نسبة الصادرات غير البترولية إلى الواردات غير البترولية على أساس سنوي لتسجل ٤٣٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، وإن كانت لا تزال أعلى من متوسطها التاريخي البالغ نحو ٣٥٪ (شكل رقم ٣٢). ويُذكر أن الزيادة في الواردات تركزت بشكل أساسي في السلع الوسيطة اللازمة لعمليات الإنتاج، وهو ما يتسق مع النمو القوي في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، والذي بلغ ٥,٠٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦.

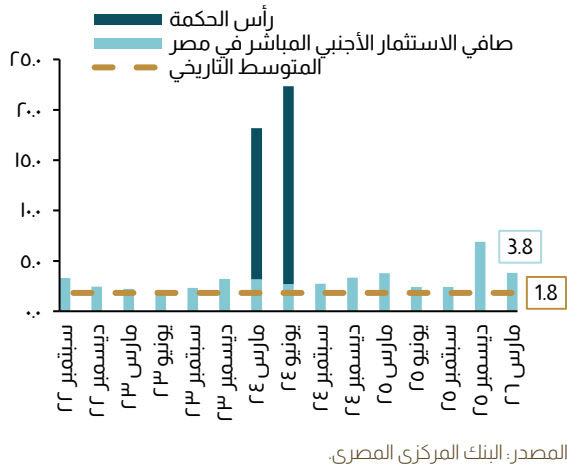
^{٢٠} ارتفع متوسط أسعار خام برنت من ٧٥,٠ دولار للبرميل في الربع الأول من عام ٢٠٢٥ إلى ٧٧,٨ دولار للبرميل في الربع الأول من عام ٢٠٢٦، بزيادة نحو ٥ في المائة (المصدر: بلومبرج).

استمرار قدرة الاقتصاد المصري على الوفاء بالتزاماته الخارجية.

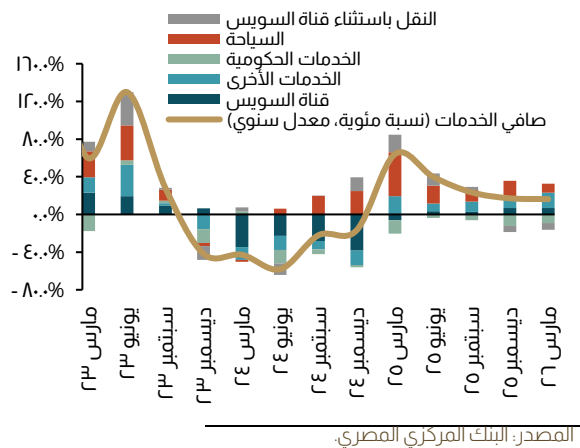
وفي الوقت نفسه، واصلت تحويلات العاملين بالخارج تسجيل مستويات قياسية خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مرتفعة بنحو ٣٦٪ على أساس سنوي لتسجل ١٢,٨ مليار دولار، لتحافظ بذلك على أدائها القوي منذ توحيد سعر الصرف في الربع الأول من عام ٢٠٢٤. ويعكس هذا الأداء مرونة تحويلات العاملين بالخارج في مواجهة تداعيات الصراع في المنطقة، إذ سجلت تدفقاتها ارتفاعاً غير متوقع عقب اندلاع الصراع مقارنة بمتوسطاتها الشهرية قبل اندلاعه. كما استمرت خدمات الدفع الرقمية في تسهيل المدفوعات العابرة للحدود، بما يدعم تدفقات تحويلات المصريين العاملين بالخارج.

بجانب ذلك، اتسع فائض صافي ميزان الخدمات بنحو ١٦٪ مقارنة بذات الفترة من عام ٢٠٢٥، مسجلاً ٤,٠ مليار دولار (شكل رقم ٣٣). وجاء اتساع فائض صافي ميزان الخدمات مدفوعاً بشكل رئيسي بارتفاع إيرادات الخدمات الأخرى (تشمل خدمات مثل الاتصالات وخدمات الحاسوب والمعلومات) بنحو ١٩٪، إلى جانب زيادة إيرادات كل من قناة السويس والسياحة بنحو ٢٩٪ و ٩٪ على الترتيب. وقد أسهم كل من ارتفاع تحويلات العاملين بالخارج واتساع فائض صافي ميزان الخدمات في الحد من اتساع عجز الحساب الجاري.

شكل رقم ٣٤
صافي الاستثمار الأجنبي المباشر
(بالمليار دولار)

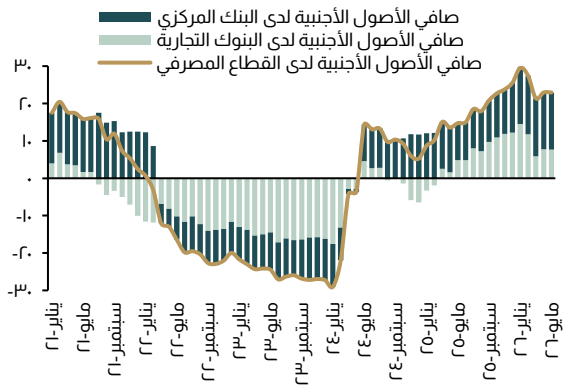


شكل رقم ٣٣
المساهمة في صافي ميزان الخدمات
(نقطة مئوية، معدل سنوي)



^{٢١} تم احتساب المتوسط التاريخي استناداً إلى بيانات الفترة من الربع الثالث لعام ٢٠٢٣ إلى الربع الأول لعام ٢٠٢٦، باستثناء صفقة رأس الحكمة الاستثمارية وصفقة علم الروم الاستثمارية (الربع الثاني من عام ٢٠٢٥).

شكل رقم ٣٦
صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي
(رصيد، مليار دولار، نهاية فترة)

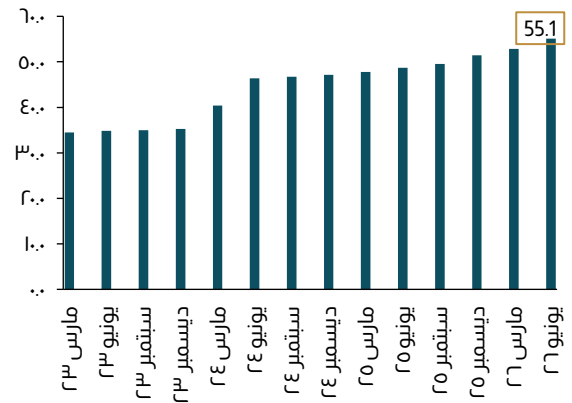


المصدر: البنك المركزي المصري.

وكان التعافي خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ بقيادة البنوك التجارية ومدفوعا بصلابة تحويلات العاملين في الخارج وكذا التعافي الجزئي في استثمارات الأجانب في أدوات الدين الحكومية. وقد ارتفع صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية بمقدار ١,٩ مليار دولار في أبريل ٢٠٢٦، قبل أن يستقر عند ٧,٧ مليار دولار في مايو، بينما استقر صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي خلال الفترة من يناير إلى مايو ٢٠٢٦، ليسجل ١٥,٢ مليار دولار في مايو. وانعكست هذه التطورات الإيجابية في المركز الخارجي خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ في ارتفاع قيمة الجنيه المصري، إذ تراجع سعر صرف الدولار مقابل الجنيه المصري بنحو ١٠٪ نزولا من ٥٤,٦ جنيها للدولار في نهاية مارس ٢٠٢٦ إلى ٤٩,٢ جنيها للدولار في نهاية يونيو ٢٠٢٦.

وعليه، ارتفع صافي الاحتياطيات الدولية ليصل إلى ٥٢,٨ مليار دولار بنهاية شهر مارس من عام ٢٠٢٦، مقارنة بنحو ٥١,٥ مليار دولار بنهاية شهر ديسمبر من عام ٢٠٢٥، وهو ما يكفي لتغطية نحو ٦,٢٢٢ أشهر من الواردات السلعية، متجاوزا بذلك المعيار الدولي البالغ ثلاثة أشهر. علاوة على ذلك، واصل صافي الاحتياطيات الدولية ارتفاعه خلال الربع التالي، ليسجل ٥٥,١٣٣ مليار دولار بنهاية شهر يونيو من عام ٢٠٢٦، بما يعكس مرونة الاحتياطيات الخارجية لمصر وقدرتها على امتصاص الصدمات الخارجية (شكل رقم ٣٥).

شكل رقم ٣٥
صافي الاحتياطيات الدولية
(بالمليار دولار)



المصدر: البنك المركزي المصري.

وجاء هذا متسقا مع التعافي الجزئي في صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي خلال إبريل ومايو ٢٠٢٦ عقب التراجع الملحوظ خلال شهري فبراير ومارس ٢٠٢٦ في ظل تداعيات الصراع بين إيران والولايات المتحدة الأمريكية وعزوف المستثمرين عن تحمل المخاطر تجاه الأسواق الناشئة (شكل رقم ٣٦). وقد ارتفع صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي بمقدار ١,٦ مليار دولار خلال شهر أبريل، قبل أن يستقر عند ٢٢,٩ مليار دولار في مايو، مقابل ٢٩,٦ مليار دولار في نهاية يناير ٢٠٢٦ قبل اندلاع الصراع الإقليمي.

^{٣٦} مبدئي

^{٣٥} تم احتسابها استنادا إلى مجموع الواردات المتراكمة خلال الأربعة أرباع المنتهية في مارس ٢٠٢٦.

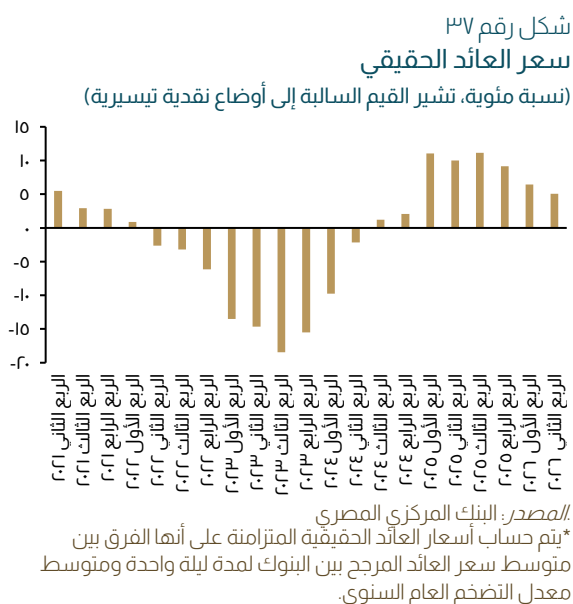
٤-٢-١ الائتمان المحلي والأوضاع المالية

أهم التطورات:

- علّق البنك المركزي المصري دورة التيسير النقدي خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦.
 - سجل معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية ٧,٣٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦.
 - انخفض فائض السيولة خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ إلى أدنى مستوياته منذ الربع الرابع من عام ٢٠١٣، مما أدى إلى ارتفاع نشاط سوق الإنترنت.
 - استقر منحى العائد في مصر بوجه عام، مع تراجع العوائد قصيرة الأجل بنهاية الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مدعوماً بتوقعات انحصار التوترات الجيوسياسية.
 - رغم تراجع حيازات المستثمرين الأجانب في أدوات الدين الحكومية، ظلت الحيازات في الآجال الأطول مستقرة، مما يعكس استمرار ثقة المستثمرين في الآفاق الاقتصادية لمصر على المدى المتوسط.
 - انخفضت عوائد السندات الدولية المصرية (اليوروبوند) بنهاية الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مما يعكس تحسن ثقة المستثمرين عقب التوصل إلى اتفاق وقف إطلاق النار بين إيران والولايات المتحدة.
- يستعرض هذا القسم التطورات في الأوضاع المالية والسيولة المحلية، مع تقييم تأثير قرارات السياسة النقدية على النظام المالي وفعالية انتقالها إلى أسعار العائد الرئيسية في الأسواق والأوضاع الائتمانية بشكل عام. كما يتناول القسم التغيرات في ثقة المستثمرين وتطورات منحى العائد في الأسواق المحلية والدولية.

قام البنك المركزي المصري خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ بتعليق دورة التيسير النقدي في ظل تصاعد حالة عدم اليقين الناجمة عن الصراع الإيراني - الأمريكي، وذلك بعد خفض تراكمي لأسعار العائد الأساسية بمقدار ٨٢٥ نقطة أساس منذ أبريل ٢٠٢٥. وعلى الرغم من ذلك، ظلت الأوضاع النقدية تقييدية، إذ إن أسعار العائد الاسمية لا

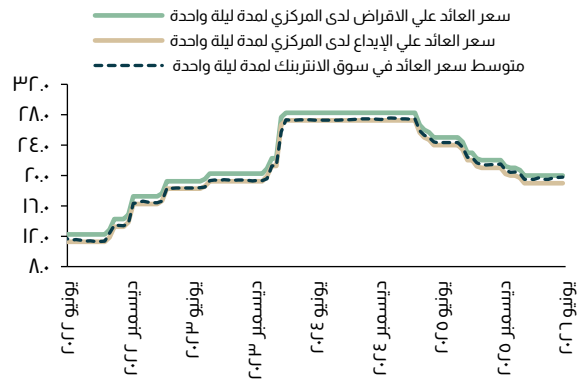
تزال أعلى من معدلات التضخم، وهو ما يسهم في ترسيخ توقعات التضخم (شكل رقم ٣٧).



وبينما استقر متوسط سعر العائد الأساسي خلال الربع الثاني من ٢٠٢٦ ليبلغ ١٩,٥٪ في يونيو ٢٠٢٦، مقابل ٢٧,٧٥٪ في مارس ٢٠٢٥، أدى تشديد أوضاع السيولة إلى ارتفاع سعر عائد الإنترنت لمدة ليلة واحدة بشكل طفيف ليتجاوز سعر العائد الأساسي، مسجلاً متوسطاً قدره ١٩,٨٪ في يونيو ٢٠٢٦ مقابل ١٩,٥٪ في مارس ٢٠٢٦ (شكل رقم ٣٨). ورغم ذلك، فقد ظل متسقاً بشكل كبير مع سعر العائد الأساسي، مما يعكس فعالية انتقال أثر خفض التراكمي لأسعار العائد الأساسية منذ أبريل ٢٠٢٥ إلى أسواق المال؛ إذ تم تمرير نحو ٩٣٪ من إجمالي خفض إلى سعر عائد الإنترنت لمدة ليلة واحدة في يونيو ٢٠٢٦.

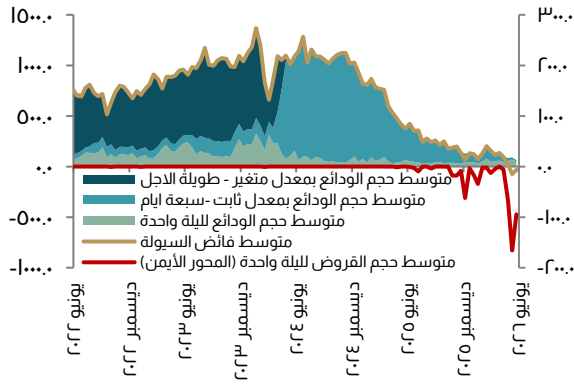
^{٢٤} الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ هو متوسط شهري إبريل ومايو ٢٠٢٦.

شكل رقم ٣٨
سعر الإنترنت لليلة واحدة وأسعار العائد الأساسية
للبانك المركزي المصري
(بالنسبة المئوية، ما لم يُذكر خلاف ذلك) *



المصدر: البنك المركزي المصري.
* البيانات الخاصة بشهر يونيو ٢٠٢٦ تغطي الفترة المنتهية في ٢٢ يونيو ٢٠٢٦.

شكل رقم ٣٩
فائض السيولة^{٢٥}
(بالمليار جنيه مصري، متوسط الفترة)



المصدر: البنك المركزي المصري.
البيانات الخاصة بشهر يونيو ٢٠٢٦ تغطي الفترة المنتهية في ٢٢ يونيو ٢٠٢٦.

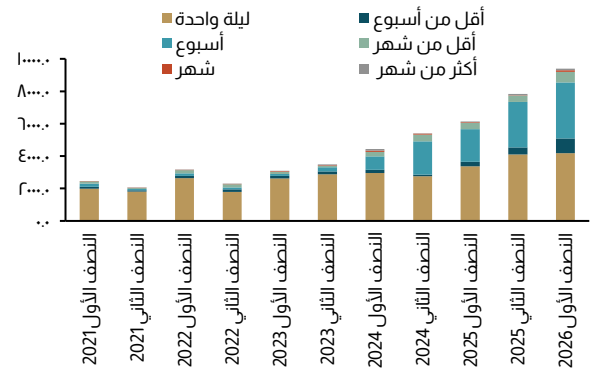
وبناء عليه، واصل إجمالي حجم التعاملات في سوق الإنترنت ارتفاعه خلال النصف الأول من عام ٢٠٢٦، ليسجل نحو ٩,٤ تريليون جنيه مقارنة بنحو ٦,١ تريليون جنيه خلال النصف الأول من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٤٠). وظلت التعاملات لليلة واحدة تتأثر بالحصة الأكبر من إجمالي حجم التعاملات، غير أن حصتها واصلت التراجع خلال العام المالي ٢٠٢٦/٢٠٢٥، لتسجل ٤٤,٤٪ من إجمالي حجم التعاملات في النصف الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ٥٥,١٪ في الفترة المماثلة من العام السابق. وفي المقابل، ارتفع حجم التعاملات لأجل دون الأسبوع إلى ما يقرب من الضعف، لترتفع حصتها إلى ٩,٨٪ خلال النصف الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ٤,٦٪ قبل عام، مسجلة أكبر زيادة في الحصة بين جميع آجال الاستحقاق خلال هذه الفترة. كما ارتفعت حصة التعاملات لأجل أسبوع واحد بصورة معتدلة لتبلغ نحو ٣٦,٧٪ من إجمالي حجم التعاملات خلال النصف الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ٣٢,٥٪ قبل عام، بما يتسق مع أثر سياسة التخصيص الكامل التي بدأ تطبيقها في أبريل ٢٠٢٤.

وانخفض متوسط فائض السيولة في مصر خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ ليصل إلى نحو ٣٤,٣ مليار جنيه (ما يعادل ٢,٩٪ من نسبة الاحتياطي الإلزامي)، مقابل ١٣٤,٧ مليار جنيه في الربع الأول من عام ٢٠٢٦ (١١,٧٪ من نسبة الاحتياطي الإلزامي) (شكل رقم ٣٩). ويُعزى هذا التراجع بشكل رئيسي إلى عوامل موسمية أهمها زيادة السيولة النقدية المتداولة خلال عيد الأضحى وموسم تحصيل الضرائب من قبل وزارة المالية. وقد تزامن هذا الانخفاض في فائض السيولة مع ارتفاع في متوسط حجم الإقراض لليلة واحدة من البنك المركزي والذي بلغ ٥٨,٣ مليار جنيه خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ مقابل ١٢,٣ مليار جنيه في الربع الأول من عام ٢٠٢٦. وفي المقابل، انخفض متوسط ودائع عمليات السوق المفتوحة ذات العائد الثابت (لأجل ٧ أيام) من ٩٧,٥ مليار جنيه إلى ٤٠,٨ مليار جنيه خلال الفترة ذاتها. ومع ذلك، فقد شهد شهر يوليو ٢٠٢٦ انعكاسا ملموسا حيث ارتفع فائض السيولة ليسجل ١٣٦,٤ مليار جنيه بنهاية الشهر، مصحوبا بانخفاض ملحوظ في النقد المتداول خارج البنك المركزي، مع تلاشي أثر العوامل الموسمية.

^{٢٥} لمدة ليلة واحدة. ومنذ اعتماد أسلوب التخصيص الكامل في أبريل ٢٠٢٤، تحولت العملية الرئيسية للبنك المركزي من الودائع طويلة الأجل المرتبطة بأسعار الكوريدور إلى الودائع ذات العائد الثابت (لأجل ٧ أيام).

^{٢٥} يمثل فائض السيولة مجموع ودايع البنوك التجارية لمدة ليلة واحدة لدى البنك المركزي، والودائع ذات العائد الثابت (لأجل ٧ أيام)، والودائع طويلة الأجل المرتبطة بأسعار الكوريدور، مطروحا منها قروض البنك المركزي المصري إلى البنوك التجارية.

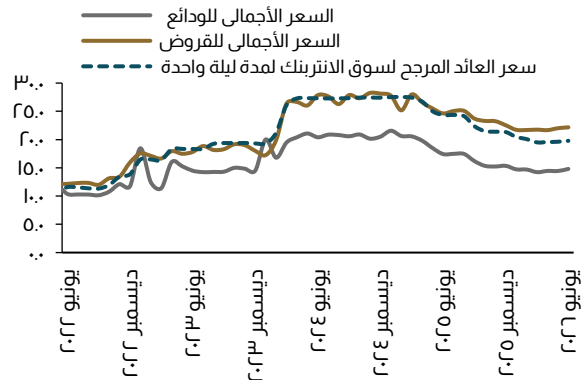
شكل رقم ٤٠
حجم تعاملات سوق الإنترنت
(بالمليار جنيه)



المصدر: البنك المركزي المصري.

بلغت نسبة تمرير الخفض في سعر عائد الإنترنت لمدة ليلة واحدة إلى متوسط أسعار العائد على الودائع والقروض الجديدة نحو ٧٥٪ بحلول يونيو ٢٠٢٦، مما يشير إلى مقدار انتقال دورة التيسير النقدي لأسعار العائد على الودائع والقروض الجديدة منذ أبريل ٢٠٢٥. وعلى الرغم من هذا، ارتفعت أسعار العائد على الودائع والقروض في القطاع المصرفي خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ مدفوعة بتشديد أوضاع السيولة وتعليق دورة التيسير النقدي. ففي يونيو ٢٠٢٦، ارتفع متوسط سعر العائد المرجح على الودائع الجديدة إلى ١٤,٨٪، كما ارتفع متوسط سعر العائد المرجح على القروض الجديدة إلى ٢٢,٢٪ مقابل ١٤,٢٪ و ٢١,٨٪ على التوالي في مارس ٢٠٢٦ (شكل رقم ٤١).

شكل رقم ٤١
أسعار العائد في الأسواق*
(نسبة مئوية)



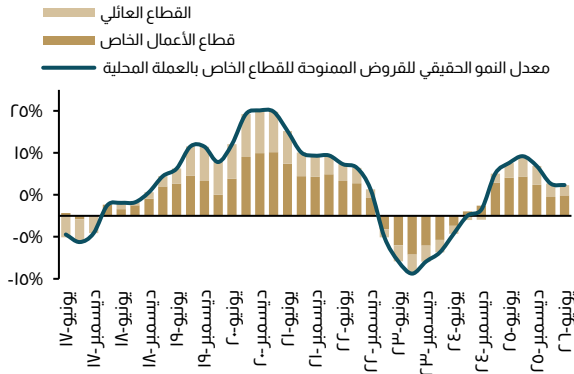
المصدر: استنادا إلى استبيان يجريه البنك المركزي المصري على القطاع المصرفي
*البيانات حتى ٣٠ يونيو ٢٠٢٦.

٢٦ تم تكميش معدل النمو الاسمي باستخدام المعدل السنوي للتضخم العام.

سجل معدل النمو الحقيقي^{٢٦} للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية متوسطا قدره ٧,٣٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مقارنة بمتوسط قدره ٧,٧٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٦ (شكل رقم ٤٢). وقد يعكس ذلك تباطؤا طفيفا في معدل نمو الائتمان الموجه للقطاع الخاص، إلا أن المستوى الحالي لا يزال أعلى بكثير من متوسطه التاريخي على مدار ١٥ عاما والبالغ ٤,٥٪. ولا يزال هذا التوسع المستمر في الائتمان الموجه للقطاع الخاص مدفوعا بشكل رئيسي بالقروض الموجهة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية.

شكل رقم ٤٢

المساهمة في معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية*
(نقطة مئوية، معدل سنوي، متوسط الفترة)



المصدر: البنك المركزي المصري.
* يونيو ٢٠٢٦ هو متوسط إبريل و مايو ٢٠٢٦.

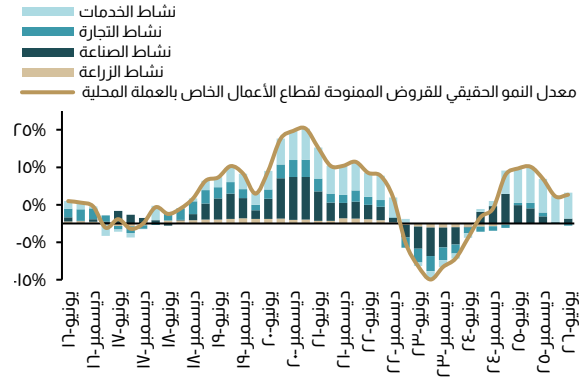
وقد انعكس ذلك في ارتفاع معدل النمو الحقيقي للقروض الموجهة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية، ليبلغ متوسطا قدره ٧,٧٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مقارنة بمتوسط قدره ٧,٢٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٦ (شكل رقم ٤٣). وجاء هذا التسارع مدفوعا بشكل رئيسي بارتفاع مساهمة النشاط الصناعي، مما عوض جزئيا انخفاض مساهمة النشاط التجاري. وفي السياق ذاته، لا يزال قطاع الخدمات المساهم الرئيسي في معدل النمو الحقيقي للقروض الموجهة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية، إذ يستأثر بالحصة الأكبر من المساهمة منذ فبراير ٢٠٢٥.

٢٧ الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ هو متوسط شهري إبريل ومايو من عام ٢٠٢٦.

شكل رقم ٤٣

المساهمة القطاعية في معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية*

(نقطة مئوية، معدل سنوي، متوسط الفترة)



المصدر: البنك المركزي المصري.

* يونيو ٢٠٢٦ هو متوسط أبريل و مايو ٢٠٢٦.

وعليه، بلغ متوسط النمو السنوي للسيولة المحلية (M٢) ١٩,٥٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مرتفعاً من ١٨,٥٪ في الربع السابق. ويرجع هذا جزئياً إلى زيادة مساهمة المطلوبات على القطاع الخاص، مقابل انخفاض صافي المطلوبات على القطاع العام. ويتماشى هذا مع زيادة إيرادات الحكومة خلال شهري أبريل ومايو ٢٠٢٦ في ضوء موسم تحصيل الضرائب وجهود وزارة المالية المستمرة في تعبئة الإيرادات الضريبية.

وفيما يتعلق بالائتمان الموجه للحكومة، ارتفعت عوائد الأوراق المالية الحكومية المقومة بالجنيه المصري—قياساً بمتوسط العائد المرجح (WAY) لكل من أذون وسندات الخزانة—^{٢٨} بشكل طفيف في الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، إلى ٢٤,٥٪، شاملاً الضرائب) في المتوسط مقابل ٢٣,٨٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٦ (شكل رقم ٤٤). ويمثل ذلك أول ارتفاع بعد مسار نزولي متواصل منذ الربع الأول من عام ٢٠٢٥. ويُعزى ذلك بالأساس إلى تصاعد المخاطر الناجمة عن الصراع الإيراني-الأمريكي، مما دفع المستثمرين إلى المطالبة بعوائد أعلى. ورغم تلك الزيادة الطفيفة، لا يزال المسار النزولي

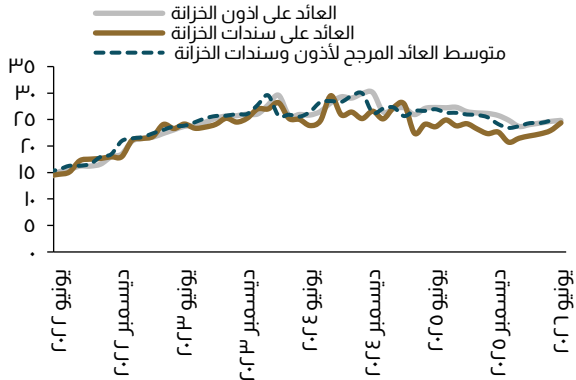
^{٢٨} يرتبط تحرك العائد المرجح لأذون وسندات الخزانة بدرجة كبيرة بتغيرات عوائد أذون الخزانة، وهو ما يرجع بالأساس إلى الوزن النسبي الأعلى لأذون الخزانة مقارنة بسندات الخزانة ضمن إجمالي الإصدارات.

لمتوسط العائد المرجح (WAY) منذ أبريل ٢٠٢٥
يعكس استجابة طفيفة من السوق لدورة التيسير
النقدي.

شكل رقم ٤٤

العائد على أدوات الدين الحكومية بالعملة المحلية*

(نسبة مئوية)



المصدر: البنك المركزي المصري.

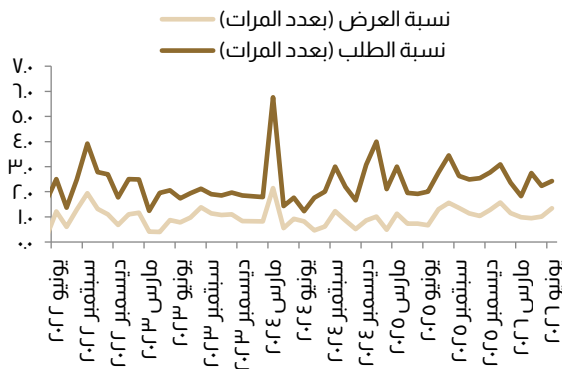
* البيانات حتى ٣٠ يونيو ٢٠٢٦.

أما بالنسبة لعوامل العرض والطلب، فقد ارتفع متوسط نسبة التغطية (جانب الطلب) من ٢,٤ ضعفاً في الربع الأول من عام ٢٠٢٦، إلى ٢,٥ ضعفاً في الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، مما يشير إلى زيادة طفيفة في إقبال المستثمرين على الأوراق المالية الحكومية في ظل ارتفاع العوائد (شكل رقم ٤٥). وفي المقابل، انخفض متوسط نسبة المقبول إلى المطلوب (جانب العرض) من ١,٢ ضعفاً، إلى ١,١ ضعفاً خلال نفس الفترة، مما يعكس تحفظ وزارة المالية في قبول العطاءات المقدمة عند عوائد مرتفعة.

شكل رقم ٤٥

قوى العرض والطلب على أدوات الدين الحكومية بالعملة المحلية*

(نسبة)



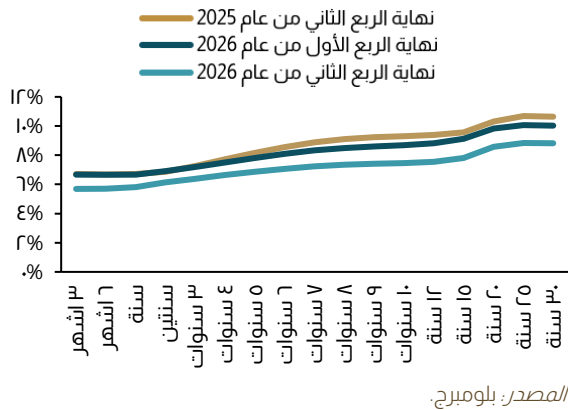
المصدر: البنك المركزي المصري.

* البيانات حتى ٣٠ يونيو ٢٠٢٦.

ولا يزال الاستثمار شديد الحساسية للتطورات الجيوسياسية والتغيرات في الإقبال العالمي على المخاطر، إذ شهدت مشاركة المستثمرين الأجانب في سوق أدوات الدين الحكومية تراجعاً في بداية الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ متأثرة باستمرار تصاعد التوترات الإقليمية، قبل أن تتعافى جزئياً عقب الإعلان عن وقف إطلاق النار بين إيران والولايات المتحدة. وفي الوقت نفسه، ظلت حيازات المستثمرين الأجانب من السندات الحكومية طويلة الأجل مستقرة إلى حد كبير، مما يعكس استمرار ثقة المستثمرين في الآفاق الاقتصادية لمصر على المدى المتوسط.

وقد انخفضت عوائد السندات الدولية المصرية (اليوروبوند) خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦ بمتوسط ١١٠ نقطة أساس عبر مختلف آجال الاستحقاق (شكل رقم ٤٧). ويعكس هذا التراجع تحسن ثقة المستثمرين مع انحسار حدة التوترات الإقليمية بنهاية الربع، مما أسهم في عودة التدفقات الرأسمالية إلى مصر. ومع ذلك، لا تزال ثقة المستثمرين شديدة الحساسية إزاء مستجدات الصراع الإقليمي.

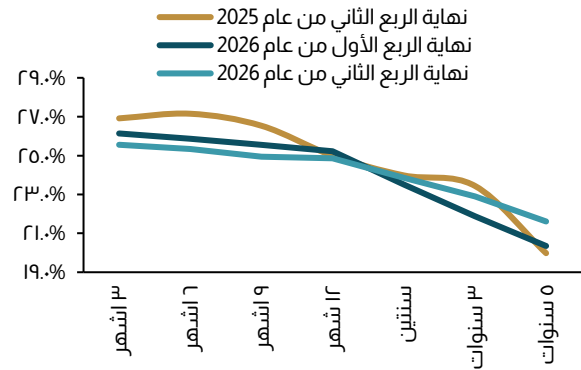
شكل رقم ٤٧
منحنى العائد لسندات مصر الدولية (دولار) «اليوروبوند»
(نسبة مئوية)



وتواصل وزارة المالية تنفيذ استراتيجيتها لإدارة الدين العام المحلي من خلال اتخاذ تدابير تستهدف خفض الاحتياجات التمويلية الإجمالية وإطالة متوسط أجل استحقاق الدين المحلي. وتشمل هذه التدابير استرداد الالتزامات قصيرة الأجل وإصدار أدوات دين ذات آجال استحقاق أطول، مثل السندات ذات العائد المتغير لأجل عشر سنوات في السوق الأولية، بما يسهم في الحد من مخاطر إعادة التمويل. كما تواصل وزارة المالية التركيز على تنويع أدوات ومصادر التمويل المحلي، إلى جانب تعزيز استدامة الدين (انظر إلى إطار رقم ٢ لمزيد من المعلومات حول الموازنة العامة للدولة للسنة المالية ٢٠٢٦/٢٠٢٧).

وبنهاية الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، سجلت عوائد أدوات الدين الحكومية تراجعاً طفيفاً مقارنة بنهاية الربع الأول من العام ذاته (شكل رقم ٤٦). وقد تركز هذا التراجع في الأدوات قصيرة الأجل، مدعوماً بتحسّن بيئة المخاطر الخارجية عقب التوصل إلى اتفاق وقف إطلاق النار وانحسار التوترات الإقليمية. وفي المقابل، ظلت عوائد أدوات الدين الحكومية لأجل عام واحد مستقرة إلى حد كبير، بينما سجلت العوائد على الآجال الأطول ارتفاعات طفيفة مقارنة بنهاية مارس ٢٠٢٦. ويشير استقرار العوائد ذات أجل العام إلى ثبات توقعات الأسواق إلى حد كبير بشأن مسار السياسة النقدية للبنك المركزي المصري على المدى القريب.

شكل رقم ٤٦
منحنى العائد لأذون وسندات الخزانة (السوق الأولية)
(نسبة مئوية)



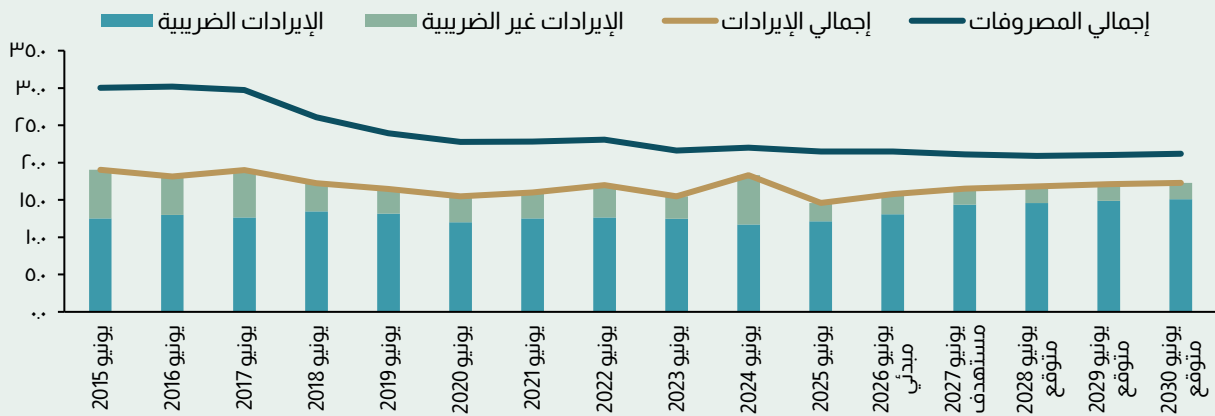
١- أهم المستهدفات والتوقعات للمؤشرات المالية

تأتي الموازنة العامة للدولة التي أقرها البرلمان في الآونة الأخيرة للعام المالي ٢٠٢٧/٢٠٢٦ لتعكس مسار الحكومة الرامي إلى ضبط أوضاع المالية العامة استناداً إلى تعبئة الإيرادات، إذ من المتوقع أن يرتفع إجمالي الإيرادات بنسبة ٠,٧ نقطة مئوية في العام المالي ٢٠٢٧/٢٠٢٦ ليصل إلى ١٦,٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي، بينما من المتوقع أن تنخفض المصروفات بنسبة ٠,٤ نقطة مئوية لتصل إلى ٢١,١٪ من الناتج المحلي الإجمالي بحلول يونيو ٢٠٢٧ مقارنة بالعام المالي السابق (شكل أ). وعليه، من المستهدف تقليص العجز الكلي إلى ٤,٩٪ من الناتج المحلي الإجمالي في السنة المالية ٢٠٢٧/٢٠٢٦، مقابل ٦,١٪ من الناتج المحلي الإجمالي في العام المالي السابق، مع توقعات بزيادة الفائض الأولي إلى ٥,٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي بحلول يونيو ٢٠٢٧، ارتفاعاً من ٤,٧٪ في يونيو ٢٠٢٦.

شكل أ

الموازنة العامة للدولة: الإيرادات والمصروفات

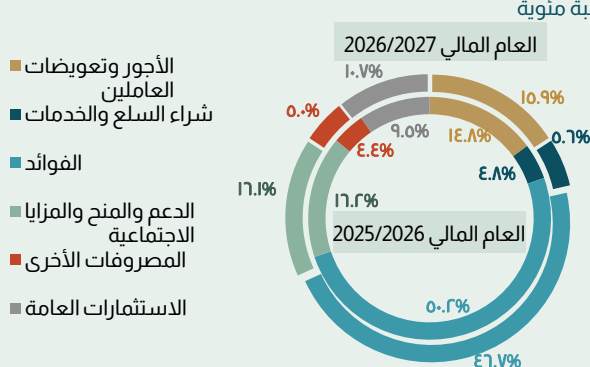
نسبة من الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: وزارة المالية - البيان المالي للموازنة العامة للدولة للعام المالي ٢٠٢٧/٢٠٢٦.

ويُعزى النمو السنوي في إجمالي الإيرادات بنسبة ٢٠,٨٪ في العام المالي ٢٠٢٧/٢٠٢٦ بالكامل إلى الزيادة المتوقعة في الإيرادات الضريبية (لا سيما ضرائب الدخل) لتصل إلى ١٤,٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي بحلول يونيو ٢٠٢٧، مقارنة بنحو ١٣,١٪ من الناتج المحلي الإجمالي في العام المالي ٢٠٢٦/٢٠٢٥. ويأتي هذا مدفوعاً بالتدابير الحالية التي تهدف إلى توسيع القاعدة الضريبية، وتعزيز الامتثال الطوعي، وتقليص الإعفاءات. في المقابل، من المتوقع أن تنخفض الإيرادات غير الضريبية بنحو ٨٪ في العام المالي ٢٠٢٧/٢٠٢٦ مقارنة بالعام السابق، نتيجة لارتفاع أثر سنة الأساس نتيجة عائدات صفقة "علم الروم" الاستثمارية، والتي تُقدر قيمتها بنحو ١٦٧ مليار جنيه.

في الوقت نفسه، من المتوقع أن تشهد المصروفات بعض التغيرات الملموسة مع زيادة التركيز على الحماية الاجتماعية والاستثمارات الإنتاجية. فمن المتوقع زيادة الأجور وتعويضات العاملين بنسبة تقارب ٢١٪ على أساس سنوي نتيجة لرفع الحد الأدنى للأجور إلى ٨٠٠٠ جنيه مقابل ٧٠٠٠ جنيه في العام المالي السابق، بالإضافة إلى الحوافز المالية المقدمة للعاملين في قطاعي التعليم والصحة (جدول أ). وعلى الرغم من التوقعات بنمو الاستثمارات العامة بنحو ٢٧٪، فإنها لا تزال ضمن السقف المحدد لها. هذا إلى جانب التوقعات بنمو بند الدعم والمنح والمزايا الاجتماعية بنسبة ١٢٪ نتيجة زيادة الاحتياطات العامة لمواجهة المخاطر المالية ودعم برنامج التأمين الصحي الشامل. أما مدفوعات الفوائد، والتي تمثل النصيب الأكبر من المصروفات، فمن المتوقع أن تنمو بنحو ٥٪، إلا أن حصتها من إجمالي المصروفات من المتوقع أن تنخفض من نحو ٥٠,٢٪ في العام المالي ٢٠٢٦/٢٠٢٥ إلى ٤٦,٧٪ في العام المالي ٢٠٢٧/٢٠٢٦. ويمثل ذلك أول انخفاض من نوعه منذ يونيو ٢٠٢٢ (شكل ب).

شكل ب
مكونات مصروفات الموازنة العامة للدولة
نسبة مئوية

المصدر: وزارة المالية - البيان المالي للموازنة العامة للدولة للعام المالي ٢٠٢٧/٢٠٢٦.

جدول أ: المساهمة في معدل النمو السنوي لإجمالي المصروفات

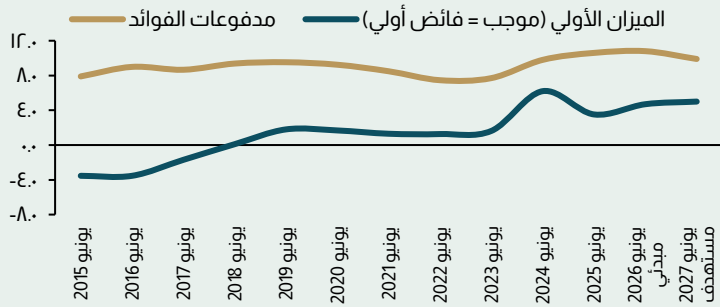
العام المالي ٢٠٢٧/٢٠٢٦ مستهدف	إجمالي المصروفات
١٣,٢٪	إجمالي المصروفات
٣,١ نقطة مئوية	الأجور وتعويضات العاملين
٢,٧ نقطة مئوية	الفوائد
٢,٦ نقطة مئوية	الاستثمارات العامة
٢,٠ نقطة مئوية	الدعم والمنح والمزايا الاجتماعية
١,٦ نقطة مئوية	شراء السلع والخدمات
١,٣ نقطة مئوية	المصروفات الأخرى

وتشير توقعات المؤسسات المالية على المدى المتوسط إلى زيادة مستدامة في تعبئة الإيرادات، إذ من المنتظر أن يصل إجمالي الإيرادات تدريجياً إلى ١٧,٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي بحلول يونيو ٢٠٣٠، مدعوماً بزيادة مطردة في الإيرادات الضريبية، والتي من المتوقع أن تسجل ١٥,١٪ من الناتج المحلي الإجمالي في السنة المالية ٢٠٢٩/٢٠٣٠. ورغم أن هذا المستوى لا يزال أقل من متوسط الأسواق الناشئة البالغ حوالي ١٧,٥٪ في عام ٢٠٢٤؛ فإنه أعلى من الحد الأدنى البالغ ١٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي، والذي يُعد المستوى المتعارف عليه دولياً لتحفيز النمو والتنمية الشاملة دون زيادة الاقتراض^٢. وفي الوقت نفسه، من المتوقع أن تستقر المصروفات، مسجلةً متوسطاً يبلغ نحو ٢١,١٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال السنوات المالية من ٢٠٢٦/٢٠٢٧ إلى ٢٠٢٩/٢٠٣٠. ونتيجةً لذلك، من المتوقع أن يستقر العجز الكلي عند حوالي ٤,٨٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة نفسها، مما يعني توسعاً في صافي حيازة الأصول المالية ليسجل متوسطاً قدره ٠,٧٪ من الناتج المحلي الإجمالي على مدى الأعوام المالية الأربعة المقبلة^٣.

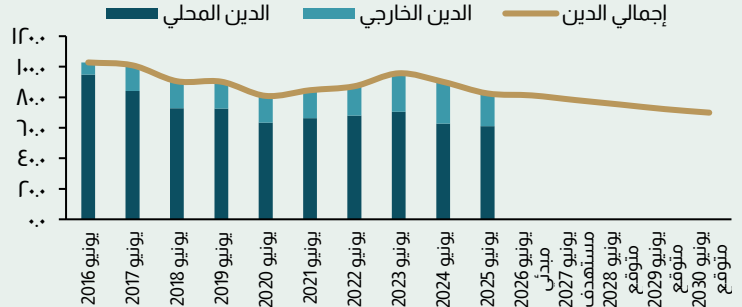
٢- مسار دين أجهزة الموازنة العامة للدولة

وتعكس التطورات والتوقعات المالية الواردة أعلاه على المسار النزولي لدين أجهزة الموازنة العامة للدولة، إذ يبلغ الهدف المحدد بحلول يونيو ٢٠٢٧ ٧٨,١٪ من الناتج المحلي الإجمالي، بانخفاض عن النسبة المقدرة بنحو ٨١,٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي في يونيو ٢٠٢٦، وتلك التي بلغت ذروتها عند ٩٥,٧٪ في يونيو ٢٠٢٣ (شكل ج). وهذا الانخفاض التراكمي المتوقع بنحو ١٧,٦ نقطة مئوية بين يونيو ٢٠٢٣ ويونيو ٢٠٢٧ يُعزى إلى استمرار ارتفاع الفائض الأولي (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)، وكذلك الانخفاض المستهدف في مدفوعات الفوائد (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) في السنة المالية ٢٠٢٦/٢٠٢٧ لتصل إلى حوالي ١٠,٠٪، مقابل ١٠,٨٪ في يونيو ٢٠٢٦ (شكل د). كما تستهدف الحكومة الحفاظ على المسار النزولي لدين أجهزة الموازنة العامة للدولة على المدى المتوسط للوصول بها إلى مستوى أكثر استدامة عند ٧,٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي بحلول يونيو ٢٠٣٠^٤.

شكل د
مدفوعات الفوائد والفائض الأولي^٥
نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي



شكل ج
مكونات دين أجهزة الموازنة العامة للدولة
نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: وزارة المالية - البيان المالي للموازنة العامة للدولة للعام المالي ٢٠٢٦/٢٠٢٧.

وعلى الرغم من التوقعات الإيجابية لدين أجهزة الموازنة العامة للدولة، لا تزال مخاطر إعادة التمويل والالتزامات الطارئة تشكل تحديات كبيرة. فقد انخفض متوسط أجال استحقاق دين أجهزة الموازنة العامة للدولة في العام المالي ٢٠٢٥/٢٠٢٤ إلى ٢,٩ سنة مقابل ٣,٥ سنة في العام المالي السابق (منها ١,٦٢ سنة للديون المحلية^٦). ويقتصر هذا بأجل استحقاق قصيرة بشكل ملحوظ لإصدارات الديون المحلية الجديدة، على الرغم من ارتفاعها في الآونة الأخيرة لتصل إلى ١,٠٤ سنة في الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ٠,٨٣ سنة في الربع الأول من عام ٢٠٢٥. وفي ظل التغيرات في الأوضاع المالية عالمياً ومحلياً، يُشكل هذا المتوسط المحدود لأجل الاستحقاق ضغطاً كبيراً على إجمالي الاحتياجات التمويلية، والتي تُقدر بنحو ٤٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي بحلول يونيو ٢٠٢٥، مما يُشكل مخاطر مؤثرة على عجز الموازنة وتوقعات دين أجهزة الموازنة العامة للدولة. إضافةً إلى ذلك، بلغت الضمانات الحكومية حوالي ٢٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي في سبتمبر ٢٠٢٥، مما يُشكل مخاطر إضافية على مسار ضبط أوضاع المالية العامة^٧.

ومع ذلك، تسعى الحكومة إلى اتخاذ عدة تدابير لخفض إجمالي احتياجاتها التمويلية (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) وتمديد متوسط أجال استحقاق دين أجهزة الموازنة العامة للدولة بهدف الوصول به إلى ٤,٥ - ٥,٠ سنوات بحلول يونيو ٢٠٢٩. وتشمل هذه التدابير استخدام عائدات برنامج التخارج الحكومي بنسبة لا تقل عن ٥٠٪ لصالح خفض الدين، وتوزيع أدوات الدين المحلي، وهو ما تحقق بالفعل في العام المالي ٢٠٢٥/٢٠٢٦ من خلال إصدار صكوك محلية وسندات تجزئة. إضافةً إلى ذلك، تولي الحكومة أولوية لخفض إجمالي الدين الخارجي بمقدار ٢-١ مليار دولار سنوياً، مع ضمان أن يُمثل التمويل الميسر ٦٠٪ على الأقل من إجمالي التمويل الخارجي سنوياً، إلى جانب توزيع إصداراتها من السندات الدولية لتشمل الصكوك، والسندات المستدامة، والسندات المقومة بعملات مثل الين واليوان. وسوف تدعم هذه المبادرات مجتمعةً -إلى جانب الحفاظ على فائض أولي مناسب وضمان التعبئة المستمرة للإيرادات- جهود الحكومة لوضع دين أجهزة الموازنة العامة للدولة على مسار نزولي مستدام.

١/ IMF World Revenue Longitudinal Database (WoRLD) 2024.

2/ Choudhary, Ruch & Skrok (2024): "Taxing for Growth: Revisiting the 15 Percent Threshold" World Bank papers.

3/ حسابات البنك المركزي.

4/ بلغ متوسط الحد الأقصى لمستوى الدين المستدام في الأسواق الناشئة 76٪ من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2024م. Cao, Jiang, Raphael Lam & Wang (2025): "Maximum Sustainable Debt Across Countries: An Assessment using P-Theory" IMF Working Paper.

5/ يُعزى الارتفاع الملحوظ في الفائض الأولي في السنة المالية 2024/2023 إلى إيرادات صفقة رأس الحكمة التي بلغت حوالي 3.7 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي.

6/ وزارة المالية - استراتيجية الدين متوسطة الأجل.

7/ وزارة المالية - البيان المالي للموازنة العامة للدولة للعام المالي 2026/2027.

٣- انتقال آثار السياسة المالية العامة إلى التضخم

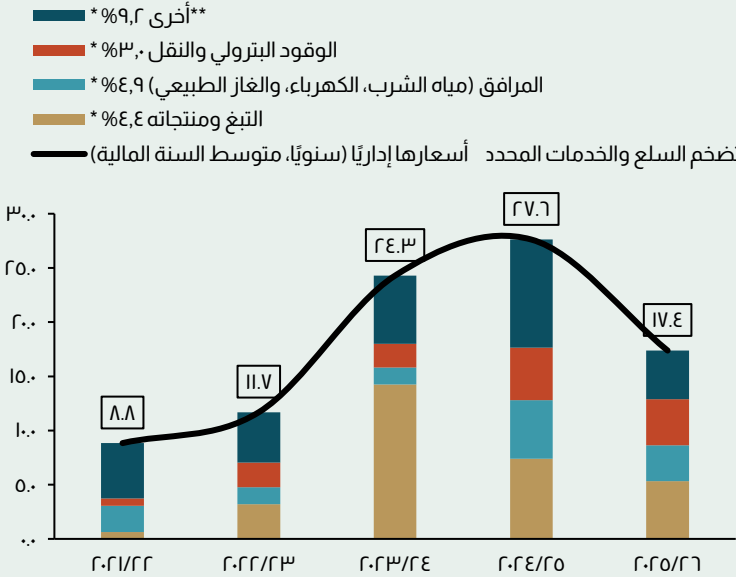
تؤثر السياسة المالية على التضخم بشكل أساسي من خلال السلع والخدمات المحددة أسعارها إدارياً والإصلاحات الخاصة بالدعم والضرائب. وتُشكل السلع والخدمات المحددة أسعارها إدارياً حوالي ٢١,٤٪ من سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، وبالتالي تُمثل قناة مهمة لانتقال آثار التدابير المالية العامة إلى التضخم العام. وتشمل السلع الأكثر تأثراً بإجراءات السياسة المالية العامة ضمن هذه الفئة التبغ (٤,٤٪ من السلة)، والمرافق (٤,٩٪)، والوقود البترولي والنقل (٣٪)، وهي السلع التي تُمثل الحصة الأكبر ضمن بند السلع والخدمات المحددة أسعارها إدارياً، مما يجعل لتعديلات الأسعار في هذه الفئات أثراً ملحوظاً على التضخم العام. وعلى الرغم من أن التحليل التالي يستند إلى التطورات التاريخية بدلا من التوقعات، إلا أنه يقدم رؤية ذات دلالة حول الآثار المحتملة للموازنة العامة للدولة للعام المالي ٢٠٢٧/٢٠٢٦ على توقعات التضخم.

وفي إطار استراتيجية ضبط أوضاع المالية العامة في مصر، انعكس الإصلاح التدريجي الخاص بدعم الطاقة والمرافق في تباطؤ معدلات نمو الدعم، وكذا كنسبة من إجمالي المصروفات والنواتج المحلي الإجمالي. وإلى جانب التعديلات الدورية على السلع والخدمات المحددة أسعارها إدارياً، أسهمت هذه الإصلاحات في زيادة التضخم السنوي لتلك السلع (شكل و). وبناء عليه، اتبعت مساهمة هذه المجموعة في المعدل السنوي للتضخم العام نمطا مشابها (شكل هـ). ومع ذلك، تطورت حصة هذه المجموعة في متوسط المعدل السنوي للتضخم العام على نحو مختلف، إذ بلغت ١١٪ فقط في المتوسط خلال السنة المالية ٢٠٢٣/٢٠٢٢، إذ تأثر معدل التضخم العام بشكل متزايد بأسعار المواد الغذائية وغيرها من الأسعار التي تحددها قوى السوق، وذلك في أعقاب تحركات أسعار الصرف وارتفاع الأسعار العالمية للسلع الأساسية. ثم ارتفعت حصة السلع والخدمات المحددة أسعارها إدارياً في التضخم العام مجدداً خلال السنتين الماليتين ٢٠٢٥/٢٠٢٤ و ٢٠٢٦/٢٠٢٥ لتبلغ نحو ٢٧٪، مما يعكس التعديلات السعريّة على التبغ والكهرباء والوقود البترولي وتعريفات النقل العام.

ومع استمرار الحكومة في برنامجها لضبط أوضاع المالية العامة، قد تظهر زيادات مؤقتة في معدلات التضخم، بما في ذلك ضغوط تضخمية أولية وآثار ثانوية تمتد إلى سلع وخدمات أخرى. إلا أنه من المتوقع أن تتلاشى هذه الآثار تدريجياً مع المضي قدماً في إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة. وعلى المدى المتوسط، من المتوقع أن تدعم التوقعات الإيجابية للمؤشرات المالية الرئيسية والموازنة العامة للدولة التي تم إقرارها في الآونة الأخيرة الانتقال التدريجي للبنك المركزي المصري إلى نظام متكامل يستهدف التضخم، وأن تعزز المسار النزولي للتضخم نحو مستهدف البنك المركزي على المدى المتوسط البالغ ٥٪ (٢٥ نقطة مئوية) في الربع الرابع من عام ٢٠٢٨، في المتوسط، مع تعزيز الاستقرار الاقتصادي الكلي بشكل عام.

شكل و

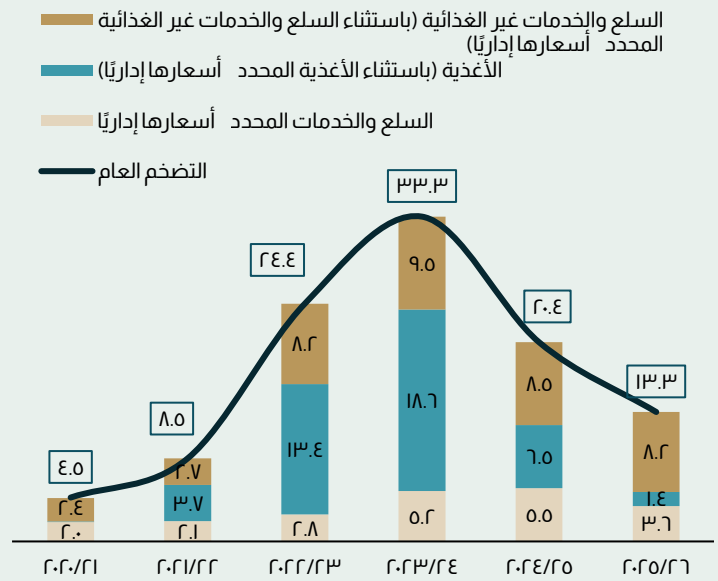
مكونات التضخم السنوي للسلع والخدمات المحددة أسعارها إدارياً



شكل هـ

مكونات التضخم العام السنوي

المساهمة في معدل التضخم (نقطة مئوية، متوسط العام المالي)



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء؛ وحسابات البنك المركزي المصري.
* تمثل الأرقام الأوزان النسبية في سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين.
** تشمل الأدوية والسلع الغذائية المدعمة والتعليم العام والاتصالات والتأمين الصحي.

٢. النظرة المستقبلية

أهم التطورات:

- لا تزال النظرة المستقبلية للاقتصاد العالمي محاطة بدرجة مرتفعة من الضبابية جراء تطورات الصراع بين إيران والولايات المتحدة. وتعكس فترات التصعيد والتهدة المتعاقبة الطبيعة المتقلبة للصراع، وما تفرضه من حالة عدم اليقين بشأن تداعياته المحتملة على الاقتصاد الكلي.
- يشير السيناريو الأساسي إلى تسارع مؤقت في المعدل السنوي للتضخم العام حتى الربع الثالث من عام ٢٠٢٦، وإن كان بوتيرة أبطأ مقارنة بما ورد في تقرير السياسة النقدية للربع الأول من عام ٢٠٢٦، قبل أن يستأنف مساره النزولي تدريجياً ليقترّب من المعدل المستهدف والبالغ ٧٪ (± 2 نقطة مئوية) خلال النصف الثاني من عام ٢٠٢٧، مدعوماً بالأوضاع النقدية التقييدية على مدار الأفق الزمني للتوقعات.
- في ظل استمرار حالة عدم اليقين المحيطة بالتوقعات، تم إعداد سيناريوهين بديلين، بجانب السيناريو الأساسي، أحدهما يفترض احتدام الصراع، بينما يفترض الآخر انحساره. وبناءً عليه، من المتوقع أن يتراوح متوسط المعدل السنوي للتضخم العام بين ١٥,٢٪ و ١٧,٨٪ خلال السنة المالية ٢٠٢٦/٢٠٢٧، وبين ٧,٧٪ و ٨,٣٪ خلال السنة المالية ٢٠٢٧/٢٠٢٨ وفقاً لمختلف السيناريوهات المحتملة للصراع، مقارنة بمتوسط قدره ١٣,٣٪ خلال السنة المالية ٢٠٢٥/٢٠٢٦.
- تم رفع توقعات معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بصورة طفيفة، لتسجل ٥,٠٪ و ٤,٩٪ خلال السنتين الماليتين ٢٠٢٥/٢٠٢٦ و ٢٠٢٦/٢٠٢٧، على الترتيب، مقارنة بالتوقعات السابقة البالغة ٤,٩٪ و ٤,٨٪.

يستعرض هذا القسم من التقرير توقعات متوسطة الأجل للتضخم ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، بالإضافة إلى المخاطر المحيطة بالتوقعات. وتشكل هذه التوقعات، إلى جانب الافتراضات الأساسية التي تستند إليها والمخاطر المحيطة بها، الأساس الذي تستند إليه لجنة السياسة النقدية في اتخاذ قراراتها.

تأثرت الآفاق المستقبلية للاقتصاد العالمي إثر اندلاع الصراع بين إيران والولايات المتحدة في فبراير ٢٠٢٦، ومنذ ذلك الحين ظلت محاطة بدرجة مرتفعة من عدم اليقين في ظل التطورات المرتبطة بالصراع. وقد نتج عن هذا الصراع صدمة في أسواق الطاقة العالمية أدت إلى ارتفاع أسعار الطاقة، وتعاقد الضغوط التضخمية، بالإضافة إلى ازدياد حذر المستثمرين تجاه الاقتصادات الناشئة، ولا سيما الاقتصادات المستوردة للنفط ومنها مصر. وقد ساهم تراجع حدة التوترات عقب الإعلان عن وقف إطلاق النار في حدوث تحسن ملموس، وإن كان لفترة وجيزة، في النظرة المستقبلية لأسواق الطاقة العالمية، إذ تراجعت أسعار النفط إلى مستويات قريبة من تلك التي كانت سائدة قبل اندلاع الصراع، مما دعم استعادة ثقة المستثمرين تدريجياً. إلا أن تجدد الصراع خلال الفترة الأخيرة سرعان ما حدّ من بعض المكاسب المحققة. وجاءت موجات التصعيد والتهدة المتعاقبة لتعكس الطبيعة المتقلبة لهذا الصراع، مما عزز من حالة عدم اليقين المحيطة بتداعياته على الاقتصاد الكلي. وعليه، تم تحديث الافتراضات الدولية على مدار الأفق الزمني للتوقعات لتعكس تطورات الاقتصاد العالمي (جدول أ).

جدول (أ) الافتراضات الدولية المستخدمة في نموذج التوقعات ربع السنوية (نسبة مئوية، متوسط الفترة)				
المتغير	تقرير السياسة النقدية للمربع الأول من عام ٢٠٢٦		تقرير السياسة النقدية للمربع الثاني من عام ٢٠٢٦	
	٢٠٢٦	٢٠٢٧	٢٠٢٦	٢٠٢٧
فجوة الناتج لدى الشركاء التجاريين (تعكس الطلب الخارجي)	-٠,٢	-٠,١	-٠,٢	-٠,٢
معدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لدى الشركاء التجاريين *	٢,٢	٢,٥	٢,٢	٢,٤
معدل التضخم السنوي لدى الشركاء التجاريين (يعكس التضخم المستورد)	٢,٦	٢,٤	٣,١	٢,٧
سعر العائد الأمريكي (يعكس الأوضاع المالية العالمية)	٣,٥	٣,٢	٣,٦	٣,٥

المصدر: Global Projection Model Network (GPMN).

* تم احتسابه باستخدام الأوزان المطبقة لإجمالي تجارة مصر مع شركائها التجاريين.

ملحوظة: تستخدم مؤسسة GPMN نموذجاً قياسياً كمياً للتنبؤات العالمية يتيح تحديثات شهرية لتوقعات الاقتصاد الكلي المُستندة إلى نماذج قياسية لعشرة من الاقتصادات المتقدمة والمؤثرة على معدل النمو العالمي.

وعلى الرغم من استقرار توقعات النمو لدى الشركاء التجاريين بشكل كبير مقارنة بما ورد في تقرير السياسة النقدية للمربع الأول من عام ٢٠٢٦، فقد تم رفع توقعات التضخم لدى الشركاء التجاريين على مدى الأفق الزمني للتوقعات في ظل ارتفاع أسعار الطاقة إثر اندلاع الصراع. وبناء عليه، تم رفع افتراضات الأوضاع المالية العالمية، التي يستدل عليها بأسعار العائد الأمريكية. ويعكس ذلك توقعات تبنى الاحتياطي الفيدرالي نهج تشديدي بالإبقاء على سعر العائد عند مستواه الحالي حتى الربع الثاني من عام ٢٠٢٧، ثم استئناف دورة التيسير النقدي بعد ذلك، مما يشير إلى أوضاع مالية عالمية أكثر تقييداً بشكل طفيف مقارنة بالافتراضات الواردة في الإصدار السابق من تقرير السياسة النقدية. وبشكل عام، أدت هذه الافتراضات المعدلة بشأن الاقتصاد العالمي إلى ضغوط تصاعدية على توقعات التضخم المحلية عبر قناة التضخم المستورد.

وعلى الجانب المحلي، تستند توقعات التضخم إلى التطورات الفعلية لمعدلات التضخم، مع الأخذ في الاعتبار التوقعات قصيرة الأجل، المدعومة بمجموعة من الافتراضات المحلية. وقد سجل المعدل السنوي للتضخم العام ١٤,٦٪ في المتوسط خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، أي أقل من التوقعات الواردة في تقرير السياسة النقدية للربع الأول من عام ٢٠٢٦ والبالغة ١٥,٠٪. ويرجع ذلك إلى أن التطورات الفعلية جاءت أفضل من المتوقع نتيجة انحسار أثر الصدمات الموسمية وصدمات الأسعار المحددة إدارياً التي شهدتها الربع الأول من عام ٢٠٢٦ وشهر أبريل ٢٠٢٦. وجاء التراجع الجزئي في الأسعار العالمية للنفط وتحسن سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي من المستويات المرتفعة المتأثرة بتداعيات الصراع، ليسهم في مراجعة إيجابية للافتراضات المحلية، وبالتالي تشير التوقعات إلى مسار أقل للتضخم على المدى القصير. وقد فاقت آثار هذه التطورات الإيجابية الزيادة المحدودة في الضغوط التضخمية نتيجة تحديث الافتراضات الدولية.

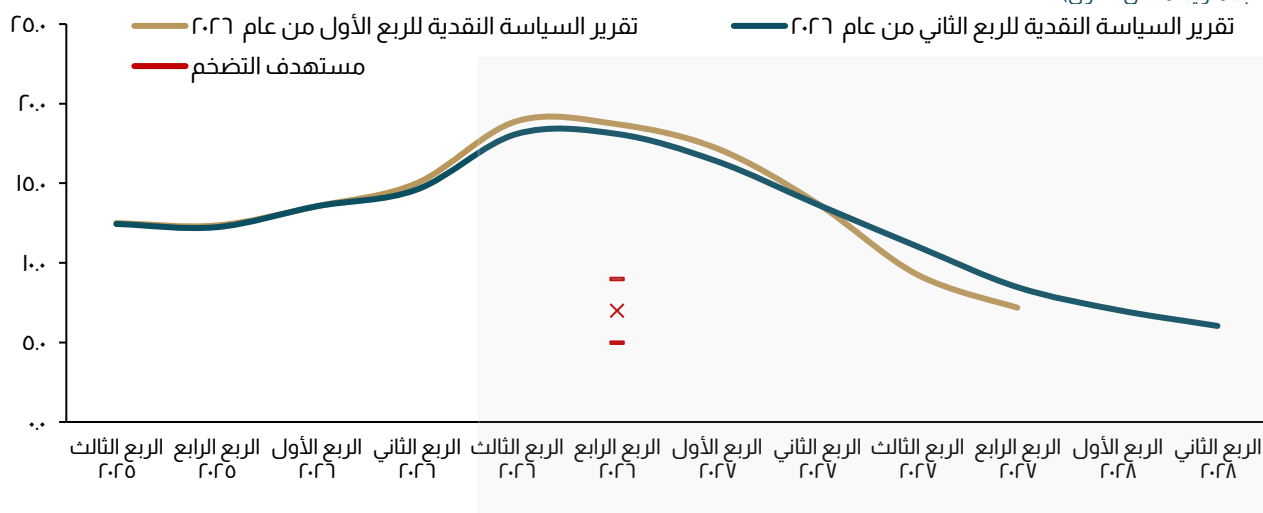
وعليه، جاءت توقعات متوسط المعدل السنوي للتضخم العام خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٦ أقل من تلك الواردة في تقرير السياسة النقدية للربع الأول من عام ٢٠٢٦. كما تم إدراج افتراضات إضافية لعام ٢٠٢٧ تعكس توقع استمرارية الضغوط التضخمية في قطاع الخدمات. وبوجه عام، تم خفض المسار المتوقع لمعدل التضخم بقدر طفيف خلال السنة المالية ٢٠٢٧/٢٠٢٦، في حين جاءت توقعات التضخم للنصف الثاني من عام ٢٠٢٧ أعلى قليلاً مقارنة بما ورد في تقرير السياسة النقدية للربع الأول من عام ٢٠٢٦، وذلك في ضوء هذه الافتراضات الإضافية (شكل رقم ٤٨).

استنادا الى ما سبق، يشير السيناريو الأساسي إلى تسارع مؤقت في المعدل السنوي للتضخم العام خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٦ في المتوسط وهو ما يرجع جزئيا للتأثير غير المواتي لسنة الأساس، وإن كان هذا التسارع بوتيرة أقل مما كان متوقعا في المسار الأساسي الوارد بتقرير السياسة النقدية للربع الأول من عام ٢٠٢٦. ومن المتوقع بعد ذلك أن يستأنف التضخم مساره النزولي تدريجيا ليعود إلى نطاق المعدلات أحادية الرقم خلال النصف الثاني من عام ٢٠٢٧، اتساقا مع المستوى المستهدف البالغ ٧٪ (± نقطة مئوية)، ومدعوما باستمرار الوضع النقدي التقييدي على مدار الأفق الزمني للتوقعات (انظر إلى إطار رقم ٣ للاطلاع على تقييم الوضع النقدي). وعليه، من المتوقع أن يبلغ متوسط المعدل السنوي للتضخم العام نحو ١٦,٦٪ و٨,١٪ خلال السنتين الماليتين ٢٠٢٦/٢٠٢٧ و٢٠٢٧/٢٠٢٨، على الترتيب، مقارنة بمتوسط قدره ١٣,٣٪ خلال السنة المالية ٢٠٢٥/٢٠٢٦.

ومن ثم، من المتوقع أن يتجاوز متوسط المعدل السنوي للتضخم العام المستوى المستهدف للبنك المركزي المصري البالغ ٧٪ (± نقطة مئوية) خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٦، وذلك نتيجة الارتفاع غير المتوقع في معدلات التضخم إثر اندلاع الصراع الإقليمي، والذي أدى إلى ارتفاع مسار التضخم إلى مستوى أعلى مقارنة بالتوقعات التي سبقت اندلاع الصراع. ويرجع ذلك أيضا إلى قصر الفترة الزمنية المتاحة للوصول بمعدل التضخم إلى مستهدفه في الربع الرابع من عام ٢٠٢٦ في ضوء الأفق الزمني اللازم لانتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد.^{٢٩}

شكل رقم ٤٨

توقعات السيناريو الأساسي للمعدل السنوي للتضخم العام (تقرير السياسة النقدية للربع الثاني من عام ٢٠٢٦ مقابل تقرير السياسة النقدية للربع الأول من عام ٢٠٢٦)
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: تقديرات البنك المركزي المصري باستخدام نموذج التوقعات ربع السنوية (انظر إلى إطار نموذج التوقعات ربع السنوية للبنك المركزي المصري في تقرير السياسة النقدية للربعين الأول والثاني من عام ٢٠٢٥).

وتشمل توقعات السيناريو الأساسي لتقرير السياسة النقدية للربع الثاني تقييما للتطورات الجيوسياسية الحالية والافتراضات المتعلقة بها. وفي ظل تقلبات التطورات الإقليمية وعدم وضوح مدى وحجم الصدمة الناتجة عن الصراع الراهن وأثرها على الاقتصاد المحلي، فقد تم إعداد سيناريوهين بديلين هما: سيناريو "تصاعد الصراع" وسيناريو "انحسار الصراع". يشكل كل منهما الحدين الأعلى والأدنى لنطاق السيناريو الأساسي، ويوضحان مسارين محتملين للصراع (جدول ب).

^{٢٩} يمثل الأفق الزمني لانتقال أثر السياسة النقدية الفترة الزمنية المتوقعة أن تؤثر خلالها السياسة النقدية بشكل ملحوظ على التضخم، وبالتالي توجيه مساره نحو مستواه المستهدف. وبإتي ذلك استنادا على مسار سعر العائد وعلى الفترة الزمنية التي تستغرقها قرارات السياسة النقدية حتى تنتقل آثارها للاقتصاد، والتي تقدر حاليا بما يتراوح بين أربعة وثمانية أرباع سنة. وبالإضافة إلى ذلك، يوازن متخذو القرار خلال هذه الفترة بين تحقيق استقرار الأسعار من جهة والحد من التقلبات في النشاط الاقتصادي والتوظيف وأسعار العائد، من جهة أخرى.

جدول (ب) المخاطر المحلية والدولية المحيطة بالتوقعات الأساسية للتضخم *			
المخاطر المحلية	الأثر على مسار التضخم	المخاطر الدولية	الأثر على مسار التضخم
المخاطر الصعودية / سيناريو "تصاعد الصراع"			
انتقال أثر إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة إلى الأسعار بقدر أعلى من المتوقع	↑	تصاعد التوترات الإقليمية الجيوسياسية (ارتفاع الأسعار العالمية للطاقة، وتزايد العزوف عن المخاطر، وزيادة تخارج رؤوس الأموال وما يترتب عليه من تقلبات في سعر الصرف)	↑
		اتباع البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة سياسة نقدية أكثر تشديدا من المتوقع (أوضاع مالية عالمية أكثر تقييدا)	↑
المخاطر النزولية / سيناريو "انحسار الصراع"			
تحسن أوضاع المخاطر السيادية (تدفق رؤوس الأموال للداخل مما يسهم في ارتفاع قيمة الجنيه المصري)	↓	تهدئة التوترات الجيوسياسية (انخفاض الأسعار العالمية للطاقة وتحسن ثقة المستثمرين)	↓

* يوضح شكل رقم ٤٩ توقعات التضخم بحسب السيناريو الأساسي، وكذا بحسب سيناريو تصاعد وانحسار الصراع (الحدين الأعلى والأدنى).

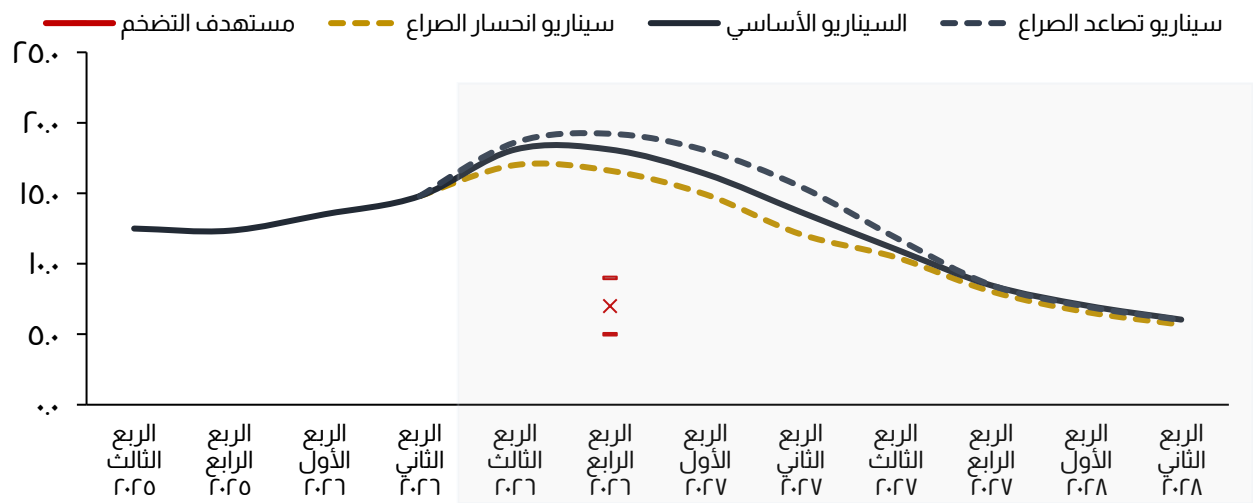
يفترض سيناريو "انحسار الصراع" تراجع حدة التوترات الإقليمية وعودة حركة الملاحة البحرية عبر مضيق هرمز إلى طبيعتها. وبناء عليه، تم افتراض أن الأسعار العالمية للطاقة ستصل إلى مستويات ما قبل اندلاع الصراع، بالتزامن مع انخفاض حالة عزوف المستثمرين عن المخاطر، مما يعكس بشكل كبير التطورات الفعلية التي شهدتها الأسواق عقب مذكرة التفاهم المبرمة بين إيران والولايات المتحدة في يونيو ٢٠٢٦. وعليه، يفترض سيناريو "انحسار الصراع" احتمالية تنفيذ إجراءات لضبط أوضاع المالية العامة، ولكن بدرجة أقل مقارنة بالسيناريو الأساسي، بالإضافة إلى مسار أفضل لسعر الصرف خلال الفترة المتبقية من عام ٢٠٢٦. وبناء عليه، من المتوقع أن يسجل المعدل السنوي للتضخم العام مستويات أقل مقارنة بالسيناريو الأساسي (شكل رقم ٤٩). ليصل إلى المستوى المستهدف خلال النصف الثاني من عام ٢٠٢٧. ومن ثم، يتوقع أن يبلغ متوسط المعدل السنوي للتضخم العام نحو ١٥,٢٪ و ٧,٧٪ خلال العامين الماليين ٢٠٢٦/٢٠٢٧ و ٢٠٢٧/٢٠٢٨، على الترتيب، مقارنة بنحو ١٦,٦٪ و ٨,١٪ في السيناريو الأساسي.

ومع ذلك، أدى تجدد الصراع الإقليمي في أعقاب انتهاك بنود مذكرة التفاهم خلال الآونة الأخيرة إلى عودة الضغوط الصعودية على الأسعار العالمية للطاقة فضلا عن تزايد حالة العزوف عن المخاطر عالميا، وبالتالي استعادة المخاطر المحيطة بأسعار الطاقة المحلية وتدفقات رؤوس الأموال. وعليه، يفترض سيناريو "تصاعد الصراع" تفاقم التوترات الجيوسياسية الراهنة، مما

يترتب عليه تداعيات أشد على الأسعار العالمية للطاقة وزيادة حالة العزوف عن المخاطر على المستوى العالمي. وتنعكس هذه الافتراضات على الاقتصاد المحلي من خلال افتراض تنفيذ تدابير إضافية لضبط أوضاع المالية العامة، إلى جانب احتمالية تخارج رؤوس الأموال، الأمر الذي ينتج عنه مسار أعلى لسعر الصرف مقارنة بالسيناريو الأساسي. وعليه، من المتوقع أن يسجل المعدل السنوي للتضخم العام مسارا أعلى مقارنة بالسيناريو الأساسي (شكل رقم ٤٩). وتفصيلا، من المتوقع أن يتسارع المعدل السنوي للتضخم العام خلال النصف الثاني من عام ٢٠٢٦، قبل أن يعود إلى المستوى المستهدف خلال النصف الثاني من عام ٢٠٢٧ ليسجل ٨,٣٪ و ١٧,٨٪ في المتوسط خلال العامين الماليين ٢٠٢٧/٢٠٢٦ و ٢٠٢٨/٢٠٢٧، على الترتيب، مقابل ١٦,٦٪ و ٨,١٪ في السيناريو الأساسي، وهو ما قد يقتضي افتراض سياسة نقدية أكثر تقييدا مقارنة بالسيناريو الأساسي.

شكل رقم ٤٩

توقعات المعدل السنوي للتضخم العام (السيناريو الأساسي مقارنة بسيناريو "تصاعد الصراع" وسيناريو "انحسار الصراع")
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



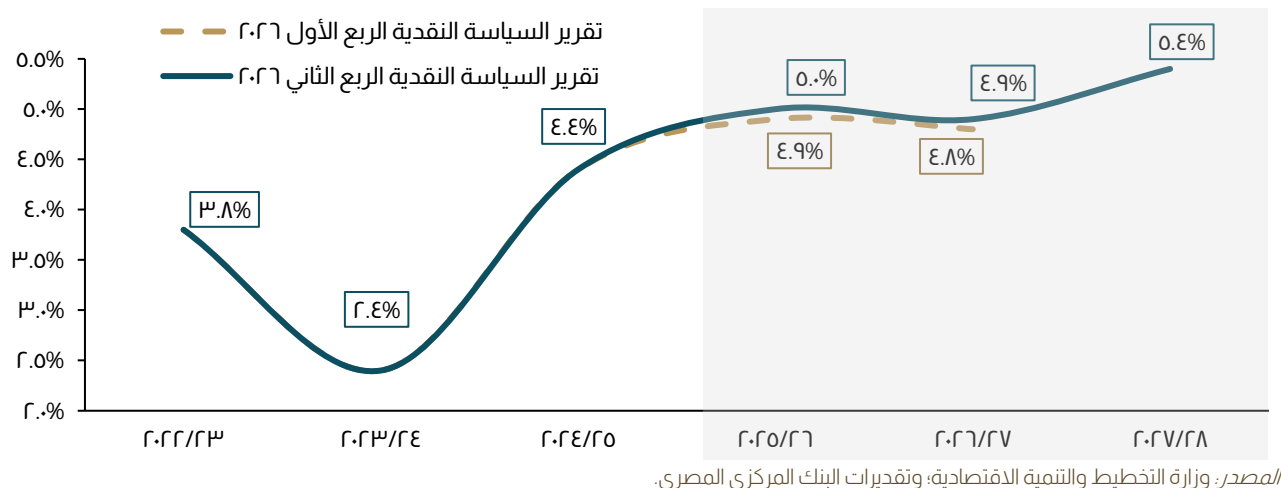
المصدر: تقديرات البنك المركزي المصري باستخدام نموذج التوقعات ربع السنوية (انظر إلى إطار نموذج التوقعات ربع السنوية للبنك المركزي المصري في تقرير السياسة النقدية للربعين الأول والثاني من عام ٢٠٢٥).

وفيما يتعلق بالقطاع الحقيقي، تم تعديل توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لأعلى بشكل طفيف إلى ٥,٠٪ و ٤,٩٪ للعامين الماليين ٢٠٢٦/٢٠٢٥ و ٢٠٢٧/٢٠٢٦، على التوالي، بارتفاع قدره ٠,١ نقطة مئوية لكل عام مالي مقارنة بتقرير السياسة النقدية للربع الأول من عام ٢٠٢٦، في حين يُتوقع أن ينمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة ٥,٤٪ خلال العام المالي ٢٠٢٧/٢٠٢٨ (شكل رقم ٥٠). وتعزى المراجعة الصعودية لمعدلات النمو خلال العامين الماليين ٢٠٢٦/٢٠٢٥ و ٢٠٢٧/٢٠٢٦ بصفة رئيسية إلى ارتفاع المساهمة المتوقعة من قناة السويس مقارنة بما تم افتراضه في تقرير السياسة النقدية السابق، والذي تبنى نظرة أكثر تحفظا. وتعزى هذه المراجعة إلى الزيادة غير المتوقعة في صافي الحمولات العابرة للقناة، والتي انعكست في البيانات الفعلية على الرغم من اندلاع النزاع الإقليمي خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦.

وجدير بالذكر أن توقعات النمو للعامين الماليين ٢٠٢٦/٢٠٢٥ و ٢٠٢٧/٢٠٢٨ تظل مستندة بشكل رئيسي إلى مساهمة قطاعي الصناعات التحويلية والخدمات، مع التوقعات باستمرار ارتفاع مساهمة نشاط السياحة على مدار الأفق الزمني للتوقعات. ومن المنتظر أن تواصل القطاعات المشار إليها دعم نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الأفق الزمني للتوقعات. كذلك يُتوقع تحسن نشاط الاستخراجات، مدفوعا بالاكتشافات البرية والبحرية الناجحة التي من المنتظر أن تعزز إنتاج مصر من النفط الخام والغاز الطبيعي على المدى المتوسط، مدعوما بالسداد الكامل للمتأخرات المستحقة للشركاء الأجانب في قطاع البترول والغاز. ويأتي التسارع المتوقع في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بحلول العام المالي ٢٠٢٧/٢٠٢٨ مدعوما بالتوقعات بعودة السياسة النقدية إلى مستواها المعتاد بحلول ذلك التوقيت.

وبناء عليه، تشير التقديرات إلى أن الناتج لا يزال دون طاقته الإنتاجية القصوى، وإن كان من المتوقع أن يتقارب تدريجياً من هذا المستوى بحلول النصف الأول من عام ٢٠٢٧، وهو ما يشير إلى أن الضغوط التضخمية من جانب الطلب من المتوقع أن تظل محدودة في المدى القصير بفضل السياسة النقدية التقييدية الحالية.

شكل رقم ٥٠
توقعات البنك المركزي المصري للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (بأسعار السوق)
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



قرارات لجنة السياسة النقدية

عقب اندلاع الصراع بين إيران والولايات المتحدة، قررت لجنة السياسة النقدية تعليق دورة التيسير النقدي والتي أجريت تدريجياً خلال الفترة من أبريل ٢٠٢٥ وحتى فبراير ٢٠٢٦، إذ بلغ إجمالي الخفض التراكمي خلال دورة التيسير النقدي ٨٢٥ نقطة أساس. وجاءت وتيرة هذا التيسير أكثر تحفظاً مقارنة بمسار تراجع معدل التضخم، إذ انخفض متوسط المعدل السنوي للتضخم العام بنحو ١٤ نقطة مئوية خلال عام ٢٠٢٥ ليسجل ١٤,١٪، بما أتاح الحفاظ على هامش موجب ومرتفع في سعر العائد الحقيقي على مدى المسار النزولي للتضخم. وفي ظل صدمة ارتفاع الأسعار العالمية للطاقة إثر الصراع بين إيران والولايات المتحدة، قررت لجنة السياسة النقدية الإبقاء على أسعار العائد الأساسية دون تغيير في اجتماعي أبريل ومايو ٢٠٢٦، لضمان استمرار سياسة نقدية تقييدية مدعومة بالهامش الموجب بسعر العائد الحقيقي. وقد أتاح النهج الحذر والتدريجي المتبع على مدار تنفيذ دورة التيسير النقدي إلى جانب التعليق المؤقت لدورة التيسير النقدي المجال لتقييم طبيعة الصدمة باعتبارها ناشئة عن جانب العرض، ومدى استمراريتها، فضلاً عن تقييم انعكاساتها المحتملة على الاقتصاد المحلي.

وفي اجتماعها المنعقد في يوليو ٢٠٢٦، قررت اللجنة الإبقاء على أسعار العائد الأساسية دون تغيير، بهدف الحفاظ على مستويات موجبة وملائمة لأسعار العائد الحقيقية، في المتوسط، على مدار الأفق الزمني للتوقعات. وهذا القرار جاء مدعوماً بتحسين تطورات الاقتصاد الكلي مقارنة بالتوقعات السابقة. كما أكدت اللجنة استمرارها في تقييم وضع السياسة النقدية بناءً على ما يستجد من البيانات الفعلية، مع تقييم الوضع على أساس كل اجتماع على حدة من خلال تحليل تطورات الضغوط التضخمية، والمسار المتوقع للتضخم، والمخاطر المحيطة بالتوقعات. كما أعربت اللجنة عن التزامها الكامل بتحقيق استقرار الأسعار، وأنها لن تتردد في تشديد السياسة النقدية بقدر أكبر إذا استدعت التطورات ذلك، بما يضمن عودة التضخم إلى المعدل المستهدف في المدى القريب.

يُعرّف سعر العائد الحقيقي المحايد—والذي يُرمز إليه عادة بـ r^* —بأنه مستوى سعر العائد الحقيقي المتسق مع وصول النشاط الاقتصادي إلى طاقته الإنتاجية القصوى واستقرار معدل التضخم عند مستواه المستهدف.^١ ويمثل هذا المعدل سعر العائد الحقيقي التوازني المتوافق مع سياسة نقدية محايدة، بحيث لا تمارس ضغوطا توسعية أو انكماشية.

ويعد r^* متغيرا توازنيا متوسط إلى طويل الأجل غير قابل للرصد بصورة مباشرة؛ وعليه، فإنه يتغير بمرور الزمن مدفوعا بمجموعة من العوامل الهيكلية المؤثرة في الاقتصاد، منها الاتجاه العام لمعدل نمو الإنتاجية، والعوامل الديموغرافية، وأسس المالية العامة، والتغيرات الهيكلية في درجة العزوف عن المخاطر، وغيرها من العوامل.^٢ ونظرا لأن r^* غير قابل للرصد المباشر، فإن تقديراته يحيط بها قدرا من عدم اليقين، ومن ثم تخضع للمراجعة بصفة مستمرة. وعلى الرغم من ذلك، فإن أهمية r^* بالنسبة لدعم قرارات السياسة النقدية تكمن في تحديد فجوة سعر العائد الحقيقي (Real Interest Rate Gap) وهي الفرق بين سعر العائد الحقيقي^٣ وسعر العائد الحقيقي المحايد r^* . وتمثل هذه الفجوة، إلى جانب مؤشرات أخرى، أداة رئيسية لتقييم وضع السياسة النقدية؛ إذ تشير إلى طبيعة الضغوط (سواء انكماشية أم تضخمية) التي تفرضها السياسة النقدية على الاقتصاد، وذلك على النحو التالي:

سعر العائد الحقيقي أقل من r^*	←	فجوة سعر العائد الحقيقي سالبة	←	سياسة نقدية تيسيرية
سعر العائد الحقيقي يعادل r^*	←	فجوة سعر العائد الحقيقي حول الصفر	←	سياسة نقدية محايدة
سعر العائد الحقيقي أعلى من r^*	←	فجوة سعر العائد الحقيقي موجبة	←	سياسة نقدية تقييدية

الأهمية بالنسبة للسياسة النقدية

يمثل r^* أحد المرتكزات الرئيسة في دعم اتخاذ قرارات السياسة النقدية. فأولا، يمثل هذا السعر مرجعا أساسيا ومستقلا لتقييم وضع السياسة النقدية من خلال فجوة سعر العائد الحقيقي. وبحكم تعريفه، يتحدد سعر العائد الحقيقي المحايد وفقا للخصائص الهيكلية للاقتصاد. ومن ثم، فهو مستقل نظريا عن قرارات السياسة النقدية وعن أسعار العائد الحالية أو السابقة. وعلى الرغم من أن السياسة النقدية قد تؤثر في سعر العائد الحقيقي على المدى القصير، فإنها لا تملك القدرة على تحديد مستواه التوازني على المدى الطويل. وتعد تلك الاستقلالية الأساس الذي يجعل من سعر العائد الحقيقي التوازني معيارا مرجعيا لتقييم وضع السياسة النقدية، ومن ثم يعد بمثابة متغير خارجي في دالة استجابة السياسة النقدية.^٤

ثانيا، يمثل r^* أحد المحددات الرئيسة لمسار سعر العائد الأساسي في الأجلين المتوسط والطويل. وكثيرا ما تعتمد البنوك المركزية، إلى جانب أدوات تحليلية أخرى، على دالة استجابة السياسة النقدية لتحديد المستوى المناسب لأسعار العائد الأساسية مقارنة بسعر العائد الحقيقي التوازني، وذلك عندما يحيد التضخم عن مستهدفه والناتج عن طاقته القصوى. ومع اقتراب معدل التضخم من مستهدفه وتلاشي فجوة الناتج، تشير دالة استجابة السياسة النقدية إلى أن سعر العائد الحقيقي يتقارب تدريجيا من سعر العائد الحقيقي المحايد r^* .

تقدير سعر العائد الحقيقي المحايد: المنهجيات

تتضمن الأدبيات الاقتصادية نطاقا واسعا من المنهجيات المستخدمة لتقدير سعر العائد الحقيقي التوازني r^* ، وتستند كل منهجية إلى افتراضات خاصة وقيود نظرية ومتطلبات مختلفة من حيث البيانات اللازمة للتقدير. وتشمل هذه المنهجيات النماذج شبه الهيكلية، التي تستنتج r^* عبر التفاعل بين دالة الطلب الكلي، ودالة العرض الكلي والتي تُعرف أيضا بمنحنى فيليبس (Philips Curve)، ومعادلة تربط سعر العائد الحقيقي التوازني بالاتجاه العام لنمو الناتج. كما تشمل نماذج التوازن العام العشوائي الديناميكي (DSGE) التي تستنتج سعر العائد الحقيقي التوازني r^* من سعر العائد الحقيقي السائد في غياب الجمود الاسمي (Nominal Rigidities) مثل بطء وتيرة تعديل الأسعار والأجور، بما يتسق مع الخصائص الهيكلية الأساسية للاقتصاد. وفي المقابل، تعتمد المنهجيات المستندة إلى أسواق المال على أسعار الأصول المالية وبيانات منحني العائد لتقدير مستويات أسعار العائد المتوقعة في السوق على المدى الطويل. وتشمل الأدبيات كذلك المنهجيات القائمة على المسوح والمرشحات الإحصائية، والتي تستدل على تقدير r^* من توقعات المشاركين في المسوح بشأن سعر العائد الأساسي على المدى الطويل، أو من خلال تطبيق مرشحات إحصائية بسيطة، مثل مرشح (HP filter)، على السلسلة التاريخية لأسعار العائد الحقيقية.

^١ المستوى المستهدف المتسق مع أسس الاقتصاد طويلة الأجل، بما في ذلك نمو الإنتاجية وفروق معدلات التضخم مع الشركاء التجاريين.

^٢ International Monetary Fund. ٢٠٢٣. "Chapter ٢: The Natural Rate of Interest: Drivers and Policy Implications." In *World Economic Outlook: A Rocky Recovery*, Brand, Claus, Noémie Lisack, and Falk Mazelis. ٢٠٢٥. "Natural Rate Estimates for the Euro Area: Insights, Uncertainties and Shortcomings." ECB Economic Bulletin, no. ١ (Box A).

^٣ سعر العائد الأساسي بعد تكمشيه باستخدام معدل التضخم العام المتوقع.

^٤ Woodford, Michael. ٢٠٠٣. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

ومع ذلك، تتسم تقديرات سعر العائد المحايد r^* بدرجة عالية من عدم اليقين الإحصائي نتيجة لتباين التقديرات طبقاً للمنهجية وأساليب الترشيح المستخدمة. وبناءً عليه، فإن تحليلات السياسة النقدية الحديثة تعتبر سعر العائد المحايد r^* معياراً مرجعياً مفيداً لأغراض التحليل، مع الإقرار بأنه يكتنفه قدر من عدم اليقين، ولا يمثل قاعدة ملزمة لتحديد سعر العائد الأساسي للسياسة النقدية. وفي هذا السياق، يشير Borio (٢٠٢١) إلى أنه لا ينبغي أن تستند قرارات السياسة النقدية حصراً إلى تقديرات سعر العائد الحقيقي المحايد، لاسيما في فترات التحول الهيكلي، وتساعد حالة عدم اليقين، أو استمرار تأثيرات الصدمات الاقتصادية^٥ وبدلاً من ذلك، عند اتخاذ قرارات السياسة النقدية ينبغي تفسير هذه التقديرات في إطار تقييم أشمل لمجمل الأوضاع الاقتصادية والمالية، بما يشمل: تطورات التضخم وتوقعاته، وأوضاع سوق العمل، وتطورات الائتمان، وتحركات سعر الصرف، فضلاً عن المؤشرات الأخرى التي تعكس مسار النمو الاقتصادي.

تقديرات سعر العائد الحقيقي المحايد في مصر

تستند تقديرات البنك المركزي المصري لسعر العائد الحقيقي المحايد في مصر بصورة رئيسية إلى نموذج التوقعات ربع السنوية (QPM)، والذي يُعد الأداة الرئيسية للبنك المركزي في التنبؤ بالمؤشرات الكلية على المدى المتوسط. وهو نموذج شبه هيكلي استشرافي لاقتصاد صغير مفتوح، يستند إلى الإطار الكينزي الجديد (New Keynesian)، مع مراعاة الخصائص الرئيسية للاقتصاد المصري (انظر إطار رقم ٤ حول نموذج التوقعات ربع السنوية للبنك المركزي المصري في تقرير السياسة النقدية للربع الثاني من عام ٢٠٢٥).

ويتحدد سعر العائد الحقيقي المحايد في المدى الطويل استناداً إلى شرط تعادل أسعار العائد غير المغطى بالقيم الحقيقية (Real Uncovered Interest Parity - UIP)، الذي يشكل أحد الأسس الرئيسية للنماذج شبه الهيكلية^٦ وفي إطار هذه النماذج، ينشأ شرط تعادل أسعار العائد غير المغطى بالقيم الاسمية (Nominal UIP) نتيجة لقرارات المستثمرين المتعلقة بتوزيع محافظهم الاستثمارية في أسواق رأس المال المتكاملة دولياً. وفي ظل الحرية الكاملة لحركة رؤوس الأموال، يوزع المستثمرون محافظهم بين الأصول المحلية والأجنبية وفقاً للعوائد النسبية المتوقعة، والتي تعتمد على فروق أسعار العائد، والتغيرات المتوقعة في سعر الصرف، وعلاوة المخاطر الخاصة بكل دولة على حدة.

وفي المدى الطويل، يربط شرط UIP بين r^* ونظيره الأجنبي، إلى جانب فجوة الإنتاجية مع الشركاء التجاريين الرئيسيين—والتي يستدل عليها من خلال التغير في سعر الصرف الحقيقي التوازني—فضلاً عن علاوة المخاطر التوازنية. وبناءً على ذلك، يُستدل على r^* من خلال التفاعل بين العوامل الهيكلية العالمية^٧ والمحلية. وعليه، فإن التحسن المستدام في الإنتاجية المحلية مقارنة بالشركاء التجاريين يقترن بارتفاع قيمة سعر الصرف الحقيقي التوازني وبالتالي ارتفاع r^* . وعلى العكس، فإن انخفاض سعر العائد الحقيقي المحايد العالمي، أو ضعف نمو الإنتاجية مقارنة بالشركاء التجاريين، أو تراجع علاوة المخاطر التوازنية، يؤدي إلى انخفاض r^* .

واستناداً إلى هذه المنهجية، تشير التقديرات الحالية للبنك المركزي المصري إلى أن r^* يتراوح بين ٣,٠٪ و ٤,٠٪. ويستند تقييم البنك لموقف السياسة النقدية إلى متوسط r^* على المدى الطويل، نظراً لكونه انعكاساً للاتجاهات طويلة المدى للعناصر الهيكلية في الاقتصاد المصري. وكما سبقت الإشارة، يتحدد r^* بعاملين رئيسيين، هما: الفجوة الإنتاجية مقارنة بالشركاء التجاريين وعلاوة المخاطر التوازنية. ومن المتوقع أن تواصل علاوة المخاطر التوازنية إسهامها في خفض r^* ، في ظل عودة علاوة المخاطر السيادية تدريجياً إلى مستوياتها الطبيعية بعد الارتفاعات التي شهدتها خلال فترة ما بين عامي ٢٠٢٢-٢٠٢٤، والتي جاءت متأثرة بتداعيات الحرب الروسية-الأوكرانية.

^٥ Borio, C. (٢٠٢١). Navigating by r^* : safe or hazardous? (BIS Working Paper No. ٩٨٢). Bank for International Settlements.

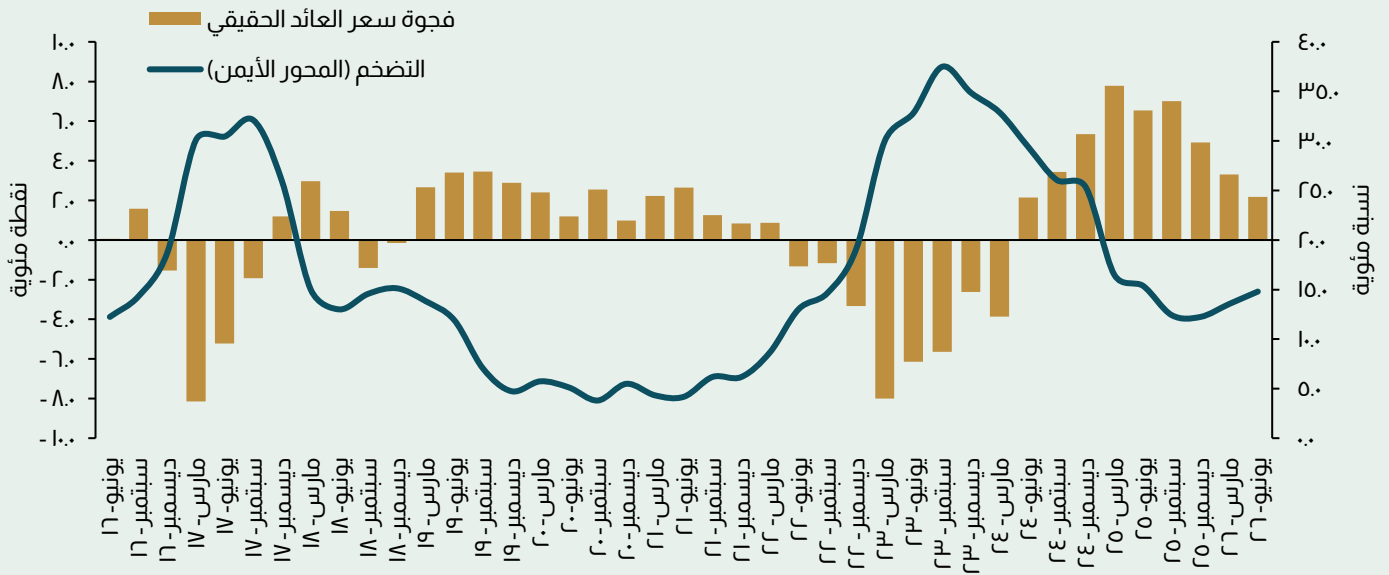
^٦ IMF Working Paper WP/٢٣/١٧٢ (August ٢٠٢٣); NBU Working Paper ٣٧/٢٠١٩ (٢٠١٩); Croatian National Bank Survey S-٣٤, Quarterly Projection Model for Croatia (September ٢٠١٨); Isard, P. (٢٠٠٦). Uncovered Interest Parity. IMF Working Paper ٠٦/٩٦.

^٧ تتمثل العوامل الهيكلية العالمية في معدل العائد الحقيقي المحايد الأجنبي، الذي يعكس تأثير الأوضاع المالية العالمية والتكلفة التوازنية العالمية لرأس المال. وفي المقابل، تعكس علاوة المخاطر التوازنية الخصائص الهيكلية التي تحدد مستوى المخاطر المتصور للاقتصاد.

وضع السياسة النقدية

واستناداً إلى r^* ، تشير التقديرات الحالية إلى أن سعر العائد الحقيقي لا يزال أعلى من مستواه المحايد، مما يعني أن فجوة سعر العائد الحقيقي موجبة، وأن وضع السياسة النقدية الحالي لا يزال تقيدياً (شكل أ). ومن ثم، من المتوقع أن يواصل وضع السياسة النقدية الحالي دعمه للمسار النزولي للتضخم على مدار الأفق الزمني للتوقعات وصولاً إلى مستواه المستهدف على المدى القريب.

شكل أ
وضع السياسة النقدية (فجوة سعر العائد الحقيقي) والمعدل السنوي للتضخم العام
(موجب = وضع نقدي تقيدي)



المصدر: تقديرات البنك المركزي المصري باستخدام نموذج التوقعات ربع السنوية

٣. الملحق

جدول م: المساهمة في تضخم الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في الحضر

الأوزان **	يونيو ٢٠٢٤	سبتمبر ٢٠٢٤	ديسمبر ٢٠٢٤	مارس ٢٠٢٥	يونيو ٢٠٢٥	سبتمبر ٢٠٢٥	ديسمبر ٢٠٢٥	مارس ٢٠٢٦	يونيو ٢٠٢٦
المساهمة في المعدل ربع السنوي للرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين (نقطة مئوية، معدل التغير عن الربع السابق)									
إسـلع وخدمات محددة أسعارها إداريا	٢١.٤	١.١	١.٤	١.٠	١.٢	٠.٧	٠.٥	٠.٩	٠.٩
الفواكه والخضروات الطازجة	٥.٥	١.٥	٠.١	٠.٤	٠.٣	٠.٣	٠.٣	٠.٣	١.٠
السلع الغذائية الأساسية	٢٤.٥	٠.٥	٠.٦	١.٠	٠.١	٠.٦	٠.٠	١.٣	٠.٤
السلع الاستهلاكية	١٤.٣	٠.٦	٠.٦	٠.٨	١.٠	٠.٤	٠.٣	٠.٤	٠.٦
الخدمات	٣٤.٣	٠.٧	٠.٨	١.٠	١.٣	٠.٧	٢.٤	١.٥	٢.٣
التضخم العام (نسبة مئوية)	١٠٠	٥.٣	٣.٣	٣.٦	٣.٣	٤.١	٠.٩	٤.٤	٥.١
التضخم الأساسي* (نسبة مئوية)	٧٣.١	٥.٢	١.١	٢.٩	٣.٩	٣.٤	٠.٧	٤.٤	٤.٦
المساهمة في المعدل ربع السنوي للرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين (نقطة مئوية، معدل التغير عن السنة السابقة)									
إسـلع وخدمات محددة أسعارها إداريا	٢١.٤	٥.٩	٥.٥	٦.٢	٥.٢	٥.٠	٤.٥	٣.٥	٣.١
الفواكه والخضروات الطازجة	٥.٥	٢.١	٢.٣	١.٧	١.٢	١.٦	٠.٢	٠.٨	١.٤
السلع الغذائية الأساسية	٢٤.٥	١١.٤	٨.٨	٧.٦	٢.٥	١.٤	١.١	٠.٨	١.١
السلع الاستهلاكية	١٤.٣	٤.٤	٤.١	٤.٢	٣.٤	٣.٢	٣.٠	٢.٢	١.٨
الخدمات	٣٤.٣	٥.٥	٥.٤	٥.٦	٤.٣	٤.٠	٤.٠	٥.٦	٧.١
التضخم العام (نسبة مئوية)	١٠٠	٢٩.٤	٢٦.١	٢٥.٤	١٦.٥	١٥.٢	١٢.٥	١٢.٣	١٣.٥
التضخم الأساسي (نسبة مئوية)	٧٣.١	٢٨.٥	٢٤.٨	٢٣.٨	١٣.٦	١١.٦	١١.٢	١٢.١	١٢.٦

المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء؛ والبنك المركزي المصري.

*بعد البنك المركزي الرقم القياسي للتضخم الأساسي باستبعاد أسعار الخضروات والفواكه الطازجة والسلع والخدمات المحددة أسعارها إداريا، مع الإبقاء فقط على السلع الغذائية الأساسية، والخدمات، والسلع الاستهلاكية.

**الأوزان المستخدمة في إعداد الرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين مستمدة من بحث الدخل والإنفاق والاستهلاك لعام ٢٠١٧/٢٠١٨ بدءا من بيانات سبتمبر ٢٠١٩.

جدول م ٢: المساهمة في معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي بتكلفة عوامل الإنتاج

التاريخ	٢٣/٢٠٢٢	٢٤/٢٠٢٣	*٢٥/٢٠٢٤	مارس-٢٥	يونيو-٢٥*	سبتمبر-٢٥*	ديسمبر-٢٥*	مارس-٢٠٢٦*
الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق	٣.٨	٢.٤	٤.٤	٤.٨	٥.٠	٥.٣	٥.٣	٥.٠
الناتج المحلي الإجمالي بتكلفة عوامل الإنتاج	٣.٦	٢.٣	٤.٤	٤.٧	٥.٠	٥.٣	٥.٣	٤.٩
الزراعة والغابات والصيد	٠.٥	٠.٤	٠.٣	٠.٥	٠.٢	٠.٣	٠.٣	٠.٢
الصناعة	٠.٧-	١.٢-	١.٠	٠.٩	١.٤	١.٥	١.٢	٠.٩
الاستخراجات	٠.١-	٠.٣-	٠.٦-	٠.٨-	٠.٦-	٠.٣-	٠.١-	٠.١-
بترول	٠.٠	٠.١-	٠.٢-	٠.٤-	٠.٣-	٠.١-	٠.٠	٠.٠
غاز طبيعي	٠.٢-	٠.٣-	٠.٤-	٠.٥-	٠.٤-	٠.٢-	٠.١-	٠.١-
أخرى	٠.١	٠.١	٠.٠	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١
الصناعات التحويلية	٠.٦-	٠.٨-	١.٦	١.٧	٢.٠	١.٨	١.٣	١.٠
تكرير البترول	٠.١-	٠.٢-	٠.١-	٠.٢-	٠.١-	٠.٠	٠.١	٠.٥
تحويلية أخرى	٠.٥-	٠.٦-	١.٧	١.٩	٢.١	١.٨	١.٢	٠.٥
الخدمات	٢.٧	٢.٥	٢.٨	٢.٨	٢.٧	٢.٥	٢.٣	٢.٧
التشييد والبناء	٠.٤	٠.٤	٠.٣	٠.٣	٠.٣	٠.٢	٠.٣-	٠.٤
الأنشطة العقارية والخدمية	٠.٤	٠.٤	٠.٣	٠.٢	٠.٢	٠.٣	٠.٣	٠.٣
النقل والتخزين	٠.٢	٠.٣	٠.٤	٠.٠	٠.١	٠.٢	٠.٤	٠.٢
المال	٠.١	٠.٢	٠.٤	٠.٧	٠.٣	٠.٤	٠.٤	٠.٣
التأمين/١	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.١	٠.٠	٠.١	٠.١	٠.١
الاتصالات	٠.٤	٠.٤	٠.٤	٠.٥	٠.٤	٠.٤	٠.٧	٠.٧
السياحة	٠.٧	٠.٣	٠.٥	٠.٦	٠.٨	٠.٤	٠.٥	٠.٣
التعليم والصحة والخدمات الأخرى	٠.٤	٠.٤	٠.٣	٠.٣	٠.٤	٠.٣	٠.٣	٠.٣
المرافق/٢	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١
المعلومات	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠
تجارة الجملة والتجزئة	٠.٦	٠.٩	٠.٥	٠.٥	٠.٤	٠.٧	١.٠	٠.٧
قناة السويس	٠.٣	٠.٥-	٠.٦-	٠.٢-	٠.٠	٠.٠	٠.١	٠.١
الحكومة العامة	٠.٢	٠.٣	٠.٣	٠.٢	٠.٣	٠.٢	٠.٣	٠.٣

// المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية.

*/ مبدئي.

١/ يشمل الضمان الاجتماعي.

٢/ يشمل المياه والصرف وإعادة التدوير.

جدول م٣: ميزان المدفوعات (بالمليار دولار) ***								
التاريخ	٢٠٢٢/٢٠٢٣	٢٠٢٣/٢٠٢٤	مارس-٢٠	يونيو-٢٠	سبتمبر-٢٠	ديسمبر-٢٠	مارس-٢١	
الميزان التجاري	٣١.٢-	٣٩.٦-	٥١-	١٠.٨-	١٢.٧-	١٤.٦-	١٧.١-	١٦-
حصيلة الصادرات	٣٩.٦	٣٢.٦	٤٠.٢	١١	١٠.٥	١١.١	٩.٨	١٠.٦
البترولية	١٣.٨	٥.٧	٥.٦	١.٢	١.٤	١.٣	١.٤	١.٦
غير البترولية	٢٥.٨	٢٦.٨	٣٤.٦	٩.٩	٩	٩.٨	٨.٤	٩
مدفوعات عن الواردات**	٧٠.٨	٧٢.١	٩١.٢	٢١.٩	٢٣.١	٢٥.٧	٢٦.٩-	٢٦.٦-
البترولية	١٣.٤	١٣.٤	١٩.٥	٤.٨	٥	٦.٤	٥.٢-	٥.٧-
غير البترولية	٥٧.٤	٥٨.٨	٧١.٧	١٧	١٨.١	١٩.٣	٢١.٨-	٢٠.٩-
ميزان الخدمات	٢١.٩	١٤.٤	١٥.١	٣.٥	٤.٣	٥	٣.٩	٤
المتحصلات	٣٤.٦	٣٠.٢	٣٢.١	٧.٦	٨.٢	٩.٤	٨.٩	٨.٣
النقل	١٤	١٠.٧	٩.٤	٢.٢	٢.٤	٢.٣	٢.٥	٢.٤
منها: رسوم المرور في قناة السويس	٨.٨	٦.٦	٣.٦	٠.٨	١	١	١.١	١.١
السياحة	١٣.٦	١٤.٤	١٦.٧	٣.٨	٤.٢	٥.٥	٤.٨	٤.٢
المدفوعات	١٢.٦	١٥.٩	١٧	٤.٢	٣.٨	٤.٤	٥-	٤.٣-
السياحة	٥	٥.١	٣.٩	١	٠.٩	١	١.٤-	١.١-
ميزان دخل الاستثمار	١٧.٣-	١٧.٥-	١٥.٨-	٤.٢-	٣.٧-	٤.٤-	٤.٢-	٥.٨-
متحصلات دخل الاستثمار	٢.١	١.٩	٢.٩	٠.٦	١	٠.٦	٠.٨	٠.٧
مدفوعات دخل الاستثمار	١٩.٥	١٩.٥	١٨.٧	٤.٩	٤.٧	٥	٥-	٦.٥-
منها: فوائد مدفوعة	٦.٢	٧.٩	٧.٣	١.٩	١.٦	١.٨	٢.١-	٢.٣-
التحويلات	٢١.٨	٢١.٩	٣٦.٣	٩.٣	٩.٩	١٠.٧	١١.٣	١٢.٧
التحويلات الخاصة (صاف)	٢١.٩	٢١.٩	٣٦.٢	٩.٣	٩.٩	١٠.٧	١١.٣	١٢.٧
التحويلات الرسمية (صاف)	٠.١-	٠	٠.١	٠	٠	٠	٠	٠
حساب المعاملات الجارية	٤.٧-	٢٠.٨-	١٥.٤-	٢.٣-	٢.٢-	٣.٢-	٦.٢-	٥.١-
الحساب الرأسمالي والمالي	٨.٩	٢٩.٩	١٠.٢	١.٢-	٢.٥	٠.٤-	٦.٨	٣.٤
الحساب الرأسمالي	٠.١-	٠.١-	٠.٢-	٠.١-	٠.١-	٠.١-	٠.١-	٠.١-
الحساب المالي	٩	٣٠	١٠.٤	١.٢-	٢.٦	٠.٣-	٦.٩	٣.٥
صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة	١٠	٤٦.١	١٢.٢	٣.٨	٢.٤	٢.٤	٦.٩	٣.٨
استثمارات محفظة الأوراق المالية في مصر (صاف)	٣.٨-	١٤.٥	١.٦	٥.٣	٠.٥-	١.٨	٣.٢	٩.٥-
منها: السندات	٠.٣	١.٦-	١.١	١.٩	١-	٠.٣-	٠.٤	١.٩-
الاستثمارات الأخرى	٣.٤	٢٩.٨-	٢.٨-	١٠.١-	٠.٨	٤.٣-	٣-	٩.٤
صافي الاقتراض	١.٤	٤.٩	٠.٧-	٠.٢-	٠.١	١.٨	٠.١-	٤.٣
قروض متوسطة وطويلة الأجل (صاف)	٠.٢-	٢.٨-	٢.٣-	٠.٤-	٠.٩-	١-	٠.٩	٣.٣
تسهيلات موردين ومشتريين متوسطة وطويلة الأجل (صافي)	١.٧	٠.٤	١.٢-	٠.٢-	٠.١-	٠	٠.٢-	٠.٢-
تسهيلات موردين ومشتريين قصيرة الأجل (صاف)	٠	٧.٢	٢.٨	٠.٤	١.١	٢.٨	٠.٧-	١.٢
أصول أخرى	٤.٨-	٢٤.٩-	٩.١-	٨-	٥.٧-	٦.٦-	٤.٦-	٦.٦
خصوم أخرى	٦.٧	٩.٨-	٧	١.٨-	٦.٤	٠.٥	١.٦	١.٥-
صافي السهو والخطأ	٣.٣-	٠.٦	٣.١	٢.١	٠.٥-	٢	١.١-	٢
الميزان الكلي	٠.٩	٩.٧	٢.١-	١.٤-	٠.٢-	١.٦-	٠.٥-	٠.٣-
التغير في الأصول الاحتياطية للبنك المركزي (الزيادة-)	٠.٩-	٩.٧-	٢.١	١.٤	٠.٢	١.٦	٠.٥-	٠.٣-

* مبدئي.

** يشمل الصادرات والواردات من المناطق الحرة.

*** جميع الأرقام المدرجة تم تقريبها إلى أقرب منزلة عشرية. لذلك، قد لا تكون مجموعات المساهمات متطابقة مع الإجمالي الكلي.

جدول م٤: المسح النقدي وميزانية البنك المركزي (رصيد، نهاية فترة، بالمليار جنيه)

يونيو/٢٢	يونيو/٢٣	يونيو/٢٤	يونيو/٢٥	سبتمبر/٢٥	ديسمبر/٢٥	مارس/٢٦	مايو/٢٦
المسح النقدي							
٣٧٢.٠-	٨٣٤.٦-	٦٢٦.٦	٧٤١.٨	٩٩٦.١	١٢١٦.٢	٣١٦٦.٣	١١٩٨.٨
لدي البنك المركزي	١٥٢.٨-	٣٠٤.٩-	٤٩٤.٥	٤٩٩.٦	٥٢٩.٦	٨٤٧.١	٧٩٦.٣
لدي البنوك	٢١٩.٢-	٥٢٩.٧-	١٣٢.١	٢٤٢.٢	٤٦٦.٦	٣١٩.٢	٤٠٢.٤
صافي الأصول الأجنبية	٦٩٨٦.٥	٩٠٨٢.٨	٩٩٩١.٩	١٢٣٣١.١	١٢٢٦٢.٧	١٣٩٠٨.٣	١٤١٣٢.٠
صافي المطلوبات على الحكومة	٣٩٧١.٨	٥٠٧٦.٣	٥٩١٨.٢	٨٤١٥.٤	٩٠٥٩.٤	٨٧٣٦.٧	٩٢٦١.٧
صافي المطلوبات على الهيئات العامة الاقتصادية	٤٥٣.٢	٧٦٦.٣	١٢٠٥.٨	١٧٠٧.٢	١٧٨٦.٤	٢٥٥٨.٤	٣٠١١.٢
المطلوبات على شركات قطاع الأعمال العام	١٥٤.٥	١٦٤.٨	٣٧٠.٢	٤٤٧.١	٥٠٤.٨	٥١٠.٨	٥٤٦.٢
المطلوبات على القطاع الخاص	٢١٧٨.٢	٢٧٣٢.٢	٣٤٩٢.٧	٤٣٠١.٢	٤٤٩٨.٤	٤٧١٢.٥	٥٢٠٣.٩
صافي الأصول الأخرى	٢٢٨.٩	٣٤٣.١	٩٩٥.٠-	٢٥٣٩.٨-	٣٢٢٢.٤-	٣٧٠٦.٩-	٣٨٩١.٠-
السيولة المحلية	٦١٤.٥	٨٢٤٨.٢	١٠٦١٨.٦	١٣٠٧٢.٩	١٣٦٢٢.٨	١٤٠٢٧.٨	١٥٣٣٠.٧
السيولة المحلية بالعملة المحلية	٥٧٦٨.٤	٦٧٣٢.٠	٨٠٩٠.٩	٩٩٨١.٠	١٠٥٧٥.٨	١١٠٢٤.٣	١١٩٠٥.٦
النقد المتداول خارج البنوك	٧٧٨.٦	١٠٠٩.٢	١٢٢٧.٠	١٣٨١.٠	١٤١٨.١	١٤٤٣.٦	١٧٣٧.٦
الودائع بالعملة المحلية	٤٩٨٩.٨	٥٧٢٢.٩	٦٨٦٣.٩	٨٦٠٠.٠	٩١٥٧.٧	٩٥٨٠.٨	١٠٦٦٨.١
الودائع بالعملة الأجنبية	٨٤٦.١	١٥١٦.٢	٢٥٢٧.٧	٣٠٩١.٩	٣٠٤٧.٠	٣٠٠٣.٤	٣٤٢٥.١
ميزانية البنك المركزي							
١٥٢.٨-	٣٠٤.٩-	٤٩٤.٥	٤٩٩.٦	٥٢٩.٦	٦٣٤.٩	٨٤٧.١	٧٩٦.٣
صافي الأصول الأجنبية	٦١١.٥	١٠٤٥.٨	٢١٦١.٩	٢٣٥١.٦	٢٣٢٤.٦	٢٤٠٧.٤	٢٧٦٨.١
الأصول	٧٦٤.٣-	١٣٥٠.٦-	٢١٦١.٩	١٨٥١.٩-	١٧٩٥.٠-	١٧٧٢.٥-	١٩١٤.٧-
الخصوم	٧٦٤.٣-	١٣٥٠.٦-	٢١٦١.٩	١٨٥١.٩-	١٧٩٥.٠-	١٧٧٢.٥-	١٩١٤.٧-
صافي الأصول المحلية	١٣٤٥.٧	١٨٣٣.٦	١٤٧٠.٦	١٨٢١.٣	١٧٣٩.٠	١٧٩١.٠	١٧٧٢.٦
صافي المطلوبات على الحكومة	١٠٥٨.٩	١٤١٣.٠	١٩٨٤.٦	٢٢٥٧.٧	٢٣٧٠.١	١٩٨٠.٩	١٩٧٧.٩
صافي المطلوبات على الهيئات العامة الاقتصادية	٥٧.٦-	٧٢.٨-	١٣٤.١-	٦٠.٤-	٦٠.٤-	٢١٤.٧-	٢٤٧.٢-
المطلوبات على البنوك	٤٠٠.٠	٥٣٠.٤	٨٧٥.١	٩٣٨.٦	٨٥١.٥	٩٤١.٤	١٠٣١.٧
ودائع البنوك بالعملة الأجنبية	٢١٦.٥-	٥٠٨.٥-	٦٠١.٥-	٦٨٢.٤-	٦٤٠.٥-	٥٨١.٤-	٦٦٠.٤-
عمليات السوق المفتوح	٧٣٥.٨-	٩٤٢.٠-	١١١٧.٠-	٣٩٩.٠-	٢٦٨.٦-	١٢٠.٣-	١١٨.٢-
صافي الأصول الأخرى	٨٩٦.٦	١٤١٣.٦	٩٦٣.٦	٣١٢.٩	٣٢.٩	٢١٤.٩-	٣٠٩.٨-
النقود الاحتياطية	١١٩٢.٩	١٥٢٨.٨	١٩٦٥.١	٢٣٢١.٠	٢٢٦٨.٥	٢٤٢٥.٩	٢٤٦٨.٩
النقد المتداول خارج البنوك	٧٧٨.٦	١٠٠٩.٢	١٢٢٧.٠	١٣٨١.٠	١٤١٨.١	١٤٤٣.٦	١٧٣٧.٦
احتياطيات البنوك	٤١٤.٣	٥١٩.٦	٧٣٨.٢	٩٣٩.٩	٨٥٠.٤	٩٨٢.٣	٨٨٦.٦
ودائع البنوك بالعملة المحلية	٣٥٤.٨	٤٤٥.٥	٦٣٦.٢	٨١٣.٨	٧٣٩.٢	٨٧٥.٩	٧٦٨.٩
النقد في خزانة البنوك	٥٩.٥	٧٤.١	١٠٢.٠	١٢٦.١	١١١.٣	١٠٦.٤	١١٧.٧

//المصدر: البنك المركزي المصري.

جدول م٥: تطورات أسعار العائد في السوق (نسبة مئوية، متوسط فترة، ما لم يذكر خلاف ذلك)

سبتمبر-٢٤	ديسمبر-٢٤	مارس-٢٥	يونيو-٢٥	سبتمبر-٢٥	ديسمبر-٢٥	مارس-٢٦	يونيو-٢٦
سعر السياسة النقدية ^١							
٢٧,٧٥	٢٧,٧٥	٢٧,٧٥	٢٥,٥١	٢٣,٧٧	٢١,٤٤	١٩,٩٨	١٩,٥٠
سعر الإنترنت (نسبة مئوية) ^١							
٢٧,٤	٢٧,٥	٢٧,٥	٢٥,٤	٢٣,٦	٢١,٤	٢٠,٠	١٩,٧
٢٧,٣	٢٧,٤	٢٧,٥	٢٥,٤	٢٣,٦	٢١,٤	٢٠,٠	١٩,٧
٢٠,٥	٢٢,٥	٢٨,٨	٣٠,٠	٣٠,٤	٣٣,٨	٣١,٨	٤٠,٩
٤٧,١	٥٤,٩	٥٨,٧	٥١,٧	٥١,٣	٥٣,٤	٤٨,٣	٤١,٧
القطاع المصرفي ^٢							
٢٠,٨	٢٠,٥	٢١,٠	١٨,٦	١٧,٠	١٥,٣	١٤,٦	١٤,٦
٢١,٤	٢١,٣	٢٠,٧	١٩,٢	١٨,٢	١٦,٨	١٥,٩	١٥,٦
٢١,٤	٢١,٤	٢١,٠	١٩,٢	١٨,٤	١٦,٩	١٥,٩	١٥,٦
١٦,١	١٥,٨	١٥,١	١٩,٢	١٣,٢	١٣,٢	١٧,٥	١٥,٠
٢٣,٢	٢٣,٥	٢٤,٤	٢٢,٧	١٩,٦	١٧,٥	١٦,٨	١٧,٢
٢٤,٧	٢٤,٦	٢٥,١	٢٥,٠	-	-	-	-
٢٢,٣	٢٢,٧	٢٣,٦	٢١,٨	١٩,٦	١٧,٥	١٦,٨	١٧,٢
١٣,١	١٣,٤	١٠,٩	٩,٥	٩,٠	٧,٤	٦,٤	٧,٧
٢٧,٤	٢٧,٩	٢٦,٦	٢٥,٦	٢٤,٧	٢٣,٠	٢١,٨	٢٢,٠
٢٧,٠	٢٧,٦	٢٦,٢	٢٤,٧	٢٣,٩	٢٢,٢	٢٠,٣	٢٠,٥
٢٧,٢	٢٨,٢	٢٨,٣	٢٥,٣	٢٣,٦	٢٢,٢	٢٠,٨	٢٠,٩
٢٦,٧	٢٦,٣	٢٣,٠	٢٣,٢	٢٤,٤	٢٢,٢	١٩,٢	١٩,٤
٢٩,١	٢٩,١	٢٨,٤	٢٨,٢	٢٧,٧	٢٧,٦	٢٦,٠	٢٦,٣
سوق الدين الحكومي المحلي ^٣							
٢٦,٢	٢٦,٢	٢٥,٤	٢٤,٩	٢٥,٧	٢٥,٤	٢٣,٦	٢٤,١
٢٨,٢	٢٩,٨	٢٦,٩	٢٦,٧	٢٧,٠	٢٦,٠	٢٤,٣	٢٤,٦
٢٦,٣	٢٦,٣	٢٦,٨	٢٣,٦	٢٤,٢	٢٢,٨	٢١,٣	٢٣,٦
٢٧,٩	٢٩,٣	٢٦,٩	٢٦,٣	٢٦,٥	٢٥,٧	٢٣,٨	٢٤,٥
الفروق							
٠,٤٥٪	٠,٣٢٪	٠,٢٦٪	٠,٠٩٪	٠,١٥٪	٠,٠٤٪	٠,٠٣٪	٠,١٧٪
٠,١٢٪	٠,٤٦٪	٠,٠٩٪	٠,١٤٪	١,٠٨٪	١,٥٩٪	١,٧٧٪	٢,٣١٪
١,٥٦٪	١,٩٠٪	١,٥٢٪	١,٨٠٪	١,٥٩٪	١,٠٩٪	٥,٤٠٪	٥,١٠٪

// المصدر: البنك المركزي المصري

- ١/ يحسب سعر العائد الأساسي وأسعار الإنترنت على أساس متوسط ربع سنوي للأسعار العائد خلال أيام عمل سوق الإنترنت.
- ٢/ تحسب العوائد على الإيداع والإقراض بالقطاع المصرفي على أساس متوسط ربع سنوي للعوائد الشهرية.
- ٣/ تحسب عوائد ادوات الدين المحلي الحكومي على أساس متوسط ربع سنوي لعوائد العطاءات قبل خصم الضرائب.



البنك المركزي المصري
CENTRAL BANK OF EGYPT

تقرير السياسة النقدية

الربع الثاني - ٢٠٢٦

© ٢٠٢٦ البنك المركزي المصري. جميع الحقوق محفوظة.