



البنك المركزي المصري
CENTRAL BANK OF EGYPT



البنك المركزي المصري

تقرير السياسة النقدية

الربع الرابع - ٢٠٢٥

تنويه

تم اعتماد ١٥ فبراير 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 مرن لاستهداف التضخم وترسيخ توقعاته، واحتواء الضغوط الناتجة عن الطلب، والآثار الثانوية لخدمات 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 يمكن 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 (الإنترنت). 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.

قرار لجنة السياسة النقدية الأخير

قررت لجنة السياسة النقدية للبنك المركزي المصري في اجتماعها الذي عُقد في ١٢ فبراير ٢٠٢٦ خفض أسعار العائد الأساسية بواقع ١٠٠ نقطة أساس. وبناءً عليه، تم خفض سعري عائد الإيداع والإقراض لليلة واحدة وسعر العملية الرئيسية للبنك المركزي إلى ١٩,٠% و ٢٠,٠% و ١٩,٥% على الترتيب؛ كما تم خفض سعر الائتمان والخصم ليصل إلى ١٩,٥%. كذلك قرر مجلس إدارة البنك المركزي المصري خفض نسبة الاحتياطي النقدي التي تلتزم البنوك بالاحتفاظ بها لدى البنك المركزي من ١٨% إلى ١٦%.

وارتأت لجنة السياسة النقدية أن خفض أسعار العائد الأساسية للبنك المركزي بواقع ١٠٠ نقطة أساس وخفض نسبة الاحتياطي النقدي بمقدار نقطتين مؤبوتين يعد مناسباً لاستدامة أوضاع نقدية من شأنها تحقيق مستهدف التضخم البالغ ٧% (± 2) نقطة مئوية) في الربع الرابع من عام ٢٠٢٦، في المتوسط. ويهدف خفض نسبة الاحتياطي إلى الحفاظ على فعالية انتقال أثر قرارات السياسة النقدية إلى أسواق المال والاقتصاد بصفة عامة من خلال ضبط أوضاع السيولة داخل الجهاز المصرفي.

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

المحتويات

ملخص	٦
١- الأوضاع الاقتصادية الراهنة	٨
١-١ التطورات العالمية	٨
٢-١ التطورات المحلية	١٣
١-٢-١ تطورات معدلات التضخم	١٣
٢-٢-١ القطاع الحقيقي	١٩
٣-٢-١ القطاع الخارجي	٢٣
٤-٢-١ القطاع النقدي	٢٦
٥-٢-١ السيولة المحلية والأوضاع المالية	٢٩
٢- النظرة المستقبلية	٣٦
٣- الملحق	٤٤

الأشكال البيانية

٢٢	٢٧	٨	١. النمو الاقتصادي لدى شركاء مصر التجاريين.....
٢٣	٢٨	٩	٢. التضخم العام لدى شركاء مصر التجاريين.....
٢٤	٢٩	٩	٣. تطورات أسعار خام برنت.....
٢٤	٣٠	١٠	٤. الأسعار العالمية للسلع الغذائية.....
٢٥	٣١	١٠	٥. مؤشر عدم اليقين في السياسات التجارية العالمية.....
٢٥	٣٢	١٠	٦. مؤشر الدولار الأمريكي (DXY).....
٢٦	٣٣	١١	٧. مؤشر الأوضاع المالية.....
٢٦	٣٤	٨	٨. فروق مبادلات مخاطر الائتمان (أجل خمس سنوات) في مصر ونظرائها.....
٢٧	٣٥	١١	٩. مؤشر تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة.....
٣٦	٣٦	١٢	١. أسعار العائد في أهم البنوك المركزية.....
٢٧	٣٧	١٣	١١. التضخم العام والأساسي.....
٣٧	٣٧	١٢	١٢. تحليل التضخم العام.....
٢٨	٣٨	١٣	١٣. تحليل التضخم العام.....
٢٨	٣٨	١٤	١٤. تضخم السلع الغذائية وغير الغذائية.....
٢٩	٣٩	١٥	١٥. تضخم السلع المعمرة والسلع شبه المعمرة.....
٤٠	٤٠	١٦	١٦. مؤشر الانتشار.....
٣٠	٤١	١٧	١٧. تضخم أسعار السلع الغذائية عالميا ومحليا.....
٣٠	٤١	١٦	١٨. تضخم السلع المستوردة.....
٣١	٤٢	١٦	١٩. التقديرات الآنية لمعدل التضخم العام.....
٣١	٤٣	٢٠	٢٠. فجوة الناتج.....
٣١	٤٤	٢١	٢١. مؤشرا الصناعات التحويلية ومديري المشتريات.....
٣٢	٤٥	٢٢	٢٢. لمساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الإنتاج.....
٣٢	٤٦	٢٠	٢٠. الإنتاج.....
٣٣	٤٧	٢٣	٢٣. المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق.....
٣٣	٤٨	٢٤	٢٤. حصص القطاعين العام والخاص من إجمالي الاستثمارات الثابتة.....
٣٩	٤٩	٢٥	٢٥. معدل البطالة.....
٤٠	٥٠	٢٢	٢٢. تحليل الأجور الحقيقية.....
٤٠	٥٠	٢٢	٢٢. توقعات البنك المركزي المصري للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.....

الأطر

١٧	إطار رقم ١ : التضخم والتوظيف: نظرة جديدة على منحنى فيليبس في مصر.....
٣٤	إطار رقم ٢ : إدارة السيولة بالبنك المركزي المصري.....
٤٢	إطار رقم ٣ : نظام التنبؤ وتحليل السياسات.....

تفيد أحدث مؤشرات الاقتصاد الكلي، إلى جانب النظرة المستقبلية، باستقرار المعدل السنوي للتضخم العام عند مستوياته الحالية في الربع الأول من عام ٢٠٢٦، ومن المتوقع أن يستأنف اتجاهه النزولي العام خلال الفترة المتبقية من العام الحالي ليواصل مساره نحو مستهدفه البالغ ٧٪ (± ٢ نقطة مئوية) خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٦، في المتوسط. ويأتي ذلك مدعوماً بانحسار الضغوط التضخمية على نطاق واسع، والتلاشي التدريجي لآثار الصدمات السابقة، بالإضافة إلى نمو اقتصادي غير تضخمي، ووضع خارجي أكثر صلابة واستقراراً للاقتصاد المصري. يتناول هذا الإصدار من تقرير السياسة النقدية بالعرض والتخفيف تطورات المشهد الاقتصادي العالمي والمحلي خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ ودلالاتها بالنسبة للاقتصاد المصري. كما يلقي الضوء على توقعات مؤشرات الاقتصاد الكلي الرئيسية، بما في ذلك التضخم والنمو الاقتصادي.

على الصعيد العالمي، شهد النمو الاقتصادي تعافياً محدوداً في عام ٢٠٢٥، مدفوعاً بشكل أساسي باقتضادات الأسواق الناشئة. ومن المتوقع أن يستمر التضخم العالمي في الانخفاض نحو مستهدفات البنوك المركزية، حيث انخفض إلى ٢,٤٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ مقابل ٧,٧٪ في الربع المناظر من عام ٢٠٢٤، مع تراجع الأسعار العالمية للسلع الأساسية بشكل عام خلال الربع الأخير من عام ٢٠٢٥. وفي الوقت ذاته، استمرت حالة عدم اليقين المحيطة بسياسة التجارة العالمية عند مستويات مرتفعة خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، وإن كانت أقل حدة من الربع السابق وبدرجة أكبر مقارنة بذروتها في أبريل ٢٠٢٥. وبناءً عليه، من المتوقع أن تواصل البنوك المركزية دورات التيسير النقدي بحذر خلال عام ٢٠٢٦ نظراً لحالة عدم اليقين والمخاطر المتعلقة بالتجارة.

أما على الصعيد المحلي، فقد اتسم التضخم في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ بانحسار الضغوط من جانب أسعار السلع الغذائية، مع استمرار الضغوط من جانب أسعار الخدمات والسلع المحدد أسعارها إدارياً وإن ظلت محدودة. وعليه، لم تكن تلك الضغوط قوية بما يكفي لعرقلة الاتجاه النزولي العام للتضخم، إذ انخفض المعدل السنوي للتضخم العام إلى ٣,٣٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مقابل ١٢,٥٪ في الربع السابق. في الوقت نفسه، سجل المعدل السنوي للتضخم الأساسي ١٢,١٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مرتفعاً من ١١,٢٪ في الربع السابق، مدفوعاً بزيادة أسعار الخدمات، وذلك على الرغم من انخفاض أسعار السلع الغذائية الأساسية.

وتشير التقديرات الآتية (Nowcasts) للبنك المركزي المصري إلى أن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي قد سجل معدل نمو يقارب ٤,٩٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مدفوعاً بشكل أساسي بمساهمات كل من الصناعات التحويلية غير البترولية والسياحة والاتصالات وتكنولوجيا المعلومات. وفي الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، ارتفع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق إلى ٥,٣٪، وهو أعلى معدل له منذ الربع الأول من عام ٢٠٢٢ مقابل ٣,٥٪ خلال نفس الفترة من العام السابق، مما يشير إلى استمرار تعافي النشاط الاقتصادي. وبالرغم من ذلك، من المتوقع أن تظل الضغوط التضخمية محدودة من جانب الطلب، مما يعزز الاتجاه النزولي للتضخم على المدى القصير، ويدعم الوصول إلى مستهدف البنك المركزي للتضخم بحلول الربع الرابع من عام ٢٠٢٦. وفيما يتعلق بسوق العمل، سجل معدل البطالة ٦,٢٪ و ٦,٤٪ خلال الربعين الرابع والثالث من عام ٢٠٢٥، على التوالي مقابل ٦,٤٪ و ٦,٧٪ في الربعين المقابلين من عام ٢٠٢٤.

وبالنسبة للوضع الخارجي لمصر، فقد شهد تحسناً خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ وذلك بالرغم من تسجيل ميزان المدفوعات عجز قدره ١,٦ مليار دولار، إذ تراجع عجز الحساب الجاري بمقدار النصف إلى ٣,٢ مليار دولار خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ (ما يعادل ٠,٨٪ من الناتج المحلي الإجمالي) مقارنة بنفس الربع من عام ٢٠٢٤. وجاء تراجع عجز الحساب الجاري مدعوماً بارتفاع تحويلات العاملين بالخارج، وإيرادات ميزان الخدمات، وكذا انخفاض عجز الميزان التجاري غير البترولي. في حين سجل الحساب المالي والرأسمالي عجزاً، وإن كان طفيفاً نتيجة مراكمة الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية، إلا أن هذه التدفقات الخارجة تم تعويضها جزئياً من خلال الاستثمارات الأجنبية المباشرة المستدامة، وتدفقات حافطة الأوراق

المالية، إلى جانب صافي تسهيلات الموردين والمشتريين قصيرة الأجل. ويشير هذا التطور الإيجابي إلى تراجع الضغوط على موارد النقد الأجنبي لتغطية المدفوعات الخارجية، الأمر الذي أدى إلى الحد من الضغوط على سعر الصرف، ومن ثم ارتفاع قيمة الجنيه المصري أمام الدولار خلال الآونة الأخيرة.

وفيما يتعلق بمعدل النمو السنوي للسيولة المحلية (M2)، فقد شهد تباطؤًا خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مسجلاً ٢١,٥٪ في المتوسط، مقارنةً بمتوسط قدره ٢٢,٧٪ خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥. وقد ارتفع صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي بشكل ملحوظ بمقدار تراكمي بلغ ٤,٧ مليار دولار خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ ليسجل ٢٥,٥ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٥ مقابل ٢٠,٨ مليار دولار في سبتمبر ٢٠٢٥. ويُعزى هذا الارتفاع جزئياً إلى مراكمة الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية مدعوماً بزيادة موارد النقد الأجنبي، ولا سيما تحويلات العاملين بالخارج واستثمارات الأجانب في أدوات الدين الحكومية المصرية. وعلى صعيد ائتمان القطاع الخاص، استمر معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية في تسجيل مستويات موجبة، إذ بلغ ١١,٨٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مقارنةً بمتوسط قدره ١٤,٢٪ في الربع السابق.

ورغم استئناف البنك المركزي المصري دورة التيسير النقدي خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، إذ وصل إجمالي خفض أسعار العائد الأساسية إلى ٧٢٥ نقطة أساس بنهاية عام ٢٠٢٥، فإن الأوضاع النقدية تظل داعمة للمسار النزولي للتضخم. ومن حيث فعالية انتقال أثر السياسة النقدية إلى الأسواق، فقد انتقل نحو ٩٤٪ من خفض أسعار العائد الأساسية إلى سوق الإنترنت، حيث سجل سعر الإنترنت ليلة واحدة ٢٠,٦٪ بنهاية الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ مقابل ٢٧,٤٪ بنهاية الربع الأول، مما يمثل انتقالاً سريعاً وفعالاً لأثر السياسة النقدية إلى الجهاز المصرفي. وبالتوازي، تراجعت عوائد السندات الدولية المصرية بالدولار «سندات اليوروبوند» بمختلف الآجال بمتوسط بلغ ١٤٠ نقطة أساس خلال الربع الرابع من ٢٠٢٥، مواصلة اتجاهها الهبوطي منذ بداية العام المالي ٢٠٢٤/٢٠٢٥. ويُعزى هذا التراجع إلى التيسير النسبي في الأوضاع المالية العالمية، وارتفاع طلب المستثمرين تجاه أصول الأسواق الناشئة، إلى جانب تحسن مؤشرات الاقتصاد المصري، وهو ما يتضح من الزيادة المستمرة في صافي الاحتياطيات الدولية والمسار النزولي لمعدل التضخم.

وعلى مدى الأفق الزمني للتوقعات، من المنتظر أن يستقر المعدل السنوي للتضخم العام عند مستوياته الحالية في الربع الأول من عام ٢٠٢٦، ومن المتوقع أن يستأنف اتجاهه النزولي العام خلال الفترة المتبقية من عام ٢٠٢٦ ليواصل مساره نحو مستهدف البنك المركزي المصري البالغ ٧٪ (± ٢ نقطة مئوية) في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٦، على أن يستمر بعد ذلك ضمن نطاق المعدلات الأحادية. ووفقاً لذلك، من المتوقع أن يتراوح المعدل السنوي للتضخم العام بين ١٢,٥-١٢,٠٪ في المتوسط خلال العام المالي ٢٠٢٥/٢٠٢٦، ثم ينخفض إلى ٩,٠٪ في المتوسط خلال العام المالي ٢٠٢٦/٢٠٢٧ مقابل ٢٠,٤٪ في العام المالي ٢٠٢٤/٢٠٢٥. وعلى الرغم من ذلك، تظل توقعات التضخم عُرضةً لمخاطر صعودية ناتجة عن مجموعة من العوامل المحلية والدولية والتي تشمل احتمالية انتقال أثر إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة إلى الأسعار بمعدل أعلى من المتوقع، واحتمالية تصاعد التوترات الإقليمية.

وبالنسبة للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، فمن المنتظر أن ينمو بوتيرة أسرع مما كان متوقفاً ليسجل ٥,١٪ و ٥,٥٪ في المتوسط، خلال العامين الماليين ٢٠٢٥/٢٠٢٦ و ٢٠٢٦/٢٠٢٧ على الترتيب، مقارنةً بالتوقعات السابقة والبالغة ٤,٨٪ و ٥,١٪ على التوالي. ويرجع التحسن في تقديرات معدل النمو الاقتصادي إلى الزيادة المتوقعة في مساهمات قطاعي الصناعات التحويلية غير البترولية والخدمات، الذين من المرتقب أن تتسارع وتيرة نموها، مدعومة بتوقعات استمرار دورة التيسير النقدي، الأمر الذي من شأنه أن يعزز النمو الحقيقي للائتمان الممنوح للقطاع الخاص مستقبلاً. وعليه، تفيد التقديرات بأن النشاط الاقتصادي سوف يقترب من طاقته الإنتاجية القصوى بنهاية عام ٢٠٢٦، وإن ظل حالياً دون تلك المستويات.

^١ الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق.

١. الأوضاع الاقتصادية الراهنة

١-١ التطورات العالمية

أهم التطورات:

- واصل النمو العالمي تعافيه خلال عام ٢٠٢٥، وإن كانت وتيرته أبطأ نسبياً مقارنة بعام ٢٠٢٤.
- رغم التراجع النسبي في معدلات التضخم عالمياً، فإنها لا تزال عُرضة لمخاطر صعودية، منها احتمالية تجدد التوترات الجيوسياسية وحالة عدم اليقين المرتبطة بالسياسات التجارية.
- شهدت الأسعار العالمية للسلع الأساسية تراجعاً عاماً في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، كما يتضح من انخفاض أسعار خام برنت والسلع الغذائية.
- أسهمت الأوضاع المالية العالمية التيسيرية بالإضافة إلى تراجع تقييمات المخاطر السيادية بالأسواق الناشئة في زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى تلك الأسواق.
- حافظت البنوك المركزية الرئيسية في الاقتصادات المتقدمة والناشئة على نهج حذر في اتخاذ قرارات السياسات النقدية.

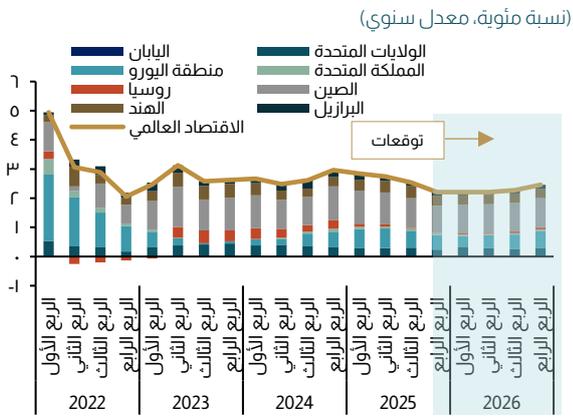
فيما يلي، يتناول هذا القسم بالتحليل آخر التطورات الاقتصادية العالمية والنمو والتضخم، وتطورات أسعار السلع الأساسية، ومستجدات الأسواق المالية، مع التركيز على الاقتصادات الناشئة. كما يلقي التحليل الضوء على تأثير هذه المتغيرات العالمية على الأوضاع الاقتصادية الكلية لمصر ووضعها الخارجي.

خلال عام ٢٠٢٥، واصل النمو الاقتصادي العالمي تعافيه، وإن كان أبطأ نسبياً مقارنة بعام ٢٠٢٤. وجاء هذا التباطؤ نتيجة انحسار أثر التعافي الذي أعقب الجائحة، إضافةً إلى الأثر المتباطئ للسياسات النقدية التقييدية على النمو الاقتصادي العالمي. وقد جاء النمو مدفوعاً بشكل رئيسي

بأداء اقتصادات الأسواق الناشئة، في حين تراجع إسهام الاقتصادات المتقدمة في النمو العالمي نتيجة تصاعد حالة عدم اليقين. وبالنسبة لعام ٢٠٢٦، لا تزال الآفاق المستقبلية تواجه مخاطر من بينها احتمالية تصاعد التوترات الجيوسياسية وزيادة التقلبات المتعلقة بالسياسات التجارية العالمية.

وعليه، من المتوقع أن يبلغ متوسط النمو الاقتصادي العالمي، مرجحاً بحجم تجارة مصر مع شركائها التجاريين الرئيسيين، نحو ٢,٢٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مقارنة بنحو ٣,٠٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، على أن يظل مستقراً إلى حد كبير خلال عام ٢٠٢٦ (شكل رقم ١). ومن شأن استقرار النشاط الاقتصادي العالمي أن يدعم الطلب الخارجي، ويعزز الصادرات والإيرادات السياحية وتدفقات تحويلات العاملين بالخارج، بما يسهم إيجابياً في دعم النمو المحلي في مصر. ومع ذلك، قد يؤدي تحسن الطلب الخارجي إلى بعض الضغوط الصعودية على معدلات التضخم المحلية.

شكل رقم ١
النمو الاقتصادي لدى شركاء مصر التجاريين*



المصدر: بلومبرغ.

*مرجحاً بحجم التبادل التجاري بين مصر وشركائها التجاريين في عام ٢٠٢٣-٢٠٢٤. معدلات النمو بدءاً من الربع الرابع ٢٠٢٥ تمثل توقعات.

وفي ضوء استقرار النمو العالمي، من المتوقع أن يواصل معدل التضخم العالمي اتجاهه النزولي مقترباً من مستهدفات البنوك المركزية، ليسجل نحو ٢,٤٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ مقابل ٢,٧٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ (شكل رقم ٢).

^{٣٣} توقعات معدلات التضخم العالمي وفقاً لبيانات بلومبرغ ومرجحة بحجم تجارة مصر مع شركائها التجاريين الرئيسيين.

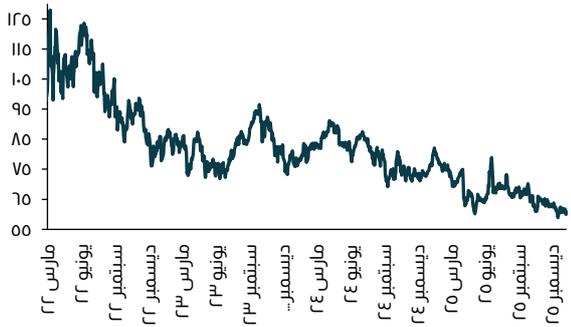
^{٣٤} توقعات معدلات النمو الاقتصادي وفقاً لبيانات بلومبرغ، مرجحة بحجم تجارة مصر مع شركائها التجاريين الرئيسيين.

المنتجة من خارج التحالف في هذا التراجع، إلى جانب التوقعات بتباطؤ الطلب العالمي. وفي هذا السياق، انخفضت أسعار خام برنت إلى ما دون مستوى ٦٠ دولارا للبرميل للمرة الأولى منذ الربع الأول من عام ٢٠٢١.

وفيما يتعلق بتوقعات الأسعار العالمية للطاقة، لا تزال آفاق سوق النفط تميل إلى الاتجاه النزولي، حتى في أعقاب قرارات تحالف أوبك+ بوقف زيادات الإنتاج، وإن كانت قد تتأثر بتصاعد التوترات الجيوسياسية وما قد يترتب عليها من اضطرابات في سلاسل الإمداد العالمية.

أما بالنسبة لمصر، فيظل انتقال تأثير تطورات أسعار النفط العالمية إلى معدلات التضخم المحلية محدودا، في ضوء آلية التسعير التلقائي للوقود. ومع ذلك، فإن انخفاض أسعار النفط سيؤدي إلى تراجع أسعار الواردات وتكاليف الشحن. بالإضافة إلى ذلك، من شأن تراجع أسعار النفط أن يدعم تحسن الميزان التجاري البنزولي، بما يسهم في تخفيف الضغوط على كل من الوضع الخارجي وأوضاع المالية العامة.

شكل رقم ٣
تطورات أسعار خام برنت*
(بالدولار للبرميل، الأسعار اليومية)



المصدر: بلومبرغ.
*البيانات حتى ٨ يناير ٢٠٢٦.

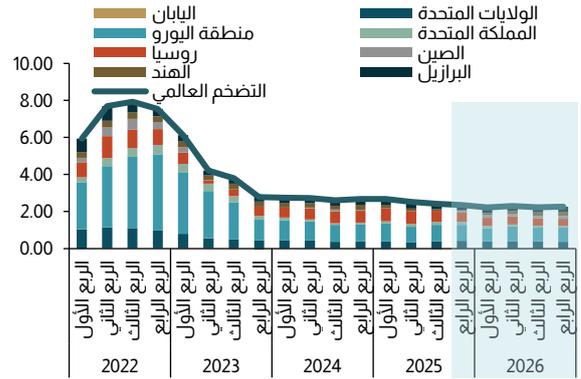
وفيما يتعلق بالسلع الغذائية، شهدت الأسعار العالمية للسلع الغذائية، المرجحة بأوزان الرقم القياسي لأسعار المستهلكين المحلي للسلع الغذائية الأساسية، تراجعاً خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، لتسجل متوسطاً بلغ ٧,٩٪ مقارنة بنحو ٨,١٪ في الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٤). ويُعزى هذا التراجع بشكل رئيسي إلى انخفاض أسعار الأرز

وعلى المدى المتوسط، من المتوقع أن تستمر الضغوط التضخمية في التراجع في كلٍّ من الاقتصادات المتقدمة والناشئة على حد السواء، مدعومة بأثر السياسات النقدية التقييدية وتراجع أسعار السلع الأساسية على المستوى العالمي. وبالنسبة لمصر، من شأن استمرار تباطؤ التضخم العالمي أن يحد من مخاطر التضخم المستورد، بما يدعم استقرار الأسعار المحلية ويسهم في تخفيف الضغوط على ميزان الحساب الجاري.

ومع ذلك، لا تزال هناك مخاطر صعودية تحيط بمسار التضخم النزولي نتيجة لتصاعد التوترات الجيوسياسية وتزايد حالة عدم اليقين بشأن السياسات التجارية واحتمالية تجدد اضطرابات سلاسل الإمداد العالمية.

شكل رقم ٢
التضخم العام لدى شركاء مصر التجاريين*

(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: بلومبرغ.

* تم حساب سلسلة البيانات باستخدام أوزان حجم التجارة لمصر في عام ٢٠٢٣/٢٠٢٤. معدلات التضخم العالمي بدءاً من الربع الرابع ٢٠٢٥ تمثل توقعات.

وشهدت أسعار السلع العالمية تراجعاً خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، في ظل زيادة المعروض من النفط مما حد من الضغوط الصعودية في أسواق الطاقة، إلى جانب استمرار انخفاض الأسعار العالمية للسلع الغذائية.

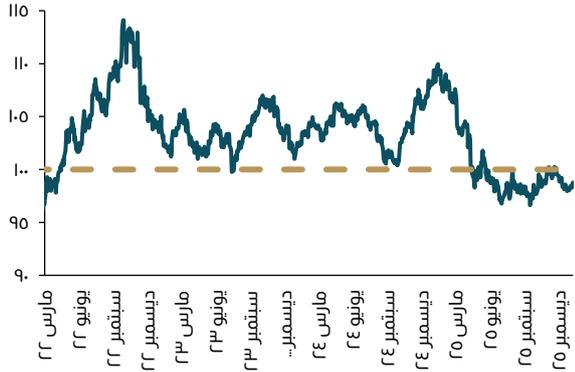
وفي سوق النفط، تراجعت أسعار خام برنت خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ لتسجل متوسطاً بلغ ٦٣,١ دولار للبرميل، مقابل ٦٨,٢ دولار في الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، انخفاضاً عن ٧٤,٠ دولاراً في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ (شكل رقم ٣). وقد أسهم ارتفاع المعروض من كلٍّ من دول تحالف أوبك+ والدول

الأسواق الأكثر استقرارا وتنافسية، وعلى رأسها السوق المصري.

وفي ظل هذه التطورات، واصل الدولار الأمريكي اتجاهه النزولي الذي بدأ منذ منتصف عام ٢٠٢٥. فخلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، انخفض مؤشر الدولار الأمريكي (DXY) بنحو ٧,٢٪ مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٤ (شكل رقم ٦). ويعكس هذا التراجع توقعات بمزيد من خفض أسعار العائد من قبل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، إلى جانب إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية نحو أصول الأسواق الناشئة ذات العوائد الأعلى، وكذلك الأصول منخفضة المخاطر مثل الذهب.

شكل رقم ٦ مؤشر الدولار الأمريكي (DXY) *

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



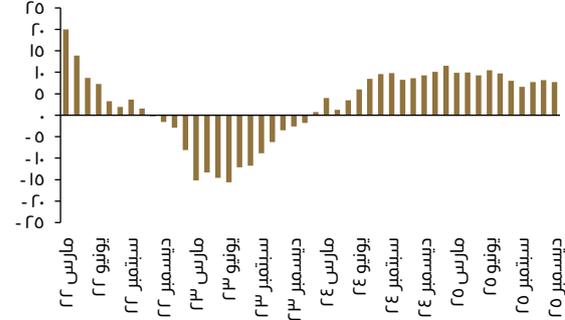
المصدر: بلومبرغ.
*البيانات حتى ٨ يناير ٢٠٢٦.

وقد أسهم التراجع في قيمة الدولار الأمريكي، إلى جانب تيسير السياسة النقدية من قبل البنوك المركزية الرئيسية، في تيسير الأوضاع المالية في الاقتصادات المتقدمة خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٤ (شكل رقم ٧). وساعد ذلك على تخفيف قيود التمويل الخارجي التي تواجهها الاقتصادات النامية، مما يدعم تدفقات رؤوس الأموال وآفاق النمو.

والسكر ومنتجات الألبان، والذي قابله جزئيا ارتفاع أسعار اللحوم الحمراء والدواجن.

شكل رقم ٤ الأسعار العالمية للسلع الغذائية*

(بالنسبة المئوية، على أساس سنوي، مرجحة بأوزان سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين المحلي لمكونات السلع الغذائية الأساسية)



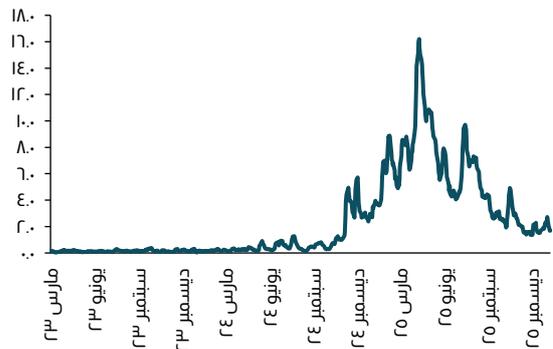
المصدر: حسابات البنك المركزي المصري، البنك الدولي، ومنظمة الأغذية والزراعة التابعة للأمم المتحدة.
*البيانات حتى ٨ يناير ٢٠٢٦.

وقد ظل مؤشر عدم اليقين بشأن السياسات التجارية العالمية، مرتفعا نسبيا خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، وإن كان قد تراجع بشكل طفيف مقارنة بالربع السابق، ليظل أقل بكثير من المستويات المرتفعة الحادة المسجلة في منتصف عام ٢٠٢٥. وهو ما يشير إلى استمرار حالة الغموض في السياسات التجارية لا يزال يؤثر على حركة التجارة العالمية (شكل رقم ٥).

وبالنظر إلى المستقبل، من شأن تحسّن بيئة التجارة العالمية أن يدعم ثقة المستثمرين ويعزز القدرة التنافسية للصادرات المصرية غير البترولية، فضلا عن جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مع قيام الشركات بإعادة توجيه عمليات الإنتاج نحو

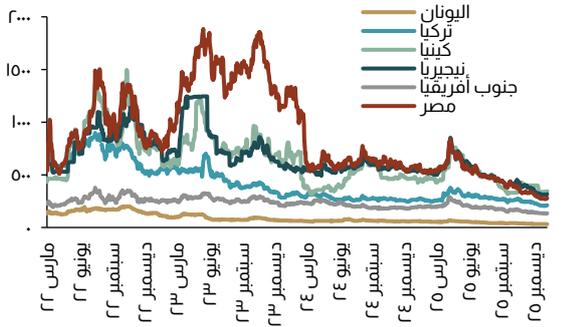
شكل رقم ٥ مؤشر عدم اليقين للسياسات التجارية العالمية*

مستوى المؤشر



المصدر: بلومبرغ.
* يشير الارتفاع إلى تزايد حالة عدم اليقين المتعلقة بالسياسات التجارية العالمية. البيانات حتى ٨ يناير ٢٠٢٦.

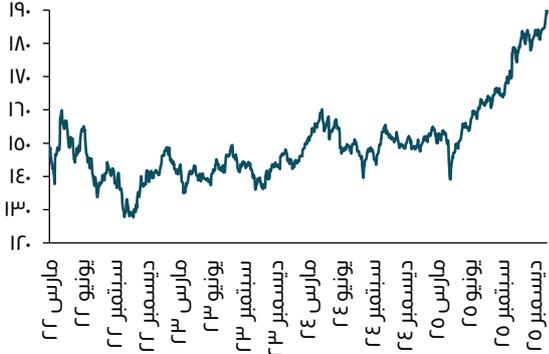
شكل رقم ٨
فروق مبادلات مخاطر الائتمان (أجل خمس سنوات)
في مصر ونظرائها*
(مستوى المؤشر)



المصدر: بلومبرغ.
*البيانات حتى ٨ يناير ٢٠٢٦.

وفي هذا السياق، ارتفعت تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة بنسبة ٨,٥٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مقابل ٨,٢٪ خلال الربع الثالث من العام نفسه (شكل رقم ٩). ويُعزى هذا الارتفاع إلى ضعف الدولار الأمريكي، واتباع أوضاع مالية أكثر تيسيرا نسبيا في الاقتصادات المتقدمة، إلى جانب تحسن ثقة المستثمرين تجاه الأسواق الناشئة.

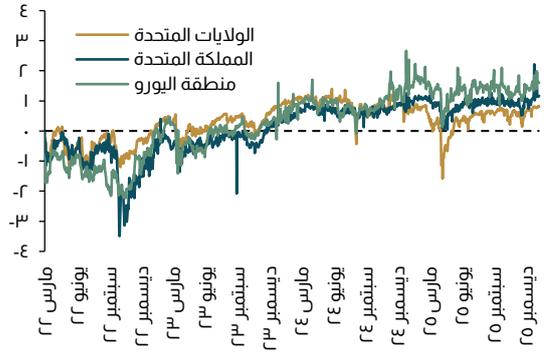
شكل رقم ٩
مؤشر تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة*
(مستوى المؤشر، الزيادة = تدفقات إلى الأسواق والعكس صحيح)



المصدر: بلومبرغ.
يعكس مؤشر تدفقات رؤوس الأموال في الأسواق الناشئة حركة التدفقات في هذه الأسواق، وقد تم حسابه استنادا إلى أربعة مؤشرات بأوزان مختلفة وهي: مؤشر السلع (جولدمان ساكس)، ومؤشر أسهم الأسواق الناشئة (MSCI)، ومؤشر فروق عوائد السندات (EMBI)، ومؤشر تداولات العائد على عملات الأسواق الناشئة. *البيانات حتى ٨ يناير ٢٠٢٦.

وبالنظر إلى المستقبل، قد تسهم الوتيرة الأسرع من المتوقع للتيسير النقدي في الاقتصادات المتقدمة، بالإضافة إلى تحسن ثقة المستثمرين، في تعزيز تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، بما في ذلك مصر.

شكل رقم ٧
مؤشر الأوضاع المالية*
الدرجة المعيارية (Z-score)



المصدر: بلومبرغ.
*القيم الموجبة تشير إلى أوضاع مالية أكثر تيسيرا والعكس صحيح.
البيانات حتى ٨ يناير ٢٠٢٦.

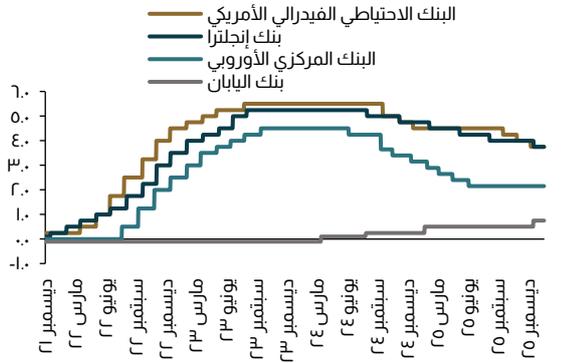
واتساقا مع هذه التحولات في مناخ الاستثمار العالمي، واصلت فروق مبادلات مخاطر الائتمان السيادية (CDS) في الأسواق الناشئة اتجاهها النزولي خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، بما يعكس تحسن ثقة المستثمرين وانحسار المخاطر العالمية. كما أسهم التعافي الاقتصادي وتعزيز الاحتياطات الخارجية في تحسن التصنيفات الائتمانية، بما يشير إلى عودة تسعير المخاطر في الأسواق الناشئة إلى مستوياته الطبيعية عقب التقلبات المتزايدة في السنوات الأخيرة.

وتماشيا مع الاتجاهات العامة للأسواق الناشئة، شهدت فروق مبادلات مخاطر الائتمان لأجل خمس سنوات في مصر تراجعا ملحوظا خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، لتصل إلى أدنى مستوى لها منذ خمس سنوات (شكل رقم ٨). وبالعكس هذا التطور عودة تسعير المخاطر الائتمانية السيادية لمصر إلى مسارها الطبيعي، إلى جانب تعزيز الثقة الخارجية في قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها. كما يسهم تراجع فروق مبادلات مخاطر الائتمان (CDS) في خفض علاوة المخاطر على عوائد السندات الدولية لمصر وعلى الإصدارات الجديدة، بما يدعم قدرة الدولة على النفاذ إلى الأسواق الخارجية وتقليل تكاليف الاقتراض الخارجي. وإذا استمر هذا التحسن، فمن شأنه أن يخفف الضغوط المرتبطة بإعادة تمويل الدين وتجديد استحقاقاته. غير أن هذه المكاسب تظل عرضة للمخاطر العالمية.

شكل رقم ١٠ أسعار العائد في أهم البنوك المركزية*

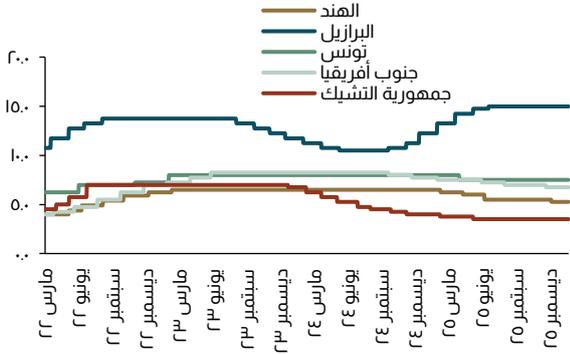
(نسبة مئوية)

(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 ١٩ يناير ٢٠٢٦.

ومن المتوقع أن يسهم تعافي النمو الاقتصادي العالمي، إلى جانب استقرار معدلات التضخم، في تحقيق آثار إيجابية غير مباشرة على الاقتصاد المصري. كما يُرجَّح أن يساعد التراجع الأخير في أسعار السلع الأساسية عالمياً في الحد من الضغوط التضخمية المستوردة، بما يدعم أوضاع الميزان الخارجي واستقرار الأسعار المحلية. إضافة إلى ذلك، من المتوقع أن تؤدي الأوضاع المالية العالمية الأكثر تيسيراً، إلى جانب ضعف الدولار الأمريكي وتحسن ثقة المستثمرين، إلى تعزيز جاذبية أصول الأسواق الناشئة، ودعم تدفقات رؤوس الأموال إليها، بما في ذلك مصر.

وفي ضوء هذه التطورات العالمية، واصلت البنوك المركزية تعديل سياساتها النقدية استجابة لتغير الأوضاع الاقتصادية العالمية. فخلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، واصلت البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة دورات التيسير النقدي بشكل تدريجي، في ظل المخاطر القائمة (شكل رقم ١٠-أ).

ومع ذلك، تظل اليابان استثناء بارزاً. ففي الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، واصل بنك اليابان الرفع التدريجي لسعر العائد الأساسي بمقدار ٢٥ نقطة أساس ليصل إلى ٧,٧٥٪، وهو أعلى مستوى له منذ نحو ٣٠ عاماً. ومع ذلك، فإن أي تحرك محتمل نحو رفع أسعار العائد قد يقلل بدوره من الطلب على الأصول ذات المخاطر الأعلى نسبياً في الأسواق الناشئة. وعلى الرغم من التوقعات بإجراء مزيد من التخفيضات في أسعار العائد لدى الاقتصادات المتقدمة، من المنتظر أن تتبع البنوك المركزية نهجاً حذراً نظراً لاستمرار حالة عدم اليقين العالمية والمخاطر المرتبطة بالتجارة الدولية.

أما في الأسواق الناشئة، فقد تأثرت السياسات النقدية بوجه عام بالاتجاه التيسيري في الاقتصادات المتقدمة، وإن ظل الوضع العام للسياسة النقدية يتسم بالحذر (شكل رقم ١٠-ب). ومع ذلك، فقد تباينت التوجهات بين الاقتصادات الناشئة، حيث قامت بعض البنوك المركزية خلال الفترات الأخيرة بخفض أسعار العائد لدعم النشاط الاقتصادي في ظل تراجع الضغوط التضخمية والحفاظ على سياسة نقدية تقييدية لفترة ممتدة، في حين فضلت بنوك مركزية أخرى الإبقاء على أسعار العائد دون تغيير حفاظاً على المسار النزولي للتضخم.

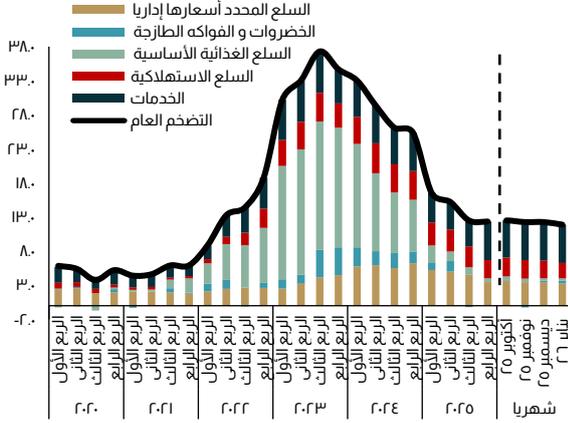
وبالمثل، واصل البنك المركزي المصري اتباع نهج استشرافي حذر، حيث قررت لجنة السياسة النقدية في اجتماعها خلال ديسمبر ٢٠٢٥ خفض سعر العائد الأساسي إلى ٢٠,٥٪، دعماً لاستمرار المسار النزولي للتضخم، مع استمرار المتابعة الدقيقة للتطورات المحلية والخارجية.

٤ رغم رفع سعر العائد الاسمي، يظل العائد الحقيقي في اليابان سالب.

السلع الغذائية في يناير ٢٠٢٦ كما هو معتاد قبل بداية شهر رمضان الكريم (شكل رقم ١٣).

شكل رقم ١٣ تحليل التضخم العام

(نقطة مئوية، تغير سنوي، متوسط الربع)



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

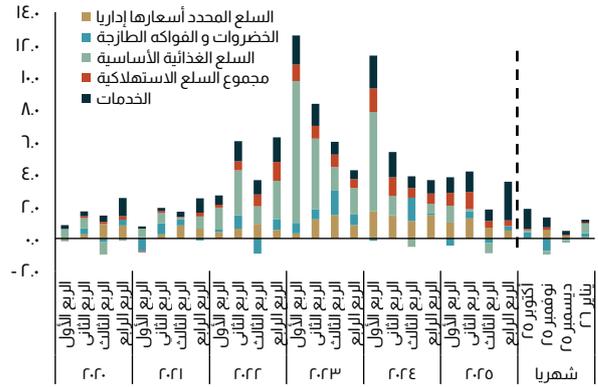
وتراجع المعدل السنوي لتضخم السلع الغذائية إلى ١,٢٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مسجلاً أدنى مستوى له منذ الربع الأول من عام ٢٠٢١، وذلك انعكاساً للإنخفاض واسع النطاق في الأسعار فضلاً عن التأثيرات الإيجابية لسة الأساس. وفي المقابل، ظل تضخم السلع غير الغذائية مستقرًا عند نحو ٢٠٪، بما يعكس استمرار الضغوط الناشئة عن الخدمات والسلع المحددة أسعارها إدارياً. أما في يناير ٢٠٢٦، فقد ارتفع تضخم السلع الغذائية مؤقتاً ليسجل ١,٩٪ مقابل ١,٤٪ في ديسمبر ٢٠٢٥، مدفوعاً بالعوامل الموسمية المشار إليها سابقاً قبيل شهر رمضان. في حين بدأ تضخم السلع غير الغذائية في الانخفاض بوتيرة أقوى، متراجعاً إلى ١٨,٦٪ في يناير ٢٠٢٦ مقابل ١٩,٥٪ في ديسمبر ٢٠٢٥.

وعليه، أسهم التباطؤ الملحوظ في تضخم السلع الغذائية على مدار عام ٢٠٢٥ بدور جوهري في احتواء التضخم العام، إذ حدّ من انتقال الضغوط التضخمية المرتفعة من السلع غير الغذائية إلى المعدل العام، وبالتالي ساهم في الحد من ترسخ الضغوط التضخمية أو استدامتها (شكل رقم ١٤).

وبالنسبة لمعدل التضخم الشهري، فقد ارتفع بشكل طفيف خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، وذلك انعكاساً لما يلي: (أ) الخدمات، والتي كانت المحرك الرئيسي لهذا الارتفاع، عقب التعديلات التشريعية الخاصة بقانون الإيجار القديم، إذ ارتفعت الإيجارات بمتوسط ٧,١٪ خلال الربع، مع تسجيل أكبر زيادة في شهر أكتوبر؛ (ب) وتضخم السلع المحدد أسعارها إدارياً، والذي شهد ارتفاعاً ملحوظاً عقب زيادة أسعار الوقود بنسبة ١١,٦٪ في نوفمبر، وما تبعه من تأثيرات غير مباشرة على تعريفه النقل العام، إلى جانب زيادة أسعار الغاز الطبيعي للاستخدام المنزلي بنسبة ٢٣٪ في ديسمبر. أما في يناير ٢٠٢٦، فقد جاءت التطورات الشهرية للتضخم لتعكس الزيادة في أسعار السلع الغذائية بما يتسق مع الارتفاع الموسمي قبل بداية شهر رمضان الكريم، وذلك على الرغم من انخفاض تضخم السلع غير الغذائية (شكل رقم ١٤).

شكل رقم ١٤ تحليل التضخم العام

(نقطة مئوية، تغير ربع سنوي، متوسط الربع)

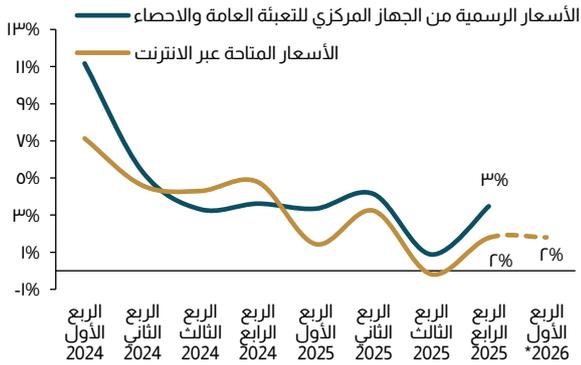


المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء؛ والبنك المركزي المصري.

وجاءت تطورات تضخم كل من السلع الغذائية وغير الغذائية لتعكس التأثيرات المتباينة على معدلات التضخم خلال هذا الربع. إذ استقر تضخم السلع غير الغذائية عند مستويات مرتفعة، بسبب ارتفاع تضخم الخدمات وإجراء عدد من التعديلات على الأسعار المحددة إدارياً، شملت الوقود وتعريفه النقل وأسطوانات غاز البوتاجاز والغاز الطبيعي والسجائر. في المقابل، تراجع تضخم السلع الغذائية بصورة حادة، مدفوعاً بالانخفاض الملحوظ في أسعار الخضروات والفواكه الطازجة والدواجن. إلا أن هذا الاتجاه توقف مؤقتاً إثر الارتفاع الموسمي في أسعار

وجاءت التقديرات الآتية للبنك المركزي المصري (Nowcasts)، المبنية على أسعار السلع المتاحة عبر الإنترنت، متسقة مع قراءات التضخم الرسمية الصادرة عن الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، حيث عكست الاتجاه العام لتحركات الأسعار (شكل رقم ١٩). فخلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، أشارت التقديرات الآتية إلى أن المعدل ربع السنوي للتضخم العام بلغ ٢٪ مقارنة بالربع السابق، في حين جاءت البيانات الرسمية عند مستوى أعلى بلغ ٣٪، وإن انسقت اتجاهات التغير السعري لمعظم السلع والخدمات. وتشير التقديرات الآتية (Nowcasts) للبنك المركزي المصري لشهر يناير ٢٠٢٦ إلى ارتفاع أسعار السلع الغذائية واستقرار أسعار السلع غير الغذائية، وعليه يتوقع البنك المركزي أن يسجل معدل التضخم العام ٢٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٥.

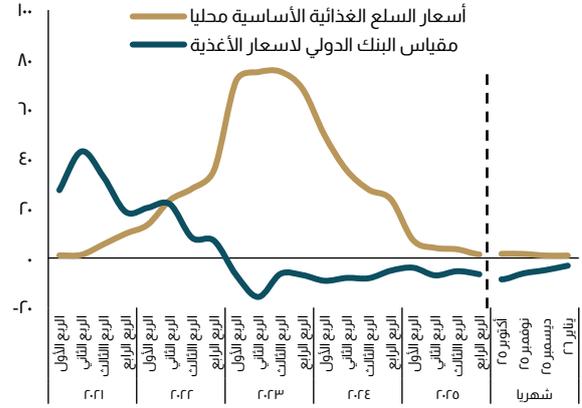
شكل رقم ١٩
التقديرات الآتية لمعدل التضخم العام
(نسبة مئوية، معدل ربع سنوي، تغير عن الربع السابق)



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

*توقعات البنك المركزي اعتمادا على التقديرات الآتية لشهر يناير ٢٠٢٦. الإطار ٢ في تقرير السياسة النقدية للربع الأول من عام ٢٠٢٥.

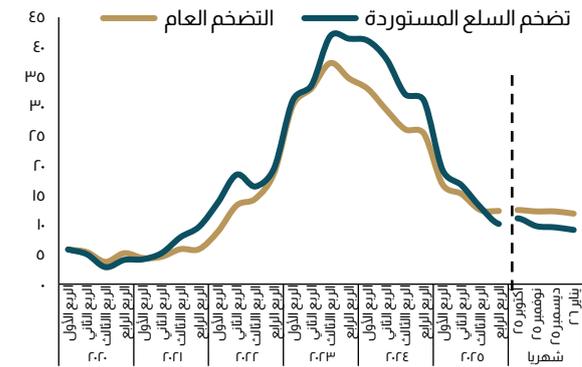
شكل رقم ١٧
تضخم أسعار السلع الغذائية عالميا ومحليا
(نسبة مئوية، معدل ربع سنوي، تغيير سنوي)



المصدر: حسابات البنك المركزي المصري؛ والجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، ومؤشر البنك الدولي لأسعار السلع الغذائية.

وتراجع معدل التضخم المستورد إلى ١,٢٪ مقابل ١,٣٪ في الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، وهو ما يمكن تفسيره بتحسين سعر الصرف وتلاشي الصدمات الخارجية. وعلى الرغم من أن التضخم المستورد والتضخم العام يتحركان عادة في اتجاه واحد، فإن التضخم العام خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ تأثر بعوامل محلية رفعت من وتيرته، دون أن تمتد آثارها إلى السلع المستوردة. وفي يناير ٢٠٢٦، واصل التضخم المستورد مساره النزولي، مسجلا ٩,١٪ مقابل ٩,٦٪ في ديسمبر ٢٠٢٥ (شكل رقم ١٨).

شكل رقم ١٨
تضخم السلع المستوردة
(نسبة مئوية، معدل ربع سنوي، تغيير سنوي)



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

٧ يمثل التضخم المستورد سلة فرعية من الرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين في الحضرة، وتضم سلعا يتم استيرادها بالكامل أو تُجفَع محليا باستخدام مكونات مستوردة.

إطار رقم ١ : التضخم والتوظيف: نظرة جديدة على منحني فيليبس في مصر

أحد الموضوعات المحورية التي تحظى باهتمام السياسة النقدية هو كيفية تأثير تقلبات النشاط الاقتصادي على التضخم. ويرصد منحني فيليبس هذه العلاقة من خلال ربط معدلات التضخم بمعدلات البطالة في الاقتصاد، وذلك في إطار يعتمد على توقعات التضخم وعوامل أخرى. وتعمل الآلية الأساسية لهذه العلاقة من خلال أوضاع سوق العمل بوصفها مؤشرا لجانب الطلب الكلي. إذ يعكس انخفاض معدل البطالة أوضاعا أكثر تشددا في أسواق العمل، مما يؤدي إلى ضغوط صعودية على الأجور، ومن ثم على التضخم. أما تراجع التضخم فيرتبط عادة بتباطؤ النشاط الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة.

وفي إطار هذا النموذج، يشير منحني فيليبس إلى وجود علاقة عكسية بين البطالة والتضخم. غير أن العديد من الدراسات الاقتصادية تفيد بأن التضخم يتأثر بكل من عوامل الطلب (مثل أوضاع سوق العمل والطلب الكلي) وعوامل العرض (بما في ذلك صدمات الأسعار العالمية والسلع الأساسية والاضطرابات الجيوسياسية). وفي هذا السياق، يشير Gordon (٢٠١٣) إلى أن ميل منحني فيليبس يكون سالبا فقط عندما تغلب عوامل الطلب على محركات العرض^١، وبالمثل، يخلص Geerolf (٢٠١٨) إلى أن هذه العلاقة السالبة تنطبق في المقام الأول على الاقتصادات المغلقة ذات أنظمة سعر الصرف الثابت، في حين تكون الاقتصادات المنفتحة ذات أنظمة سعر الصرف المرنة أكثر عُرضة لمخاطر صدمات العرض، بما يضعف العلاقة بين التضخم والبطالة.^٢

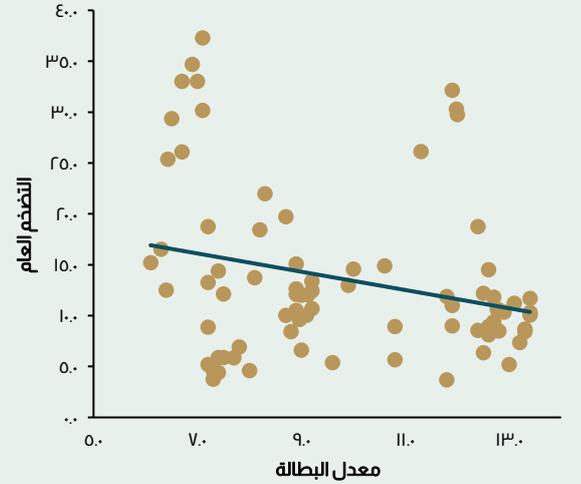
علاوة على ذلك، تؤدي توقعات التضخم دورا وسيطا محوريا في هذه العلاقة، إذ تشير الأدلة إلى أن التغيرات في التوقعات يمكن أن تحد من حساسية التضخم للطلب المحلي (Coibion and Gorodnichenko (٢٠١٥). واستنادا إلى أدلة سابقة على أن النشاط الاقتصادي وأوضاع سوق العمل يتحركان معا على نحو وثيق في مصر (راجع إطار ٣ في تقرير السياسة النقدية للربع الثالث من عام ٢٠٢٥)، يتناول هذا الإطار بالتفصيل مدى تأثير معدلات التضخم بتطورات النشاط الاقتصادي المحلي عبر الزمن.

١- حقائق نمطية حول العلاقة بين البطالة والتضخم

تشير البيانات ربع السنوية لمصر خلال الفترة من الربع الأول لعام ٢٠٠٦ وحتى الربع الثالث لعام ٢٠٢٥ إلى أدلة متباينة بشأن العلاقة بين التضخم والبطالة. فخلال الفترة المشار إليها تظهر العلاقة السالبة بين معدلات التضخم والبطالة غير أن هذه العلاقة قد لا تتسم بالاستقرار، وهو ما يتضح من خلال تباعد بعض المشاهدات عن خط الاتجاه العام، لا سيما خلال فترات ارتفاع معدلات التضخم (شكل أ).

وعليه، تم تقسيم العينة إلى فترتين فرعيتين، الفترة الأولى تمتد من الربع الأول لعام ٢٠٠٦ إلى الربع الرابع لعام ٢٠١٥، في حين تغطي الفترة الثانية من الربع الأول لعام ٢٠١٦ إلى الربع الثالث لعام ٢٠٢٥. خلال الفترة الفرعية الأولى، يكون الارتباط بين التضخم العام ومعدل البطالة سالبا، كما أن التشتت حول خط الاتجاه العام يكون محدودا نسبيا، بما يتسق مع العلاقة النمطية لمنحني فيليبس. وعلى النقيض، يتضاءل ذلك الارتباط خلال الفترة الفرعية الثانية، مع اتساع نطاق تشتت المشاهدات حول خط الاتجاه العام (شكل ب). ويشير هذا النمط إلى أن عوامل إضافية ربما كان لها دور أكثر تأثيرا في تشكيل تطورات التضخم، مما أضعف العلاقة بين التضخم والبطالة.

شكل (أ)
العلاقة بين التضخم والبطالة في مصر (الربع الأول من عام ٢٠٠٦ إلى الربع الثالث من عام ٢٠٢٥)
(نسبة مئوية)



المصدر: حسابات البنك المركزي المصري بناء على بيانات من البنك المركزي المصري ووزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية والتعاون الدولي.

٢- التحليل والأدلة التجريبية

وتقييما للعلاقة بين التضخم والبطالة في مصر، تم استخدام تحليل انحدار قائم على منحني فيليبس. ويتم تمثيل التضخم بوصفه دالة لكل من الطاقة غير المستغلة في سوق العمل، ممثلةً بفجوة البطالة^٣، ومجموعة من المتغيرات الضابطة الأخرى. واتساقا مع الدراسات الاقتصادية، تم استخدام فجوة البطالة بدلا من معدل البطالة، نظرا لأن الانحرافات عن المستوى التوازني، وليس المستوى نفسه، تكون ذات دلالة أفضل في تفسير تطورات التضخم.

^١ Robert J. Gordon, "The Phillips Curve is Alive and Well: Inflation and the NAIRU During the Slow Recovery," NBER Working Paper 19399.

^٢ Geerolf, F. (٢٠١٨). "The Phillips Curve: Price Levels or Real Exchange Rates?" Meeting Papers 1118, Society for Economic Dynamics.

^٣ Coibion, O., and Gorodnichenko, Y. (٢٠١٥). Is the Phillips curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation. American Economic Journal: Macroeconomics, 7(1), 197-232.

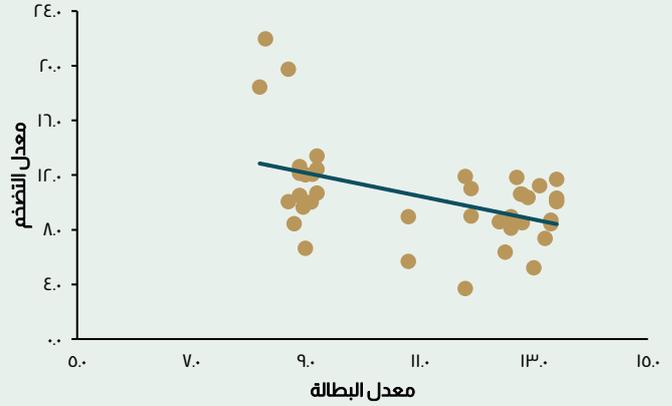
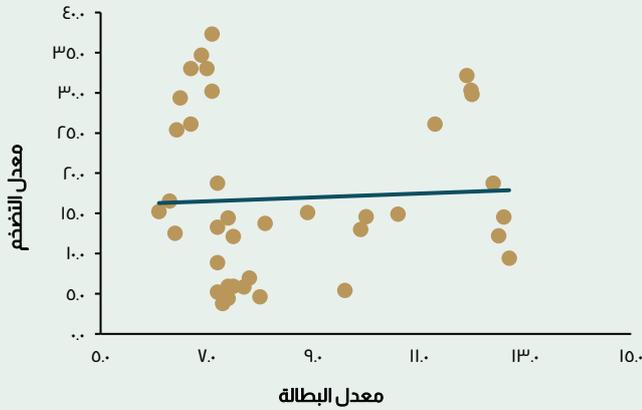
^٤ تم احتساب المستويات القسوى للبطالة باستخدام مرشح هودريك-بريسكوت (HP) على بيانات البطالة ربع السنوية المعدلة موسميًا (انظر إلى الإطار رقم ٢ في تقرير السياسة النقدية للربع الثاني من عام ٢٠٢٥ الصادر عن البنك المركزي المصري).

ويعتمد هذا التحليل على نموذج مثلث (Gordon (٢٠١٣)، الذي يربط تطورات التضخم بكل من التوقعات (معدلات التضخم السابقة)، وعوامل جانبي الطلب والعرض.

شكل ب

العلاقة بين البطالة والتضخم في مصر
بين الربع الأول من عام ٢٠٠٦ والربع الرابع من عام ٢٠١٥

(نسبة مئوية)



المصدر: حسابات البنك المركزي المصري .

وفي هذا الإطار، تم تقدير صيغتين لنموذج منحنى فيلبس. يتم من خلال الصيغة الأولى تقدير معدل التضخم كدالة في توقعات التضخم (مقاسة بكل من القيم السابقة والمستقبلية للتضخم) بالإضافة لجانب الطلب (مقاسا بالقيم الحالية والسابقة لفجوة البطالة)^٥. وتشير النتائج إلى أنه خلال الفترة الفرعية الأولى (الربع الأول ٢٠٠٦-الربع الرابع ٢٠١٥)، ارتبطت الزيادات في فجوة البطالة بانخفاض معدلات التضخم، في حين كان لتوقعات التضخم علاقة موجبة مع معدل التضخم المحقق. أما خلال الفترة الفرعية الثانية (الربع الأول ٢٠١٦-الربع الثالث ٢٠٢٥)، فقد أصبحت العلاقة بين فجوة البطالة والتضخم ضعيفة، بينما ظلت توقعات التضخم معنوية إحصائياً، مما يؤكد دورها في تشكيل ديناميكيات التضخم.

أما في الصيغة الثانية، فيُنظر إلى التوقعات على أنها ذات نظرة خلفية (backward looking)، وبالتالي يتم تقدير معدل التضخم كدالة في توقعات التضخم (مقاسة فقط بالقيم السابقة للتضخم) بالإضافة للقيم الحالية والسابقة لفجوة البطالة إلى جانب ضغوط الأسعار الخارجية التي يرصدها مؤشر التضخم المستورد المرجح بالتجارة، والذي يُستخدم كمؤشر على الضغوط السعرية الأوسع نطاقاً^٦ واتساقاً مع الصيغة الأولى لنموذج منحنى فيلبس، تشير التقديرات إلى أنه قبل عام ٢٠١٦، ارتبطت الزيادات في فجوة البطالة بانخفاض معدلات التضخم، في حين أن تطورات البطالة والتضخم لم تتبع نمطا ثابتا خلال الفترة التي تبدأ من عام ٢٠١٦. وعلى النقيض من ذلك، ظلت العوامل الأخرى مثل التضخم المستورد المرجح بالتجارة وتوقعات التضخم ذات أهمية في تفسير تطورات التضخم الحالية.

ويمكن تفسير هذه النتائج في ضوء التغيرات التي طرأت على البيئة الاقتصادية الكلية بمرور الوقت. فقبل عام ٢٠١٦، كانت تطورات التضخم في مصر أكثر ارتباطا بالظروف الاقتصادية المحلية، مما جعل عوامل الطلب تسهم بدور أكثر وضوحا في تشكيل تطورات الأسعار. أما خلال الفترة التي بدأت في عام ٢٠١٦، فقد شهدت عددا من التطورات العالمية والمحلية المهمة، كان من بينها جائحة كوفيد-١٩، واضطرابات سلاسل الإمداد العالمية إثر الصراع الروسي-الأوكراني في عام ٢٠٢٢، وتصاعد التوترات الجيوسياسية، فضلا عن تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي (وما شمله من إجراءات لتوحيد سعر الصرف وضبط أوضاع المالية العامة). وعليه، أصبحت تطورات التضخم تخضع لمجموعة أوسع من المؤثرات على جانب العرض، والتي بدورها تفاعلت مع الأوضاع المحلية لتسهم في تراجع حساسية التضخم لظروف سوق العمل.

وتتسق هذه النتائج مع الأدلة الحديثة المتعلقة بمنحنى فيلبس في الاقتصادات المناظرة. فباستخدام عينة متعددة البلدان تشمل جنوب إفريقيا وتايوان وإندونيسيا وتايلاند بالإضافة إلى بلدان أخرى، يشير Firat and Hao (٢٠٢٣) إلى أن العلاقة التي يعكسها منحنى فيلبس تميل إلى التراجع خلال فترات الصدمات القوية على جانب العرض، مثل الفترة التي أعقبت الجائحة.^٧

^٥ تُقاس توقعات التضخم باستخدام التنبؤات السنوية للتضخم الصادرة عن صندوق النقد الدولي قبل بداية كل عام.

^٦ يتم حساب المؤشر باستخدام الوزن الترجيحي لكل شريك تجاري في إجمالي واردات مصر. مضروبا في معدل التضخم الربع سنوي لذلك الشريك، وبذلك يُستخدم كمؤشر لقياس صدمات جانب العرض.

^٧ Firat, M., and Hao, O. (٢٠٢٣). Demand vs. supply decomposition of inflation: Cross-country evidence with applications. International Monetary Fund.

٢-٢-١ القطاع الحقيقي

أهم التطورات:

■ من المتوقع أن تظل الضغوط التضخمية محدودة من جانب الطلب، مما يعزز الاتجاه النزولي للتضخم على المدى القصير، ويدعم تحقيق مستهدف البنك المركزي للتضخم بحلول الربع الرابع من عام ٢٠٢٦.

■ تشير التقديرات الأولية للبنك المركزي المصري للربع الرابع من عام ٢٠٢٥ إلى استمرار نمو النشاط الاقتصادي، مع توقعات بتسجيل معدل نمو يقارب ٤,٩٪ استنادا إلى المؤشرات عالية التواتر.

■ سجل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق وبتكلفة عوامل الإنتاج معدل نمو قدره ٥,٣٪ خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، مقابل ٣,٥٪ خلال الربع ذاته من عام ٢٠٢٤.

■ سجل معدل البطالة ٦,٢٪ و٦,٤٪ خلال الربعين الرابع والثالث من عام ٢٠٢٥، على التوالي، مقابل ٦,٤٪ و٦,٧٪ في الربعين المقابلين من عام ٢٠٢٤. كما استمرت الأجور الحقيقية في التعافي في الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، وإن ظلت دون مستويات ما قبل عام ٢٠٢٢، الأمر الذي يشير إلى محدودية الضغوط التضخمية الناشئة عن قناة الأجور.

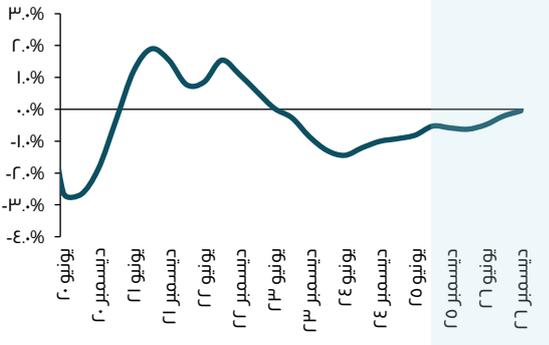
تشير التقديرات إلى أن فجوة الناتج لا تزال سالبة ولكنها مستمرة في الانحسار تدريجيا اتساقا مع تسارع معدل النمو المتوقع مقارنة بالعام السابق، وتشير التوقعات إلى أن الناتج سوف يصل إلى طاقته الإنتاجية القصوى بنهاية عام ٢٠٢٦ (شكل رقم ٢٠). وعليه، من المنتظر أن تظل الضغوط التضخمية محدودة من جانب الطلب، بما يعزز المسار النزولي المتوقع للتضخم على المدى القصير، مدعوما بالأوضاع النقدية الحالية.

وفيما يلي، يتناول التحليل المؤشرات عالية التواتر التي يستخدمها البنك المركزي المصري في حساب التقديرات الأولية للربع الرابع من عام ٢٠٢٥، ثم يستعرض

التطورات الفعلية للناتج المحلي الإجمالي وسوق العمل للربع الثالث من العام نفسه.

شكل رقم ٢٠
فجوة الناتج^٩

(كنسبة من الطاقة الإنتاجية القصوى)



المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية والتعاون الدولي وحسابات البنك المركزي المصري.

تشير التقديرات الأولية للبنك المركزي المصري إلى أن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي سوف يسجل نموا يقارب ٤,٩٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، وذلك استنادا إلى المؤشرات عالية التواتر لمختلف قطاعات النشاط الاقتصادي. وترصد هذه المؤشرات نحو ٦٠٪ من النشاط الاقتصادي القطاعي، وبذلك توفر تقديرا دقيقا لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

وخلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، سجل الرقم القياسي للصناعات التحويلية، وهو مؤشر أولي يرتبط ارتباطا وثيقا بقطاع الصناعات التحويلية غير البترولية، نموا بنسبة ١,٥٪ على أساس سنوي (شكل رقم ٢١)، مما يعكس استمرارية النمو. ويأتي هذا النمو مدعوما بتحسّن أداء القطاع الخاص غير النفطي خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، حيث بلغ متوسط مؤشر مديري المشتريات نحو ٥٠,٢ نقطة، متجاوزا بذلك مستواه المحايد البالغ ٥٠ نقطة لأول مرة منذ الربع الرابع من عام ٢٠٢٠. ويعكس ذلك تحسّن النشاط الاقتصادي للقطاع الخاص غير النفطي، مما يدعم التوظيف في قطاع الصناعات التحويلية، والتي ساهمت بنحو ١٣٪ من إجمالي التوظيف في الربع الثالث من عام ٢٠٢٥.

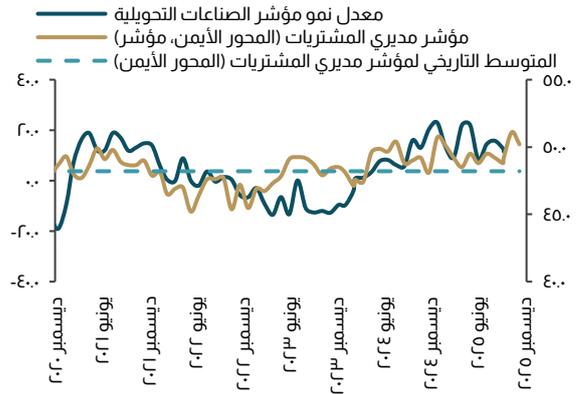
^٩ بناء على البيانات عالية التواتر لشهر أكتوبر ونوفمبر ٢٠٢٥.

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

شكل رقم ٢١

مؤشرا الصناعات التحويلية ومديري المشتريات

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



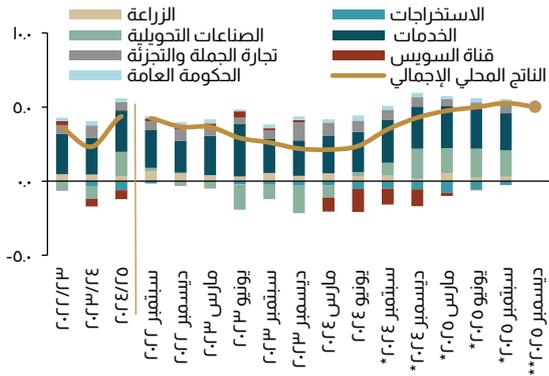
المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، و S&P Global.

طفيف خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ مقارنة بالربع السابقة من ذات العام. ومع ذلك، لا تزال مساهمة قطاع الاستخراجات في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي سالبة.

شكل رقم ٢٢

المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الإنتاج

(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية والتعاون الدولي.*/مبدئي
**/ديسمبر ٢٠٢٥ هو تقدير أولي صادر عن البنك المركزي المصري (قابل للتعديل).

وخلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، شهد الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الإنتاج أسرع وتيرة نمو له منذ الربع الرابع من عام ٢٠٢١، مسجلا ٥,٣% مقابل ٣,٥% في الفترة ذاتها من العام السابق. وجاء ذلك مدفوعا بالأداء القوي لقطاعات الصناعات التحويلية غير البترولية والتجارة والاتصالات والسياحة. وقد ساهمت تلك القطاعات مجتمعة بنحو ٣,٣ نقطة مئوية، مقارنة بمساهمة بلغت ٢,١ نقطة مئوية خلال الربع المناظر من عام ٢٠٢٤. ويتسق هذا الأداء مع النمو الحقيقي في القروض بالعملة المحلية الموجهة لقطاعات الصناعة والخدمات والتجارة.

وفي الوقت ذاته، سجل نشاط قناة السويس مساهمة موجبة للمرة الأولى منذ الربع الرابع من عام ٢٠٢٣، وهو ما يعكس الزيادة التدريجية لصافي الحمولة المارة عبر القناة، تزامنا مع بداية عودة حركة الملاحة في

وبالمثل، شهد النشاط الاقتصادي لقطاع السياحة نموا بمعدل ١٤,٨% في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، استنادا إلى عدد الليالي السياحية كمؤشر أولي، وهي وتيرة أسرع من تلك المسجلة في الربع السابق. ويرجع النمو المسجل إلى تزايد نشاط القطاع في ضوء افتتاح المتحف المصري الكبير والذي جذب ما يقارب ١٩,٠٠٠ زائر يوميا في الأسبوع الأول من افتتاحه في شهر نوفمبر ٢٠٢٥. كما يُعزى هذا الأداء الإيجابي إلى الجهود المبذولة لرفع كفاءة المواقع السياحية وتتنوع الوجهات السياحية، ومن ثم استهداف قاعدة سياحية أوسع. وعليه، يواصل كل من قطاعي الصناعات التحويلية غير البترولية والسياحة إلى جانب قطاع الاتصالات^١ دعم النمو الاقتصادي، إذ ساهمت تلك القطاعات مجتمعة بمقدار ٢,٤ نقطة مئوية، بما يعادل ٥٠% تقريبا من التقدير الأولي لنمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٢٢).

ومن ناحية أخرى، تفيد المؤشرات الأولية إلى تحسن نشاط قناة السويس^٢ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ مقارنة بالربع السابق، مسجلا نموا موجبا للمرة الثانية على التوالي منذ الربع الرابع من عام ٢٠٢٣. ويعكس هذا التطور استمرار الزيادة التدريجية في صافي الحمولة المارة عبر قناة السويس. بالإضافة إلى ذلك، تفيد المؤشرات المتعلقة بإنتاج الغاز الطبيعي بتحسن

^١ بناءً على البيانات عالية التواتر لشهري أكتوبر ونوفمبر ٢٠٢٥.

^٢ المصدر: الهيئة العامة للإستعلامات.

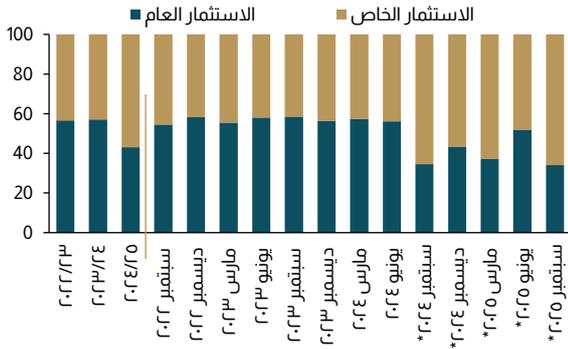
^٣ يُستخدم عدد مشتري الخطوط الثابتة كمؤشر عالي التواتر لقطاع الاتصالات.

معدلا قدره ٢٥,٩٪ على أساس سنوي، وهو ما انعكس أيضا على ارتفاع حصتها من إجمالي الاستثمارات المحلية (شكل رقم ٢٤).

شكل رقم ٢٤

حصص القطاعين العام والخاص من إجمالي الاستثمارات الثابتة

(كنسبة من إجمالي الاستثمارات الثابتة)



المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية و التعاون الدولي. * /مبدئي

وبالمثل، زادت مساهمة صافي الصادرات من السلع والخدمات إلى سالب ١,٣ نقطة مئوية خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ مقابل سالب ٣,٢ نقطة مئوية في الربع المناظر من العام السابق. ويُعزى هذا التحسن إلى استمرار الأثر الإيجابي لتوحيد سعر الصرف في مارس ٢٠٢٤ على تنافسية السلع والخدمات المصرية في الأسواق الأجنبية، بالإضافة إلى تركيز النمو في القطاعات الاقتصادية القابلة للتداول والتصدير كقطاع الصناعات التحويلية. وتجدر الإشارة إلى تركيز هيكل الواردات في السلع الوسيطة اللازمة لعمليات الإنتاج المحلي، الأمر الذي ساعد الشركات على تعظيم الاستفادة من الطاقات الإنتاجية غير المستغلة دعما للنمو الحقيقي المستدام في الناتج المحلي الإجمالي.

وبالنسبة لسوق العمل، سجل معدل البطالة ٦,٢٪ و٦,٤٪ خلال الربعين الرابع والثالث من عام ٢٠٢٥، على التوالي مقابل ٦,٤٪ و٦,٧٪ في الربعين المقابلين من عام ٢٠٢٤ (شكل رقم ٢٥). وتُعزى تلك التطورات السنوية الإيجابية بشكل رئيسي إلى نمو التوظيف بمعدلات فاقت عدد الوافدين الجدد إلى سوق العمل. وقد تركزت الزيادة في التوظيف في قطاعات رئيسية شملت الصناعات التحويلية غير البترولية والتجارة، إذ يواصل كلا

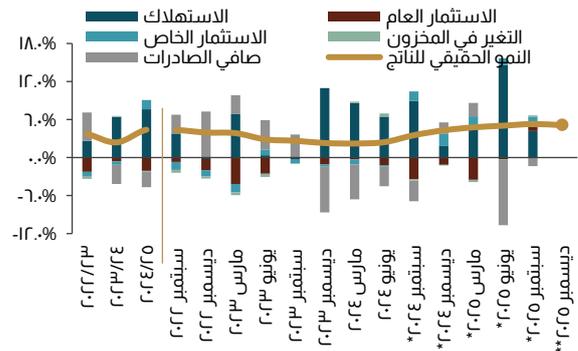
البحر الأحمر لطبيعتها. وعلى النقيض، واصل قطاع الاستخراجات مساهمته السالبة في معدل نمو الناتج، وإن كان بوتيرة أقل، حيث تحسنت مساهمته بنحو ٠,٣ نقطة مئوية مقارنة بالربع الثاني من عام ٢٠٢٥. ويُعزى هذا الأداء بشكل أساسي إلى تحسن مساهمة استخراجات الغاز الطبيعي وإن كانت لا تزال في النطاق الانكماشى. وجاء التعافي التدريجي في قطاع الاستخراجات مدعوماً بالاكتشافات البترولية والغازية الناجحة في الآونة الأخيرة.

وبالمثل، سجل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق معدل نمو قدره ٥,٣٪ خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ مقارنة بمعدل بلغ ٣,٥٪ في الربع المناظر من العام السابق، وهو أعلى معدل له منذ الربع الأول من عام ٢٠٢٢، مما يعكس استمرار تعافي النشاط الاقتصادي (شكل رقم ٢٣). وجاء هذا النمو مدفوعاً بشكل رئيسي بتحسن مساهمة كل من إجمالي الاستثمارات المحلية وصافي الصادرات من السلع والخدمات، الأمر الذي أدى إلى تسارع النمو مقارنة بذات الربع من العام السابق.

شكل رقم ٢٣

المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق

(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية و التعاون الدولي. * /مبدئي

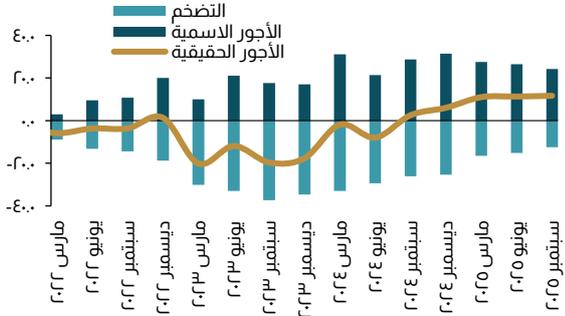
** /ديسمبر ٢٠٢٥ هو تقدير أولي صادر عن البنك المركزي المصري (قابل للتعديل).

وارتفعت مساهمة إجمالي الاستثمارات المحلية إلى ٢,٤ نقطة مئوية خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ مقابل سالب ٢,٢ نقطة مئوية في الربع الثالث من عام ٢٠٢٤. ويُعزى هذا التحسن بشكل رئيسي إلى التعافي القوي في الاستثمارات الخاصة، والتي واصلت نموها لتسجل

الأمر الذي يعكس محدودية الضغوط التضخمية الناشئة عن قناة الأجور.

شكل رقم ٢٦
تحليل الأجور الحقيقية

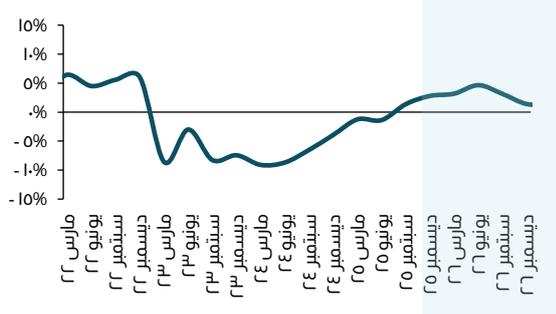
(نسبة مئوية، معدل سنوي ما لم يُذكر غير ذلك)



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

شكل رقم ٢٧
فجوة الأجور الحقيقية^{١٣}

(نسبة مئوية من الاتجاه العام طويل الأمد للأجور الحقيقية)



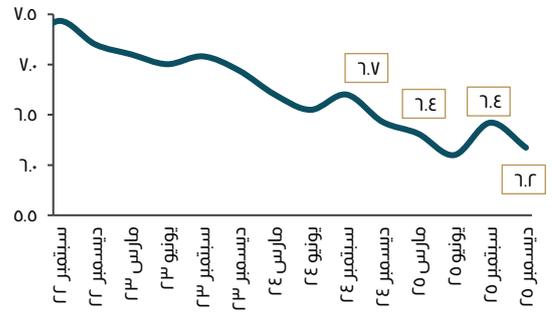
المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء وتقديرات البنك المركزي المصري.

وعليه، تظل الضغوط التضخمية الناشئة عن قناة الأجور محدودة، حيث يعكس مستوى الأجور الحالي تعافياً تدريجياً في القوة الشرائية للأسر مقارنة بالعامين الماضيين نتيجة ارتفاع معدلات التضخم. ويتسق هذا التقييم مع فجوة الناتج المقدرة، والتي لا تزال دون مستوياتها القصوى ومن المتوقع أن تصل إليها بحلول نهاية ٢٠٢٦، مدعومة بالسياسة النقدية الحالية، مما يعزز المسار النزولي التدريجي للتضخم على المدى القصير.

القطاعين المساهمة بشكل موجب في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. ويأتي التراجع السنوي المسجل في معدل البطالة متسقاً مع استمرار نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال عام ٢٠٢٥. كما يتسق مع التوقعات بتسارع وتيرة نمو النشاط الاقتصادي خلال العام المالي ٢٠٢٥/٢٠٢٦، إذ إن تطورات سوق العمل عادة ما تسبق التغيرات في النشاط الاقتصادي.

شكل رقم ٢٥
معدل البطالة

(كنسبة مئوية من قوة العمل)



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

وعلى الرغم من ذلك، ارتفع معدل البطالة بشكل طفيف في الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ مقارنة بالربع الثاني من نفس العام، الأمر الذي يتماشى مع النمط الموسمي المعتاد للربع الثالث من كل عام تزامناً مع دخول الخريجين الجدد إلى قوة العمل.

وفي الوقت ذاته، استمرت الأجور الحقيقية في تسجيل معدلات نمو موجبة خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، وذلك للربع الخامس على التوالي، بعد فترة طويلة من الانكماش بدأت في الربع الثاني من عام ٢٠٢١ (شكل رقم ٢٦).

ومع ذلك، لا يزال حجم الزيادة محدوداً، إذ تظل الأجور الحقيقية أدنى من مستوياتها المسجلة خلال عام ٢٠٢٢ (شكل رقم ٢٧)، إذ إن الفترة التي شهدت معدلات نمو موجبة لم تعوض بالكامل فترات الانكماش السابقة،

^{١٣} يتم احتساب فجوة الأجور الحقيقية على أنها نسبة الانحراف المئوية للأجور الحقيقية عن اتجاهها طويل الأجل، والذي يتم تقديره باستخدام مرشح هودريك-بريسكوت Hodrick-Prescott.

٣-٢-١ القطاع الخارجي

أهم التطورات:

- شهد الوضع الخارجي لمصر تحسنا خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، مدعوما بالتراجع الملحوظ في عجز الحساب الجاري وتراكم الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية.
- انحسر عجز الحساب الجاري بشكل ملحوظ خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، مدفوعا بالنمو المستمر في تحويلات العاملين بالخارج، وصافي ميزان الخدمات، وانحسار عجز الميزان التجاري غير البترولي.
- سجل الحساب المالي والرأسمالي صافي تدفقات طفيفة للخارج نتيجة زيادة الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية، إلا أن هذه التدفقات الخارجة تم تعويضها جزئيا من خلال الاستثمارات الأجنبية المباشرة المستدامة، وتدفقات حافظة الأوراق المالية، إلى جانب صافي تسهيلات الموردين والمشتريين قصيرة الأجل، مما يعكس قدرة متزايدة للنفذ إلى مصادر التمويل الخارجي وتنامي ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري.

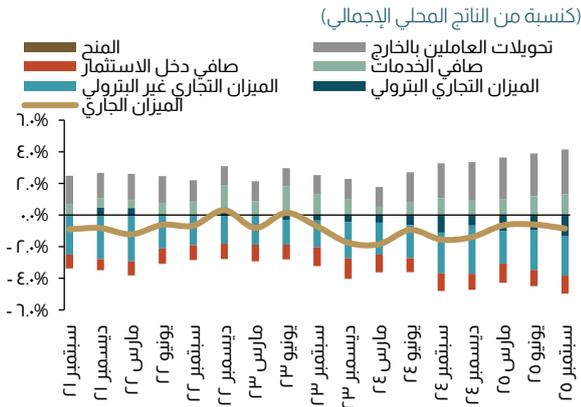
يتناول التحليل أدناه تطورات الحساب الجاري والحساب المالي والرأسمالي خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ وانعكاساتها على الوضع الخارجي لمصر ومن ثم صافي الاحتياطيات الدولية.

استمر الوضع الخارجي لمصر في التحسن خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، إذ سجل ميزان المدفوعات الكلي عجزا طفيفا بلغ ١,٦ مليار دولار نتيجة تسجيل الحساب المالي والرأسمالي صافي تدفقات للخارج. وعليه، فإن تدفقات الحساب المالي والرأسمالي لم تكن كافية لتغطية عجز الحساب الجاري. ومع ذلك، تعكس تلك التطورات وضعاً خارجياً أكثر صلابة للاقتصاد المصري. ويرجع التحسن المتواصل إلى استمرار انحسار عجز الحساب الجاري، ومراكمة الأصول الأجنبية لدى البنوك

التجارية، فضلا عن زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتدفقات حافظة الأوراق المالية.

وبالنسبة لعجز الحساب الجاري، فقد تراجع بمقدار النصف إلى ٣,٢ مليار دولار خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ (ما يعادل ٠,٨٪ من الناتج المحلي الإجمالي) مقابل ١,٦٪ خلال نفس الربع من عام ٢٠٢٤ (شكل رقم ٢٨).

شكل رقم ٢٨
المساهمة في الميزان الجاري



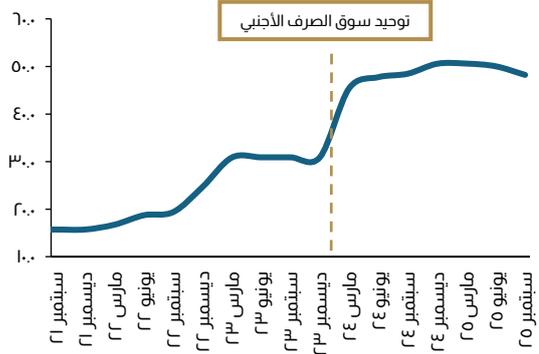
المصدر: البنك المركزي المصري.

ويشير هذا التطور إلى تراجع الضغوط على موارد النقد الأجنبي لتغطية المدفوعات الخارجية، إذ تغطي إيرادات الحساب الجاري أكثر من ٩١٪ من المدفوعات مقابل ٨٢٪ خلال الفترة المناظرة من العام السابق. وقد ساهم ذلك في الحد من الضغوط على سعر الصرف، ومن ثم ارتفاع قيمة الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي خلال الآونة الأخيرة (شكل رقم ٢٩). وبالتالي، أدى تحسن سعر صرف الجنيه المصري وتراجع التضخم العالمي إلى تحديد أثر ضغوط التضخم المستورد.

التخطيط والتنمية الاقتصادية والتعاون الدولي، بعد تقييمها بالدولار وفقا لمتوسط سعر الصرف لكل ربع

نموا موجبا للربع الثاني على التوالي منذ الربع الأول من عام ٢٠٢٤. وتشير تلك التطورات إلى بدء التعافي التدريجي لحركة الملاحة عبر القناة تزامنا مع استئناف حركة الملاحة عبر مضيق باب المندب.

شكل رقم ٢٩
سعر الصرف الاسمي
(جنه مصري/دولار امريكي)



المصدر: البنك المركزي المصري.

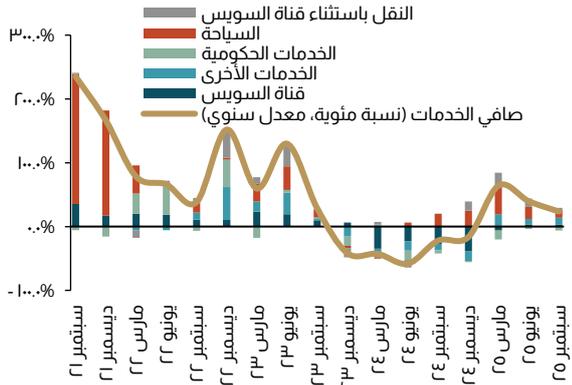
ويرجع هذا الانخفاض في عجز الميزان الجاري بشكل رئيسي إلى استمرار نمو تحويلات العاملين بالخارج، إلى جانب ارتفاع إيرادات حساب الخدمات، ولا سيما السياحة والنقل، إلى جانب انحسار عجز الميزان التجاري غير البترولي. ومع ذلك، أدى اتساع عجز الميزان التجاري البترولي واتساع عجز ميزان دخل الاستثمار إلى الحد من التحسن المسجل.

وجدير بالذكر أن تحويلات العاملين بالخارج ارتفعت بنسبة ٣٠٪ على أساس سنوي خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، لتصل إلى ١٠,٨ مليار دولار، وهو أعلى مستوى لها على الإطلاق. ويأتي ذلك انعكاسا للجهود المستمرة في تسهيل التحويلات عبر الحدود من خلال تعزيز مدفوعات الخدمات الرقمية إلى جانب تنامي الثقة في الاقتصاد المحلي، مدعوما باستقرار أوضاع الاقتصاد الكلي في أعقاب توحيد سوق الصرف الأجنبي في الربع الأول من عام ٢٠٢٤.

وسجل صافي ميزان الخدمات فائضا قدره ٥,٠ مليار دولار خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، وهو الأكبر منذ الربع الثالث من عام ٢٠٢٣، بزيادة نسبتها ٢٣٪ مقارنة بالربع ذاته من عام ٢٠٢٤. ويُعزى هذا الأداء القوي بشكل رئيسي إلى ارتفاع إيرادات السياحة بنسبة ١٤٪ على أساس سنوي (شكل رقم ٣٠)، مما يعكس نشاط قطاع السياحة وزيادة طاقته الاستيعابية وتنوع القاعدة السياحية. كما أدى ارتفاع إيرادات قطاع النقل إلى تعزيز التحسن في ميزان الخدمات، والذي شهد نموا بنسبة ٨٪، بما في ذلك إيرادات قناة السويس، والتي سجلت

شكل رقم ٣٠
المساهمة في صافي ميزان الخدمات

(نقطة مئوية، معدل سنوي ما لم ينص على خلاف ذلك، معدل موجب = تحسن)



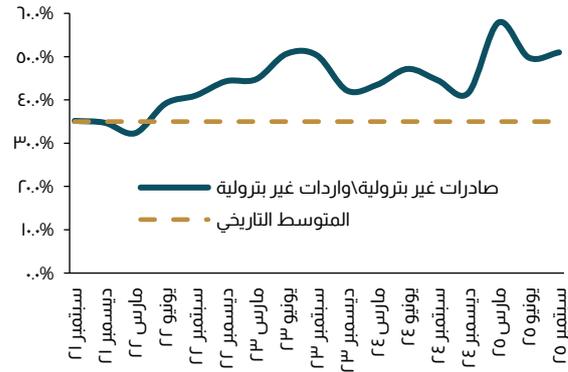
المصدر: البنك المركزي المصري.

علاوة على ذلك، ساعد انحسار عجز الحساب التجاري غير البترولي على دعم التحسن في ميزان الحساب الجاري خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ مقارنة بالفترة المناظرة من العام السابق. وتجدر الإشارة إلى تركيز الواردات بشكل أساسي في السلع الوسيطة (٤٢,٣٪ من الواردات غير البترولية) اللازمة لعملية الإنتاج، وهو ما يتسق مع النمو القوي المسجل في الناتج المحلي الإجمالي للصناعات التحويلية غير البترولية، وزيادة مساهمة الاستثمارات المحلية في النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي.

وبالرغم من ارتفاع الواردات فإن وتيرة نموها لا تزال أقل من معدل نمو الصادرات، إذ ارتفعت نسبة الصادرات غير البترولية للواردات غير البترولية إلى ٥١٪، متخطية بذلك متوسطها التاريخي البالغ نحو ٣٥٪. ويشير ارتفاع هذه النسبة إلى تحسن القدرة على تحقيق إيرادات كافية من النقد الأجنبي لتغطية نفقات الاستيراد، بما يدعم استقرار وضع مصر الخارجي (شكل رقم ٣١).

نسبة الصادرات غير البترولية إلى الواردات غير البترولية

(كنسبة من الواردات غير البترولية)



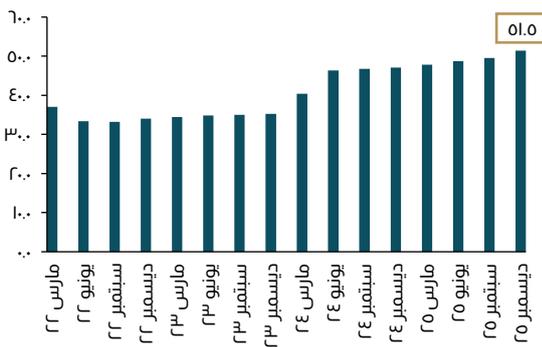
المصدر: البنك المركزي المصري.

من ناحية أخرى، سجل الحساب المالي والرأسمالي صافي تدفق طفيف للخارج قدره ٠,٤ مليار دولار خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ مقابل صافي تدفق للداخل بلغ ٣,٨ مليار دولار في الربع المناظر من عام ٢٠٢٤. وجاء العجز في الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ نتيجة التطور الإيجابي المتمثل في مراكمة الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية، والتي بلغت ٥,٣ مليار دولار. وقد حد من ذلك العجز جزئياً التدفقات المالية المستدامة غير الدائنة، والمتمثلة في الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتدفقات الحافطة المالية، إلى جانب صافي تسهيلات الموردين والمشتريين قصيرة الأجل. ويعكس ارتفاع تلك التسهيلات تزايد ثقة العالم الخارجي في قدرة المقترضين من القطاع الخاص المحلي على الوفاء بالتزاماتهم قصيرة الأجل.

وعليه، سجل صافي الاحتياطات الدولية ٤٩,٥ مليار دولار بنهاية سبتمبر ٢٠٢٥، مرتفعاً من ٤٨,٧ مليار دولار بنهاية يونيو ٢٠٢٥، وهو ما يكفي لتغطية نحو ١٦,٣ أشهر من الواردات، متجاوزاً مستوى التغطية القياسي البالغ ثلاثة أشهر. واستمر صافي الاحتياطات الدولية في الارتفاع خلال الربع الرابع ليصل إلى ٥١,٥ مليار دولار بنهاية ديسمبر ٢٠٢٥ (شكل رقم ٣٢).

شكل رقم ٣٢
صافي الاحتياطات الدولية

(بالمليار دولار)



المصدر: البنك المركزي المصري.

في المقابل، استمر عجز الميزان التجاري البترولي في الاتساع، مسجلاً ٥,٢ مليار دولار خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، بزيادة نسبتها ٢٢٪ مقارنة بالربع الثالث من عام ٢٠٢٤. ويُعزى ذلك بالأساس إلى الزيادة الكبيرة في واردات الغاز الطبيعي لتلبية الطلب المحلي المتنامي خلال أشهر الصيف في ظل تراجع الإنتاج المحلي من الغاز بنسبة ١١٪ على أساس سنوي.^{١٥}

كما اتسع عجز دخل الاستثمار بشكل طفيف، ليسجل ٤,٤ مليار دولار خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، مدفوعاً بانخفاض إيرادات دخل الاستثمار، والذي قابله ارتفاع في المدفوعات. ومع ذلك، انخفضت مدفوعات الفوائد بشكل طفيف مقارنة بالربع الثالث من عام ٢٠٢٤. وبالتالي، استمرت نسبة مدفوعات الفوائد إلى إيرادات الصادرات من السلع والخدمات في الانخفاض، لتبلغ ٨,٦٪ خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ مقابل ١١,١٪ خلال الربع نفسه من عام ٢٠٢٤، وهو ما يشير إلى تحسن قدرة الاقتصاد على الوفاء بالتزامات خدمة الدين، مما يعكس تحسن الوضع الخارجي لمصر واستدامة ميزان المدفوعات.

^{١٦} مقدرة على أساس إجمالي الأرباع الأربعة المتتالية للواردات المنتهية في سبتمبر ٢٠٢٥.

٤-٢-١ القطاع النقدي

أهم التطورات:

- سجل معدل النمو السنوي للسيولة المحلية (M٢) ٢١,٥٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مقارنة بمتوسط قدره ٢٢,٧٪ خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٥.
- شهد صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي (الذي يشمل البنك المركزي المصري والبنوك التجارية) ارتفاعا ملحوظا بمقدار تراكمي بلغ ٤,٧ مليار دولار خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ ليسجل ٢٥,٥ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٥.
- استمر معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية في تسجيل مستويات موجبة للربع السادس على التوالي، ليسجل ١١,٨٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥.
- من المتوقع أن يستقر معدل النمو السنوي للسيولة المحلية خلال العام المالي الحالي ليسجل ٢٤,١٪ في يونيو ٢٠٢٦، ثم ينخفض إلى ١٨,٠٪ في يونيو ٢٠٢٧ مقابل ٢٣,١٪ في يونيو ٢٠٢٥.

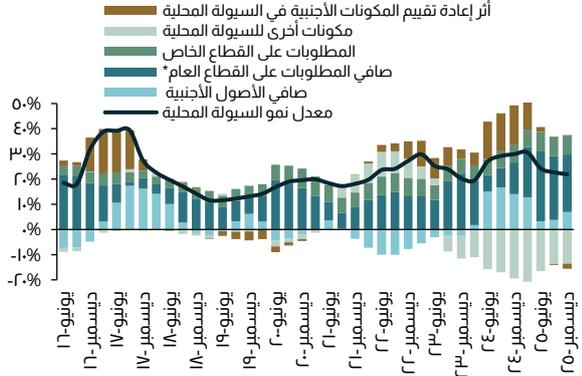
يوضح التحليل أدناه العوامل المحركة لمعدل نمو السيولة المحلية (M٢) خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مسلطا الضوء على أهم التطورات السنوية والشهرية، والتغيرات في صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي، وائتمان القطاع الخاص، بالإضافة إلى توقعات نمو السيولة المحلية حتى يونيو من عام ٢٠٢٧.

على أساس سنوي، تراجع نمو السيولة المحلية خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مسجلا ٢١,٥٪ في المتوسط، مقارنة بمتوسطه البالغ ٢٢,٧٪ في الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٣٣). ويُعزى هذا التباطؤ بشكل رئيسي إلى انخفاض مساهمة صافي المطلوبات على القطاع العام، بالإضافة إلى أثر إعادة تقييم المكونات الأجنبية في السيولة المحلية جراء التحسن النسبي في سعر الصرف خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مقارنة بذات الفترة من العام السابق. وقد حد من ذلك جزئيا ارتفاع مساهمة صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع

المصرفي الناتجة عن الزيادة الملحوظة بمقدار تراكمي بلغ ٤,٧ مليار دولار خلال ذات الفترة.

شكل رقم ٣٣

المساهمة في معدل النمو السنوي للسيولة المحلية (نقطة مئوية، معدل سنوي، متوسط الفترة)



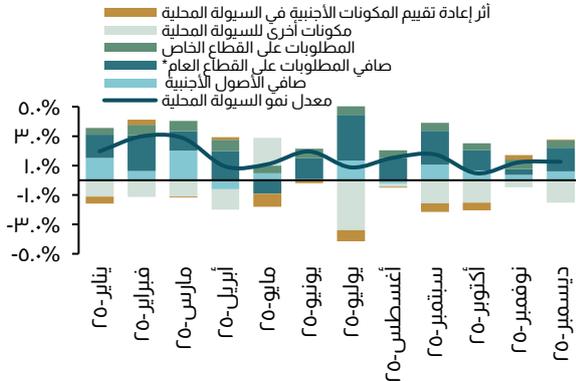
المصدر: البنك المركزي المصري.

* صافي المطلوبات على القطاع العام يشمل صافي المطلوبات على الحكومة، وصافي المطلوبات على الهيئات العامة الاقتصادية، والمطلوبات على قطاع الأعمال العام.

أما على أساس شهري، فقد بلغ معدل نمو السيولة المحلية ٠,٥٪ و ١,٢٪ و ١,٣٪ في أكتوبر ونوفمبر وديسمبر ٢٠٢٥، على التوالي (شكل رقم ٣٤). وجاء الارتفاع التراكمي بمقدار ٣,٠٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ مدعوماً بارتفاع صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي، والزيادة في صافي المطلوبات على القطاع العام، وكذا ارتفاع المطلوبات على القطاع الخاص المدفوعة بشكل رئيسي بالزيادة في القروض الممنوحة بالعملة المحلية لقطاعي الخدمات والصناعة.

شكل رقم ٣٤

المساهمة في معدل النمو الشهري للسيولة المحلية (نقطة مئوية، معدل شهري)

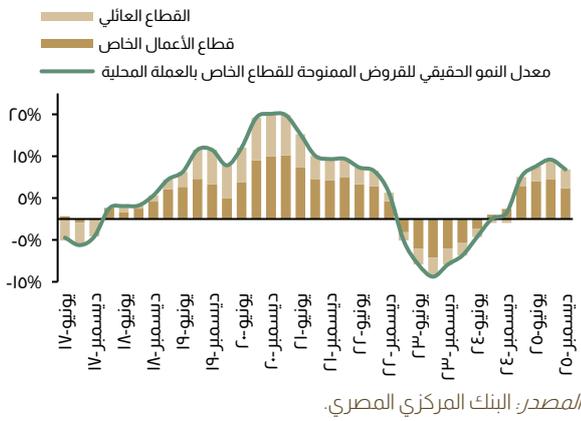


المصدر: البنك المركزي المصري.

* صافي المطلوبات على القطاع العام يشمل صافي المطلوبات على الحكومة، وصافي المطلوبات على الهيئات العامة الاقتصادية، والمطلوبات على قطاع الأعمال العام.

وعلى صعيد الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، استمر معدل النمو الحقيقي^{١٧} للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية في تسجيل مستويات موجبة للربع السادس على التوالي، مسجلا ١١,٨٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مقارنة بمتوسط قدره ١٤,٢٪ في الربع السابق له (شكل رقم ٣٦). وقد انعكس هذا الانخفاض البالغ ٢,٣ نقطة مئوية بشكل رئيسي في تراجع مساهمة قطاع الأعمال الخاص.

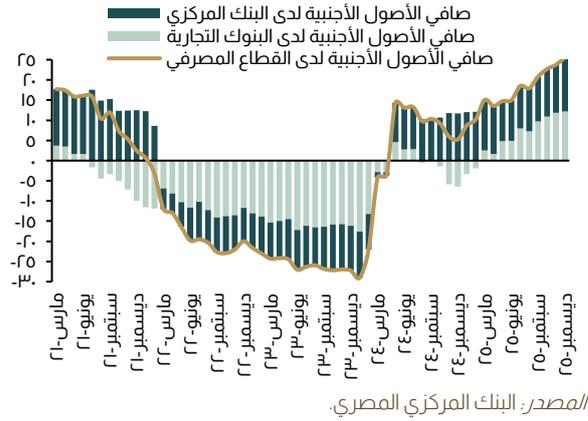
شكل رقم ٣٦
المساهمة في معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية
(نقطة مئوية، معدل سنوي، متوسط الفترة)



ومن ناحية تطورات نمو الائتمان الممنوح لقطاع الأعمال الخاص، انخفض النمو الحقيقي للقروض الممنوحة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ ليسجل ١١,٩٪ في المتوسط مقابل ١٥,١٪ في المتوسط خلال الربع السابق. واستمر النمو في تحقيق معدلات موجبة للربع السادس على التوالي، مسجلا ١٣,٧٪ خلال عام ٢٠٢٥ في المتوسط، ليعود بذلك إلى متوسطه قبل جائحة كورونا (شكل رقم ٣٧). وقد انعكس هذا التراجع البالغ ٣,٣ نقطة مئوية خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ بشكل رئيسي في انخفاض مساهمة قطاع الصناعة—خاصة القطاعات الفرعية للأدوية والمواد الكيميائية، والأغذية والمشروبات، والإلكترونيات والسلع الصناعية—ومع ذلك لا يزال قطاع الصناعة يسهم مساهمة موجبة في

واستمر صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي في تسجيل أداء قوي خلال عام ٢٠٢٥ ليرتفع بشكل ملحوظ بقيمة تراكمية قدرها ٤,٧ مليار دولار ليصل إلى ٢٥,٥ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٥، وهو أعلى مستوى منذ يوليو ٢٠١٢، مقابل ٢٠,٨ مليار دولار في سبتمبر ٢٠٢٥ (شكل رقم ٣٥). وجاءت هذه الزيادة التراكمية مدعومة بشكل جزئي بارتفاع صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية بمقدار ٢,٤ مليار دولار خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ ليصل إلى ١٢,٢ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٥، وهو أعلى مستوى له منذ فبراير ٢٠١٤. وقد انعكست هذه الزيادة لدى البنوك التجارية في ارتفاع الأصول الأجنبية مدعومة بزيادة موارد النقد الأجنبي، لا سيما تحويلات المصريين العاملين بالخارج بالإضافة إلى ارتفاع استثمارات الأجانب في أدوات الدين الحكومية المصرية.

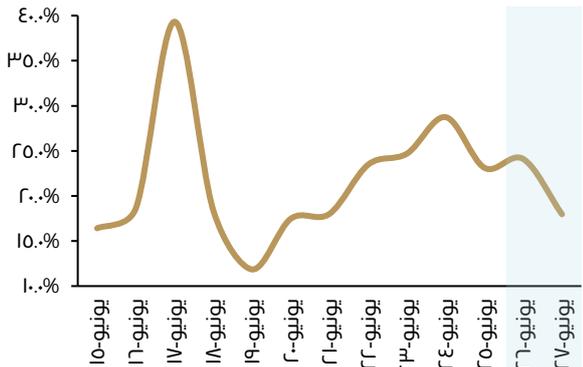
شكل رقم ٣٥
صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي
(رصيد، نهاية فترة، مليار دولار)



وبالمثل، زاد صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي للشهر الثامن على التوالي، مسجلا ١٣,٣ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٥ و١٥,١ مليار دولار في يناير ٢٠٢٦—وهو أعلى مستوى له منذ سبتمبر ٢٠٢١—مدعوما بشكل جزئي بارتفاع أسعار الذهب العالمية. وبناء عليه، فقد ارتفع صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي بقيمة تراكمية قدرها ٢,٣ مليار دولار خلال عام ٢٠٢٥، متماشيا مع تحسن الوضع الخارجي للاقتصاد المصري وكذا التطورات الموازية لسعر الصرف منذ إبريل ٢٠٢٥.

ومع ذلك، من المتوقع أن تحد من هذا الانخفاض جزئياً زيادة صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي في ظل التراجع المقدر في عجز الحساب الجاري، مدعوماً باستمرار الأداء القوي لإيرادات السياحة وتحويلات العاملين بالخارج، بالإضافة إلى التعافي الجزئي المتوقع في إيرادات قناة السويس. هذا إلى جانب الارتفاع المنتظر في صافي الاستثمار الأجنبي المباشر، خاصة من جانب برنامج الطروحات الحكومية. ومن المتوقع أن يتراجع معدل النمو السنوي للسيولة المحلية نحو متوسطه التاريخي خلال السنة المالية المقبلة، ليسجل ١٨,٠٪ في يونيو من عام ٢٠٢٧، متماشياً مع المسار النزولي لمعدلات التضخم.

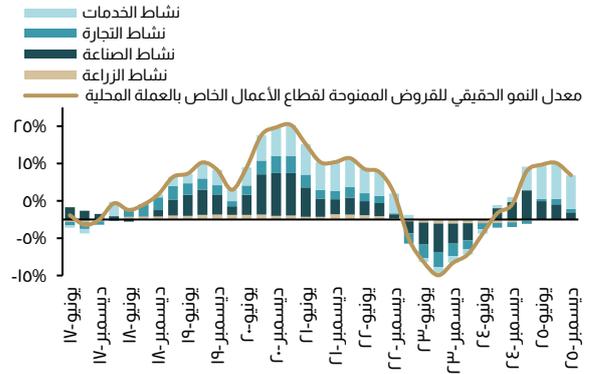
شكل رقم ٣٨
توقعات معدل نمو السيولة المحلية (M٢)
(نسبة مئوية، معدل سنوي، نهاية الفترة)



المصدر: البنك المركزي المصري، تقديرات قطاع السياسة النقدية.

معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية.

شكل رقم ٣٧
المساهمة القطاعية في معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية
(نقطة مئوية، معدل سنوي، متوسط الفترة)



المصدر: البنك المركزي المصري.

وفيما يتعلق بمسار معدل النمو السنوي للسيولة المحلية (M٢)، فمن المتوقع أن يستقر بشكل عام خلال السنة المالية الحالية، ليسجل ٢٤,١٪ في يونيو من عام ٢٠٢٦، مقابل ٢٣,١٪ في يونيو من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٣٨). ومع ذلك، من المتوقع أن تكون محركات النمو السنوي للسيولة المحلية أقل تأثيراً على التضخم، إذ تشير التوقعات إلى أن مساهمة صافي المطلوبات على القطاع العام سوف تتخفف في ظل استمرار إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة—خاصة من جانب الإيرادات—والتي من المتوقع أن تسهم في خفض العجز الكلي للموازنة العامة للدولة (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) من ٧,٢٪ في السنة المالية ٢٠٢٥/٢٠٢٤ إلى ٧,٠٪ و ٤,٩٪ في السنتين الماليتين التاليتين^{١٨}. هذا بالإضافة إلى الزيادة المتوقعة في مصادر التمويل الخارجي المتاحة لتغطية العجز الكلي.

٥-٢-١ السيولة المحلية والأوضاع المالية

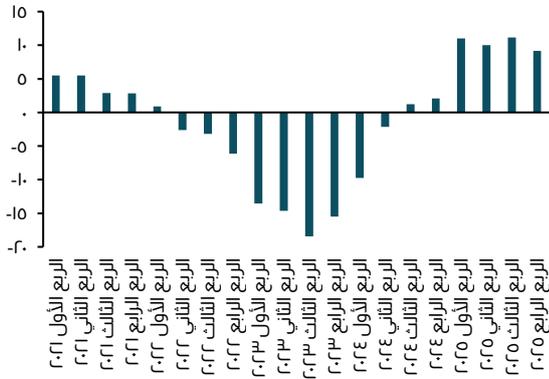
أهم التطورات:

- واصل البنك المركزي المصري اتباع سياسة نقدية تيسيرية تتسم بالحدز خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مع الحفاظ على أوضاع نقدية من شأنها استدامة المسار النزولي للتضخم.
 - جاء انتقال أثر السياسة النقدية إلى أوضاع سوق النقد والجهاز المصرفي سريعاً وفعالاً عقب الخفض التراكمي لأسعار العائد الأساسية بمقدار ٧٢٥ نقطة أساس خلال عام ٢٠٢٥.
 - انخفض فائض السيولة خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ إلى أدنى مستوياته منذ الربع الرابع من عام ٢٠١٦، مما أدى إلى انتعاش نشاط سوق الإنترنت، الأمر الذي انعكس في ارتفاع حجم معاملات سوق الإنترنت.
 - واصل منحنى العائد في مصر اتجاهه نحو العودة إلى مستوياته الطبيعية خلال الربع الثاني من السنة المالية ٢٠٢٥/٢٠٢٦، بما انعكس في اتجاه وزارة المالية إلى تمديد آجال الدين.
 - واصل المستثمرون الأجانب زيادة مشاركتهم في سوق الدين المحلي المصري، وبالأخص في الأدوات طويلة الأجل، في ظل تحسن ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري، والتوقع باستمرار البنك المركزي في سياسة التيسير النقدي.
 - واصلت عوائد سندات مصر الدولية بالدولار «سندات اليوروبوند» انخفاضها في الربع الثاني من السنة المالية ٢٠٢٥/٢٠٢٦، مدعومة بأوضاع مالية عالمية أكثر تيسيراً وتحسن أسس الاقتصاد المحلي.
- يستعرض هذا القسم التطورات في الأوضاع المالية والسيولة المحلية، مع تقييم تأثير قرارات السياسة النقدية على النظام المالي وفاعلية انتقالها إلى أسعار العائد الأساسية في الأسواق والأوضاع المالية بشكل عام. كما يتناول القسم التغيرات في ثقة المستثمرين وتطورات منحنى العائد في الأسواق المحلية والدولية.

في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، واصل البنك المركزي المصري دورة التيسير النقدي، إذ خفض أسعار العائد الأساسية بمقدار تراكمي قدره ٢٠٠ نقطة أساس في شهري أكتوبر وديسمبر ٢٠٢٥، ليصل إجمالي قيمة الخفض خلال عام ٢٠٢٥ إلى ٧٢٥ نقطة أساس. ومع ذلك، ظلت الأوضاع النقدية تقييدية، إذ إن أسعار العائد الاسمية لا تزال أعلى من معدلات التضخم، مما يعني أن أسعار العائد الحقيقية لا تزال موجبة، وهو ما يسهم في ترسيخ توقعات التضخم (شكل رقم ٣٩).

شكل رقم ٣٩
سعر العائد الحقيقي*

(بالنسبة المئوية، تشير القيم السالبة إلى سياسة نقدية توسعية والعكس صحيح)

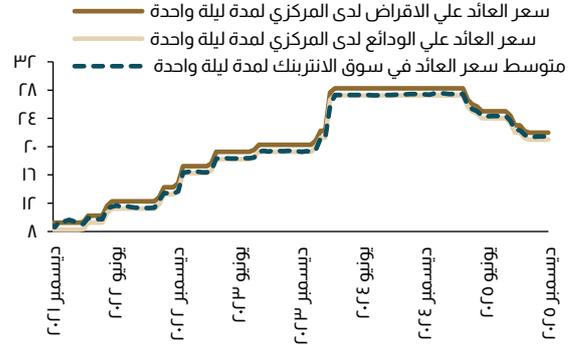


المصدر: البنك المركزي المصري.

*يحسب معدل العائد الحقيقي باعتباره الفرق بين سعر الإنترنت ومعدل التضخم في الفترة الحالية.

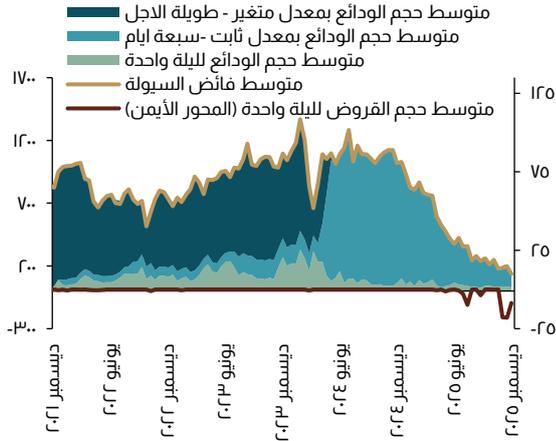
وعقب الخفض التراكمي لأسعار العائد الأساسية بمقدار ٧٢٥ نقطة أساس خلال عام ٢٠٢٥، بلغ سعر العائد الأساسي ٢٠,٥٪ بنهاية الربع الرابع مقابل ٢٧,٨٪ بنهاية الربع الأول من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٤٠). ومن ثم، انخفض سعر الإنترنت لليلة واحدة، حيث تم تمرير نحو ٩٤٪ من إجمالي الخفض إلى سوق الإنترنت. وسجل سعر الإنترنت لليلة واحدة ٢٠,٦٪ بنهاية الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ مقابل ٢٧,٤٪ بنهاية الربع الأول، مما يمثل انتقالاً سريعاً وفعالاً للسياسة النقدية إلى أوضاع سوق النقد.

شكل رقم ٤٠
سعر الإنترنت ليلة واحدة وأسعار العائد الأساسية
للبنك المركزي المصري*
(نسبة المئوية)



المصدر: البنك المركزي المصري.
*البيانات الخاصة بشهر ديسمبر ٢٠٢٥ تغطي حتى نهاية الفترة المنتهية في ٢٢ ديسمبر ٢٠٢٥.

شكل رقم ٤١
فائض السيولة*
(مليار جنيه، متوسط الفترة)



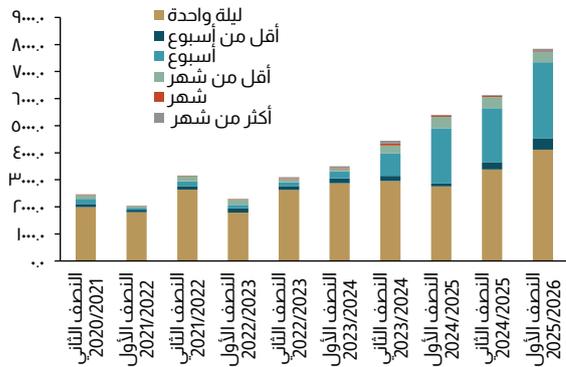
المصدر: البنك المركزي المصري.
*البيانات الخاصة بشهر ديسمبر ٢٠٢٥ تغطي الفترة المنتهية في ٢٢ ديسمبر ٢٠٢٥.

وخلال النصف الأول من السنة المالية ٢٠٢٦/٢٠٢٥، واصلت أنشطة سوق الإنترنت نموها، حيث ارتفع إجمالي حجم التعاملات بنحو ١,٧٠٨ مليار جنيه مقارنة بالنصف السابق، بما يمثل زيادة قدرها ٢٨٪. وتركز نشاط التداول في آجال الاستحقاق للييلة الواحدة وللأسبوع الواحد، مما يعكس استمرار اعتماد البنوك على سوق الإنترنت لإدارة السيولة قصيرة الأجل. واستقرت حصة التعاملات لأجل أسبوع عند ٣٦٪ من إجمالي حجم التعاملات، دون تغير يُذكر مقارنة بالنصف السابق؛ إلا أن هذا المستوى يظل مرتفعا بشكل ملحوظ مقارنة بالمتوسطات البالغة ٥٪ في النصف الأول من السنة المالية ٢٠٢٣/٢٠٢٢ و٧٪ في النصف الأول من السنة المالية ٢٠٢٤/٢٠٢٣. ويشير هذا التحول الهيكلي إلى تفضيل البنوك للمعاملات ذات أجل الأسبوع الواحد، بما يعكس أثر سياسة التخصيص الكامل بجانب أوضاع السيولة الأكثر تشديدا نسبيا في السوق (شكل رقم ٤٢).

كما واصل متوسط فائض السيولة في مصر تراجعها خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، ليصل إلى نحو ١٧٦,٥ مليار جنيه (ما يعادل ٢٠٪ من نسبة الاحتياطي النقدي)، مقابل ٨٢٨,٥ مليار جنيه (٩٠٪ من نسبة الاحتياطي النقدي) في الربع الأول من عام ٢٠٢٥، قبل بداية دورة التيسير النقدي، مسجلا بذلك أدنى مستوى له منذ الربع الرابع من عام ٢٠١٦. ويُعزى هذا التراجع في فائض السيولة بشكل رئيسي إلى صافي الإصدارات من الأوراق المالية الحكومية (شكل رقم ٤١). وقد صاحب هذا الانخفاض في فائض السيولة ارتفاع في متوسط حجم الإقراض للييلة واحدة خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ ليصل إلى ١٤,٩٧ مليار جنيه بعد فترة طويلة من النشاط المحدود عند مستويات مقارنة للصفر (انظر إلى إطار رقم ٢: لمزيد من المعلومات حول إدارة السيولة بالبنك المركزي المصري).

وبالتوازي، انعكس هذا التراجع في فائض السيولة في خفض الفجوة بين سعر الإنترنت للييلة واحدة وسعر العائد الأساسي، حيث ارتفع سعر الإنترنت عن سعر العائد الأساسي بمتوسط ٥ نقاط أساس في ديسمبر ٢٠٢٥.

شكل رقم ٤٢

حجم تعاملات سوق الإنترنت
(مليار جنيه)

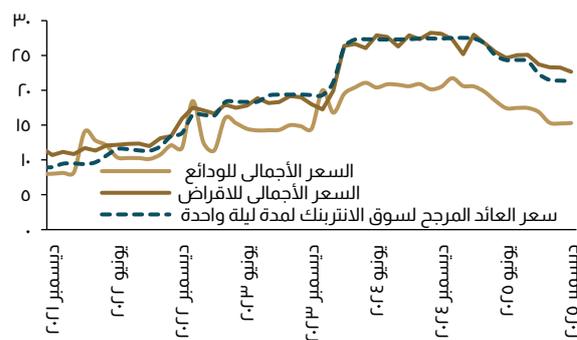
المصدر: البنك المركزي المصري.

وبالنسبة لأسعار العائد على الودائع والإقراض في القطاع المصرفي، فقد بدأت في التراجع عقب خفض أسعار العائد الأساسية بمقدار تراكمي يبلغ ٧٢٥ نقطة أساس في عام ٢٠٢٥. ففي ديسمبر ٢٠٢٥، انخفض المتوسط المرجح لسعر العائد على القروض الجديدة إلى ١٥,٣٪، بينما تراجع سعر العائد على القروض الجديدة إلى ٢٢,٧٪، مقابل ٢٠,٦٪ و ٢٨٪ على التوالي في مارس من العام ذاته (شكل رقم ٤٣). أما بالنسبة لعائد الإنترنت لليلة واحدة، فقد تم تمرير نحو ٨٧٪ من انخفاضه إلى متوسط أسعار العائد على الودائع الجديدة ومتوسط أسعار العائد على القروض الجديدة في ديسمبر ٢٠٢٥، مما يدل على تحسن انتقال أثر السياسة النقدية إلى القطاع المصرفي. وبالإضافة إلى ذلك، ظل الهامش بين أسعار العائد على القروض الجديدة وسعر الإنترنت ضيقاً، بما يعكس أوضاعاً تمويلية تيسيرية بشكل عام.

شكل رقم ٤٣

أسعار العائد في الأسواق

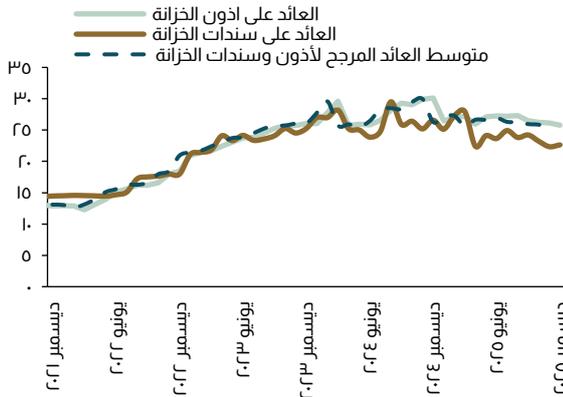
(نسبة مئوية)



المصدر: استناداً إلى استبيان أجره البنك المركزي المصري على القطاع المصرفي حتى ٣١ ديسمبر ٢٠٢٥.

وفي الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، انخفضت عوائد الأوراق المالية الحكومية المقومة بالجنيه المصري، قياساً بمتوسط العائد المرجح (WAY) لكل من أذون وسندات الخزانة، إلى ٢٥,٧٪ في المتوسط مقابل ٢٦,٩٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٥ (شاملاً الضرائب) قبل بداية دورة التيسير النقدي. ويعكس ذلك استجابة محدودة من جانب السوق، في أعقاب الخفض التراكمي لأسعار العائد الأساسية بمقدار ٧٢٥ نقطة أساس خلال عام ٢٠٢٥. ويعزى تحرك العائد المرجح لأذون وسندات الخزانة بدرجة كبيرة إلى تغيرات عوائد أذون الخزانة، وهو ما يرجع بالأساس إلى الوزن النسبي الأعلى لأذون الخزانة مقارنة بسندات الخزانة ضمن إجمالي الإصدارات. بالإضافة إلى ذلك، تجاوزت عوائد أذون الخزانة مستويات عوائد سندات الخزانة في العموم منذ بداية دورة التيسير النقدي (شكل رقم ٤٤).

شكل رقم ٤٤

العائد على أدوات الدين الحكومية بالعملة المحلية*
(نسبة مئوية)المصدر: البنك المركزي المصري.
*البيانات حتى ٣١ ديسمبر ٢٠٢٥.

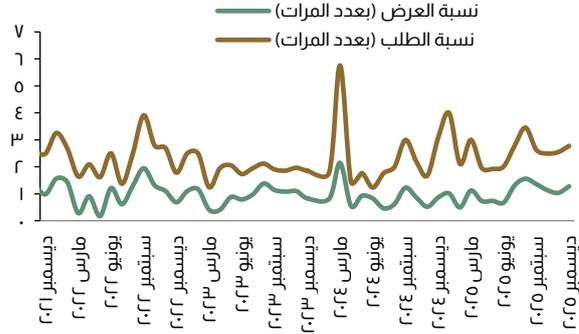
أما بالنسبة لعوامل العرض والطلب، فقد انخفض متوسط نسبة التغطية (جانب الطلب) إلى ٢,٦ ضعفاً في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مقابل ٣,٠ أضعاف في الربع الأول من نفس العام، مما يشير إلى استمرار إقبال المستثمرين على الأوراق المالية الحكومية رغم التراجع الطفيف في الطلب، بينما ارتفع متوسط نسبة المقبول إلى المطلوب (جانب العرض) إلى ١,٢ ضعفاً، مقابل ٠,٩ ضعفاً في الربع الأول مما يعكس تحسناً في قبول أدوات الدين الحكومية عند عوائد أقل (شكل رقم ٤٥). ويشير

هذا الانخفاض في عوائد الأوراق المالية الحكومية إلى انتقال مبكر لأثر دورة التيسير النقدي.

شكل رقم ٤٥

العرض والطلب على أدوات الدين الحكومية بالعملة المحلية*

(نسبة مئوية)

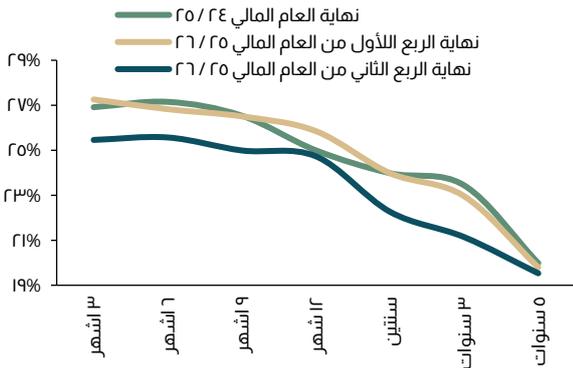


المصدر: البنك المركزي المصري. / * البيانات حتى ٣١ ديسمبر ٢٠٢٥.

هذا وثمة مؤشرات واضحة على عودة منحى العائد في مصر إلى وضعه الطبيعي، في ظل استمرار البنك المركزي المصري في دورة التيسير النقدي. فقد تقلص الفارق بين آجال الثلاثة أشهر والاثني عشر شهرا من ١٤١ نقطة أساس إلى ٧٣ نقطة أساس. ويأتي هذا التراجع في أسعار العائد لآجال الاستحقاق قصيرة الأجل متسقا مع السلوك المعتاد للأسواق خلال دورات التيسير النقدي، إذ تميل العوائد قصيرة الأجل إلى التكيّف بوتيرة أسرع مع التغيرات في أسعار العائد الأساسية مقارنةً بالعوائد الأطول أجلا، وهو ما يعكس تنامي ثقة السوق ووضوح الرؤية لدى المستثمرين بشأن توقعات أسعار العائد على المدى القصير (شكل رقم ٤٦).

شكل رقم ٤٦

منحنى العائد لأذون وسندات الخزانة (السوق الأولية) (نسبة مئوية)

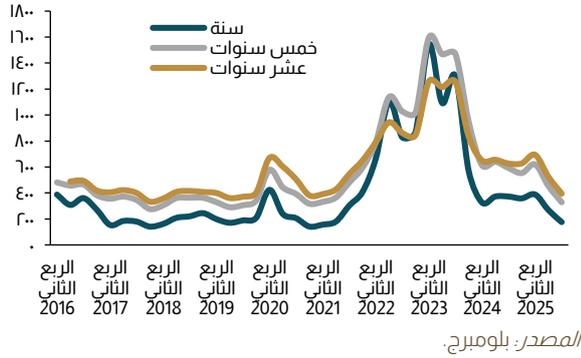


المصدر: البنك المركزي المصري

واتساقا مع التحسن المستمر في ثقة المستثمرين تجاه الاقتصاد المصري، ازدادت مشاركة المستثمرين الأجانب في سوق الدين المحلي، كما يتبين من ارتفاع استثماراتهم في الأدوات طويلة الأجل، مدعومة بتوقعات استمرار دورة التيسير النقدي وثقتهم في استمرارية برنامج الإصلاح الاقتصادي.

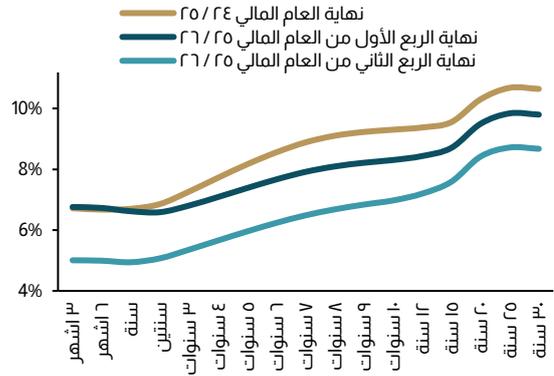
ومع استمرار دورة التيسير النقدي التي ينتهجها البنك المركزي المصري، انخفضت عوائد أذون الخزانة كما ذكر آنفا، مما يعكس تراجع تكاليف التمويل في السوق المحلية. وبالتوازي، واصلت وزارة المالية تعميق وتوزيع سوق الدين المحلي من طرح صكوك بالعملة المحلية خلال الربع الثاني من السنة المالية ٢٠٢٦/٢٠٢٥، وذلك كجزء من إستراتيجيتها الأوسع لتوزيع مصادر التمويل. وفي الوقت نفسه، واصلت الوزارة إصدار السندات الأطول أجلا بهدف إطالة متوسط آجال استحقاق محفظة الدين، وتقليل مخاطر إعادة التمويل وإعادة توزيع جدول الاستحقاقات، وضمان التمويل بأسعار أكثر ملاءمة في ظل دورة التيسير النقدي.

شكل رقم ٤٨
فروق مبادلات مخاطر الائتمان
(نقطة أساس)



وشهد الربع الثاني من السنة المالية ٢٠٢٦/٢٠٢٥ انخفاضاً في عوائد السندات المصرية الدولية بالدولار «سندات اليوروبوند» بمقدار ١٤٠ نقطة أساس تقريبا (شكل رقم ٤٧)، مواصلة المسار النزولي الذي بدأ في مطلع السنة المالية السابقة. ويُعزى هذا الانخفاض الكبير إلى مزيج من العوامل الدولية والمحلية؛ فعلى المستوى الدولي، ساهمت السياسات المالية الأكثر مرونة عقب خفض البنوك المركزية الكبرى لأسعار العائد الأساسية (شكل رقم ٧ و١٠ في قسم التطورات العالمية) في تعزيز ثقة المستثمرين للمخاطرة ودعم الطلب على أصول الأسواق الناشئة، بما فيها سندات مصر الدولية.

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



أما محليا، فقد ساهم ارتفاع صافي الاحتياطيات الدولية، وانخفاض التضخم، واستمرار التدفقات الاستثمارية في المحافظ المالية في دفع العوائد نحو الانخفاض. كما ساهم تراجع فروق مبادلات مخاطر الائتمان (CDS) على جميع آجال الاستحقاق في دعم ثقة المستثمرين، حيث عادت الفروق إلى مستوياتها الطبيعية التي كانت سائدة قبل بداية دورة تقييد السياسة النقدية (شكل رقم ٤٨).

إطار رقم ٢ : إدارة السيولة بالبنك المركزي المصري

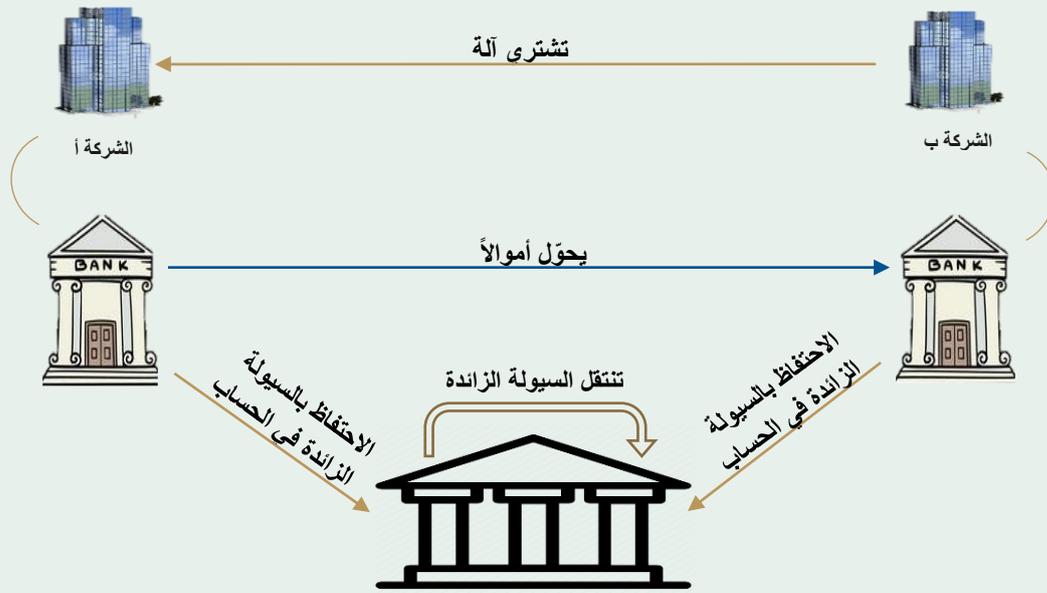
تعريف المجلات النقدية وسيولة القطاع المصرفي

يُعرّف النقد استناداً إلى المجلات النقدية، لا إلى مدى سهولة تداول الأصول المالية. وتدرج هذه المجلات من المقاييس الضيقة مثل الاحتياطي النقدي (M٠)، وصولاً إلى المقاييس الأوسع للمعرض النقدي مثل السيولة المحلية (M٢)، والذي يُعد أشمل مقياس للنقد في مصر.

من الناحية التشغيلية، تتولى البنوك المركزية إدارة الاحتياطي النقدي (M٠)، والذي يشمل أرصدة الحسابات الجارية للبنوك التجارية بالعملية المحلية لدى البنك المركزي، بالإضافة إلى النقد المتداول. وتحفظ البنوك التجارية بهذه الحسابات الجارية لدى البنك المركزي إما للوفاء بنسبة الاحتياطي النقدي أو لأغراض تيسير التسويات والمدفوعات بين البنوك التجارية.

أما سيولة القطاع المصرفي، فتُعرّف بأنها رصيد الأدوات النقدية السائلة المتاحة داخل القطاع المصرفي والتي تدعم المدفوعات والتسويات وإنشاء الائتمان. وبصفة عامة، يمكن أن تكون سيولة القطاع المصرفي إما في حالة عجز أو فائض، ولكل حالة آثار على استقرار الأسعار وتتطلب تدخلات من البنك المركزي. وتحديداً، يُعرّف فائض السيولة بأنه مقدار السيولة في القطاع المصرفي الذي يتجاوز احتياجات البنوك التجارية والاقتصاد الحقيقي (أي الأموال التي كان من الممكن منحها كقروض للجهات الاقتصادية ولكنها لم تُمنح)، وهو ما قد يؤدي إلى ضغوط تضخمية، ومن ثم يتعين على البنك المركزي امتصاص هذا الفائض باستخدام أدواته النقدية.

وبمجرد دخول السيولة إلى القطاع المصرفي، يُعاد توزيعها بين البنوك التجارية عبر سوق الإقراض بين البنوك وفقاً لاحتياجات كل بنك، إذ إن السيولة لا تختفي، إنما تنتقل من بنك إلى آخر داخل القطاع المصرفي.



الإطار التشغيلي لدى البنك المركزي المصري

يستخدم البنك المركزي المصري أدوات السياسة النقدية لإدارة السيولة داخل القطاع المصرفي، وذلك من خلال تحديد لجنة السياسة النقدية لأسعار العائد الأساسية. وهذه الأدوات تشمل نسبة الاحتياطي النقدي المفروضة على البنوك التجارية، والتسهيلات القائمة التي تشكل الحدين الأعلى والأدنى لنظام الكوريدور، بالإضافة إلى عمليات ربط الودائع. وتهدف هذه العمليات إلى توجيه متوسط سعر العائد لليلة واحدة في سوق الإنترنت، المشار إليه في هذا الإطار بمؤشر متوسط سعر العائد لليلة واحدة للتعاملات بين البنوك (CONIA) ليقترّب من سعر العملية الرئيسية، أي متوسط نظام الكوريدور، بما يضمن انتقال قرارات لجنة السياسة النقدية بشأن أسعار العائد الأساسية إلى القطاع المصرفي ومن ثم الاقتصاد ككل.

١ مؤشر «كونيا» (CONIA) هو مؤشر لمتوسط معدل العائد لليلة واحدة للتعاملات بين البنوك الخالي من المخاطر بالجنيه المصري استناداً إلى بيانات الإقراض بين البنوك لليلة واحدة. لمزيد من المعلومات، يرجى الاطلاع على الموقع الرسمي للبنك المركزي المصري والكتب التعريفية للمؤشر.

أدوات البنك المركزي المصري لإدارة السيولة

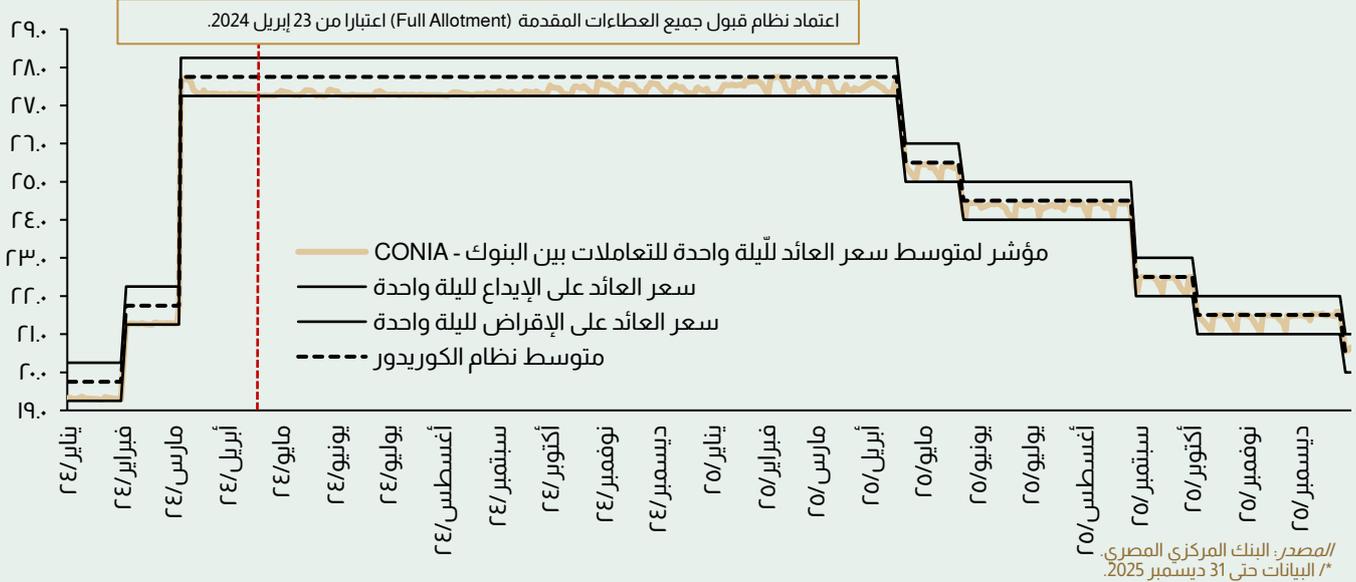
- **الاحتياطي النقدي:** يمثل الحد الأدنى لنسبة ودائع البنوك التجارية التي يجب الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي. قد قام البنك المركزي المصري بخفض نسبة الاحتياطي النقدي من ١٨% إلى ١٦% في فبراير ٢٠٢٦ في إطار دورة التيسير النقدي الحالية، وذلك حفاظاً على فعالية انتقال قرارات السياسة النقدية من خلال ضبط أوضاع السيولة داخل الجهاز المصرفي.
- **التسهيلات القائمة:** تتيح للبنوك التجارية إمكانية الإيداع أو الاقتراض ليلية واحدة وفقاً لأسعار العائد المحددة في نظام الكوريدور، إذ تقوم البنوك التجارية بإيداع فائض السيولة ليلية واحدة عند الحد الأدنى للنظام، بينما تُلبى الاحتياجات قصيرة الأجل من السيولة عبر الاقتراض ليلية واحدة عند الحد الأعلى للنظام. وتسهم هذه التسهيلات في الحفاظ على متوسط سعر العائد ليلية واحدة للتعاملات بين البنوك (CONIA) داخل نظام الكوريدور.
- **عمليات ربط الودائع:** تُعد الأداة التشغيلية الرئيسية للبنك المركزي المصري لامتناع فائض السيولة. وتمثل هذه الأداة في الوقت الحالي في العملية الرئيسية لأجل سبعة أيام، التي تُنفذ أسبوعياً، وتُستخدم كوسيلة رئيسية لإدارة أوضاع السيولة قصيرة الأجل في القطاع المصرفي.

الانتقال من أسلوب التخصيص إلى أسلوب قبول جميع العطاءات (Full Allotment)

أجرى البنك المركزي المصري تعديلاً تشغيلياً في أبريل ٢٠٢٤ على تنفيذ العملية الرئيسية (٧ أيام) ذات سعر العائد الثابت، وذلك من خلال اعتماد آلية قبول جميع العطاءات المقدمة (Full Allotment) من البنوك التجارية، خلافاً للنظام السابق الذي كان يقوم على التخصيص الجزئي للعطاءات وفقاً للنسبة الموزعة. وقد ساعد هذا التعديل على استيعاب فائض السيولة عند سعر العملية الرئيسية من خلال قبول جميع العطاءات المقدمة، مما أسهم في الحفاظ على أسعار العائد قصيرة الأجل في السوق، وخاصةً CONIA، بالقرب من متوسط الكوريدور، مما عزز من آلية انتقال السياسة النقدية من خلال موازنة الهدف التشغيلي للبنك المركزي مع الأوضاع النقدية.

شكل (أ)

مؤشر «كونيا» مقابل متوسط نظام الكوريدور*



وقد ساعد هذا التعديل التشغيلي في إطار إدارة السيولة، إلى جانب استخدام أدوات وآليات السياسة النقدية المذكورة أعلاه، على تعزيز التزام البنك المركزي المصري بالحفاظ على استقرار الأسعار.

٢. النظرة المستقبلية

أهم التطورات:

- جاءت التطورات الفعلية لمعدل التضخم العام خلال عام ٢٠٢٥ متسقة مع توقعات البنك المركزي المصري. فعلى مدار العام، تراوحت توقعات المعدل السنوي للتضخم العام بين ١٤ - ١٥٪، وفقاً للسيناريو الأساسي مقارنةً بالمعدل الفعلي الذي سجل ١٤,١٪.
- وبالمثل، كان متوسط معدل النمو الحقيقي المتوقع للناتج المحلي الإجمالي خلال العام المالي ٢٠٢٥/٢٠٢٤ نحو ٤,٣٪ مقارنةً بالمعدل الفعلي البالغ ٤,٤٪.
- على صعيد الآفاق المستقبلية لعام ٢٠٢٦، تشير توقعات البنك المركزي المصري إلى استقرار المعدل السنوي للتضخم العام عند مستوياته الحالية في الربع الأول من عام ٢٠٢٦، ومن المتوقع أن يستأنف مساره النزولي العام خلال الفترة المتبقية من عام ٢٠٢٦ متجهاً نحو مستهدف البنك المركزي المصري، بينما تشير التوقعات إلى استمرار معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في التسارع.

يعرض هذا القسم توقعات البنك المركزي المصري لمؤشرات الاقتصاد الكلي على المدى المتوسط (انظر إلى إطار رقم ٣ لمزيد من التفاصيل حول نظام التنبؤ وتحليل السياسات بالبنك المركزي المصري)، وتستند تلك التوقعات إلى نماذج قياسية، إلى جانب عدد من الافتراضات الخاصة بكل من الاقتصاد المحلي والعالم، والتي تسهم بجانب ميزان المخاطر المحيطة بمسار التضخم وما يستجد من بيانات فعلية في دعم قرارات لجنة السياسة النقدية. وفي هذا الصدد، تم مراجعة الافتراضات الدولية على مدار الأفق الزمني للتوقعات مقارنة بتقرير السياسة النقدية للربع الثالث من عام ٢٠٢٥ (جدول أ).

جدول (أ) الافتراضات الدولية المستخدمة في نموذج التوقعات ربع السنوية (نسبة مئوية، متوسط الفترة)				
تقرير السياسة النقدية للمربع الرابع من عام ٢٠٢٥		تقرير السياسة النقدية للمربع الثالث من عام ٢٠٢٥		المتغير
٢٠٢٧	٢٠٢٦	٢٠٢٧	٢٠٢٦	
-٠,١	٠,٠	-٠,١	-٠,٢	فجوة الناتج لدى الشركاء التجاريين (تعكس الطلب الخارجي)
٢,٥	٢,٤	٢,٥	٢,٦	معدل التضخم السنوي لدى الشركاء التجاريين (يعكس التضخم المستورد)
٣,٢	٣,٥	٣,٢	٣,٥	سعر العائد الأمريكي (يعكس الأوضاع المالية العالمية)

المصدر: Global Projection Model Network (GPMN).

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.

وعليه، تشير توقعات فجوة الناتج لدى الشركاء التجاريين^{١٩} إلى ارتفاع طفيف خلال عام ٢٠٢٦ مقارنةً بتقرير الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، وذلك في ظل المرونة التي اتسم بها الاقتصاد العالمي حيال الصدمات خلال عام ٢٠٢٥. وتشير التقديرات الحالية إلى أن الاقتصاد العالمي سيظل قريبا من طاقته الإنتاجية القصوى على مدار عامي ٢٠٢٦ و٢٠٢٧. أما على صعيد التضخم، فقد تم خفض توقعات التضخم لدى الشركاء التجاريين لعام ٢٠٢٦ بشكل محدود، بينما ظلت دون تغيير لعام ٢٠٢٧ مقارنةً بتقرير الربع الثالث من ٢٠٢٥. وفي ظل استمرار تجاوز معدلات التضخم لدى الاقتصادات المتقدمة لمعدلاتها المستهدفة خلال عامي ٢٠٢٦ و٢٠٢٧، من المتوقع أن تواصل البنوك المركزية نهجها التيسيري وان كان بشكل حذر، الامر الذي يعكس اتساق تقديرات الأوضاع المالية العالمية مع التوقعات الواردة في تقرير السياسة النقدية للربع الثالث من عام ٢٠٢٥.

وعلى الجانب المحلي، تعتمد الأوضاع الاقتصادية الأولية على ما يُستجد من بيانات فعلية، وكذا على التقديرات قصيرة الأمد التي تتضمن الأثر المتوقع لإجراءات ضبط أوضاع المالية العامة، مثل تعديلات قانون الضريبة على القيمة المضافة، فضلا عن افتراضات زيادات أسعار الطاقة. فعلى مدار عام ٢٠٢٥، سجل المعدل السنوي للتضخم العام متوسطا قدره ١٤,١٪، فيما بلغ متوسطه في الربع الرابع من العام ذاته ١٢,٣٪، وهو ما يتوافق مع توقعات تقرير السياسة النقدية للربع الثالث من عام ٢٠٢٥. وعليه، فإن التوقعات المحدثة للتضخم في تقرير السياسة النقدية للربع الرابع من عام ٢٠٢٥ لا تزال متسقة مع التوقعات السابقة المنشورة في تقرير السياسة النقدية للربع الثالث ذات العام ٢٠٢٥، ويأتي ذلك نتيجة تباين التطورات الشهرية، والتي حدثت من بعضها البعض خلال الربع المشار إليه، حيث جاءت قراءة معدل التضخم العام لشهر أكتوبر أعلى من التوقعات نتيجة تجاوز معدل تضخم الخدمات للتوقعات، في حين جاء معدل التضخم العام لشهر ديسمبر أقل من التوقعات نتيجة الانخفاض الحاد في أسعار السلع الغذائية الأساسية بشكل تجاوز التوقعات، فضلا عن التطورات الإيجابية لسعر الصرف.

وعلى مدى الأفق الزمني للتوقعات، تشير توقعات البنك المركزي المصري إلى استقرار المعدل السنوي للتضخم العام عند مستوياته الحالية في الربع الأول من عام ٢٠٢٦، ومن المتوقع استئناف مساره النزولي العام خلال الفترة المتبقية من عام ٢٠٢٦، ليواصل مساره نحو مستهدف البنك المركزي البالغ ٧٪ (± ٢ نقطة مئوية) في المتوسط بحلول الربع الرابع من عام ٢٠٢٦، على أن يستمر بعد ذلك ضمن نطاق المعدلات الأحادية. ووفقا لذلك، من المتوقع أن يبلغ متوسط المعدل السنوي للتضخم العام ١٢,٠٪ في العام المالي ٢٠٢٥/٢٠٢٦ و ٩,٠٪ في العام المالي ٢٠٢٦/٢٠٢٧، منخفضا من ٢٠,٤٪ في العام المالي ٢٠٢٤/٢٠٢٥. وعلى الرغم من ذلك، ثمة بعض العوامل التي من شأنها الحد من وتيرة الانخفاض المتوقع لمعدلات التضخم، ومن أهمها:

- (أ) إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة المخطط تنفيذها على مدار الأفق الزمني للتوقعات، مثل زيادات أسعار الطاقة
- (ب) وبطء انخفاض التضخم السنوي للسلع غير الغذائية.

^{١٩} تم تقديرها بناء على المتوسط المرجح لحجم صادرات مصر إلى شركائها التجاريين.

^{٢٠} جاء انخفاض التضخم السنوي مدفوعا بشكل رئيسي بالتراجع الملحوظ في تضخم السلع الغذائية، الذي بلغ متوسطه ٥,٢٪ في عام ٢٠٢٥ مقابل ٣٢,٩٪ في العام السابق، مقارنةً بطء انخفاض تضخم السلع غير الغذائية نسبيا، والذي سجل ٢٠,٤٪ مقارنة بمعدل بلغ ٢٥,١٪ خلال الفترة نفسها من العام السابق.

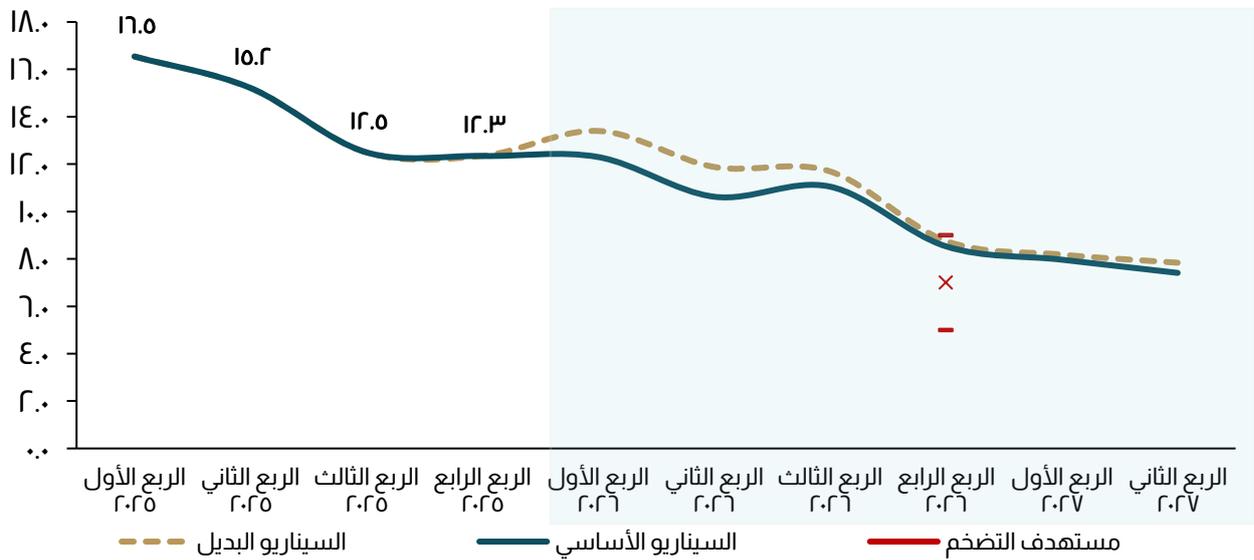
وكما هو موضح في الجدول (ب)، تظل توقعات التضخم عُرضةً لمجموعة من المخاطر المحلية والدولية التي قد تسهم في تغيير مسار التضخم في أي من الاتجاهين الصعودي أو النزولي على حد سواء. فعلى الصعيد المحلي، قد تنشأ المخاطر الصعودية عن احتمالية انتقال أثر إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة إلى الأسعار بمعدل أعلى من المتوقع، مما قد يشكل مزيداً من الضغوط التضخمية على مدى الأفق الزمني للتوقعات. إلا أنه ثمة بعض العوامل الإيجابية التي قد تُسهم في الحد من تأثير المخاطر الصعودية سالفة الذكر أبرزها التعافي المتوقع في إيرادات قناة السويس، والذي يُتوقع أن يدعم سعر الصرف، مما يعزز استمرار المسار النزولي المتوقع لمعدل التضخم.

وعلى الصعيد العالمي، يميل ميزان المخاطر نحو المخاطر الصعودية نتيجة احتمالية تصاعد التوترات الإقليمية وارتفاع أسعار المواد الخام والسلع الغذائية. إلا أن تحسن أوضاع المخاطر السيادية للاقتصاد المصري، كما يتضح من انخفاض فروق أسعار عقود مبادلات مخاطر الائتمان (CDS)، يدعم تطورات سعر الصرف وبالتالي يعزز المسار المتوقع لانخفاض التضخم. إلا أن اتجاه البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة نحو تبني سياسات نقدية أكثر تحفظاً من شأنه تقييد الأوضاع المالية العالمية، وبالتالي التأثير سلباً على تدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصادات الناشئة.

جدول (ب) المخاطر المحلية والدولية المحيطة بتوقعات التضخم			
المخاطر المحلية	الأثر على مسار التضخم	المخاطر الدولية	الأثر على مسار التضخم
انتقال أثر إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة إلى الأسعار بمعدل أعلى من المتوقع	↑	تصاعد التوترات الإقليمية الجيوسياسية	↑
		ارتفاع الأسعار العالمية للمواد والسلع الغذائية	
ارتفاع إيرادات قناة السويس (الحد من عجز الحساب الجاري وتحسن تطورات سعر الصرف، مما يدعم المسار النزولي للتضخم)	↓	اتباع الاقتصادات المتقدمة نهج أكثر حذراً في دورة التيسير النقدي (تقييد الأوضاع المالية العالمية، بما يؤثر على تدفقات رؤوس الأموال إلى الاقتصادات الناشئة)	↓

وبناءً عليه، أعد البنك المركزي المصري سيناريو بديل لمحاكاة تداعيات المخاطر الصعودية المشار إليها حال ظهورها. هذا السيناريو يحاكي صدمة في علاوة المخاطر السيادية، ممثلة في ارتفاع فروق عقود مبادلات مخاطر الائتمان (CDS) إلى مستويات تضاهي تلك التي كانت سائدة خلال فترات الصدمات المحلية والعالمية السابقة. ووفقاً لهذا السيناريو، يتم افتراض أوضاع نقدية أكثر تقييداً مقارنة بالسيناريو الأساسي، إذ يواصل المعدل السنوي للتضخم العام مساره النزولي خلال عام ٢٠٢٦، ولكن بمستويات أعلى مقارنة بالسيناريو الأساسي (شكل رقم ٤٩). قبل أن يصل إلى مستهدف البنك المركزي المصري البالغ ٧٪ (± نقطة مئوية) في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٦. وبناءً على ذلك، من المتوقع أن يبلغ متوسط المعدل السنوي للتضخم العام ١٢,٥٪ و ٩,٠٪ خلال العامين الماليين ٢٠٢٦/٢٠٢٥ و ٢٠٢٧/٢٠٢٦، على التوالي.

شكل رقم ٤٩
توقعات المعدل السنوي للتضخم العام (السيناريو الأساسي مقارنة بالسيناريو البديل)
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



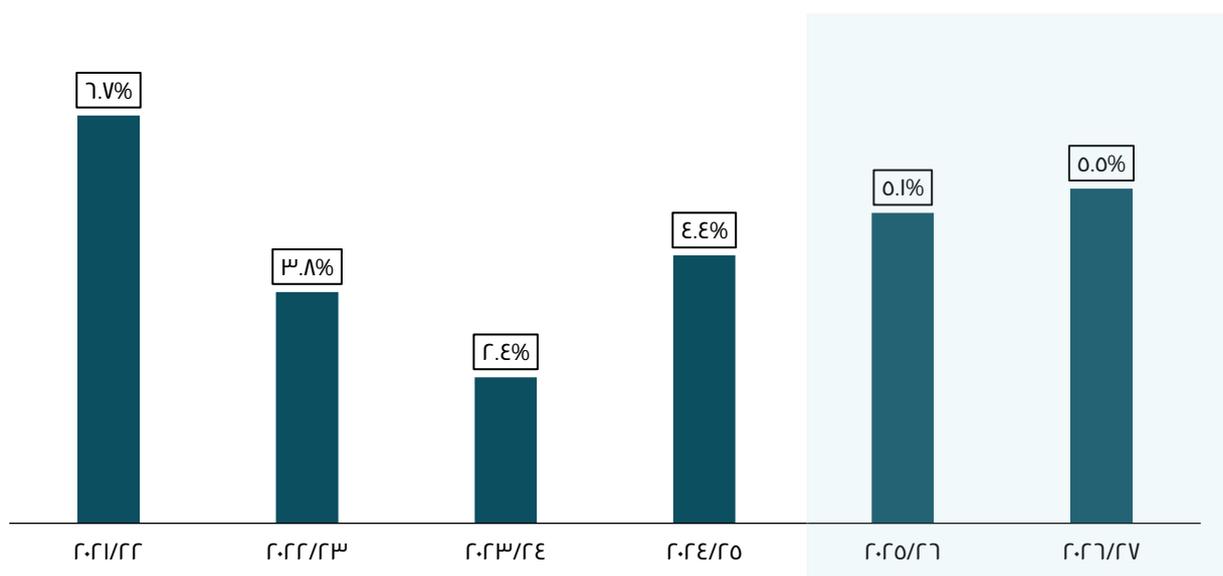
المصدر: تقديرات البنك المركزي المصري باستخدام نموذج التوقعات ربع السنوية (إطار نموذج التوقعات ربع السنوية للبنك المركزي المصري في تقرير السياسة النقدية للربعين الأول والثاني من عام ٢٠٢٥).

وفيما يتعلق بالقطاع الحقيقي، من المتوقع أن ينمو الناتج المحلي الإجمالي^١ الحقيقي بوتيرة أسرع مما كان متوقعا في التقرير السابق ليسجل ٥,١٪ و ٥,٥٪، في المتوسط، خلال العامين الماليين ٢٠٢٦/٢٠٢٥ و ٢٠٢٧/٢٠٢٦، على الترتيب مقارنة بالتوقعات السابقة والبالغة ٤,٨٪ و ٥,١٪، على التوالي (شكل رقم ٥٠). ويرجع تحسن تقديرات معدل النمو الاقتصادي إلى زيادة المساهمات المتوقعة من قطاعي الصناعات التحويلية غير البترولية والخدمات، اللذين من المتوقع أن يشهدا نموا بوتيرة أسرع. ويأتي النمو المتوقع مدعوما باستمرار التقدم المحرز على صعيد دورة التيسير النقدي، الأمر الذي من شأنه تعزيز النمو الحقيقي للائتمان الممنوح للقطاع الخاص مستقبلا، وبالتالي الإسهام في دفع معدل النمو الاقتصادي.

^١ الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق.

بالإضافة إلى ذلك، من المتوقع أن يدعم قطاع الاستخراجات النمو المتوقع على خلفية الاكتشافات البترولية والغازية في الآونة الأخيرة، والتي من شأنها تعزيز الإنتاج المحلي بشكل تدريجي.^{٢٢} كما سيسهم التعافي المفترض في نشاط قناة السويس خلال العام المالي الحالي^{٢٣} في دعم معدلات النمو الاقتصادي، وذلك بافتراض عودة حركة الملاحة البحرية في البحر الأحمر لطبيعتها في ظل اتفاق وقف إطلاق النار في قطاع غزة، مما أدى إلى استعادة الثقة وتمهيد الطريق لعودة الخطوط الملاحية العالمية للعبور من القناة، ومنها شركات "ميرسك" و"سي إم إيه- سي جي إم". وبشكل عام، من المتوقع أن يستمر النمو المستدام في القطاعات الرئيسية، كالصناعات التحويلية والخدمات وقناة السويس، في تعزيز نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الأفق الزمني للتوقعات.

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



المصدر: البنك المركزي المصري.

وعليه، تفيد التقديرات بأن النشاط الاقتصادي سوف يقترب من طاقته الإنتاجية القصوى بنهاية عام ٢٠٢٦، وإن ظل دون تلك المستويات حالياً. ولذا، من المتوقع أن تظل الضغوط التضخمية محدودة من جانب الطلب، بما يدعم استمرار المسار النزولي للتضخم على المدى القصير، مدعوماً بالأوضاع النقدية التقييدية الحالية. وعلى الجانب الآخر، قد تنشأ بعض الضغوط من جانب الطلب لتشكل مخاطر صعودية على توقعات التضخم في حالة تخطي النشاط الاقتصادي لطاقته الإنتاجية القصوى بشكل أسرع من المتوقع، الأمر الذي سوف يقتضي اتباع نهج أكثر حذراً تجاه المزيد من التيسير النقدي. وسوف يواصل البنك المركزي المصري الحفاظ على الأوضاع النقدية المناسبة بما يتسق مع دالة استجابة السياسة النقدية لدعم المسار النزولي للتضخم في ظل حالة عدم اليقين السائدة. وعليه، سوف تستمر الأوضاع النقدية الحالية في دعمها للمسار النزولي للتضخم ترسيخاً لتوقعات التضخم وتحقيقاً لمستهدف البنك المركزي المصري في الربع الرابع من عام ٢٠٢٦.

^{٢٢} وزارة البترول والثروة المعدنية،
^{٢٣} المصدر: تصريحات رئيس هيئة قناة السويس، الفرقة، أسامة ربيع

قرارات لجنة السياسة النقدية

في ضوء المسار النزولي المتوقع للتضخم، قررت لجنة السياسة النقدية في اجتماعها الذي عُقد في ١٢ فبراير ٢٠٢٦ خفض أسعار العائد الأساسية بمقدار ١٠٠ نقطة أساس. وجاء هذا القرار مدعوماً بتراجع التضخم في الآونة الأخيرة، إذ انخفض المعدل السنوي للتضخم العام إلى ١٢,٣٪ في ديسمبر ٢٠٢٥ وإلى ١١,٩٪ في يناير ٢٠٢٦. كذلك، قرر مجلس إدارة البنك المركزي خفض نسبة الاحتياطي النقدي التي تلتزم البنوك بالاحتفاظ بها لدى البنك المركزي المصري بمقدار نقطتين مئويتين من ١٨٪ إلى ١٦٪. وتأتي هذه القرارات متسقة مع انتهاج سياسة نقدية من شأنها ترسيخ التوقعات ودعم استمرار المسار النزولي للتضخم. وجرير بالذكر أنه خلال عام ٢٠٢٥، بدأت لجنة السياسة النقدية دورة التيسير النقدي، حيث بلغ خفض التراكمي لمعدلات العائد الأساسية ٧٢٥ نقطة أساس، وذلك على خلفية التراجع المتواصل في معدلات التضخم، وتماشياً مع التوقعات، وبدعم من المعدلات الموجبة لسعر العائد الحقيقي والتطورات المواتية لسعر الصرف. وتظل قرارات اللجنة معتمدة على التوقعات والمخاطر المحيطة بها وما يستجد من بيانات، وسوف تواصل اللجنة متابعة التطورات الاقتصادية والمالية عن كثب وتقييم آثارها المحتملة على المؤشرات الاقتصادية، ولن تتردد في استخدام الأدوات المتاحة لديها، اتساقاً مع دالة استجابة السياسة النقدية، لتحقيق استقرار الأسعار من خلال توجيه التضخم نحو مستهدف البنك المركزي المصري البالغ ٧٪ (± ٢ نقطة مئوية) في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٦.

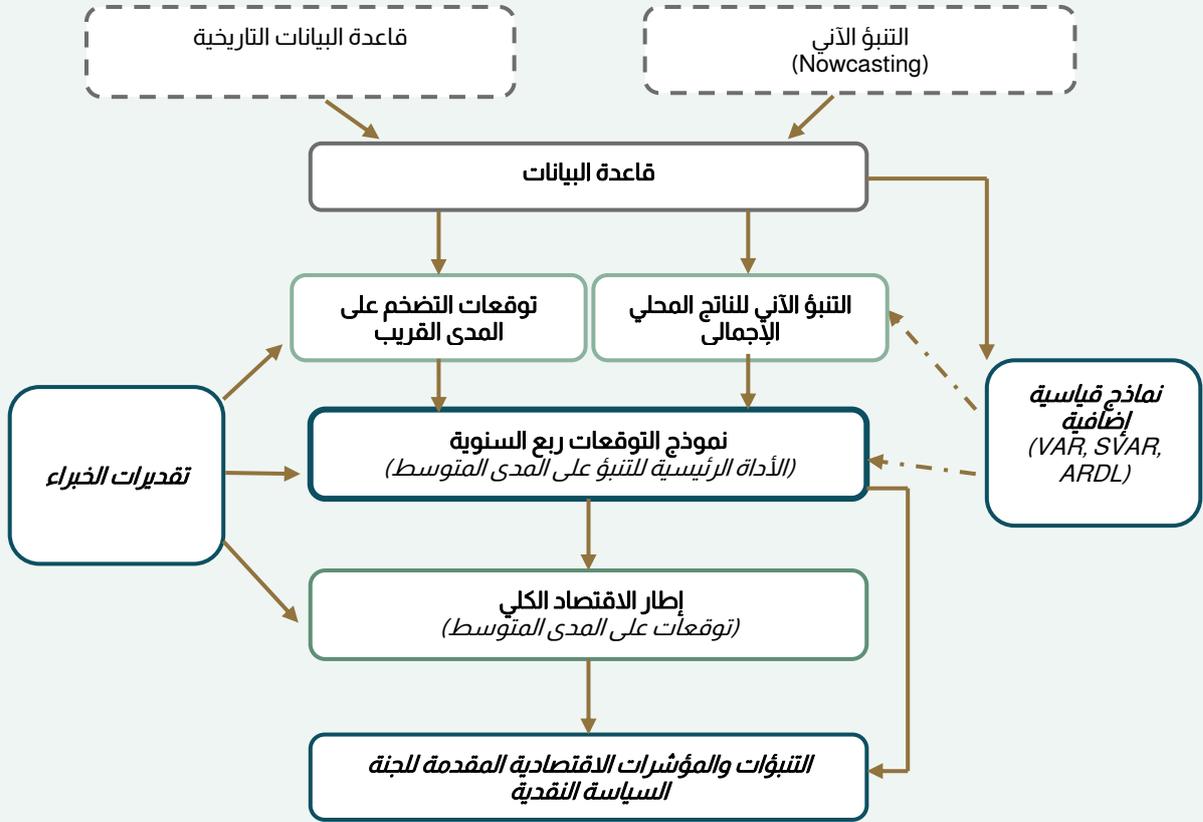
إطار رقم ٣ : نظام التنبؤ وتحليل السياسات

في سياق التوجه نحو تبني إطار متكامل لاستهداف التضخم، يركز البنك المركزي المصري في عملية صنع قرارات السياسة النقدية على تقييم منهجي وتحليل شامل لمتغيرات الاقتصاد الكلي، ويعتمد ذلك على تحليل البيانات وتواترها، ومسار توقعات التضخم، وكذلك المخاطر المحيطة بالتوقعات. في هذا الإطار، يُستخدم نظام التنبؤ وتحليل السياسات (FPAS) باعتباره البنية المنهجية المُعتمدة لتفسير متغيرات الاقتصاد الكلي وصياغة سردية لتطورات الاقتصاد المصري بهدف الوصول إلى التقديرات الفنية التي تُعرض على لجنة السياسة النقدية دعماً لعملية اتخاذ القرار. وذلك استناداً إلى مجموعة من النماذج الاقتصادية الكمية المستخدمة في إعداد التوقعات وتحليل السيناريوهات البديلة المختلفة.

ركائز نظام التنبؤ وتحليل السياسات

يتضمن نظام التنبؤ وتحليل السياسات بالبنك المركزي المصري مجموعة من الأدوات التحليلية، منها أدوات التنبؤ على المدى القريب والمتوسط، بالإضافة إلى نماذج قياسية، كما هو موضح في الشكل (أ) أدناه:

الشكل (أ): نظام التنبؤ وتحليل السياسات (FPAS)



أولاً: أدوات التنبؤ على المدى القريب

تبدأ دورة عمل نظام التنبؤ وتحليل السياسات بتقييم ما يستجد من البيانات والمؤشرات عالية التواتر^١، بهدف تحليل آخر التطورات الاقتصادية. وتُستخدم تلك المدخلات في إعداد تنبؤات قصيرة الأجل لمتغيرات الاقتصاد الكلي المحلي، وعلى رأسها معدلات التضخم ونمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، لتحديد الأوضاع الاقتصادية الأولية^٢ في نموذج التنبؤ الرئيسي على المدى المتوسط.

^١ تُستخدم المؤشرات عالية التواتر لتكوين رؤية استشرافية لمسار النشاط الاقتصادي.
^٢ التقديرات الأولية هي المدخلات التي تمثل بداية الأفق الزمني للتوقعات.

ثانياً: أدوات التنبؤ على المدى المتوسط

يُعد نموذج التوقعات ربع السنوية^٣ (QPM) الأداة الرئيسية للبنك المركزي المصري لأعداد التنبؤات على المدى المتوسط، وهو جزء أساسي من نظام التنبؤ وتحليل السياسات الذي يهدف إلى تقديم توصيات السياسة النقدية. ويعتمد هذا النموذج على أسس الاقتصاد المصري بالإضافة إلى التفاعلات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية على المدى المتوسط. وتعتمد تنبؤات نموذج التوقعات ربع السنوية على الأوضاع الاقتصادية الأولية المستمدة من نماذج التنبؤ على المدى القريب، إلى جانب مجموعة من الافتراضات الاقتصادية المحلية والعالمية^٤. وبناءً على الافتراضات سالفة الذكر، يعكس السيناريو الأساسي المسار الأرجح في ضوء المعلومات المتاحة. غير أنه نظراً لعدم اليقين المحيط بالتنبؤات الاقتصادية، يتم إعداد سيناريوهات بديلة تأخذ في الاعتبار هذه المخاطر وتداعياتها المحتملة على السياسات.

بالإضافة إلى ذلك، يهدف إطار الاقتصاد الكلي إلى رصد التفاعلات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية على المدى المتوسط. ويعتمد الإطار على مجموعة من متطابقات الاقتصاد الكلي الرئيسية والمعادلات السلوكية، فضلاً عن التفاعلات بين قطاعات الاقتصاد الحقيقي والمالي والخارجي والنقدي. ويستند الإطار إلى نسخة مطورة من إطار سياسات البرمجة المالية لصندوق النقد الدولي، والمدموم بعدد من النماذج الفرعية التي تُستخدم للتنبؤ بمؤشرات محددة في القطاعات الاقتصادية المختلفة، مع مراعاة العلاقات بين متغيرات الاقتصاد الكلي.

ثالثاً: النماذج القياسية الإضافية

تُستخدم هذه النماذج لدعم التحليل الكمي والتحقق من الأسس الهيكلية للاقتصاد المصري من خلال تطبيق نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR)، والمتجهات الهيكلية (SVAR)، وكذا نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL). وتستخدم تلك النماذج في تقدير أثر انتقال أدوات السياسة النقدية (أسعار العائد وسعر الصرف) إلى مؤشرات الاقتصاد الكلي.

تقديرات الخبراء والتقييم الدوري اللاحق للتوقعات

تظل تقديرات الخبراء القائمة على فهم أسس الاقتصاد الكلي عنصراً محورياً على مدار مراحل التنبؤ المختلفة، بما يضمن انعكاس المستجدات الاقتصادية والبيانات المتواترة على التحليلات والتنبؤات، وهو ما قد لا تتمكن النماذج القياسية وتقنيات النمذجة من رصدها بالكامل. إلى جانب ذلك، يتم إجراء تقييم لاحق للتوقعات ضمن إطار التنبؤ وتحليل السياسات، وهو ما يسهم بشكل مستمر في تحسين الأدوات التحليلية والنماذج المستخدمة، وتطوير عملية التنبؤ، وتقييم دقة النماذج القياسية المستخدمة، فضلاً عن الحد من أخطاء التوقعات مستقبلاً. ويسهم هذا النهج في ترسيخ عملية صنع قرار استراتيجي مستند إلى البيانات. الأمر الذي من شأنه تعزيز القدرة التنبؤية لنماذج السياسة النقدية في عالم يتسم بدرجة عالية من عدم اليقين والتغيرات المستمرة.

^٣ لمزيد من التفاصيل، يُرجى الرجوع إلى إطار نموذج التوقعات ربع السنوية للبنك المركزي المصري (QPM) في تقرير السياسة النقدية للربعين الأول والثاني من عام ٢٠٢٥.
^٤ تستند الافتراضات العالمية إلى توقعات مؤسسة GPMN، التي تعتمد على نموذج قياسي كمي للتنبؤات العالمية يتيح تحديثات شهرية لتوقعات الاقتصاد الكلي لعشرة من الاقتصادات المتقدمة.

٣. الملحق

جدول م: المساهمة في تضخم الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في الحضر									
ديسمبر ٢٠٢٥	سبتمبر ٢٠٢٥	يونيو ٢٠٢٥	مارس ٢٠٢٥	ديسمبر ٢٠٢٤	سبتمبر ٢٠٢٤	يونيو ٢٠٢٤	مارس ٢٠٢٤	الأوزان**	
المساهمة في المعدل ربع السنوي للرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين (نقطة مئوية، معدل التغير عن الربع السابق)									
٠.٥	٠.٧	١.٢	١.٠	١.٤	١.١	١.٤	١.٧	٢١.٤	الأسعار المحددة إداريا
٠.٣	٠.٣-	٠.٤	٠.٤-	٠.١	١.٥	٠.٠	٠.١-	٥.٥	الخضروات والفواكه الطازجة
٠.٠	٠.٦-	٠.١	١.٠	٠.٦	٠.٥-	١.٢	٦.١	٢٤.٥	السلع الغذائية الأساسية
٠.٣	٠.٤	١.٠	٠.٨	٠.٦	٠.٦	١.٢	١.٥	١٤.٣	السلع الاستهلاكية
٢.٤	٠.٧	١.٣	١.٠	٠.٨	٠.٧	١.٦	٢.٠	٣٤.٣	الخدمات
٣.٥	٠.٩	٤.١	٣.٣	٣.٦	٣.٣	٥.٣	١١.٢	١٠٠.٠	معدل التضخم العام (نسبة مئوية، معدل ربع سنوي)
٣.٧	٠.٧	٣.٤	٣.٩	٢.٩	١.١	٥.٢	١٣.١	٧٣.١	معدل التضخم الأساسي* (نسبة مئوية، معدل ربع سنوي)
المساهمة في المعدل ربع السنوي للرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين (نقطة مئوية، معدل التغير عن السنة السابقة)									
٣.٥	٤.٥	٥.٠	٥.٢	٦.٢	٥.٥	٥.٩	٥.٧	٢١.٤	الأسعار المحددة إداريا
٠.٠	٠.٢-	١.٦	١.٢	١.٧	٢.٣	٢.١	٢.٨	٥.٥	الخضروات والفواكه الطازجة
٠.٥	١.١	١.٤	٢.٥	٧.٦	٨.٨	١١.٤	١٥.٢	٢٤.٥	السلع الغذائية الأساسية
٢.٧	٣.٠	٣.٢	٣.٤	٤.٢	٤.١	٤.٤	٤.٠	١٤.٣	السلع الاستهلاكية
٥.٦	٤.٠	٤.٠	٤.٣	٥.٦	٥.٤	٥.٥	٥.٣	٣٤.٣	الخدمات
١٢.٣	١٢.٥	١٥.٢	١٦.٥	٢٥.٤	٢٦.١	٢٩.٤	٣٣.٠	١٠٠.٠	التضخم العام (نسبة مئوية، معدل ربع سنوي)
١٢.١	١١.٢	١١.٦	١٣.٦	٢٣.٨	٢٤.٨	٢٨.٥	٣٢.٧	٧٣.١	التضخم الأساسي (نسبة مئوية، معدل ربع سنوي)

المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء والبنك المركزي المصري.
* يعد البنك المركزي الرقم القياسي للتضخم الأساسي باستبعاد أسعار الخضروات والفواكه الطازجة والأسعار المحددة إداريا، مع الإبقاء فقط على السلع الغذائية الأساسية، الخدمات، 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 النمو الحقيقي للناج المحلي الإجمالي

التاريخ	٢٣/٢٠٢٢	٢٤/٢٠٢٣	*٢٥/٢٠٢٤	سبتمبر-٢٤*	ديسمبر-٢٤*	مارس-٢٥*	يونيو-٢٥*	سبتمبر-٢٥*
الناج المحلي الإجمالي حسب الإنفاق	٣.٨	٢.٤	٤.٤	٣.٥	٤.٣	٤.٨	٥.٠	٥.٣
الناج المحلي الإجمالي حسب القطاع	٣.٦	٢.٣	٤.٤	٣.٥	٤.٣	٤.٧	٥.٠	٥.٣
الزراعة والغابات والصيد	-٠.٥	-٠.٤	-٠.٣	-٠.٤	-٠.٢	-٠.٥	-٠.٢	-٠.٣
الصناعة	-٠.٧	-١.٢	-١.٠	-٠.٤	-١.٥	-٠.٩	-١.٤	-١.٥
الاستخراجات	-٠.١	-٠.٣	-٠.٦	-٠.٥	-٠.٦	-٠.٨	-٠.٦	-٠.٣
بتروöl	٠.٠	-٠.١	-٠.٢	-٠.١	-٠.٢	-٠.٤	-٠.٣	-٠.١
غاز طبيعي	-٠.٢	-٠.٣	-٠.٤	-٠.٤	-٠.٤	-٠.٥	-٠.٤	-٠.٢
أخرى	-٠.١	-٠.١	٠.٠	٠.٠	٠.٠	-٠.١	-٠.١	-٠.١
الصناعات التحويلية	-٠.٦	-٠.٨	-١.٦	-٠.٩	-٢.٠	-١.٧	-٢.٠	-١.٨
تكرير البترول	-٠.١	-٠.٢	٠.٠	٠.٠	-٠.١	-٠.٢	-٠.١	٠.٠
تحويلية أخرى	-٠.٥	-٠.٦	-١.٧	-٠.٩	-١.٩	-١.٩	-٢.١	-١.٨
الخدمات	٢.٧	٢.٥	٢.٨	٢.٩	٢.٨	٢.٨	٢.٧	٢.٥
التشييد والبناء	-٠.٤	-٠.٤	-٠.٣	-٠.٤	-٠.٤	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٢
الانشطة العقارية والخدمية	-٠.٤	-٠.٤	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٢	-٠.٢	-٠.٣
النقل والتخزين	-٠.٢	-٠.٣	-٠.٤	-٠.٩	-٠.٥	٠.٠	-٠.١	-٠.٢
المال	-٠.١	-٠.٢	-٠.٤	-٠.٣	-٠.٤	-٠.٧	-٠.٣	-٠.٤
التأمين ^{١/}	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	-٠.١	٠.٠	-٠.١
الاتصالات	-٠.٤	-٠.٤	-٠.٤	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٥	-٠.٤	-٠.٤
السياحة	-٠.٧	-٠.٣	-٠.٥	-٠.٢	-٠.٥	-٠.٦	-٠.٨	-٠.٤
التعليم والصحة والخدمات الأخرى	-٠.٤	-٠.٤	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٤	-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	-٠.٧	-٠.٦	-٠.٥	-٠.٤	-٠.٧
قناة السويس	-٠.٣	-٠.٥	-٠.٦	-١.١	-١.١	-١.١	-١.٢	٠.٠
الحكومة العامة	-٠.٢	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٢	-٠.٣	-٠.٢

*مبدئي

المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية والتعاون الدولي.

^{١/} يشمل الضمان الاجتماعي

^{٢/} يشمل المياه والصرف وإعادة الدوران.

جدول م ٣: ميزان المدفوعات (بالمليار دولار) ***

التاريخ	٢٠٢٢/٢٠٢٢	٢٠٢١/٢٠٢١	سبتمبر-٢٠٢٠*	ديسمبر-٢٠٢٠*	مارس-٢٠٢٠*	يونيو-٢٠٢٠*	سبتمبر-٢٠*
الميزان التجاري	٣١.٢-	٣٩.٦-	٥١-	١٤.١-	١٤.١-	١٢.٧-	١٤.٦-
حصيلة الصادرات	٣٩.٦	٣٢.٦	٤٠.٢	٩.٦	٩.٦	١٠.٥	١١.١
البتروولية	١٣.٨	٥.٧	٥.٦	١.٨	١.٨	١.٤	١.٣
غير البتروولية	٢٥.٨	٢٦.٨	٣٤.٦	٧.٨	٧.٨	٩	٩.٨
مدفوعات عن الواردات**	٧٠.٨	٧٢.١	٩١.٢	٢٣.١	٢٣.١	٢٣.١	٢٥.٧
البتروولية	١٣.٤	١٣.٤	١٩.٥	٤.٢	٤.٨	٥	٦.٤
غير البتروولية	٥٧.٤	٥٨.٨	٧١.٧	١٨.٨	١٨.٨	١٨.١	١٩.٣
ميزان الخدمات	٢١.٩	١٤.٤	١٥.١	٤.١	٣.٢	٤.٣	٥
المتحصلات	٣٤.٦	٣٠.٢	٣٢.١	٨.٤	٧.٨	٨.٢	٩.٤
النقل	١.٤	١٠.٧	٩.٤	٢.٢	٢.٥	٢.٤	٢.٣
منها: رسوم المرور في قناة السويس	٨.٨	٦.٦	٣.٦	-٠.٩	-٠.٩	٠.٨	٠.١
السياحة	١٣.٦	١٤.٤	١٦.٧	٤.٨	٣.٩	٣.٨	٥.٥
المدفوعات	١٢.٦	١٥.٩	١٧	٤.٣	٤.٦	٣.٨	٤.٤
السياحة	٥	٥.١	٣.٩	-٠.٨	١.١	٠.٩	٠.١
ميزان دخل الاستثمار	١٧.٣-	١٧.٥-	١٥.٨-	٤.٣-	٣.٧-	٤.٢-	٤.٤-
متحصلات دخل الاستثمار	٢.١	١.٩	٢.٩	-٠.٧	-٠.٦	٠.٦	-٠.٦
مدفوعات دخل الاستثمار	١٩.٥	١٩.٥	١٨.٧	٤.٩	٤.٣	٤.٧	٥
منها: فوائد مدفوعة	٦.٢	٧.٩	٧.٣	١.٩	١.٩	١.٦	١.٨
التحويلات	٢١.٨	٢١.٩	٣٦.٣	٨.٤	٨.٨	٩.٣	٩.٩
التحويلات الخاصة (صاف)	٢١.٩	٢١.٩	٣٦.٢	٨.٣	٨.٧	٩.٣	٩.٩
التحويلات الرسمية (صاف)	-٠.١	٠	٠.١	٠.١	٠.١	٠	٠
حساب المعاملات الجارية	٤.٧-	٢٠.٨-	١٥.٤-	٥.٩-	٥-	٢.٢-	٣.٢-
الحساب الرأسمالي والمالي	٨.٩	٢٩.٩	١٠.٢	٣.٨	٥.١	٢.٥	٠.٤-
الحساب الرأسمالي	-٠.١	-٠.١	-٠.٢	٠	٠.١	-٠.١	-٠.١
الحساب المالي	٩	٣٠	١٠.٤	٣.٨	٥.٢	٢.٣	-٠.٣
صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة	١٠	٤٦.١	١٢.٢	٢.٧	٣.٣	٢.٤	٢.٤
استثمارات محافظة الأوراق المالية في مصر (صاف)	٣.٨-	١٤.٥	١.٦	-٠.٤	٢.٨-	٠.٥-	١.٨
منها: السندات	-٠.٣	١.٦	١.١	-٠.١	-٠.٣	١.٩	-٠.٣
الاستثمارات الأخرى	٣.٤	٢٩.٨	٢.٨	١.٦	٤.٨	٠.٨	٤.٣
صافي الاقتراض	١.٤	٤.٩	-٠.٧	-٠.٧	١.٣	٠.١	١.٨
قروض متوسطة وطويلة الأجل (صاف)	-٠.٢	٢.٨	٢.٣	١.١	٠	-٠.٤	-٠.١
تسهيلات موردين ومشتريين متوسطة وطويلة الأجل (صافي)	١.٧	٠.٤	١.٢	٠	٠.٩	-٠.٢	٠
تسهيلات موردين ومشتريين قصيرة الأجل (صاف)	٠	٧.٢	٢.٨	١.٨	-٠.٤	٠.٤	٢.٨
أصول أخرى	٤.٨	٢٤.٩	٩.١	٠	٤.٦	٥.٧	٦.٦
خصوم أخرى	٦.٧	٩.٨	٧	-٠.٨	١.٦	١.٨	٠.٥
صافي السهو والخطأ	٣.٣-	٠.٦	٣.١	١.١	-٠.٤	٢.١	٠.٢
الميزان الكلي	٠.٩	٩.٧	٢.١	٠.١	٠.٥	١.٤	١.٦
التغير في الأصول الاحتياطية للبنك المركزي (الزيادة-)	-٠.٩	٩.٧	٢.١	٠.١	-٠.٥	١.٤	١.٦

* ميدني

** 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 م ٤: المسح النقدي وميزانية البنك المركزي (رصيد نهاية الفترة، بالمليار جنيه)

ديسمبر/٢٥	سبتمبر/٢٥	يونيو/٢٥	يونيو/٢٤	يونيو/٢٣	يونيو/٢٢	يونيو/٢١	
المسح النقدي							
١٢١٦.٢	٩٩٦.١	٧٤١.٨	٦٢٦.٦	٨٣٤.٦-	٣٧٢.٠-	٢٥١.٧	صافي الأصول الأجنبية
٦٣٤.٩	٥٢٩.٦	٤٩٩.٦	٤٩٤.٥	٣٠٤.٩-	١٥٢.٨-	٢٢٥.٢	لدى البنك المركزي
٥٨١.٤	٤٦٦.٦	٢٤٢.٢	١٣٢.١	٥٢٩.٧-	٢١٩.٢-	٢٦.٤	لدى البنوك
١٢٨١١.٥	١٢٦٢٦.٧	١٢٣٣١.١	٩٩٩١.٩	٩٠٨٢.٨	٦٩٨٦.٥	٥١٠٤.٩	صافي الأصول المحلية
٨٧٣٦.٧	٩٠٥٩.٤	٨٤١٥.٤	٥٩١٨.٢	٥٠٧٦.٣	٣٩٧١.٨	٣١٦٦.١	صافي المطلوبات على الحكومة
٢٥٥٨.٤	١٧٨٦.٤	١٧٠٧.٢	١٢٠٥.٨	٧٦٦.٣	٤٥٣.٢	٣٥٣.٥	صافي المطلوبات على الهيئات العامة الاقتصادية
٥١٠.٨	٥٠٤.٨	٤٤٧.١	٣٧٠.٢	١٦٤.٨	١٥٤.٥	١٤٨.٦	المطلوبات على شركات قطاع الأعمال العام
٤٧١٢.٥	٤٤٩٨.٤	٤٣٠١.٢	٣٤٩٢.٧	٢٧٣٢.٢	٢١٧٨.٢	١٧٥٢.٣	المطلوبات على القطاع الخاص
٣٧٠٦.٩-	٣٢٢٢٢.٤-	٢٥٣٣٩.٨-	٩٩٥.٠-	٣٤٣.١	٢٢٨.٩	٣١٥.٥-	صافي الأصول الأخرى
١٤٠٢٧.٨	١٣٦٢٢.٨	١٣٠٧٢.٩	١٠٦١٨.٦	٨٢٤٨.٢	٦٦١٤.٥	٥٣٥٦.٦	السيولة المحلية
١١٠٢٤.٣	١٠٥٧٥.٨	٩٩٨١.٠	٨٠٩٠.٩	٦٧٣٢.٠	٥٧٦٨.٤	٤٧٠٦.٤	السيولة المحلية بالعملية المحلية
١٤٤٣.٦	١٤١٨.١	١٣٨١.٠	١٢٢٧.٠	١٠٠٩.٢	٧٧٨.٦	٦٧٣.٤	النقد المتداول خارج البنوك
٩٥٨٠.٨	٩١٥٧.٧	٨٦٠٠.٠	٦٨٦٣.٩	٥٧٢٢.٩	٤٩٨٩.٨	٤٠٣٣.١	الودائع بالعملية المحلية
٣٠٠٣.٤	٣٠٤٧.٠	٣٠٩١.٩	٢٥٢٧.٧	١٥١٦.٢	٨٤٦.١	٦٥٠.٢	الودائع بالعملية الأجنبية
ميزانية البنك المركزي							
٦٣٤.٩	٥٢٩.٦	٤٩٩.٦	٤٩٤.٥	٣٠٤.٩-	١٥٢.٨-	٢٢٥.٢	صافي الأصول الأجنبية
٢٤٠٧.٤	٢٣٢٤.٦	٢٣٥١.٦	٢١٦١.٩	١٠٤٥.٨	٦١١.٥	٦٢٥.١	الأصول
١٧٧٢.٥-	١٧٩٥.٠-	١٨٥١.٩-	١٦٦٧.٣-	١٣٥٠.٦-	٧٦٤.٣-	٣٩٩.٩-	الخصوم
١٧٩١.٠	١٧٣٩.٠	١٨٢١.٣	١٤٧٠.٦	١٨٣٣.٦	١٣٤٥.٧	٧٦٢.٥	صافي الأصول المحلية
١٩٨٠.٩	٢٣٧٠.١	٢٢٥٧.٧	١٩٨٤.٦	١٤١٣.٠	١٠٥٨.٩	٧٥٧.٨	صافي المطلوبات على الحكومة
٢١٤.٧-	٦٠٦.٤-	٦٠٦.٤-	٦٣٤.١-	٧٢.٨-	٥٧.٦-	٣٧.٨-	صافي المطلوبات على الهيئات العامة الاقتصادية
٩٤١.٤	٨٥١.٥	٩٣٨.٦	٨٧٥.١	٥٣٠.٤	٤٠٠.٠	٣٧٧.٣	المطلوبات على البنوك
٥٨١.٤-	٦٤٠.٥-	٦٨٢.٤-	٦٠١.٥-	٥٠٨.٥-	٢١٦.٥-	١٣٥.١-	ودائع البنوك بالعملية الأجنبية
١٢٠.٣-	٢٦٨.٦-	٣٩٩.٠-	١١١٧.٠-	٩٤٢.٠-	٧٣٥.٨-	٤٦٩.١-	عمليات السوق المفتوحة
٢١٤.٩-	٣٢.٩	٣١٢.٩	٩٦٣.٦	١٤١٣.٦	٨٩٦.٦	٢٦٩.٤	صافي الأصول الأخرى
٢٤٢٥.٩	٢٢٦٨.٥	٢٣٢١.٠	١٩٦٥.١	١٥٢٨.٨	١١٩٢.٩	٩٨٧.٧	النقود الاحتياطية
١٤٤٣.٦	١٤١٨.١	١٣٨١.٠	١٢٢٧.٠	١٠٠٩.٢	٧٧٨.٦	٦٧٣.٤	النقد في التداول خارج البنوك
٩٨٢.٣	٨٥٠.٤	٩٣٩.٩	٧٣٨.٢	٥١٩.٦	٤١٤.٣	٣١٤.٤	احتياطيات البنوك
٨٧٥.٩	٧٣٩.٢	٨١٣.٨	٦٣٦.٢	٤٤٥.٥	٣٥٤.٨	٢٦٥.٣	ودائع البنوك بالعملية المحلية
١٠٦.٤	١١١.٣	١٢٦.١	١٠٢.٠	٧٤.١	٥٩.٥	٤٩.١	النقد في خزينة البنوك

المصدر: البنك المركزي المصري.

جدول م5: تطورات أسعار العائد في السوق (نسبة مئوية، متوسط فترة، ما لم يذكر خلاف ذلك)

ديسمبر-٢٥	سبتمبر-٢٥	يونيو-٢٥	مارس-٢٥	ديسمبر-٢٤	سبتمبر-٢٤	يونيو-٢٤	مارس-٢٤
سعر السياسة النقدية							
٢١,٢٨	٢٢,٥٠	٢٤,٥٠	٢٧,٧٥	٢٧,٧٥	٢٧,٧٥	٢٧,٧٥	٢٦,٨٩
سعر البنك المركزي							
سعر الإنترنت (نسبة مئوية)							
٢١,٣	٢٢,٤	٢٤,٤	٢٧,٥	٢٧,٥	٢٧,٤	٢٧,٤	٢٦,٣
٢١,٣	٢٢,٤	٢٤,٣	٢٧,٤	٢٧,٤	٢٧,٣	٢٧,٣	٢٦,١
٣٩,٧	٣٠,٧	٢٥,٨	٣٣,٧	٢٠,٣	٢٣,٥	١٧,٤	٤٠,٣
٥٥,٥	٤٨,٠	٥١,٧	٦١,٦	٥١,٩	٥١,٢	٤٥,٠	٧٣,٤
القطاع المصرفي							
١٥,٣	١٦,٩	١٧,٤	٢٠,٦	٢٠,٥	٢٠,٦	٢٠,٤	١٩,٥
١٦,٩	١٧,٨	١٨,٨	٢١,١	٢١,٥	٢١,٢	٢١,١	١٩,٢
١٧,٠	١٧,٨	١٨,٨	٢١,٤	٢١,٥	٢١,٢	٢١,١	١٩,٢
١٥,٥	١٧,٢	١٨,٨	١٦,٦	١٤,٦	١٤,٠	١٥,٤	١٧,١
١٧,٤	١٩,٥	٢٠,٢	٢٤,٢	٢٣,٦	٢٢,٨	٢٣,٥	٢٤,٠
١٧,١	١٩,٣	٢٠,٩	٢٥,٠	٢٤,٦	٢٤,٦	٢٤,٦	٢٤,٩
١٧,٤	١٩,٥	٢٠,٢	٢٣,٤	٢٢,٩	٢١,٧	٢٢,٧	٢٣,٣
٧,٤	٨,٨	٩,١	١١,٣	١٢,٧	١٣,٣	١١,٤	١١,٨
٢٢,٧	٢٣,٧	٢٤,٦	٢٨,٠	٢٨,١	٢٧,٩	٢٧,٩	٢٦,٤
٢١,٩	٢٢,٤	٢٣,٥	٢٨,٠	٢٧,٨	٢٧,٧	٢٧,٧	٢٦,٨
٢٢,٣	٢٢,٧	٢٤,١	٢٨,٦	٢٨,٧	٢٧,١	٢٧,٥	٢٥,٧
٢١,٧	٢١,٣	٢١,٨	٢٦,٦	٢٥,٨	٢٨,٢	٢٧,٨	٢٧,٩
٢٨,٧	٢٧,٥	٢٨,٣	٢٧,٩	٣٠,٠	٢٩,١	٢٩,١	٢٤,١
سوق الدين الحكومي المحلي							
٢٥,٢	٢٥,٨	٢٥,٢	٢٥,٠	٢٦,٢	٢٦,٢	٢٥,٩	٣٠,٢
٢٥,٨	٢٦,٥	٢٧,٣	٢٧,٢	٣٠,١	٢٩,٣	٢٥,٩	٢٩,٦
٢٢,٦	٢٤,٢	٢٣,٦	٢٨,٠	٢٦,٦	٢٥,٩	٢٣,٩	٢٨,٢
٢٥,٤	٢٦,٣	٢٦,٦	٢٧,٣	٢٩,٩	٢٨,٥	٢٥,٥	٢٩,٦
الفروق /٢							
٠,٠٥%	-٠,١٣%	-٠,١٦%	-٠,٣٢%	-٠,٣٤%	-٠,٤٢%	-٠,٤٥%	-٠,٨٠%
١,٣٨%	١,٢٠%	٠,١٣%	٠,٢٤%	٠,٣٨%	٠,١٣%	٠,١٢%	-٠,٥٢%
٥,٩٨%	٥,٦٢%	٧,٠٧%	٧,١٩%	٧,٢٣%	٧,١٦%	٧,٣٤%	٧,٤١%

المصدر: البنك المركزي المصري.

/١ العوائد على الاوراق المالية الحكومية قبل خصم الضرائب.

/٢ جميع النسب حتى ديسمبر ٢٠٢٥.



البنك المركزي المصري
CENTRAL BANK OF EGYPT

تقرير السياسة النقدية

الربع الرابع - ٢٠٢٥

© ٢٠٢٦ البنك المركزي المصري. جميع الحقوق محفوظة.