



البنك المركزي المصري  
CENTRAL BANK OF EGYPT



البنك المركزي المصري

# تقرير السياسة النقدية

الربع الأول - ٢٠٢٦

## تنويه

تم اعتماد ١٧ إبريل 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 لصدمة 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 (الإنتربنك). وعقب كل اجتماع، ينشر البنك المركزي المصري بياناً صحفياً على موقعه الإلكتروني يوضح أسباب القرارات المتخذة.

## أدوات السياسة النقدية

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

## قرار لجنة السياسة النقدية الأخير

قررت لجنة السياسة النقدية للبنك المركزي المصري في اجتماعها الذي عُقد في ٢ إبريل ٢٠٢٦ الإبقاء على أسعار العائد الأساسية دون تغيير. وعليه، تقرر تثبيت سعري عائد الإيداع والإقراض لليلة واحدة وسعر العملية الرئيسية للبنك المركزي عند  $19,00\%$  و  $19,00\%$  و  $19,00\%$ ، على الترتيب. كما تم الإبقاء على سعر الائتمان والخصم عند  $19,00\%$ .

وارتأت لجنة السياسة النقدية تعليق دورة التيسير النقدي واعتماد نهج الانتظار والترقب بإبقاء أسعار العائد الأساسية للبنك المركزي المصري دون تغيير في ظل وجود هامش موجب في سعر العائد الحقيقي، الأمر الذي يساعد في الحفاظ على سياسة نقدية تقييدية. وهذا النهج من شأنه ترسيخ التوقعات واحتواء الضغوط التضخمية واستعادة المسار النزولي للتضخم. وسوف تواصل اللجنة تقييم قراراتها بناء على ما يستجد من بيانات، مع التأكيد على أن هذه القرارات تعتمد على التوقعات وما يحيط بها من مخاطر. كما ستستمر اللجنة في متابعة التطورات الاقتصادية والمالية عن كثب وتقييم آثارها المحتملة، مؤكدة أنها لن تتردد في استخدام الأدوات المتاحة لديها لتحقيق استقرار الأسعار على المدى المتوسط.

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

## المحتويات

٦	ملخص .....
٩	١. الأوضاع الاقتصادية الراهنة .....
٩	١-١ التطورات العالمية .....
١١	٢-١ التطورات المحلية .....
١٨	١-٢-١ تطورات معدلات التضخم .....
٢٥	٢-٢-١ القطاع الحقيقي .....
٢٩	٣-٢-١ القطاع الخارجي .....
٣٢	٤-٢-١ القطاع النقدي .....
٣٦	٥-٢-١ السيولة المحلية والأوضاع المالية .....
٤٠	٢. النظرة المستقبلية .....
٤٧	٣. الملحق .....

## الأشكال البيانية

٢٩	نسبة الصادرات غير البترولية إلى الواردات غير البترولية.....	٩	النمو الاقتصادي لدى شركاء مصر التجاريين.....
٣٠	المساهمة في صافي ميزان الخدمات.....	١٠	التضخم العام لدى شركاء مصر التجاريين.....
٣١	الاستثمارات الأجنبية المباشرة (صاف).....	١١	تطورات أسعار أسواق الطاقة.....
٣٢	الاحتياطيات الدولية (صاف).....	١١	مؤشر منظمة الأغذية والزراعة لأسعار السلع الغذائية.....
٣٣	المساهمة في معدل النمو السنوي للسيولة المحلية.....	١٢	مؤشر عدم اليقين للسياسات التجارية العالمية.....
٣٤	المساهمة في معدل النمو الشهري للسيولة المحلية.....	١٢	مؤشر الدولار الأمريكي (DXY).....
٣٥	صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي.....	١٣	مؤشر الأوضاع المالية.....
٣٦	المساهمة في معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية.....	١٣	مؤشر مبادلات مخاطر الائتمان (أجل خمس سنوات) في مصر ونظرانها.....
٣٧	المساهمة القطاعية في معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية.....	١٣	مؤشر تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة.....
٣٨	النمو الحقيقي للقروض الممنوحة بالعملة المحلية لقطاعات الصناعة والخدمات.....	١٤	أسعار العائد في البنوك المركزية الرئيسية.....
٣٩	نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لقطاعات الصناعة والخدمات.....	١٨	معدل التضخم العام والأساسي.....
٤٠	توقعات معدل نمو السيولة المحلية (M2).....	١٩	تحليل التضخم العام الربع سنوي.....
٤١	سعر العائد الحقيقي.....	١٩	تحليل التضخم العام السنوي.....
٤٢	سعر الإنترنت ليلة واحدة وأسعار العائد الأساسية للبنك المركزي المصري.....	٢٠	تضخم السلع الغذائية وغير الغذائية.....
٤٣	فائض السيولة.....	٢٠	تضخم السلع المعمرة والسلع شبه المعمرة.....
٤٤	حجم تعاملات سوق الإنترنت.....	٢١	مؤشر الانتشار.....
٤٥	أسعار العائد في الأسواق.....	٢١	تضخم أسعار السلع الغذائية عالميا ومحليا.....
٤٦	العوائد على أدوات الدين الحكومية بالعملة المحلية.....	٢٢	تضخم السلع المستوردة.....
٤٧	قوى العرض والطلب على أدوات الدين الحكومية بالعملة المحلية.....	٢٢	التقديرات الآتية للتضخم العام (Nowcasts).....
٤٨	منحنى العائد لأذون وسندات الخزانة (السوق الأولية).....	٢٥	فجوة الناتج.....
٤٩	منحنى العائد لسندات مصر الدولية (دولار).....	٢٥	مؤشر الصناعات التحويلية.....
٥٠	توقعات السيناريو الأساسي للمعدل السنوي للتضخم العام.....	٢٦	المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الإنتاج.....
٥١	توقعات المعدل السنوي للتضخم العام.....	٢٦	المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق.....
٥٢	توقعات البنك المركزي المصري للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.....	٢٧	حصص القطاعين العام والخاص من إجمالي الاستثمارات الثابتة.....
٥٤	.....	٢٧	معدل البطالة.....
		٢٨	تحليل الأجور الحقيقية.....
		٢٨	سعر الصرف الاسمي.....
		٢٩	المساهمة في الميزان الجاري.....
		٢٩	.....

## الأطر

١٥	إطار رقم ١: الصراع بين إيران والولايات المتحدة. تحليل مقارنة لصدمة العرض الحالية مع الصدمات السابقة.....
٢٣	إطار رقم ٢: مسح توقعات التضخم.....
٤٥	إطار رقم ٣: نظام التنبؤ وتحليل السياسات.....

أدى اندلاع الصراع بين إيران والولايات المتحدة إلى تحول سلبي في توقعات الاقتصاد العالمي، مما ألقى بظلاله مباشرة على الاقتصاد المصري، إذ تسببت صدمة الطاقة الناجمة عن الصراع في تصاعد الضغوط التضخمية جراء ارتفاع أسعار الطاقة المحلية، وتفاقم حالة عدم اليقين، وتزايد نزعة العزوف عن المخاطر لدى المستثمرين. وبناء عليه، أجرى البنك المركزي المصري تعديلا على توقعات السيناريو الأساسي للتضخم نحو الارتفاع، وان كان الاقتصاد المصري لا يزال في وضع يقمّنه من احتواء الصدمات الخارجية، مدعوما بمرونة سعر الصرف التي تعمل على امتصاص الصدمات، ومن ثم الحفاظ على الاحتياطات الدولية، والحد من انتقال آثار الأزمات إلى النشاط الاقتصادي. وفي ظل تصاعد حالة عدم اليقين على الصعيد العالمي، قررت لجنة السياسة النقدية في اجتماعها بتاريخ ٢ أبريل ٢٠٢٦ تعليق دورة التيسير النقدي مؤقتا واعتماد نهج "الانتظار والترقب".

على الصعيد العالمي، عقب التعافي الطفيف الذي شهده النمو الاقتصادي لدى شركاء مصر التجاريين عام ٢٠٢٥، تراجعت معدلات النمو خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ لتصل في المتوسط إلى ٢,٢٥٪. كما ارتفع التضخم لدى شركاء مصر التجاريين بشكل طفيف ليسجل ٢,٤٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ٢,٣٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥؛ غير أن هذا الارتفاع المحدود يخفي تسارعا في نهاية الربع إثر ارتفاع أسعار الطاقة في مارس ٢٠٢٦. وعلى المدى المتوسط، من المتوقع أن تتزايد الضغوط التضخمية في كل من الاقتصادات المتقدمة والناشئة، على حد سواء بالتوازي مع انتقال آثار الصراع بين إيران والولايات المتحدة إلى أسعار السلع وتكاليف النقل. وفي الوقت ذاته، أسهم ارتفاع قيمة الدولار، إلى جانب استمرار تبني سياسة نقدية تقييدية في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، في تشديد الأوضاع المالية العالمية بنهاية الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مما أدى إلى تخارج حاد وان كان مؤقتا للتدفقات الرأسمالية من الأسواق الناشئة خلال مارس ٢٠٢٦.

أما على الصعيد المحلي، فقد اتسمت تطورات التضخم خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ بتزايد تضخم السلع الغذائية، انعكاسا للأثر الموسمي لشهر رمضان وعيد الفطر وانتقال آثار التوترات الجيوسياسية إلى الأسعار العالمية للسلع الأساسية. ومن جانب آخر، شهد الربع الأول من عام ٢٠٢٦ ضغوطا محدودة وإن كانت متواصلة من جانب السلع غير الغذائية، لا سيما السلع والخدمات المحددة أسعارها إداريا، مما أدى إلى عرقلة المسار النزولي للتضخم، إذ سجل المعدل السنوي للتضخم العام ١٣,٥٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ١٢,٣٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥. وفي الوقت ذاته، أظهر المعدل السنوي للتضخم الأساسي نمطا مماثلا وإن كان بوتيرة أقل، إذ ارتفع إلى ١٢,٦٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ١٢,١٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥.

وفيما يتعلق بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، تشير تقديرات البنك المركزي المصري الآنية (Nowcasts) للربع الأول من عام ٢٠٢٦ إلى تسجيل ٤,٩٪ مدفوعا بشكل رئيسي بقطاعات التجارة والاتصالات، والصناعات التحويلية غير البترولية والزراعة. وفي الوقت ذاته، تفيد المؤشرات عالية التواتر المرتبطة بقناة السويس والسياحة باستمرار تحسن النشاط الاقتصادي في كلا القطاعين خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مما قد يعكس محدودية انتقال آثار الصراع الدائر في الشرق الأوسط حتى الآن. أما فيما يخص الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، فقد سجل نموا قدره ٥,٣٪ مقابل ٤,٣٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، مما يشير إلى استمرار زخم تعافي النشاط الاقتصادي، مدفوعا في المقام الأول بالاستهلاك والاستثمارات الخاصة. ومع ذلك، من المتوقع أن تظل الضغوط التضخمية الناجمة عن الطلب محدودة لفترة أطول مما كان متوقعا سابقا، مدعومة بالسياسة النقدية الحالية وفي ضوء خفض توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

وعلى صعيد الوضع الخارجي لمصر، فقد اتسم بصلابته خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، إذ سجل ميزان المدفوعات عجزا طفيفا قدره ٠,٥ مليار دولار. فمن ناحية، اتسع عجز الحساب الجاري بنسبة ٢٣٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ مقارنة بالربع ذاته من عام ٢٠٢٤ ليلغ ٦,٢ مليار دولار (ما يعادل ١,٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي)، مدفوعا بتزايد عجز الميزان التجاري وتراجع صافي دخل الاستثمار، وهو ما تم تعويضه جزئيا بارتفاع تحويلات العاملين بالخارج وصافي إيرادات الخدمات، وفي مقدمتها السياحة وقناة

السويس. ومن ناحية أخرى، سجل الحساب المالي والرأسمالي صافي تدفقات وافدة قدره ٦,٨ مليار دولار في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، وهو أعلى مستوى له منذ الربع الثاني من عام ٢٠٢٤، مدعوما بتدفقات قوية من الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات المحفظة. وجاء ذلك مقترنا بتنامي صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية بقيمة ٢,٤ مليار دولار، مما ساهم في دعم ارتفاع قيمة الجنيه المصري خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥. كما ارتفع صافي الاحتياطيات الدولية إلى ٥١,٥ مليار دولار بنهاية ديسمبر ٢٠٢٥، مقابل ٤٩,٥ مليار دولار بنهاية سبتمبر ٢٠٢٥، مواصلا اتجاهه الصعودي ليصل إلى ٥٢,٨ مليار دولار بنهاية مارس ٢٠٢٦.

وفيما يتعلق بالقطاع النقدي، استمر معدل نمو السيولة المحلية (M٢) في التباطؤ للربع الرابع على التوالي، مسجلا ١٨,٥٪ في المتوسط خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦—وهو أدنى معدل نمو له منذ الربع الرابع من عام ٢٠٢١—مقابل ٢١,٥٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥. وبالمثل، شهد صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي تراجعاً خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ ليسجل ٢١,٤ مليار دولار في مارس ٢٠٢٦، مقابل ٢٥,٥ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٥. وجاء هذا الانخفاض بشكل رئيسي في صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية، ليسجل ٥,٨ مليار دولار في مارس ٢٠٢٦، مقابل ١٢,٢ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٥. ويُعزى هذا الانخفاض بشكل أساسي إلى تداعيات الصراع الدائر بين إيران والولايات المتحدة الأمريكية والتي أدت إلى تراجع استثمارات الأجانب في أدوات الدين الحكومية المصرية منذ منتصف فبراير ٢٠٢٦. وعلى جانب آخر، سجل معدل النمو الحقيقي<sup>١</sup> للفروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية متوسط قدره ٧,٧٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ١١,٨٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥.

ومن حيث فعالية انتقال أثر السياسة النقدية إلى الأسواق خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ فقد انتقل إلى سوق التعاملات بين البنوك (الإنتربنك) نحو ٩٦٪ من الخفض التراكمي بمقدار ٨٢٥ نقطة أساس منذ أبريل ٢٠٢٥، إذ سجل سعر عائد الإنتربنك لليلة واحدة ١٩,٥٪ بنهاية الربع الأول من عام ٢٠٢٦ بما يتسق مع سعر العائد الأساسي، مما يمثل انتقالاً فعالاً لقرارات لجنة السياسة النقدية إلى الجهاز المصرفي. بالإضافة إلى ذلك، فقد انعكس نحو ٨٠٪ من انخفاض سعر عائد الإنتربنك لليلة واحدة على متوسط أسعار عائد الودائع الجديدة في مارس ٢٠٢٦، مقابل نحو ٧٨٪ على متوسط أسعار عائد القروض الجديدة. وبالتوازي، ارتفعت عوائد السندات الدولية المصرية المقومة بالدولار «سندات اليوروبوند» بمختلف آجالها بمتوسط بلغ ١٧٠ نقطة أساس خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، بما يعكس تراجعاً محدوداً في ثقة المستثمرين رغم تصاعد الصراع بين إيران والولايات المتحدة. وفي الوقت ذاته، شهدت الاستثمارات الأجنبية في السندات الحكومية طويلة الأجل استقراراً بوجه عام، مع تسجيل عقود مبادلة مخاطر الائتمان (CDS) الخاصة بمصر بنهاية الربع الأول من عام ٢٠٢٦ عند مستويات أقل مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مما يعكس استمرار ثقة المستثمرين في آفاق الاقتصاد ومساره الإصلاحية على المدى المتوسط.

وفي ضوء ما تقدم، راجع البنك المركزي المصري توقعاته للتضخم، إذ يُتوقع تسارع المعدل السنوي للتضخم العام خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، واستمراره عند مستوياته المرتفعة طوال عام ٢٠٢٦، قبل أن يستأنف مساره النزولي اعتباراً من الربع الأول لعام ٢٠٢٧. وعليه، تشير التوقعات إلى أن متوسط المعدل السنوي للتضخم العام سوف يبلغ ١٦,٠ - ١٧,٠ و ١٢,٠ - ١٣,٠ في عامي ٢٠٢٦ و ٢٠٢٧ على الترتيب، مقابل ١٤,١٪ في عام ٢٠٢٥. ومع أخذ هذا المسار في الاعتبار، من المتوقع أن يتجاوز مسار التضخم الحالي مستهدف البنك المركزي المصري البالغ ٧٪ (±٢ نقطة مئوية) في المتوسط بطول الربع الرابع من عام ٢٠٢٦، على أن يهبط المعدل السنوي للتضخم العام إلى نطاق المعدلات الأحادية خلال النصف الثاني من عام ٢٠٢٧. ومع ذلك، يظل مسار التضخم عُرضة لمخاطر صعودية، منها احتمالية استمرار الصراع لفترة أطول وتجاوز أثر إجراءات ضبط الأوضاع المالية العامة للتوقعات.

<sup>١</sup> تم تكميش معدل النمو الاسمي باستخدام معدل التضخم العام.

أما فيما يخص نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، فقد تم خفض توقعاته إلى ٤,٩% و ٤,٨% للعامين الماليين ٢٠٢٦/٢٠٢٥ و ٢٠٢٧/٢٠٢٦، على التوالي، مقارنة بالتقديرات السابقة البالغة ٥,١% و ٥,٥%. ويُعزى هذا التعديل بشكل رئيسي إلى تراجع المساهمة المتوقعة من نشاط السياحة وقناة السويس، غير أنه من المتوقع أن تواصل قطاعات الصناعات التحويلية غير البترولية والخدمات دعم نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، فضلا عن تحسن أداء نشاط الاستخراجات في ضوء الاكتشافات البترولية والغازية الناجمة.

## 1. الأوضاع الاقتصادية الراهنة

### 1-1 التطورات العالمية

أهم التطورات:

- أدى اندلاع المواجهة بين الولايات المتحدة وإيران إلى تباطؤ وتيرة النمو العالمي نتيجة تصاعد حالة عدم اليقين الجيوسياسي واضطراب السياسات التجارية.
- يشهد العالم عودة تدريجية للضغوط التضخمية، مدفوعة بارتفاع أسعار السلع الأساسية وزيادة تكاليف النقل.
- تعرضت أسعار السلع الأساسية العالمية لضغوط متجددة خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، على خلفية إغلاق مضيق هرمز، مما تسبب في اضطراب سلاسل إمدادات الطاقة والتأثير على الأسعار العالمية للسلع الغذائية.
- شهدت الأوضاع المالية العالمية تشددا نسبيا، في حين ظلت علاوات المخاطر السيادية عند مستويات محدودة، في ظل تصاعد حالة عدم اليقين في المنطقة.
- واصلت البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة والنامية اتباع نهج حذر في إدارة السياسات النقدية.

يتناول هذا القسم بالعرض والتحليل آخر التطورات الاقتصادية على الصعيد العالمي ومدى تأثيرها على الاقتصاد المصري. وتحديدا، يستعرض الاتجاهات العالمية للنمو والتضخم، وتطورات أسعار السلع الأساسية، إلى جانب مستجدات الأسواق المالية. كما يسلط الضوء على انعكاسات هذه الديناميكيات العالمية على مؤشرات الاقتصاد الكلي في مصر ومركزها الخارجي.

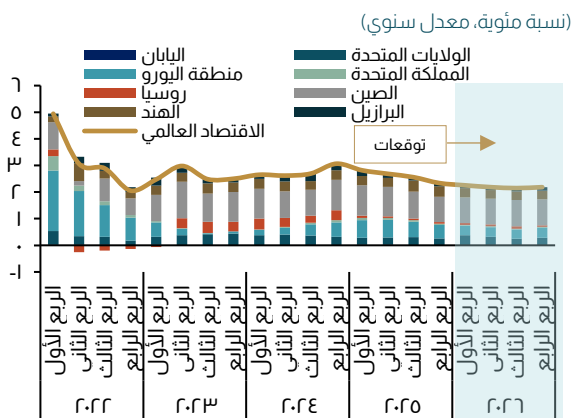
شهد النمو الاقتصادي العالمي حالة من التباطؤ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، وذلك في أعقاب التعافي المحدود خلال عام ٢٠٢٥. ويعكس هذا التباطؤ تداعيات الصراع القائم بين الولايات المتحدة

وإيران، والذي أدى إلى اضطرابات واسعة في حركة النقل البحري والجوي، وفرض ضغوطا صعودية على الأسعار العالمية للطاقة، ما أسفر بدوره عن موجة ارتفاع في الأسعار العالمية للسلع الغذائية.

ويعكس تباطؤ النمو<sup>٢</sup> تباينا في حدة الأثر على الاقتصادات المختلفة، إذ أسهمت الاقتصادات المستوردة للطاقة والمتأثرة بالصراعات في إبطاء النشاط الاقتصادي العالمي نتيجة ارتفاع تكاليف الطاقة، واضطرابات حركة التجارة، وتزايد حالة عدم اليقين الناجمة عن الصراع بين الولايات المتحدة وإيران. ولا تزال آفاق عام ٢٠٢٦ تميل إلى الجانب السلبي في ظل استمرار التوترات الجيوسياسية وتقلبات السياسات التجارية العالمية.

وفي هذا السياق، من المتوقع أن يبلغ متوسط النمو الاقتصادي العالمي، مرجحا بأوزان الشركاء التجاريين الرئيسيين لمصر، نحو ٢,٢٥٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقارنة بنحو ٢,٣٤٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، على أن يستقر إلى حد كبير حول مستوياته الحالية على مدار عام ٢٠٢٦ (شكل رقم ١). وقد يؤدي استمرار تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي إلى تراجع الطلب الخارجي، مما قد ينعكس على الصادرات وإيرادات السياحة وتدفقات تحويلات العاملين بالخارج، وهو ما قد يلقي بظلاله على النمو المحلي.

شكل رقم ١  
النمو الاقتصادي لدى شركاء مصر التجاريين\*



المصدر: بلومبرغ.

\* مرجحا بحجم التبادل التجاري بين مصر وشركائها التجاريين في عام ٢٠٢٣/٢٠٢٤. معدلات النمو بدءا من الربع الأول ٢٠٢٦ تمثل توقعات.

<sup>٢</sup> قام صندوق النقد الدولي بخفض توقعاته للنمو العالمي لعام ٢٠٢٦ بمقدار ٠,٢ نقطة مئوية، وفقا لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي (أبريل ٢٠٢٦).

للطاقة، وهو ما أدى بدوره إلى زيادة أسعار السلع الغذائية على المستوى الدولي.

وفي سوق النفط، ارتفعت أسعار خام برنت خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ لتسجل متوسطا بلغ ٧٨,٤ دولارا للبرميل، مقارنة بنحو ٦٣,١ دولارا في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، و٧٥,٠ دولارا في الربع الأول من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٣ - أ). وعلى الرغم من وفرة المعروض العالمي، فإن الاضطرابات الناجمة عن إغلاق مضيق هرمز - الذي يمثل نحو ٢٥٪ من تدفقات النفط البحرية عالميا - قد حالت دون وصول كميات كبيرة إلى الأسواق. ونتيجة لذلك، تجاوزت أسعار خام برنت مستوى ١٠٠ دولار للبرميل في منتصف مارس، وهو أعلى مستوى لها منذ ما يزيد عن أربع سنوات، قبل أن تعاود التراجع مع إحراز تقدم في المفاوضات.

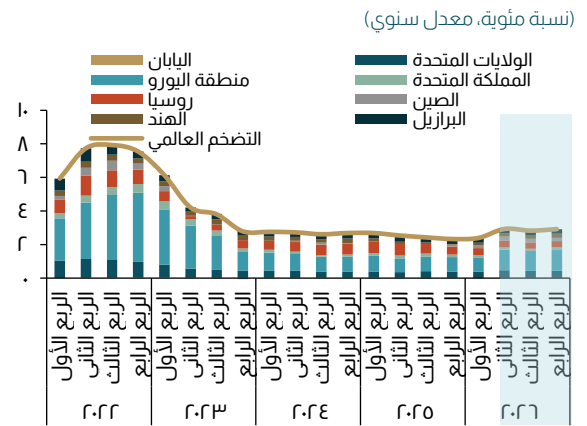
ولم تكن أسعار الغاز الطبيعي بمنأى عن هذه الاضطرابات، إذ أدى تراجع تدفقات خطوط الأنابيب ومحدودية إمدادات الغاز الطبيعي المسال إلى انكماش العرض العالمي. ونتيجة لذلك، ارتفعت أسعار الغاز الطبيعي<sup>٥</sup> في أوروبا بنسبة ٣٣,٢٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ لتسجل متوسطا بلغ ٤٠,١ يورو لكل ميغاواط/ساعة، مقارنة بنحو ٣٠,١ يورو لكل ميغاواط/ساعة في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، كما تجاوزت لفترة وجيزة مستوى ٦٠ يورو لكل ميغاواط/ساعة في منتصف مارس ٢٠٢٦ (شكل رقم ٣ - ب).

وفيما يتعلق بتوقعات الأسعار العالمية للطاقة، لا تزال آفاق أسواق الطاقة تتسم بالتقلب، حتى في أعقاب قرار تحالف أوبك+ زيادة إنتاج النفط خلال اجتماع أبريل. ومع ذلك، تظل أسعار الطاقة مرهونة بمدى استمرار الصراع ومدى القدرة على تأمين مسارات التصدير البحرية الرئيسية.

وبالنسبة لمصر، تنتقل صدمات أسعار الطاقة إلى الاقتصاد عبر عدة قنوات، من بينها الحساب الجاري، حيث تمثل السلع البترولية نسبة كبيرة من واردات

وبالتوازي مع تباطؤ النمو، ارتفع المعدل السنوي للتضخم العالمي<sup>٣</sup> بشكل طفيف ليسجل نحو ٢,٤٪ في المتوسط خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقارنة بنحو ٢,٣٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٢). ورغم أن متوسط المعدل السنوي للتضخم يشير إلى زيادة محدودة، فإنه يخفي تسارعا في نهاية الربع، مدفوعا بشكل أساسي بارتفاع أسعار الطاقة خلال مارس ٢٠٢٦. وعلى المدى المتوسط، من المتوقع أن تتفاقم الضغوط التضخمية في كل من الاقتصادات المتقدمة والناشئة، نتيجة الآثار غير المباشرة للصراع بين الولايات المتحدة وإيران، والتي تمارس ضغوطا صعودية على أسعار السلع الأساسية وتكاليف النقل. وبالنسبة لمصر، فإن هذه التطورات، إلى جانب تزايد حالة عدم اليقين المرتبطة بالسياسات التجارية واحتمالية تجدد اضطرابات سلاسل الإمداد، تُشكل مخاطر على مسار التضخم، فضلا عن تأثيرها السلبي على الميزان الخارجي.

شكل رقم ٢  
التضخم العام لدى شركاء مصر التجاريين\*



المصدر: بلومبيرغ.  
\* تم حساب سلسلة البيانات باستخدام أوزان حجم التجارة لمصر في عام ٢٠٢٣/٢٠٢٤. يُذكر أن معدلات التضخم العالمي بدءا من الربع الثاني ٢٠٢٦ تمثل توقعات.

وشهدت الأسعار العالمية للسلع الأساسية ارتفاعا ملحوظا بنهاية الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مدفوعة بإغلاق مضيق هرمز وما ترتب عليه من تعطل سلاسل الإمداد وارتفاع حاد في الأسعار العالمية

<sup>٤</sup> توقعات معدلات التضخم العالمي وفقا لبيانات بلومبيرغ ومرجحة بحجم تجارة مصر مع شركائها التجاريين الرئيسيين.

<sup>٥</sup> وفقا لأسعار المؤشر القياسي للغاز الطبيعي الهولندي (TTF)

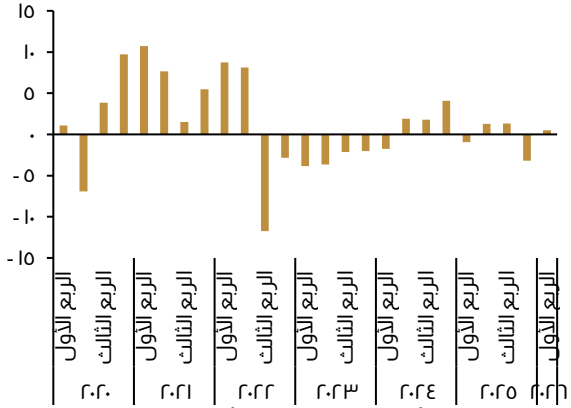
<sup>٣</sup> قام صندوق النقد الدولي برفع توقعاته للتضخم العالمي لعام ٢٠٢٦ بمقدار ٠,٦ نقطة مئوية، وفقا لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي (أبريل ٢٠٢٦).

المحلية للأسمدة، وهو ما ينعكس على أسعار السلع الغذائية المحلية.

وفيما يتعلق بالسلع الغذائية، سجل مؤشر منظمة الأغذية والزراعة لأسعار السلع الغذائية (الفاو) متوسطا بلغ ٠,٥٢٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقارنة بنحو سالب ٣,٢٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٤). وتحديدا، شهدت أسعار السلع الغذائية العالمية تطورات متباينة خلال الربع الأول من العام الحالي، إذ ارتفعت أسعار الزيوت النباتية بنسبة ٥,٣٪، والحبوب بنسبة ٣,٢٪، وأسعار اللحوم بنسبة ١,٠٪. وفي المقابل، تراجعت أسعار منتجات الألبان بنسبة ١١,٠٪، وأسعار السكر بنسبة ١,٨٪، وهو ما أدى جزئيا إلى الحد من الزيادات المشار إليها آنفا. وإجمالا، تعكس هذه التطورات ارتفاعا واسع النطاق في نهاية الربع، إذ شهدت الأسعار تسارعا في شهر مارس إثر تصاعد التوترات الجيوسياسية وتداعياتها على جانب العرض.

شكل رقم ٤  
مؤشر منظمة الأغذية والزراعة لأسعار السلع الغذائية\*

(نسبة المئوية، تغير ربع سنوي)



المصدر: منظمة الأغذية والزراعة التابعة للأمم المتحدة، البيانات حتى ١٧ أبريل ٢٠٢٦.

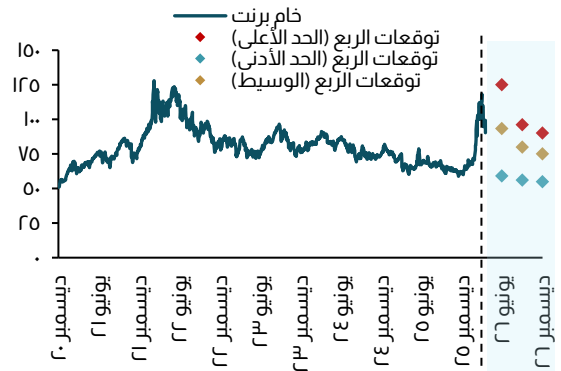
كذلك ارتفعت أسعار الأسمدة—التي تمثل قناة الانتقال الرئيسية بين صدمة الطاقة وتضخم السلع الغذائية—بنحو ١٩,٤٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٥. ويعكس هذا الارتفاع تأثير عدة عوامل مجتمعة أهمها زيادة

مصر (حوالي ٢١,٩٪ في المتوسط من إجمالي الواردات في عام ٢٠٢٥) فضلا عن التضخم المستورد، إذ يؤدي استمرار ارتفاع أسعار خام برنت إلى زيادة تكاليف الإنتاج لدى الشركاء التجاريين، بما ينعكس على أسعار الواردات. كذلك من المتوقع أن تسهم آلية التسعير التلقائي للمنتجات البترولية في تمرير هذه التطورات إلى الأسعار المحلية.

شكل رقم ٣  
تطورات أسعار الطاقة\*

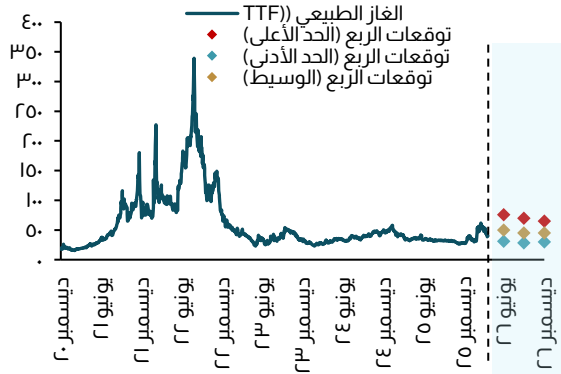
(الأسعار بـ برنت)

(بالدولار للبرميل، أسعار يومية)



(ب) الغاز الطبيعي (TTF)

(بال يورو/ميغواط ساعة، أسعار يومية)



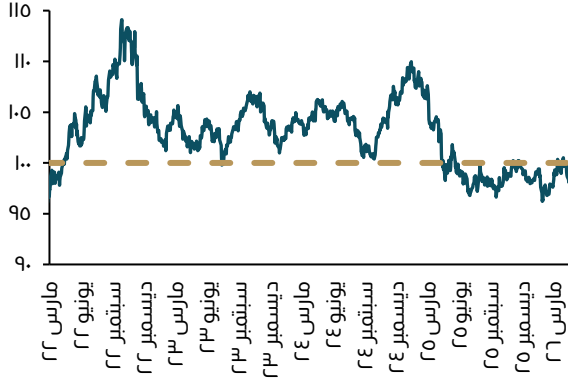
المصدر: بلومبيرغ، البيانات حتى ١٧ أبريل ٢٠٢٦.

وفي المقابل، تنتقل صدمات الغاز الطبيعي بشكل أساسي عبر تكاليف توليد الكهرباء، والتي تنعكس بدورها على تكاليف الإنتاج الصناعي بشكل أوسع. كما تؤثر أسعار الغاز بشكل مباشر على مواد البناء، لا سيما الأسمنت والحديد، نظرا لاعتماد هذه الصناعات عليه كمدخل إنتاج رئيسي. كما يُعد الغاز الطبيعي مُدخلا أساسيا في إنتاج الأسمدة، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة استدامة الدعم الموجه للأسعار

وفي ظل هذه التطورات، شهد الدولار الأمريكي بعض التقلبات بنهاية الربع الأول من عام ٢٠٢٦، إذ ارتفع مؤشر الدولار الأمريكي (DXY) بنحو ٠,٦٪ مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٦). ويُعزى هذا الارتفاع المحدود إلى زيادة الطلب على أصول الملاذ الآمن، إلى جانب قرار الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الإبقاء على سعر العائد الأساسي دون تغيير، مما دفع إلى إعادة توزيع المحافظ الاستثمارية بعيداً عن أصول الأسواق الناشئة الأكثر عُرضة للمخاطر ونحو الأدوات المقومة بالدولار ذات المخاطر المنخفضة نسبياً.

شكل رقم ٦  
مؤشر الدولار الأمريكي (DXY) \*

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



المصدر: بلومبرغ.  
\* البيانات حتى ١٧ أبريل ٢٠٢٦.

وقد أسهم الارتفاع النسبي في قيمة الدولار الأمريكي، إلى جانب استمرار تشديد السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية، في زيادة الضغوط على أوضاع التمويل الخارجي مع نهاية الربع الأول من عام ٢٠٢٦.

ويفيد مؤشر الأوضاع المالية بتقييد الأوضاع المالية العالمية خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقارنة بالعام السابق (شكل رقم ٧). وقد أدى هذا التقييد النسبي إلى تضيق نطاق التمويل الخارجي المتاح للاقتصادات النامية، مما ألقى بظلاله على تدفقات رؤوس الأموال ورفع تكاليف الاقتراض الخارجي.

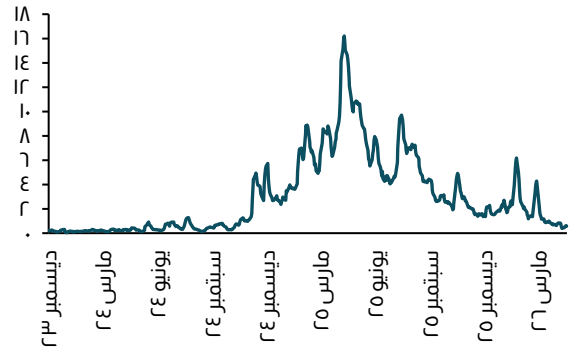
تكاليف مدخلات الغاز<sup>١</sup>، واضطراب مسارات النقل عبر مضيق هرمز، وخروج الإمدادات الإيرانية للأسمدة من السوق.

ورغم أن الأسعار العالمية للسلع الغذائية لا تزال دون المستويات القياسية المسجلة خلال صدمة روسيا-أوكرانيا في عام ٢٠٢٢، فإن آلية انتقال الصدمة الحالية تستغرق فترة زمنية أطول، إذ تنتقل ارتفاعات تكاليف الطاقة إلى أسعار الأسمدة، والتي بدورها ترفع تكاليف المدخلات الزراعية قبل أن تنعكس في النهاية على أسعار السلع الغذائية للمستهلكين.

وفيما يتعلق بالأوضاع المالية والسياسات الاقتصادية العالمية، شهد مؤشر عدم اليقين إزاء السياسات التجارية العالمية ارتفاعاً ملحوظاً خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، وإن ظل دون المستويات المرتفعة التي سُجلت في منتصف عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٥).

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 ١٧ أبريل ٢٠٢٦.

وبالنظر إلى المستقبل، من المتوقع أن تؤدي الاختلالات في السياسات التجارية العالمية إلى إضعاف ثقة المستثمرين، مما قد يسفر عن آثار سلبية على تدفقات الاستثمار الوافدة إلى الاقتصادات الناشئة.

<sup>١</sup> الغاز الطبيعي هو المدخل الرئيسي في إنتاج الأمونيا واليوريا، سواء كمادة خام أو كمصدر للطاقة، مما يجعل تكاليف الإنتاج شديدة الحساسية لأسعار الغاز.

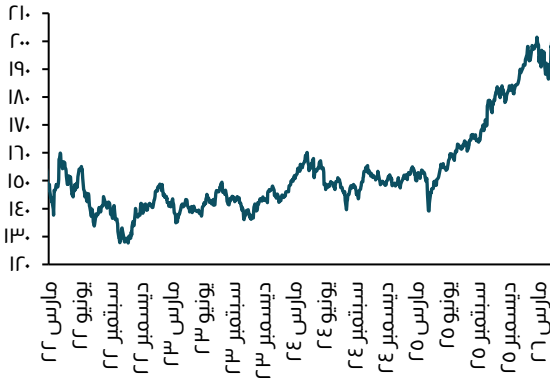
ويُعد هذا الاتجاه قرار مؤسسة ستاندرد آند بورز الإبقاء على التصنيف الائتماني السيادي لمصر عند مستوى "B" مع نظرة مستقبلية مستقرة" في ١٠ أبريل ٢٠٢٦، رغم استمرار الصراع، مشيرة إلى استمرار زخم الإصلاحات، وصلابة الأداء الاقتصادي الكلي نسبيا، والالتزام الراسخ بسياسات الإصلاح الاقتصادي في ظل ارتفاع حالة عدم اليقين العالمية. وتسهم هذه التطورات مجتمعة في خفض علاوات المخاطر على السندات الدولية والإصدارات الجديدة، وتحسين فرص النفاذ إلى الأسواق، وتقليل تكاليف الاقتراض الخارجي.

وفي ضوء التطورات السابقة، شهدت تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة تراجعا حادا، وإن كان مؤقتا، خلال شهر مارس، مدفوعا بارتفاع درجة العزوف عن المخاطر عالميا في ظل الصراع الدائر بين الولايات المتحدة وإيران. ومع ذلك، شهدت التدفقات تعافيا جزئيا في أبريل مع التحسن النسبي في توقعات الأسواق. ونتيجة لذلك، ورغم التراجع المسجل في مارس، ارتفع مؤشر تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة بنسبة ٨,٢٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقارنة بنحو ٨,٥٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٩).

شكل رقم ٩

### مؤشر تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة\*

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



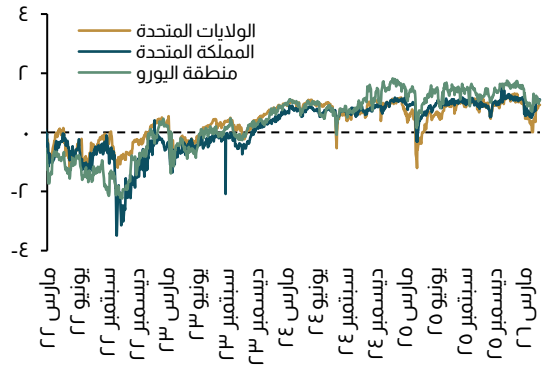
المصدر: بلومبرغ.

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 (غولدمان ساكس)، ومؤشر أسهم الأسواق الناشئة (MSCI)، ومؤشر فروق عوائد السندات (EMBI)، ومؤشر تداولات العائد على عملات الأسواق الناشئة. \* البيانات حتى ١٧ أبريل ٢٠٢٦.

وإزاء هذه التطورات، قامت البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة بتعليق دورات التيسير النقدي خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مفضلة الإبقاء على أسعار العائد دون تغيير في ظل ارتفاع حالة عدم

شكل رقم ٧  
مؤشر الأوضاع المالية\*

(الدرجة المعيارية (Z-score))



المصدر: بلومبرغ. \* القيم الموجبة تشير إلى أوضاع مالية أكثر تيسرا والعكس صحيح. البيانات حتى ١٧ أبريل ٢٠٢٦.

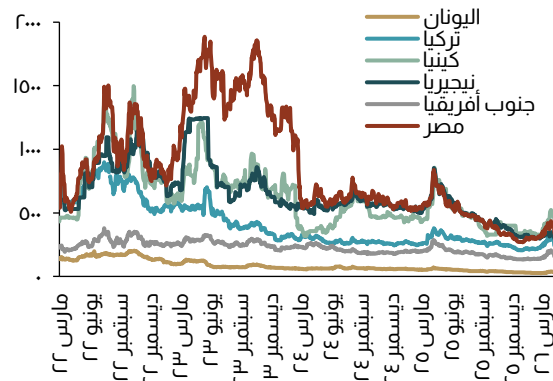
واتساقا مع التطورات في مناخ الاستثمار العالمي، شهدت فروق مبادلات مخاطر الائتمان (CDS) في الأسواق الناشئة تقلبات خلال نهاية الربع الأول من عام ٢٠٢٦، وإن ظلت دون مستويات الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، ودون المستويات المسجلة في الربع الأول من عام ٢٠٢٥، بما يعكس قدرا من الصمود إزاء الصدمات الخارجية.

وتماشيا مع ديناميكيات الأسواق الناشئة بوجه عام، اتسعت فروق مبادلات مخاطر الائتمان السيادي لمصر لأجل خمس سنوات في أوائل مارس في ظل تزايد العزوف عن المخاطر إقليميا، قبل أن تتحسن خلال الجزء الأخير من الربع الأول من عام ٢٠٢٦، لتسجل بنهاية الربع الأول مستويات تقل عن الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٨). ويشير ذلك إلى تحسن تقييم المخاطر السيادية واستمرار ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري.

شكل رقم ٨

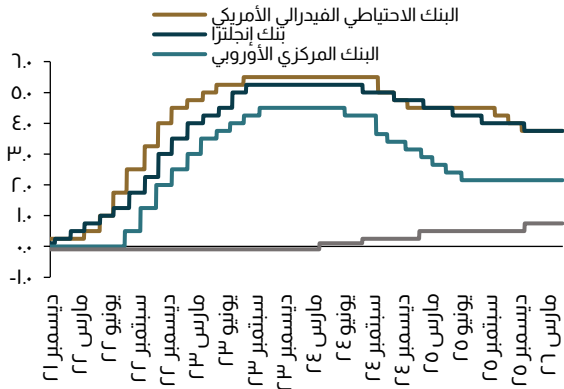
### فروق مبادلات مخاطر الائتمان (أجل خمس سنوات) في مصر ونظرائها\*

(مستوى المؤشر)

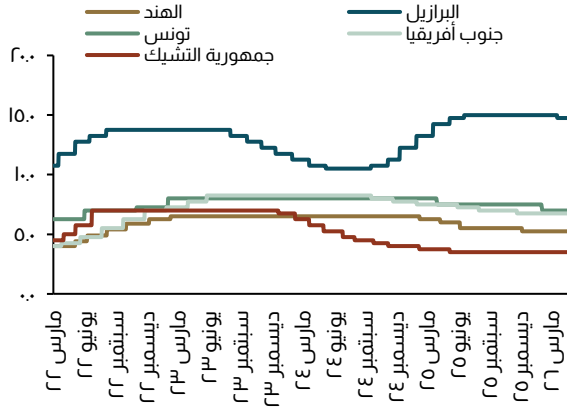


المصدر: بلومبرغ. \* البيانات حتى ١٧ أبريل ٢٠٢٦.

شكل رقم ١٠  
أسعار العائد في البنوك المركزية الرئيسية\*  
(نسبة مئوية)  
(أ): الاقتصادات المتقدمة



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



المصدر: بلومبيرغ.  
\*البيانات حتى ١٧ أبريل ٢٠٢٦.

وفي هذا السياق، أسهم تحسن المؤشرات الاقتصادية الكلية في مصر، وزيادة مصداقية السياسات الاقتصادية، واستمرار ثقة الأسواق، في توفير هامش حماية ضد الصدمات الخارجية، وهو ما يتجلى في مرونة فروق مبادلات مخاطر الائتمان السيادي (CDS) وقرار مؤسسة ستاندرد آند بورز الإبقاء على التصنيف الائتماني السيادي لمصر، مما يعكس تحسناً في وضع الاقتصاد المصري وتعزيز قدرته على امتصاص الصدمات الخارجية مقارنةً بالفترات السابقة (انظر إلى إطار رقم ١). ومع ذلك، لا تزال الآفاق المستقبلية مرهونة بمسار التوترات الإقليمية وانعكاساتها على أسواق الطاقة والتجارة وحركة رؤوس الأموال.

اليقين وتساعد مخاطر التضخم (شكل رقم ١٠ أ-) ورغم أن التوقعات بإجراء مزيد من التيسير النقدي لا تزال قائمة، فإن وتيرته يُرجح أن تكون أكثر حذراً وتدرجياً في ضوء استمرار التوترات الجيوسياسية وضبابية المشهد في أسواق الطاقة.

وظلت استجابات السياسات النقدية في الأسواق الناشئة بوجه عام تتسم بالحذر (شكل رقم ١٠ ب-). إذ أبقى معظم البنوك المركزية في الأسواق الناشئة على أسعار العائد دون تغيير.

ومع ذلك، أظهر بعض الاقتصادات الناشئة تبايناً في التوجهات النقدية؛ إذ قام البنك المركزي الكولومبي برفع سعر العائد بمقدار ١٠٠ نقطة أساس جراء الضغوط التضخمية المتواصلة، بينما قرر البنك المركزي البرازيلي وبنك المكسيك إجراء خفض طفيف في أسعار العائد، بما يتماشى مع توقعاتهما للتضخم، ودعمًا للنشاط الاقتصادي.

وفي ظل هذه التطورات، واصل البنك المركزي المصري اتباع نهج حذر. فبعد خفضين متتاليين بواقع ١٠٠ نقطة أساس لكل منهما في ديسمبر ٢٠٢٥ وفبراير ٢٠٢٦، مما أدى إلى وصول سعر العائد الأساسي لدى البنك المركزي المصري إلى ١٩,٥٪، قررت لجنة السياسة النقدية الإبقاء على أسعار العائد دون تغيير في اجتماعها المنعقد في أبريل ٢٠٢٦. ويعكس هذا القرار ضرورة الحفاظ على سياسة نقدية تقييدية في ظل ارتفاع حالة عدم اليقين، مع المتابعة الدقيقة للتطورات الإقليمية والعالمية المتلاحقة.

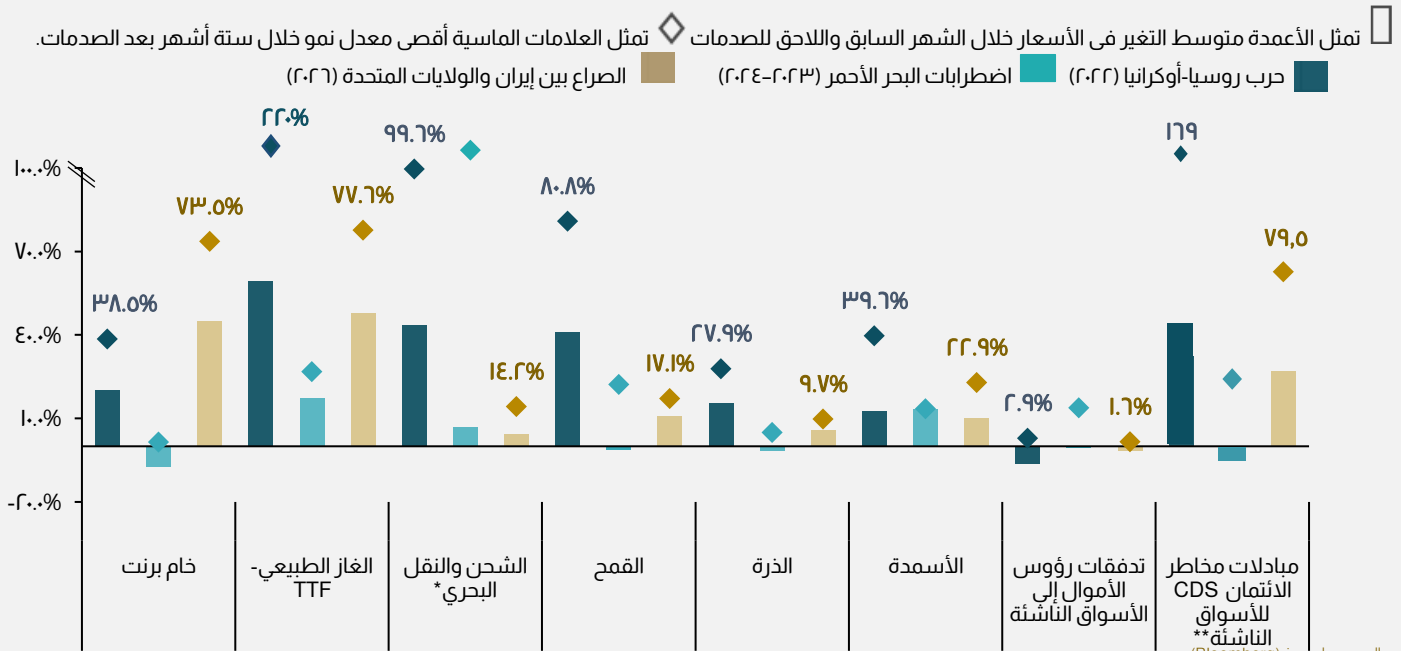
## إطار رقما - الصراع بين إيران والولايات المتحدة: تحليل مقارنة لصدمة العرض الحالية مع الصدمات السابقة

يمثل الصراع الدائر بين إيران والولايات المتحدة الصدمة الثالثة من صدمات العرض الكبرى التي تعرض لها الاقتصاد العالمي في غضون أربع سنوات، بجانب الحرب الروسية-الأوكرانية، واضطرابات البحر الأحمر. ورغم اختلاف الأسباب التي أدت إلى هذه الصدمات، فإن آثارها جميعا انتقلت عبر قنوات مختلفة، أهمها أسعار الطاقة وتكاليف الشحن وأسواق السلع الغذائية والتدفقات المالية. يهدف هذا الإطار إلى إجراء تحليل مقارنة بين الصدمة الحالية والصدمات السابقتين من حيث الحجم وقنوات انتقال آثارها، مع تقييم موجز لمدى قدرة الاقتصاد المصري على استيعاب الصدمات في ضوء مؤشرات القطاع الخارجي والقطاع الخاص.

### أ- تحليل مقارنة للصدمات

انتقلت آثار كل صدمة من تلك الصدمات من خلال مزيج مختلف من القنوات الاقتصادية (الشكل أ). ففي حين أن صدمة الحرب الروسية-الأوكرانية كانت مدفوعة أساسا بالاضطرابات المؤثرة على أسواق الغاز الطبيعي والسلع الغذائية، فإن الصدمة الحالية نتجت عن إغلاق مضيق هرمز، والذي يمر عبره نحو ربع التجارة العالمية في النفط. وعليه، فإن أسعار النفط كانت أقوى قنوات الانتقال لآثار الصدمة. وفي الوقت نفسه، بدأت الضغوط على أسعار السلع الغذائية تتزايد بصورة غير مباشرة من خلال ارتفاع أسعار الأسمدة، نظرا لاعتماد إنتاجها بشكل كبير على الغاز الطبيعي. وعلى غرار صدمة عرض اضطرابات البحر الأحمر، تُعد الصدمة الحالية أيضا مرتبطة باختناقات الممرات البحرية، ما يشكّل ضغوطا على تكاليف الشحن والنقل البحري، الأمر الذي قد يعرقل التعافي المتوقع في إيرادات قناة السويس.

### الشكل أ- مقارنة بين الصدمات من حيث حجم التغير في الأسعار العالمية للسلع ومؤشرات الأسواق المالية



المصدر: بلومبرغ (Bloomberg).  
ملاحظة: بالنسبة لصدمة الصراع بين إيران-الولايات المتحدة، تعكس القيم القصوى تطورات الأسعار حتى أبريل ٢٠٢٦.  
\* تقاس الشحن والنقل البحري باستخدام مؤشر التطبيق للشحن الجاف (Baltic Dry Index - BDI)، وهو مؤشر يقيس تكاليف شحن السلع الأساسية عالميا عبر أهم المسارات البحرية.  
\*\* التغير محتسب بنقاط الأساس: فروق عقود مبادلات مخاطر الائتمان (CDS) لأجل ٥ سنوات للأسواق الناشئة، استنادا إلى مؤشر Markit CDX للأسواق الناشئة، والذي يتكون من ٣٠ جهة سيادة عبر أمريكا اللاتينية، وأوروبا الشرقية، والشرق الأوسط وأفريقيا، وآسيا.

وكما هو موضح في الشكل (أ)، شهدت صدمة أسعار النفط الحالية تطورات أسرع من أي من الصدمات الأخرى سالفة الذكر، إذ ارتفع خام برنت بنسبة ٤٥ بالمائة في المتوسط خلال شهر واحد، متجاوزا الذروة البالغة ٣٨,٥ بالمائة المسجلة خلال الحرب الروسية-الأوكرانية على مدار ستة أشهر، ما يعني أن ما استغرق عدة أشهر في الأزمة السابقة تحقق خلال أسابيع قليلة في ظل الصدمة الحالية. وخلافا للحرب الروسية-الأوكرانية التي عرقلت الصادرات من خلال العقوبات والقيود اللوجستية، فإن الصدمة الحالية تجمع ما بين الاضطرابات المباشرة في إمدادات دول مجلس التعاون الخليجي والإغلاق الكامل لمضيق هرمز. ومع ذلك، تظل الصدمة الحالية في النفط أكثر قابلية للانحسار، إذ إن أي تهديّة لحدّة الصراع قد تؤدي إلى خفض جزء من علاوة المخاطر المضمنة حاليا في الأسعار.

أما ضغوط الغاز الطبيعي، فعلى الرغم من أنها أقل حدة مقارنة بفترة الحرب الروسية-الأوكرانية، فإنها تأتي في ظل أوضاع أكثر تقييدا في الأسواق، إذ تبلغ مستويات الذروة المسجلة حاليا في أسعار الغاز نحو ثلث المستويات المسجلة في عام ٢٠٢٢. ومع ذلك، فإن الأزمة الحالية اندلعت في ظل انخفاض إمدادات الغاز الروسي عبر الأنابيب، ومحدودية الطاقة الفائضة، ومستويات تخزين أقل

من الأنماط الموسمية المعتادة. وخلافا لاضطرابات إمدادات النفط، تميل قيود إمدادات الغاز إلى الانحسار بوتيرة أبطأ، مما قد يشير إلى احتمال استمرار الضغوط السعرية لفترة أطول حتى في حال تراجع حدة التوترات الجيوسياسية.

**وتفاوتت ديناميكيات أسعار السلع الغذائية بين الصدمات المختلفة، إذ إن القراءة الحالية المعتدلة نسبيا في تخطم السلع الغذائية لا تعني بالضرورة احتواء الآثار المستقبلية.** ففي حين شكلت الحرب الروسية-الأوكرانية صدمة عرض مباشرة لإمدادات السلع الغذائية، فإن الضغوط في التوترات الحالية تنتقل بصورة غير مباشرة عبر أسعار الأسمدة، والتي سجلت ارتفاعا بلغت ذروته ٢٢,٩ بالمائة في الأول من أبريل، مع توقع أن تنتقل تلك الزيادة في أسعار الأسمدة إلى أسعار السلع الغذائية بمرور الوقت. وعلى الرغم من أن أسعار الأسمدة الحالية لا تزال عند نحو نصف مستوى الذروة المسجل خلال الحرب الروسية-الأوكرانية، فإن ذلك لا ينفي وجود مجال لمزيد من الضغوط إذا ما استمرت الاضطرابات الحالية.

**ويلاحظ نمط مماثل في الأوضاع المالية، إذ تواجه مؤشرات الأسواق ضغوطا بالتزامن مع ارتفاع أسعار السلع الأساسية.** فقد تراجعت تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة واتسعت فروق عقود مبادلات مخاطر الائتمان (CDS) خلال الحرب الروسية-الأوكرانية، بما يعكس ارتفاع درجة العزوف عن المخاطر وزيادة علاوات المخاطر السيادية. وتُظهر الصدمة الحالية نمطا مماثلا، وإن كانت ردود الفعل الأولية ومستويات التدفقات الخارجة لا تزال محدودة نسبيا، مما قد يعكس التصورات في الأسواق بأن ارتفاع أسعار النفط الحالي قابل الانحسار جزئيا، وأن علاوة المخاطر المتعلقة بأسعار النفط (Risk Premium) ليست دائمة.

**وفي هذا السياق، تظل صدمة الحرب الروسية-الأوكرانية أقرب سابقة تاريخية للصدمة الحالية، نظرا لأن كليهما تمثلان صدمات عرض مدفوعة بالطاقة، مع امتداد آثارهما بشكل واسع إلى التخطم العالمي والأوضاع المالية.**

## ب- الوضع الاقتصادي الكلي لمصر قبل صدمة الصراع الإيراني-الأمريكي

**اندلعت الصدمة الحالية في وقت يتسم فيه القطاع الخارجي بأنه في وضع أقوى بكثير مقارنة بالفترة السابقة على الحرب الروسية-الأوكرانية،** إذ ارتفعت تحويلات العاملين بالخارج من ٦,٨ بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠٢١ إلى ١٠,٢ بالمائة في عام ٢٠٢٥، كما زادت الصادرات من ٧,٩ بالمائة إلى ١٠,٥ بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة نفسها. كذلك، تراجع عجز الحساب الجاري من ٤,٠ بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠٢١ إلى ٣,٤ بالمائة في عام ٢٠٢٥. وعلى صعيد الحساب المالي، ارتفع الاستثمار الأجنبي المباشر من ١,١ بالمائة إلى ٣,٨ بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة نفسها. وتشير هذه التطورات مجتمعة إلى تحسن الوضع الخارجي، مدفوعا بتدفقات مالية أكثر استدامة وارتفاع إيرادات الحساب الجاري.

**كما زادت الاحتياطات الوقائية بشكل ملحوظ،** إذ ارتفعت نسبة احتياطات النقد الأجنبي<sup>٨</sup> إلى السيولة المحلية من ١٤,٥ بالمائة في عام ٢٠٢١ إلى ٢١,٤ بالمائة في عام ٢٠٢٥، بما يعكس تحسنا كبيرا في تغطية السيولة المحلية وتقليص الضغوط على سعر الصرف. كذلك، تحسن صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية من سالب ١٠ مليارات دولار في ديسمبر ٢٠٢١ إلى موجب ١٢,٢ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٥، بزيادة تقارب ٢٢ مليار دولار، ما يشير إلى قدرة أكبر على استيعاب آثار الاضطرابات الخارجية.

**وشهدت أوضاع القطاع الخاص تحسنا ملحوظا،** إذ ارتفعت مساهمة القطاع الخاص في إجمالي الاستثمارات من ٤٢,٥ بالمائة إلى ٥٧,٣ بالمائة بين عامي ٢٠٢١ و٢٠٢٥. كما تحسن مناخ الأعمال، إذ ارتفع مؤشر بارومتر الأعمال<sup>٩</sup> من ٤٨,٣ إلى ٥٦,٨ خلال الفترة نفسها، متجاوزا متوسطه التاريخي البالغ ٥٠,٥. وبالمثل، ارتفع متوسط مؤشر مديري المشتريات من ٤٨,٩ في عام ٢٠٢١ إلى ٤٩,٦ في عام ٢٠٢٥، متجاوزا مستوى ٥٠ نقطة (الحد الفاصل بين الانكماش والتوسع) خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ للمرة الأولى منذ أكثر من ست سنوات.

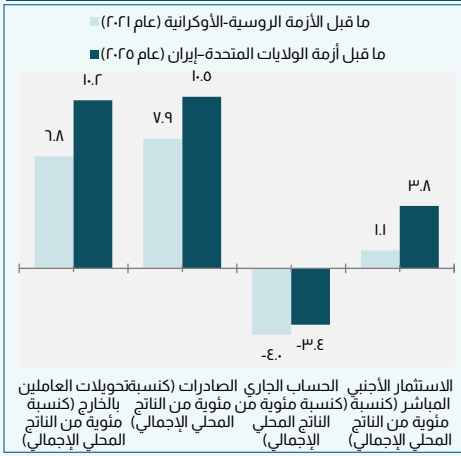
**وبوجه عام، تبدو مصر في وضع أفضل لاستيعاب تداعيات الصدمة الحالية الناجمة عن الصراع بين إيران والولايات المتحدة مقارنة بالفترة السابقة على الحرب الروسية-الأوكرانية.** فقد أسهمت عدة عوامل في تعزيز قدرة الاقتصاد على استيعاب الصدمات، ومنها قوة التدفقات الخارجية، وتحسن كفاية الاحتياطات، والتحسّن الكبير في صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي، وتحسن أوضاع القطاع الخاص. وفي الوقت نفسه، من شأن زيادة موارد النقد الأجنبي وارتفاع الاحتياطات الدولية الحد من مخاطر تخارج رؤوس الأموال والضغوط على سعر الصرف. ورغم عدم انحسار تأثيرات الصدمة الحالية على الاقتصاد المصري، فإن الاقتصاد يواجه الصدمة الحالية مدعوما بوضع خارجي أكثر صلابة ومرونة مقارنة بعام ٢٠٢١.

<sup>٧</sup> تُعرّف القيم قبل الصدمة على أساس بيانات عام ٢٠٢١ لصدمة روسيا-أوكرانيا، وبيانات عام ٢٠٢٥ لتوترات إيران-الولايات المتحدة، ويتم تطبيقها بشكل متنسق عبر هذا الإطار.

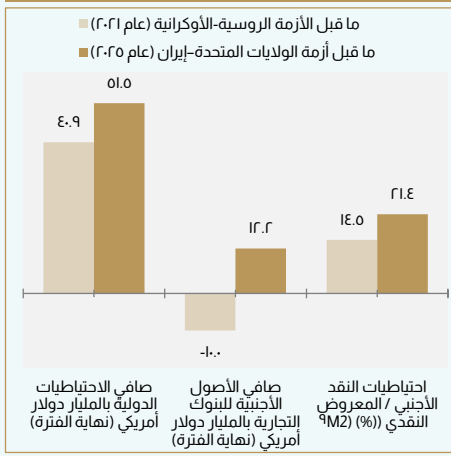
<sup>٨</sup> تشمل صافي الاحتياطات الدولية والودائع غير المدرجة ضمن أصول الاحتياطي الرسمية.  
<sup>٩</sup> بارومتر الأعمال مؤشر ربع سنوي لأداء الشركات وتوقعاتها صادر عن المركز المصري للدراسات الاقتصادية (ECES)، ويستند إلى استطلاعات رأي لشركات القطاع الخاص في القطاعات الاقتصادية الرئيسية. تشير الفراءات الأعلى من ٥٠ إلى تحسن أوضاع الشركات، بينما تشير الفراءات الأقل من ٥٠ إلى تدهور الأوضاع.

## الشكل ب- مؤشرات اقتصادية كلية مختارة: قبل الحرب الروسية-الأوكرانية مقارنة بما قبل الصراع الإيراني-الأمريكي

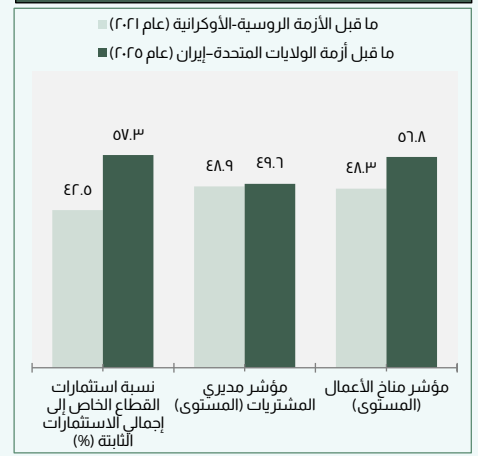
### القطاع الخارجي



### القطاع النقدي



### أوضاع القطاع الخاص



## ٢-١ التطورات المحلية

### ١-٢-١ تطورات معدلات التضخم

أهم التطورات:

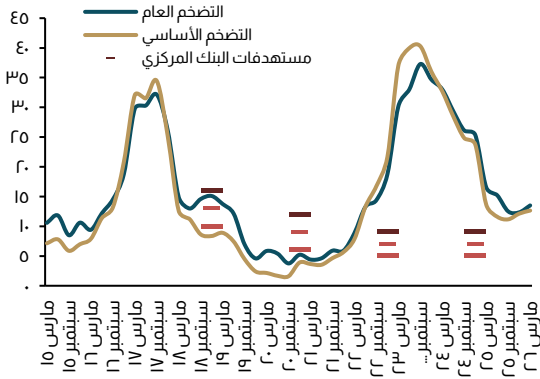
- تسارع المعدل السنوي للتضخم العام إلى ١٣,٥٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ١٢,٣٪ في الربع السابق. وجاء ذلك انعكاسا لاستمرار الضغوط التضخمية الناتجة عن الصدمات العالمية، إلى جانب العوامل الموسمية المحلية.
- ارتفع المعدل السنوي للتضخم الأساسي بشكل طفيف إلى ١٢,٦٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ١٢,١٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، ليعكس انتقال أثر الصدمات إلى السلع والخدمات الأساسية.
- اتسم الربع الأول من عام ٢٠٢٦ بتسارع وتيرة التضخم، مدفوعا بزيادة تضخم السلع الغذائية واستمرار تضخم السلع غير الغذائية.

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

ارتفع المعدل السنوي للتضخم العام خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ إلى ١٣,٥٪ مقابل ١٢,٣٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥. وجاء هذا الارتفاع نتيجة الزيادة في أسعار السلع الغذائية إثر الصدمات التي شملت الخضروات والفواكه الطازجة والسلع الغذائية الأساسية. فقد تسارع تضخم الخضروات الطازجة واللحوم، وهو الارتفاع الموسمي المعتاد خلال شهر رمضان. وفي المقابل، تراجع أسعار الفواكه الطازجة للمرة الأولى منذ سنوات، بعد أن سجلت زيادات متتالية بمعدل ٤٠٪ في المتوسط منذ أوائل عام ٢٠٢٣. ومع ذلك، لم يكن تباطؤ أسعار الفواكه الطازجة كافيا لمعادلة الارتفاع في أسعار الخضروات الطازجة. وعلى جانب آخر، سجل تضخم السلع غير الغذائية ١٩,٨٪، مواصلا استقراره حول مستوى ٢٠٪ منذ أوائل عام ٢٠٢٥، نظرا لطبيعته غير المرنة.

وعلى غرار التضخم العام، ارتفع المعدل السنوي للتضخم الأساسي إلى ١٢,٦٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ١٢,١٪ في الربع السابق. وجاء هذا الارتفاع مدفوعا بشكل رئيسي بزيادة تضخم السلع الغذائية والخدمات، والذي فاق التراجع في تضخم السلع الاستهلاكية، مما أدى إلى تسارع طفيف في التضخم الأساسي بشكل عام (شكل رقم ١١).

شكل رقم ١١  
معدل التضخم العام والأساسي\*  
(نسبة مئوية، تغير سنوي)



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

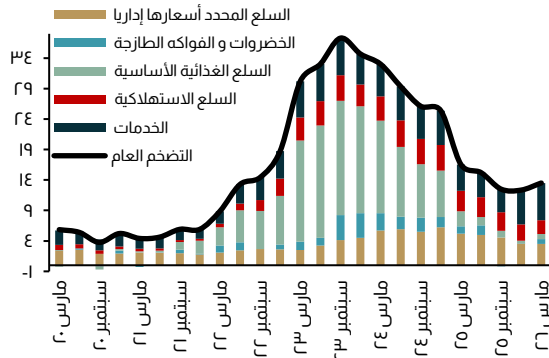
أظهرت التطورات الشهرية للتضخم العام خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ زيادة واسعة النطاق في الأسعار. وكانت السلع الغذائية هي المحرك الرئيسي خلال هذا الربع، مدفوعة بالارتفاع في أسعار الدواجن، إلى جانب ارتفاع أسعار الخضروات. ويأتي ذلك في ظل تأثر شهري يناير وفبراير بالزيادة الموسمية المعتادة في أسعار السلع الغذائية المرتبطة بشهر رمضان.

أما بالنسبة للسلع غير الغذائية، فقد شهد تضخم الخدمات أيضا ارتفاعا يُعزى بالأساس إلى: (١) زيادة الإيجارات السكنية، بما يعكس تداعيات التعديلات التي أُجريت على قانون الإيجار القديم، (٢) وارتفاع تعريفه النقل عقب تحريك أسعار الوقود محليا في مارس، بالإضافة إلى (٣) الزيادة السنوية في المصروفات الدراسية والتي تُطبق عادة في شهر فبراير من كل عام (شكل رقم ١٢).

الدراسية للتعليم الحكومي، إلى جانب إعادة تسعير منتجات التبغ في فبراير ٢٠٢٦ (شكل رقم ١٢).

وعلى أساس سنوي، يظل الأثر المجمع لكل من السلع المحددة أسعارها إداريا والخدمات هو المحرك الرئيسي للتضخم العام، إذ بلغت مساهمتهما معا ٩,٦ نقطة مئوية في إجمالي معدل التضخم العام البالغ ١٣,٥٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦. ويُعزى ذلك إلى: (١) استقرار تضخم الخدمات لأكثر من عام؛ (٢) ومعاودة تضخم السلع المحددة أسعارها إداريا تسارعه نتيجة التعديلات المذكورة أعلاه؛ (٣) وتراجع مساهمة تضخم السلع الغذائية في معدل التضخم العام منذ مطلع عام ٢٠٢٥، مما يجعل تضخم السلع غير الغذائية المحرك الرئيسي للتضخم العام (شكل رقم ١٣).

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



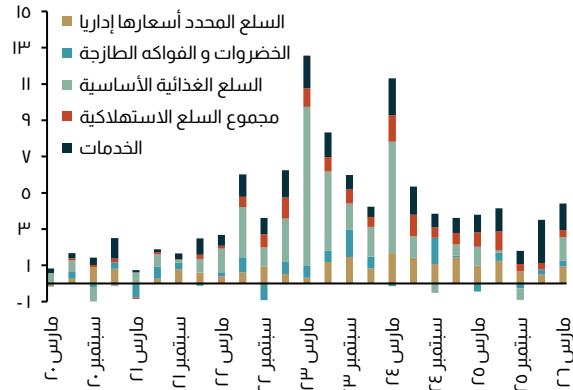
المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، والبنك المركزي المصري.

هذا وقد عاود تضخم السلع الغذائية الارتفاع ليبلغ ٤,١٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦—متأثرا بالعوامل الموسمية المذكورة آنفا—بعد أن شهد تباطؤا لأكثر من عام مسجلا ١,٢٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥. في حين تراجع تضخم السلع غير الغذائية بشكل طفيف إلى ١٩,٨٪ مقابل ٢٠٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مدفوعا بتراجع معدل تضخم السلع الاستهلاكية (شكل رقم ١٤).

وسجلت معظم السلع الغذائية ارتفاعات في أسعارها خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مما تسبب في ارتفاع معدل التضخم العام عقب فترة من استقراره نسبيا وتراجع بعض الأسعار خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥. وعلى أساس ربع سنوي، ارتفعت أسعار السلع الغذائية بنسبة ٤,٤٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ٠,٦٪ في الربع الرابع من ٢٠٢٥. ويرجع هذا الارتفاع بشكل أساسي إلى الزيادة الموسمية في أسعار السلع الأكثر ارتباطا بشهر رمضان وعيد الفطر، مثل الدواجن. بالإضافة إلى ذلك، ارتفعت أسعار الخضروات الطازجة بشكل حاد متجاوزة نمطها الموسمي المعتاد انعكاسا لتأثير كل من زيادة الطلب ونقص العرض بسبب الظروف المناخية غير المواتية.

شكل رقم ١٢  
تحليل التضخم العام على أساس ربع سنوي

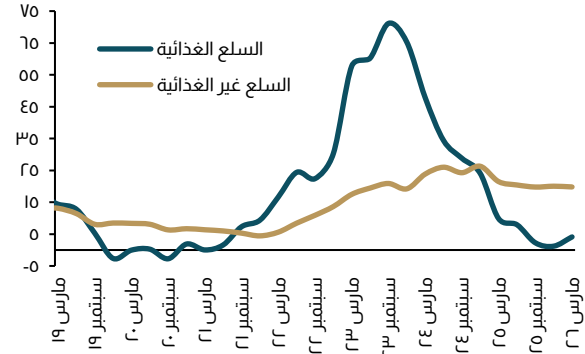
(نقطة مئوية، تغير ربع سنوي، متوسط الربع)



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

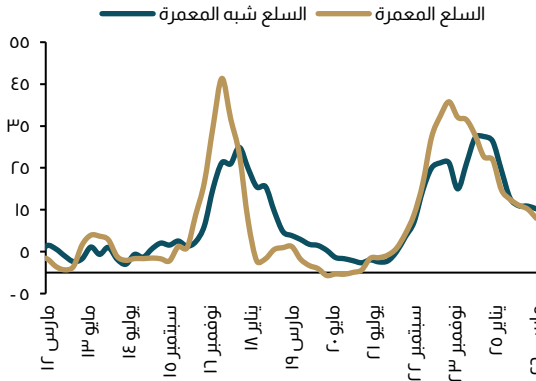
وفي الوقت ذاته، تباطأ تضخم السلع غير الغذائية إلى ٤,٤٪ (على أساس ربع سنوي) خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ٥,٢٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، وذلك رغم التعديلات في أسعار السلع والخدمات المحددة إداريا خلال الفترة من يناير وحتى مارس ٢٠٢٦. فقد ارتفعت أسعار الوقود بنسبة ١٤,٧٪ في مارس ٢٠٢٦ (على أساس شهري)، إذ تم تحريك أسعار البنزين والسولار والغاز الطبيعي للسيارات، وهو ما انتقل أثره إلى تكاليف النقل وغيرها من الخدمات والسلع الغذائية. كما نشأت ضغوط إضافية من جراء تحريك أسعار الطاقة المنزلية، إذ ارتفعت أسعار إمدادات الغاز الطبيعي بنسبة ٢٨,٧٪ وأسطوانات الغاز بنسبة ١٨,٢٪. كما تأثر تضخم السلع والخدمات المحددة أسعارها إداريا بالزيادة الموسمية في المصروفات

شكل رقم ١٤

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

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

شكل رقم ١٥

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

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

ويستخدم البنك المركزي المصري مؤشر الانتشار (diffusion index) لرصد مدى انتشار معدلات الزيادة في أسعار السلع والخدمات المكونة لسلة المستهلك. وتشير النتائج إلى ارتفاع هذا المؤشر إلى ١٨,٣٪ في المتوسط خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ١٤,٩٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، متجاوزا متوسطه التاريخي البالغ ١٥,٨٪. ويشير هذا الارتفاع إلى اتساع نطاق الضغوط التضخمية، إذ سجلت نسبة أكبر من مكونات سلة الرقم القياسي للأسعار المستهلكين معدلات تضخم شهرية تتجاوز ٢٪. وجاء هذا الارتفاع مدفوعا بشكل أساسي بزيادة تضخم كل من الخضروات والفاكهة الطازجة، والخدمات المرتبطة بالتعليم، ومنتجات الوقود (شكل رقم ١٦).

وشهد المعدل السنوي لتضخم السلع المعمرة<sup>١</sup> تباطؤا إلى ١٣,٠٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ١٥,٢٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، وذلك انعكاسا لتحسن توقعات السوق واستقرار سعر الصرف خلال يناير وفبراير. غير أنه في ظل التحولات المتلاحقة في المشهد العالمي خلال مارس ٢٠٢٦، تسارعت ضغوط تضخمية أخرى لتحديد من ذلك التباطؤ خلال الربع ككل. فعلى وجه الخصوص، أدى تصاعد التوترات الجيوسياسية وما تبعه من تقلبات في سعر الصرف خلال مارس ٢٠٢٦ إلى ارتفاع أسعار بعض السلع المعمرة، لا سيما السيارات. هذا وقد واصل المعدل السنوي لتضخم السلع شبه المعمرة<sup>٢</sup> مساره النزولي، متراجعا إلى ١٥,٢٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقابل ١٥,٩٪ في الربع السابق، بما يتماشى مع تباطؤ تضخم السلع غير الغذائية خلال الفترة ذاتها (شكل رقم ١٥).

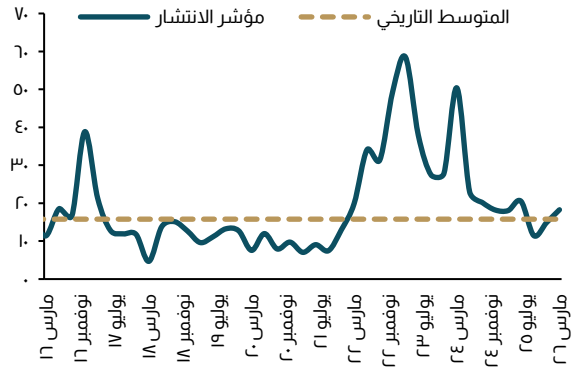
<sup>١</sup> السلع شبه المعمرة هي منتجات استهلاكية لا تتسم بسرعة التلف، ويتجاوز عمرها الافتراضي قصير نسبيا، وغالبا ما تكون قابلة للاستبدال أو التحديث المتكرر مثل الملابس والأحذية والأدوات المنزلية. وتمثل هذه الفئة نحو ٥,٥٪ من سلة الرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين في الحضر.

<sup>٢</sup> السلع المعمرة هي منتجات استهلاكية لا تتسم بسرعة التلف، ويتجاوز عمرها الافتراضي ثلاث سنوات، وتشمل على سبيل المثال السيارات ومعدات الاتصالات والأجهزة المنزلية والآلات. وتمثل هذه الفئة نحو ١,٥٪ من سلة الرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين في الحضر.

شكل رقم ١٦

### مؤشر الانتشار

(عدد السلع التي تجاوز معدل تضخمها الشهري ٢٪، نسبة إلى إجمالي سلة أسعار المستهلكين)

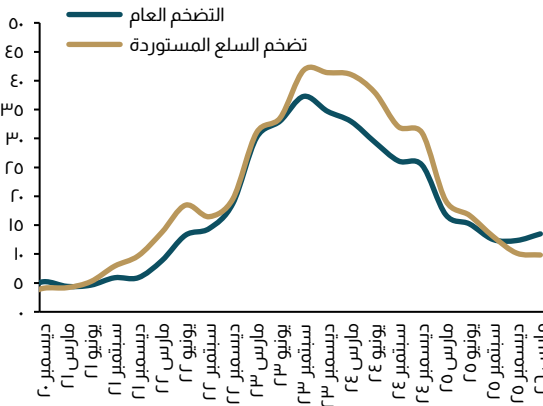


المصدر: البنك المركزي المصري.

وفيما يتعلق بمعدل تضخم السلع المستوردة،<sup>١٢</sup> فقد استقر نسبيا عند ٩,٨٪ مقابل ١٠,٢٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥. وعلى الرغم من أن تضخم السلع المستوردة والتضخم العام يتبعان عادة اتجاه واحد، فإن الارتفاع الذي شهدته التضخم العام خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ تزامن مع استقرار نسبي في تضخم السلع المستوردة. ويُعزى ذلك إلى أن تطورات معدل التضخم العام في الربع الأول من عام ٢٠٢٦ جاءت لتعكس بشكل كبير الارتفاع في تضخم السلع المحددة أسعارها إداريا وغيرها من السلع والخدمات المنتجة محليا (شكل رقم ١٨).

### شكل رقم ١٨ تضخم السلع المستوردة

(نسبة مئوية، تغير سنوي)



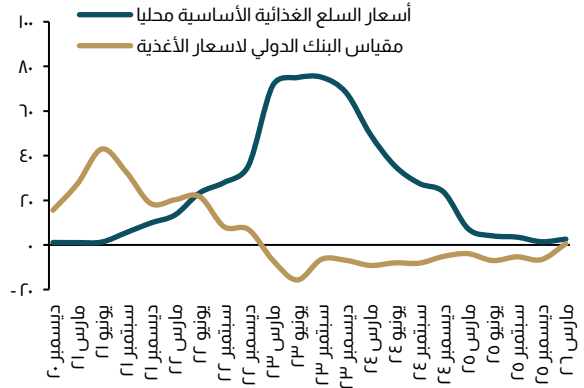
المصدر: حسابات البنك المركزي المصري؛ والجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

ولضمان الاستجابة السريعة في تحليل تطورات التضخم، يُعد البنك المركزي المصري تقديرات آنية (Nowcasts) لمعدلات التضخم قبل صدورها رسميا، وذلك بالاعتماد على أسعار السلع المتاحة عبر الإنترنت والتي تحاكي بشكل عام تكوين سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين الصادرة عن الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء. وقد عكست هذه التقديرات الاتجاه العام لتحركات الأسعار الرسمية بدرجة كبيرة، ولكن لا تزال هناك بعض الفترات التي تتسم ببعض التباين بين المؤشر الرسمي والتقديرات الآنية.

شكل رقم ١٧

### تضخم أسعار السلع الغذائية عالميا ومحليا

(نسبة مئوية، تغير سنوي)

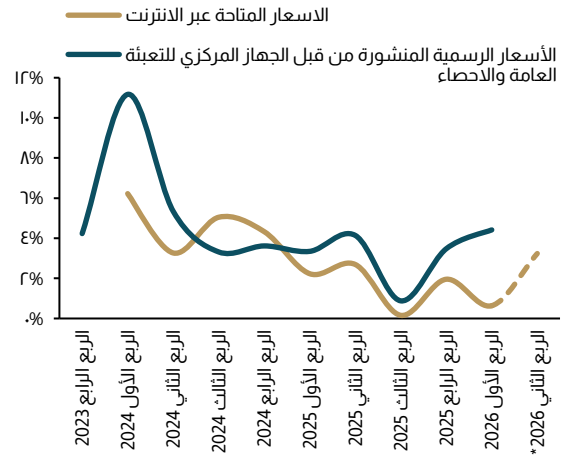


المصدر: حسابات البنك المركزي المصري؛ والجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، ومؤشر البنك الدولي لأسعار السلع الغذائية.

<sup>١٢</sup> لا يمثل التضخم المستورد الرقم القياسي لأسعار الواردات من واقع بيانات التجارة الخارجية وإنما يمثل سلة فرعية من الرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين في الحضر، ويضم سلعا يتم استيرادها بالكامل أو تُجمع محليا باستخدام مكونات مستوردة.

فخلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، أشارت التقديرات الآتية إلى ارتفاع طفيف في التضخم العام مقارنة بالربع السابق، في حين جاءت البيانات الرسمية عند مستوى أعلى. ويأتي هذا التباين نتيجة أن معدلات التضخم الرسمية في يناير وفبراير مدفوعة أساسا بالمصروفات الدراسية والخدمات، والتي يصعب رصدها إلكترونيا باستخدام التقديرات الآتية. وبالنسبة لشهر أبريل ٢٠٢٦، تشير التقديرات الآتية إلى أن معدل التضخم الشهري سوف يرتفع نسبيا، مدفوعا بارتفاع أسعار السلع الغذائية، وخاصة الخبز والحبوب واللحوم والدواجن والخضروات (شكل رقم ١٩).

شكل رقم ١٩  
التقديرات الآتية للتضخم العام (Nowcasts)  
(نسبة مئوية، تعبير ربع سنوي)



المصدر: حسابات البنك المركزي المصري، والجهاز المركزي للتعينة العامة والإحصاء.

الإطار ٢ في تقرير السياسة النقدية للربع الأول من عام ٢٠٢٥.  
\*الربع الثاني مكون من شهر إبريل فقط.

## إطار رقم ٢: مسح توقعات التضخم

يُعد ترسيخ توقعات التضخم ركنا أساسيا في الإطار التشغيلي للبنك المركزي المصري، لا سيما في ظل تحول البنك المركزي نحو إطار استهداف التضخم، وجهوده المستمرة لتعزيز إطار السياسة النقدية وتطوير أدواته التحليلية. وفي هذا السياق، يحرص البنك المركزي المصري على تقييم توقعات السوق وقياس فاعلية آلية انتقال السياسة النقدية من خلال إجراء تقييم لتوقعات التضخم على المدى القصير والمتوسط لدى مختلف الفاعلين في النشاط الاقتصادي. وتحقيقاً لهذا الهدف، يجري البنك المركزي المصري بالتعاون مع البنك الدولي مسحاً ربع سنوي لآراء الخبراء يهدف إلى قياس توقعات التضخم بين الخبراء<sup>٣٣</sup>. ومدى تأثير التطورات الاقتصادية الجارية وإجراءات البنك المركزي عليها، وذلك استناداً إلى آراء مجموعة من الخبراء الاقتصاديين والمحليين الماليين.

### ١. المسح ربع السنوي لتوقعات الخبراء: تصميم واختيار العينة المستهدفة

يستهدف المسح خبراء عاملين لدى مؤسسات مالية وغير مالية، بما في ذلك مراكز البحوث والبنوك والجامعات وشركات المحاسبة ومراجعة الحسابات في القطاعين العام والخاص، إلى جانب المؤسسات الدولية. ويركز المسح تحديداً على المشاركين مختصين في تحليل الاقتصاد الكلي وإعداد التنبؤات الاقتصادية، ويتضمن المسح عدة أقسام تتناول توقعات التضخم والتوقعات الخاصة بالقرارات المستقبلية للجنة السياسة النقدية على المدى القصير والمتوسط. كما يشمل المسح مجموعة من المؤشرات الاقتصادية الكلية، مثل معدلات البطالة، ومعدل التغير الاسمي للأجور، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، إلى جانب أسئلة تتعلق بتقييم أداء الاقتصاد الوطني وآفاقه المستقبلية.

خلال المرحلة التجريبية للمسح، تم تنقيح الاستبيان وقائمة المشاركين المستهدفين بما يضمن اختيار عينة للفئات المستهدفة، وذلك قبل المضي بنجاح في تنفيذ جولتين أخريين. وتُعد نسبة الاستجابة حتى الآن متسقة مع الممارسات السائدة لدى البنوك المركزية النظيرة. ويستهدف المسح ما بين ١٧ إلى ١٩ مؤسسة محلية وأجنبية، بما يعكس خبرات متنوعة. وقد شملت الجولة الأولى جمع التقديرات ابتداءً من الربع الرابع لعام ٢٠٢٥، في حين شُرع في الجولة الثانية في الربع الأول من عام ٢٠٢٦، وتضمنت إدراج توقعات تمتد حتى عام ٢٠٢٩.

### ٢. النتائج الرئيسية لمسح توقعات الخبراء: توقعات التضخم وقرارات لجنة السياسة النقدية

يهدف المسح إلى بيان توقعات السوق بشأن مسار معدلات التضخم وقياس مستوى الثقة في تلك التقديرات، وذلك من خلال تحديد الاحتمالات النسبية لوقوع التضخم ضمن نطاقات بعينها. وفي حين أظهرت نتائج الجولة الأولى اتجاهها نزولياً في توقعات التضخم على مدار الأفق الزمني للتوقعات، تشير نتائج الجولة الثانية، التي أُجريت في أواخر فبراير، إلى أن المشاركين يتوقعون (بأعلى درجة من اليقين - ١٠٠٪) أن يتراوح معدل التضخم السنوي للربع الأول من عام ٢٠٢٦ بين ١٠٪ و ١٥٪ وهو ما جاء متسقاً مع معدل التضخم الفعلي للربع الأول من عام ٢٠٢٦ البالغ ١٣.٥٪. وبطبيعة الحال، تتراجع درجة اليقين على الآجال الأطول، وذلك في ظل ارتفاع حالة عدم اليقين المحيطة بالتوقعات متوسطة الأجل مقارنة بالتوقعات قصيرة الأجل. وبحلول الربع الرابع من عام ٢٠٢٦، يتوقع المشاركون (بدرجة يقين تبلغ ٣٨٪) أن يتراوح معدل التضخم بين ٥٪ و ١٠٪، وهو ما يتسق بوجه عام مع مستهدف البنك المركزي المصري البالغ ٧٪ (± ٢ نقطة مئوية) في المتوسط خلال ذات الربع. غير أن التطورات الجيوسياسية الأخيرة أدت إلى تعديل تصاعدي في توقعات التضخم، إذ توقع المشاركون في الاستبيان (باحتمال يتجاوز ٤٠٪) أن يتراوح التضخم بين ١٠٪ و ١٥٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٦.

<sup>٣٣</sup> أي التعاون في إطار المساعدة الفنية المقدمة من البنك الدولي، وبالتعاون مع جهة ميدانية خارجية: بصيرة - المركز المصري لبحوث الرأي العام، التي تولت تنفيذ المسح.

على مستوى أكثر تفصيلاً، تُظهر النتائج أن المشاركين يتوقعون (باحتمالية تتراوح بين ٤١٪ - ٦٣٪) أن يتراوح المعدل السنوي لتضخم السلع الغذائية بين ٠٪ و ٥٪ خلال عام ٢٠٢٦. ومع ذلك، ثمة مخاطر تصاعدية حول معدلات التضخم المتوقعة، إذ توقع المشاركون أن يقع المعدل ضمن نطاق يتراوح من ٥٪ إلى ١٥٪ مع تزايد الاحتمالية بحلول الربع الرابع من عام ٢٠٢٦، في حين تبدو المخاطر النزولية أضعف، إذ لا تتجاوز درجة اليقين ١٣٪ فقط في أن يصل المعدل السنوي لتضخم السلع الغذائية إلى نطاق المستويات السالبة خلال النصف الأول من عام ٢٠٢٦.

وفيما يخص توقعات السياسة النقدية، تشير نتائج الجولة الثانية إلى أن توقعات الإبقاء على أسعار العائد دون تغيير في الأجل القريب جاءت أعلى. وبوجه خاص، فيما يتعلق باجتماع لجنة السياسة النقدية في ٢ أبريل ٢٠٢٦، حيث توقع ٦٧٪ من المشاركين أن يُبقي البنك المركزي المصري على أسعار العائد الأساسية دون تغيير، في حين توقع ٣١٪ خفضها.

وبوجه عام، ثمة توافق كبير بين نتائج الجولتين الأوليين من مسح توقعات الخبراء وتوقعات البنك المركزي المصري.

ويجري البنك المركزي المصري حالياً الإعداد للجولة المقبلة من مسح توقعات الخبراء، والذي من المقرر أن يغطي الربع الثاني من عام ٢٠٢٦. بالإضافة إلى ذلك، يعكف البنك المركزي المصري على وضع مسح لتوقعات التضخم لدى قطاع الأسر بهدف الوقوف على رؤية الجمهور لاتجاهات الأسعار.

## ٢-٢-١ القطاع الحقيقي

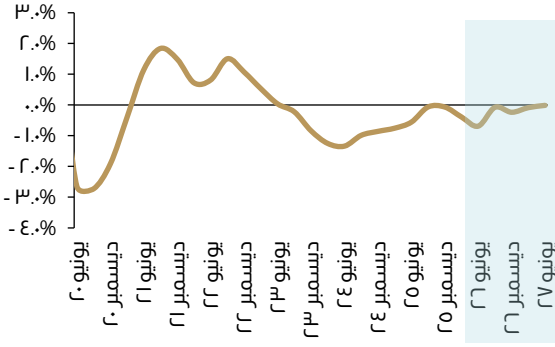
### أهم التطورات:

- تشير تقديرات فجوة الناتج إلى أن الضغوط التضخمية الناجمة عن الطلب ستظل محدودة على المدى القصير، مدعومة بالأوضاع النقدية التقييدية الحالية.
- تُظهر تقديرات البنك المركزي المصري للربع الأول من عام ٢٠٢٦ تباطؤًا طفيفًا في النشاط الاقتصادي، مع توقع تسجيل معدل نمو يقارب ٤,٩%.
- تسارع نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق وبتكلفة عوامل الإنتاج ليسجل ٥,٣% خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مقابل ٤,٣% خلال الربع ذاته من عام ٢٠٢٤.
- سجل معدل البطالة ٦,٢% خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، منخفضًا من ٦,٤% في الربع المناظر من عام ٢٠٢٤. وفي الوقت ذاته، استمرت الأجور الحقيقية في التعافي، وإن ظلت دون مستويات ما قبل عام ٢٠٢٢، الأمر الذي يشير إلى محدودية الضغوط التضخمية الناشئة عن الأجور.

تشير التقديرات إلى أن فجوة الناتج لا تزال سالبة، إلا أنه من المتوقع أن تتحسّر بوتيرة أبطأ مما كان مقدرا سابقا، في ضوء خفض توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي متأثرا بتداعيات النزاع بين إيران والولايات المتحدة، وتشير التوقعات إلى أن الاقتصاد المصري سيصل إلى طاقته الإنتاجية القصوى خلال النصف الأول من عام ٢٠٢٧ (شكل رقم ٢٠). وبالتالي، من المتوقع أن تظل الضغوط التضخمية من جانب الطلب محدودة لفترة زمنية أطول مما كان متوقعا سابقا، مدعومة بالأوضاع النقدية التقييدية الحالية. وفيما يلي، يتناول التحليل المؤشرات عالية التواتر التي يستخدمها البنك المركزي المصري في حساب التقديرات الآتية للربع الأول من عام ٢٠٢٦، ثم يستعرض التطورات الفعلية للناتج المحلي الإجمالي وسوق العمل للربع الرابع من عام ٢٠٢٥.

### شكل رقم ٢٠ فجوة الناتج<sup>١٤</sup>

(كنسبة من الطاقة الإنتاجية القصوى)



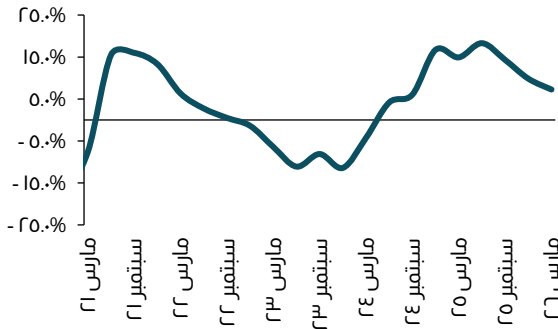
المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية وحسابات البنك المركزي المصري.

تشير تقديرات البنك المركزي المصري إلى أن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي قد سجل نموا يقارب ٤,٩% خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، 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 الأول من عام ٢٠٢٦، سجل الرقم القياسي للصناعات التحويلية، وهو مؤشر أولي يرتبط ارتباطا وثيقا بقطاع الصناعات التحويلية غير البترولية، نموا بنسبة ٢,٩%<sup>١٥</sup> على أساس سنوي (شكل رقم ٢١). ويشير ذلك إلى تباطؤ طفيف في وتيرة النمو، مدفوعا جزئيا بتأثير سنة الأساس، الأمر الذي انعكس بدوره على تقديرات البنك المركزي المصري للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦.

### شكل رقم ٢١ مؤشر الصناعات التحويلية

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



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.  
١٥ بناء على البيانات عالية التواتر لشهر يناير وفبراير ٢٠٢٦.

<sup>١٤</sup> لمزيد من التفاصيل حول طريقة حساب فجوة الناتج، يرجى الرجوع إلى الإصدار رقم ٢ في تقرير السياسة النقدية للربع الثاني من عام ٢٠٢٥.

ومن ناحية أخرى، تشير المؤشرات عالية التواتر المرتبطة بكلٍ من قناة السويس وقطاع السياحة إلى استمرار تحسن نشاطهما خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، إذ سجلا نموا سنويا بلغ ٢٣٪ و٨٪ على التوالي. ويعكس هذا الأداء محدودية تأثير تداعيات الصراع القائم في الشرق الأوسط على عدد الليالي السياحية وصافي الحمولة المارة عبر القناة حتى الآن. وبالتوازي، تشير مؤشرات إنتاج الغاز الطبيعي إلى استمرار تحسن<sup>٧</sup> نشاط الغاز الطبيعي خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقارنة بالربع المناظر من عام ٢٠٢٥. ومع ذلك، لا يزال قطاع الاستخراجات ككل يسهم بشكل سالب في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وإن كانت وتيرة الانكماش تتباطأ تدريجيا.

وفيما يتعلق بالنتائج الفعلية للربع الرابع من عام ٢٠٢٥، سجل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الإنتاج نموا قدره ٥,٣٪ مقابل ٤,٣٪ في الربع المناظر من عام ٢٠٢٤، مدفوعا بالمساهمات الموجبة لأنشطة الصناعات التحويلية غير البترولية والتجارة والاتصالات والسياحة. وقد أسهمت هذه الأنشطة مجتمعة بنحو ٣,٤ نقطة مئوية، بما يعادل ٦٤٪ من معدل النمو المحقق، وهو ما يتسق مع النمو الحقيقي في القروض بالعملة المحلية الموجهة إلى قطاعات الصناعة والخدمات والتجارة.

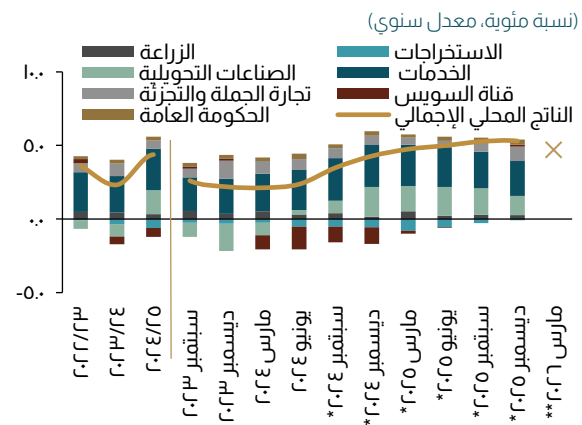
علاوة على ذلك، أسهم نشاط قناة السويس مساهمة موجبة خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، وللمرة الثانية منذ الربع الرابع من عام ٢٠٢٣، بما يعكس التعافي التدريجي في صافي الحمولة المارة عبر القناة قبل اندلاع الحرب بين إيران والولايات المتحدة. وعلى النقيض، واصل انكماش قطاع الاستخراجات تأثيره غير المواتي على النمو، إلا أن وتيرة الانكماش شهدت تباطؤا، إذ تحسنت مساهمة هذا القطاع بنحو ٠,٥ نقطة مئوية مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٤، مدفوعة بانحسار الأثر السلبي لاستخراجات الغاز الطبيعي.

وبالمثل، تسارع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق إلى ٥,٣٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ مقارنة بمعدل بلغ ٤,٣٪ في الربع المناظر من العام السابق، مما يعكس استمرار تعافي النشاط الاقتصادي

وبالمثل، سجل عدد مشتركي الخطوط الثابتة—وهو مؤشر عالي التواتر لنشاط الاتصالات—نموا بنسبة ٦٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ مقارنة بالربع المناظر من عام ٢٠٢٥، مما يعكس انتاجها تصاعديا لهذا القطاع. ويأتي ذلك انساقا مع الجهود المستمرة للتوسع في برامج التدريب<sup>٨</sup> المتخصصة في مجال الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، بما يعزز من قاعدة رأس المال البشري للقطاع. كما يدعم هذا التوسع استمرار تطوير البنية التحتية الرقمية، بما في ذلك الإطلاق الرسمي لخدمات الجيل الخامس (5G)، إلى جانب التقدم المحقق في مبادرات التحول الرقمي، مثل إتاحة خدمة تجديد رخص المركبات إلكترونيا خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، وهو ما أسهم في تعزيز نمو القطاع.

وعليه، يواصل كل من قطاعي الصناعات التحويلية غير البترولية والاتصالات، إلى جانب قطاع تجارة الجملة والتجزئة والزراعة، دعم النمو الاقتصادي، إذ أسهمت هذه القطاعات مجتمعة بنحو ٦٠٪ من النمو المقدر للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ (شكل رقم ٢٢).

شكل رقم ٢٢  
المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي  
بتكلفة عوامل الإنتاج

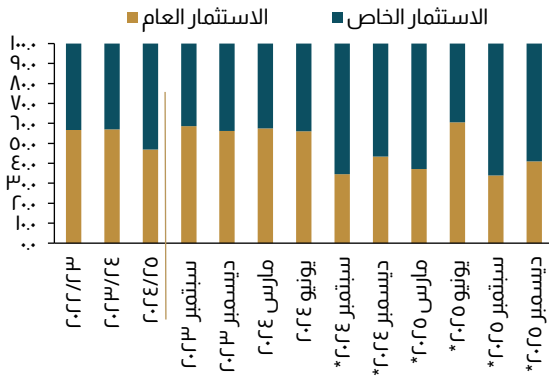


المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية \* ميدني  
\*\* مارس ٢٠٢٦ هو تقدير آني صادر عن البنك المركزي المصري (قابل للتعديل).

<sup>٧</sup> بناء على البيانات عالية التواتر لشهر يناير وفبراير ٢٠٢٦.

<sup>٨</sup> المصدر: الكتاب السنوي لوزارة الاتصالات لعام ٢٠٢٥.

شكل رقم ٢٤  
حصص القطاعين العام والخاص من إجمالي  
الاستثمارات<sup>١٨</sup>  
(كنسبة من إجمالي الاستثمارات)



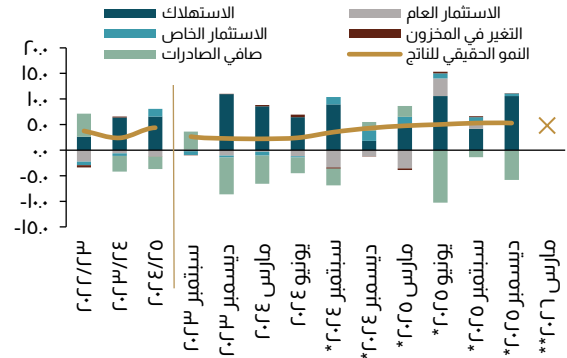
المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية و التعاون الدولي.  
\*/مبدئي.

وعلى النقيض، تراجعت مساهمة صافي الصادرات من السلع والخدمات لتسجل سالب ٥,٧ نقطة مئوية خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مقابل ١,٨ نقطة مئوية في الربع المناظر من عام ٢٠٢٤. ويُعزى ذلك بشكل رئيسي إلى الارتفاع الحقيقي في الواردات بنسبة ١٤٪ على أساس سنوي، بالتزامن مع تراجع الصادرات بنسبة ١٢٪. وتجدد الإشارة إلى أن الزيادة في الواردات تركزت في السلع الوسيطة اللازمة لعمليات الإنتاج، وهو ما يرتبط ارتباطاً وثيقاً بتسارع معدلات النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي.

وبالنسبة لسوق العمل، تراجع معدل البطالة بشكل طفيف ليسجل ٦,٢٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مقابل ٦,٤٪ في الربع المناظر من عام ٢٠٢٤ (شكل رقم ٢٥). ويُعزى هذا التحسن السنوي بشكل رئيسي إلى زيادة التوظيف في أنشطة الزراعة والتجارة والصناعات التحويلية غير البترولية، والتي تواصل جميعها المساهمة بشكل موجب في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. كما يتسق هذا الانخفاض في معدل البطالة مع التوقعات بتسارع نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال العام المالي ٢٠٢٦/٢٠٢٥ مقارنة بالعام المالي السابق، إذ إن تطورات

(شكل رقم ٢٣). وجاء هذا النمو مدفوعاً بشكل رئيسي بتحسين مساهمة كل من الاستهلاك وإجمالي الاستثمارات المحلية، الأمر الذي أدى إلى تسارع النمو مقارنة بالربع ذاته من العام السابق.

شكل رقم ٢٣  
المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي  
بأسعار السوق  
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية \* مبدئي  
\*\* مارس ٢٠٢٦ هو تقدير أتى صادر عن البنك المركزي المصري (قابل للتعديل).

وخلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، ارتفعت مساهمة الاستهلاك بنحو ٨,٨ نقطة مئوية مقارنة بالربع المناظر من عام ٢٠٢٤، ويأتي ذلك اتساقاً مع التيسير النقدي التراكمي بمقدار ٨٢٥ نقطة أساس، الأمر الذي يعمل على تحفيز الاستهلاك عبر خفض تكلفة التمويل للأفراد والشركات، مما عزز بدوره كلا من الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري.

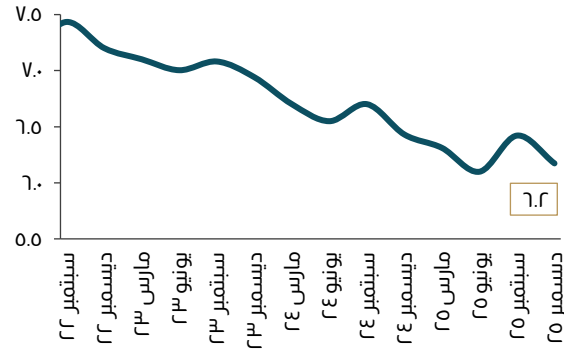
وبالمثل، ظلت مساهمة الاستثمارات المحلية الإجمالية موجبة، مدفوعة بشكل رئيسي بالاستثمارات الخاصة التي واصلت نموها لتسجل نحو ٧٪ على أساس سنوي. وقد انعكس ذلك أيضاً في ارتفاع حصتها من إجمالي الاستثمارات<sup>١٨</sup> بنحو ٢,٣ نقطة مئوية مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٤ (شكل رقم ٢٤).

<sup>١٨</sup> إجمالي الاستثمارات المحلية بدون التغير في المخزون.

سوق العمل عادة ما تسبق التغيرات الأوسع في النشاط الاقتصادي.

### شكل رقم ٢٥ معدل البطالة

(كنسبة مئوية من قوة العمل)

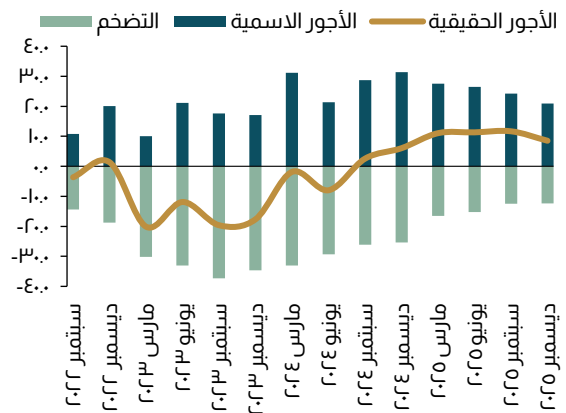


المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

وفي الوقت ذاته، سجل نمو الأجور الحقيقية تحسنا، إذ بلغ ٨,٥٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مقابل ٦,٠٪ في الفترة المناظرة من العام السابق، مدفوعا بتباطؤ معدلات التضخم بوتيرة أسرع من تراجع نمو الأجور الاسمية. ومع ذلك، لا يزال حجم الزيادة محدودا، إذ يظل مؤشر الأجور الحقيقية دون مستوياته المسجلة في عام ٢٠٢٢، إذ إن فترة النمو الموجبة الحالية لم تعوض بالكامل فترات الانكماش السابقة، وهو ما يعكس محدودية الضغوط التضخمية الناشئة عن الأجور. ويتسق هذا التقييم مع فجوة الناتج المقدرة، والمدعومة بالأوضاع النقدية الحالية (شكل رقم ٢٦).

### شكل رقم ٢٦ تحليل الأجور الحقيقية

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



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

## ٣-٢-١ القطاع الخارجي

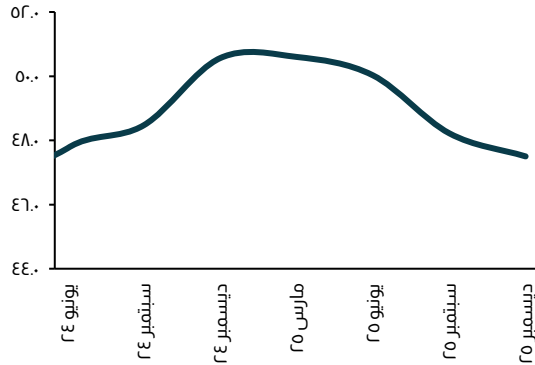
### أهم التطورات:

- سجل الحساب المالي والرأسمالي مستوى كافيا من التدفقات لتمويل عجز الحساب الجاري خلال الربع الرابع من العام ٢٠٢٥. وعليه، ظل ميزان المدفوعات في حالة توازن إلى حد كبير، مسجلا عجزا طفيفا.
- اتسع عجز الميزان الجاري في الربع الرابع من العام ٢٠٢٥، مدفوعا باتساع العجز في كل من الميزان التجاري البترولي وغير البترولي، بجانب العجز في صافي دخل الاستثمار. حد كل من ارتفاع تحويلات العاملين بالخارج وفائض صافي ميزان الخدمات من اتساع عجز الحساب الجاري.
- جاءت تدفقات الحساب المالي مدفوعة بالاستثمارات الأجنبية المباشرة وتدفقات استثمارات محفظة الأوراق المالية، والتي حدّت منها التدفقات الخارجة المتعلقة بتراكم صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية، مما يدعم التحسن الذي شهده سعر الصرف خلال الربع الرابع من العام ٢٠٢٥.

يتناول هذا القسم بالعرض والتحليل تطورات الحساب الجاري والحساب المالي والرأسمالي خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ وانعكاساتها على الوضع الخارجي لمصر ومن ثم صافي الاحتياطيات الدولية.

على الرغم من اتساع عجز الميزان الجاري بحوالي ٢٣٪ في الربع الرابع من العام ٢٠٢٥ مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٤، فإن تدفقات الحساب المالي والرأسمالي كانت كافية لتغطية هذا العجز، مدعومة بالاستثمارات الأجنبية المباشرة وتدفقات محفظة الأوراق المالية. وقد ساهم ذلك في التخفيف من الضغوط الخارجية على سعر الصرف الاسمي، وهو ما يتضح من استمرار تحسن قيمة الجنيه المصري في الربع الرابع من العام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٢٧). كما ساهم كلٌّ من ارتفاع قيمة العملة المحلية وانخفاض التضخم العالمي في احتواء ضغوط التضخم المستورد في الربع المناظر. وعلى الرغم من ذلك، سجل الميزان الكلي عجزا طفيفا يُقدَّر بنحو نصف مليار دولار، وذلك بعد احتساب صافي السهو والخطأ.

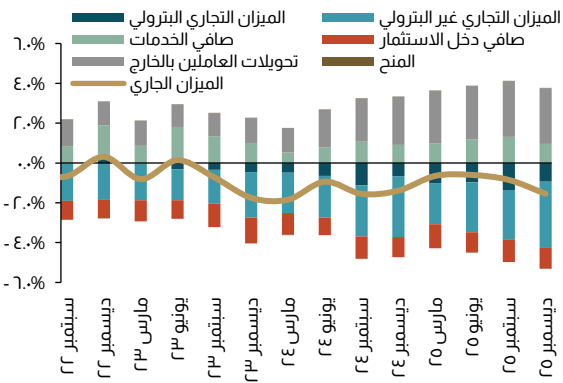
شكل رقم ٢٧  
سعر الصرف الاسمي  
(دولار امريكي / جنيه مصري)



المصدر: البنك المركزي المصري.

واتسع عجز الميزان الجاري ليسجل ٦,٢ مليار دولار (ما يعادل ١,٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي) في الربع الرابع من العام ٢٠٢٥، مقابل ١,٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي في الربع المناظر من العام ٢٠٢٤ (شكل رقم ٢٨).

شكل رقم ٢٨  
المساهمة في الميزان الجاري<sup>١٩</sup>  
(كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)



المصدر: البنك المركزي المصري.

وجاء اتساع العجز مدفوعا بشكل أساسي بارتفاع عجز كل من الميزان التجاري البترولي وغير البترولي، بجانب العجز في صافي دخل الاستثمار. وعلى الرغم من ذلك، جاء نمو تحويلات العاملين بالخارج والزيادة في فائض صافي ميزان الخدمات—مدعومة بارتفاع إيرادات السياحة وقناة

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

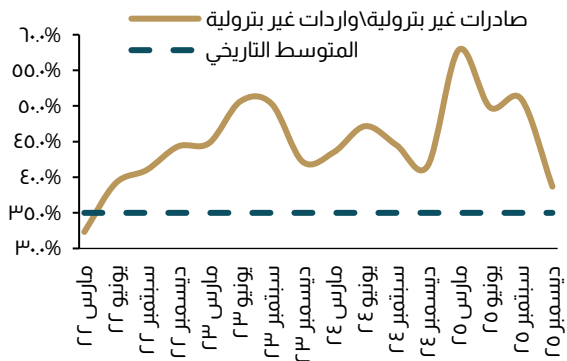
<sup>١٩</sup> كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي السنوي بالدولار. ويتم حساب الناتج المحلي الإجمالي السنوي عن طريق تجميع بيانات الناتج المحلي الإجمالي ربع السنوية من وزارة

السويس بشكل خاص—ليحد جزئياً من أثر هذه التطورات غير الموازية.

وارتفع عجز الميزان التجاري غير البترولي بمقدار ٢١٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ مقارنة بالفترة المناظرة من عام ٢٠٢٤، مسجلاً ١٣,٤ مليار دولار. وقد تخطى النمو السنوي للواردات غير البترولية النمو المناظر للصادرات غير البترولية، مسجلاً ١٦٪ مقابل نمو قدره ٨٪ في الصادرات.

وبناء عليه، سجلت نسبة الصادرات غير البترولية إلى الواردات غير البترولية ٣٩٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، لتظل بذلك أعلى من متوسطها التاريخي البالغ نحو ٣٥٪ (شكل رقم ٢٩). وبالرغم من أن انخفاض هذه النسبة عن تلك المسجلة في الربع الثالث من عام ٢٠٢٥ يتسق مع النمط الموسمي المعتاد للواردات غير البترولية خلال الربع الرابع من كل عام، فإن وتيرة الانخفاض جاءت أعلى من المعتاد خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ نتيجة انخفاض الصادرات. وجدير بالذكر أن زيادة الواردات تركزت بشكل أساسي في السلع الوسيطة اللازمة لعمليات الإنتاج، وهو ما يتسق مع النمو المسجل في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، والذي بلغ ٥,٣٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥.

شكل رقم ٢٩  
نسبة الصادرات غير البترولية إلى الواردات غير البترولية  
(كنسبة من الواردات غير البترولية)



المصدر: البنك المركزي المصري.

وبالمثل، شهد عجز الميزان التجاري البترولي اتساعاً بحوالي ٥٥٪ مقارنة بالربع الرابع من العام ٢٠٢٤، ليصل إلى ٣,٨ مليار دولار في الربع الرابع من العام ٢٠٢٥. وقد جاء هذا الاتساع مدفوعاً بانخفاض حجم الصادرات، مصحوباً بتزايد حجم

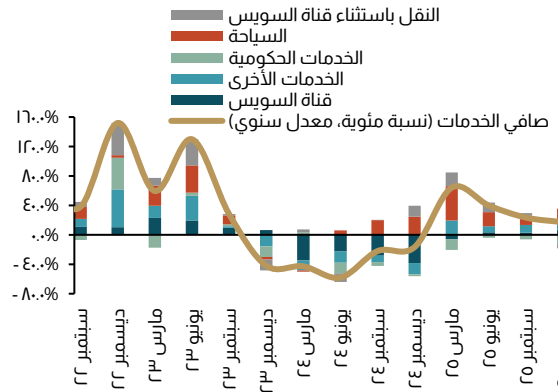
الواردات والمركزة بشكل أساسي في الغاز الطبيعي وخام البترول لتلبية الطلب المحلي المتزايد، في ظل انخفاض معدل الإنتاج المحلي من الغاز الطبيعي بحوالي ٧٪.

بالإضافة إلى ذلك، شهد عجز دخل الاستثمار ارتفاعاً بنسبة ١٥٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مسجلاً عجزاً بلغ ٤,٢ مليار دولار. وجاء هذا الارتفاع نتيجة الزيادة في قيمة المدفوعات مقارنة بالإيرادات، تزامناً مع ارتفاع مدفوعات الفوائد بحوالي ١١٪. وعلى الرغم من ذلك، ظلت كلٌّ من نسبة مدفوعات الفوائد إلى الصادرات من السلع والخدمات، وكذلك إلى إيرادات الحساب الجاري مستقرة، مسجلتين ١١٪ و ٧٪ على التوالي، مقارنة بالربع المناظر من عام ٢٠٢٤. وتُعد هذه النسب أقل من أعلى مستوياتها المسجلة في الربع الأول من عام ٢٠٢٤.

في الوقت نفسه، واصلت تحويلات العاملين بالخارج تسجيل أرقام قياسية خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، مرتفعة بنسبة ٢٩٪ على أساس سنوي، مسجلة ١١,٣ مليار دولار، لتحافظ بذلك على نموها المطرد منذ توحيد سعر الصرف في الربع الأول من عام ٢٠٢٤. ويُذكر أن توحيد سعر الصرف أسهم في إعادة توجيه التدفقات مرة أخرى عبر النظام المصرفي، تزامناً مع تسهيل المدفوعات العابرة للحدود من خلال خدمات الدفع الرقمية، مما استمر في دعم تدفقات تحويلات المصريين العاملين بالخارج.

بجانب ذلك، اتسع فائض ميزان الخدمات بحوالي ١٧٪ مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٤، مسجلاً ٣,٩ مليار دولار في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٣٠). وجاء هذا الاتساع مدفوعاً بشكل رئيسي بزيادة إيرادات السياحة بمعدل ٢٢٪ على أساس سنوي، مما يعكس قوة هذا القطاع وتنامي طاقته الاستيعابية بالإضافة إلى تنوع القاعدة السياحية. وقد عزز ارتفاع إيرادات قناة السويس بنسبة ٢٦٪ على أساس سنوي من تحسن صافي ميزان الخدمات وذلك للربع الثالث على التوالي منذ الربع الأول من عام ٢٠٢٤. وقد أسهم كل من ارتفاع تحويلات العاملين بالخارج والفائض المتنامي في صافي ميزان الخدمات في الحد من عجز الميزان الجاري.

شكل رقم ٣٠  
المساهمة في صافي ميزان الخدمات  
(نقطة مئوية، معدل سنوي)



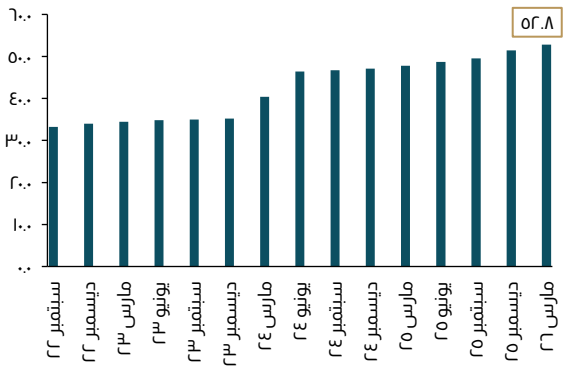
المصدر: البنك المركزي المصري.

٣,٢ مليار دولار. وجاءت التدفقات الخارجة المرتبطة بالتطورات الإيجابية في القطاع المصرفي، والمتمثلة في مراكمة صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية بمقدار ٢,٤ مليار دولار، لتحد جزئياً من التدفقات الداخلة؛ الأمر الذي ساهم في دعم ارتفاع قيمة الجنيه المصري خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥.

وعليه، سجّل صافي الاحتياطيات الدولية ٥١,٥ مليار دولار بنهاية شهر ديسمبر من عام ٢٠٢٥ مقابل ٤٩,٥ مليار دولار بنهاية شهر سبتمبر من العام نفسه، وهو ما يكفي لتغطية نحو ٢٦,٣ أشهر من الواردات، متجاوزاً مستوى التغطية القياسي البالغ ثلاثة أشهر. علاوة على ذلك، واصل صافي الاحتياطيات الدولية الارتفاع في الربع التالي، مسجلاً ٥٢,٨ مليار دولار بنهاية شهر مارس من عام ٢٠٢٦، مما يعكس قدرة احتياطيات مصر الخارجية على امتصاص الصدمات (شكل رقم ٣٢).

شكل رقم ٣٢  
الاحتياطيات الدولية (صافي)

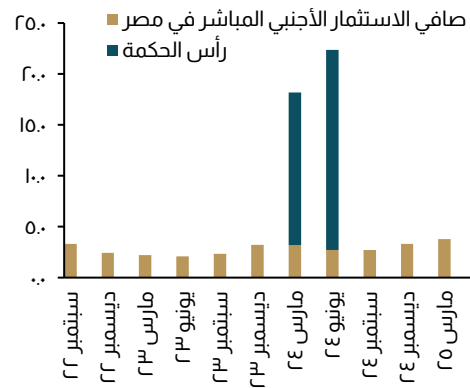
(بالمليار دولار)



المصدر: البنك المركزي المصري

وعلى صعيد آخر، سجل الحساب المالي والرأسمالي صافي تدفقات للداخل يقدر بحوالي ٦,٨ مليار دولار، وهو أعلى مستوى له منذ الربع الثاني من عام ٢٠٢٤، والذي جاء تزامناً مع صفقة رأس الحكمة الاستثمارية في ذلك الوقت (شكل رقم ٣١).

شكل رقم ٣١  
الاستثمارات الأجنبية المباشرة (صافي)  
(بالدولار الأمريكي)



المصدر: البنك المركزي المصري.

وجاء الرقم المسجل مدعوماً بتدفقات قوية من صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة، والتي بلغت ٦,٩ مليار دولار (منها ٣,٥ مليار دولار من صفقة علم الروم الاستثمارية)، إلى جانب صافي تدفقات محفظة الأوراق المالية البالغة

٢٠ مقدر على أساس إجمالي الأرباع الأربعة المتتالية للواردات المنتهية في ديسمبر ٢٠٢٥.

## ٤-٢-١ القطاع النقدي

أهم التطورات:

- استمر معدل النمو السنوي للسيولة المحلية (M٢) في التباطؤ للربع الرابع على التوالي، مسجلا ١٨,٥٪ في المتوسط خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، وهو أدنى معدل نمو منذ ٤ سنوات، مقابل ٢١,٥٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥.
- انخفض صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي (الذي يشمل البنك المركزي المصري والبنوك التجارية) في مارس ٢٠٢٦ ليسجل ٢١,٤ مليار دولار، مقابل ٢٥,٥ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٥، متأثرا بتداعيات الصراع بين إيران والولايات المتحدة الأمريكية.
- استمر معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية في التباطؤ منذ الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، إذ بلغ ٧,٧٪ في المتوسط خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، إلا أنه يظل أعلى من متوسطه التاريخي.
- من المتوقع أن يشهد معدل النمو السنوي للسيولة المحلية ارتفاعا معتدلا ليصل إلى ٢٦,٩٪ في يونيو ٢٠٢٦، قبل أن ينخفض بشكل ملحوظ إلى ١٣,٦٪ في يونيو ٢٠٢٧، مقابل ٢٣,١٪ في يونيو ٢٠٢٥.

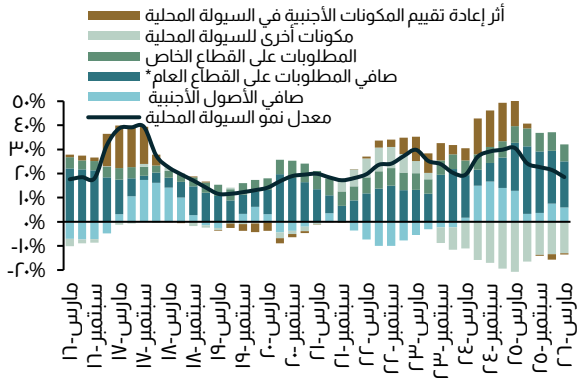
يتناول هذا القسم بالعرض والتحليل ديناميكيات نمو السيولة المحلية (M٢) خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مسلطا الضوء على أهم التطورات السنوية والشهرية، وكذا التغيرات في صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي والائتمان الممنوح للقطاع الخاص، بالإضافة إلى توقعات النمو السنوي للسيولة المحلية حتى يونيو ٢٠٢٧.

على أساس سنوي، استمر نمو السيولة المحلية في التباطؤ للربع الرابع على التوالي، مسجلا ١٨,٥٪ في المتوسط خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، وهو أدنى معدل نمو له منذ الربع الرابع من عام ٢٠٢١، مقابل ٢١,٥٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٣٣). ويُعزى هذا التباطؤ بشكل رئيسي إلى انخفاض مساهمات صافي المطلوبات على القطاع العام وصافي الأصول الأجنبية، إذ جاء الأخير مدفوعا بانخفاض ملحوظ خلال شهري فبراير ومارس ٢٠٢٦. وقد حد من ذلك جزئيا انخفاض المساهمة السالبة لأثر إعادة تقييم المكونات بالعملة الأجنبية في السيولة المحلية. وبالرغم من تقلبات

سعر الصرف خلال مارس ٢٠٢٦ نتيجة تداعيات الصراع بين إيران والولايات المتحدة الأمريكية، إلا أن مساهمة أثر إعادة التقييم في معدل النمو السنوي للسيولة المحلية تظل في النطاق السالب خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ نتيجة تحسن سعر الصرف خلال يناير وفبراير من عام ٢٠٢٦ مقابل ذات الفترة من العام السابق لتحد بشكل أكبر الضغوط التصاعدية على معدل النمو السنوي للسيولة المحلية على خلفية تقلبات سعر الصرف في مارس.

شكل رقم ٣٣

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

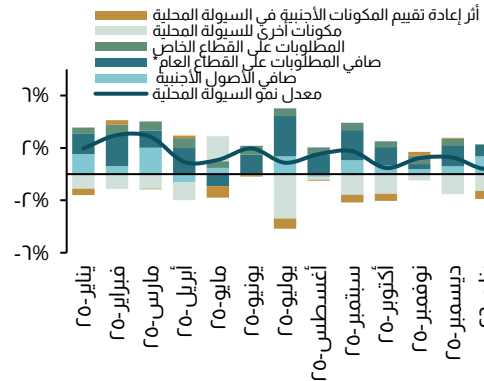


المصدر: البنك المركزي المصري.

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

أما على أساس ربع سنوي، فقد بلغ معدل نمو السيولة المحلية ٧,٥٪ بين ديسمبر ٢٠٢٥ ومارس ٢٠٢٦ (شكل رقم ٣٤)، مدعوما بشكل أساسي بأثر إعادة تقييم المكونات بالعملة الأجنبية في السيولة المحلية الناتج عن تقلبات سعر الصرف في مارس ٢٠٢٦. بالإضافة إلى ذلك، تأثر معدل النمو ربع السنوي للسيولة المحلية بارتفاع مساهمات صافي المطلوبات على القطاع العام والمطلوبات على القطاع الخاص، وتحديدًا نتيجة ارتفاع القروض لقطاعي الخدمات والصناعة. وقد حد من ذلك جزئيا انخفاض مساهمة صافي الأصول الأجنبية نتيجة التراجع الملحوظ خلال شهري فبراير ومارس ٢٠٢٦.

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.

وجاء هذا الانخفاض متركزا بشكل رئيسي في صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية، والذي تراجع بمقدار تراكمي بلغ ٨,٧ مليار دولار في فبراير ومارس لي سجل ٥,٨ مليار دولار في مارس ٢٠٢٠، مقابل ١٢,٢ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٠. في المقابل، اتسم صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي بالصلابة خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٠، إذ ارتفع بمقدار ٢,٢ مليار دولار ليصل إلى ١٥,٥ مليار دولار في مارس ٢٠٢٠، مقابل ١٣,٣ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٠.

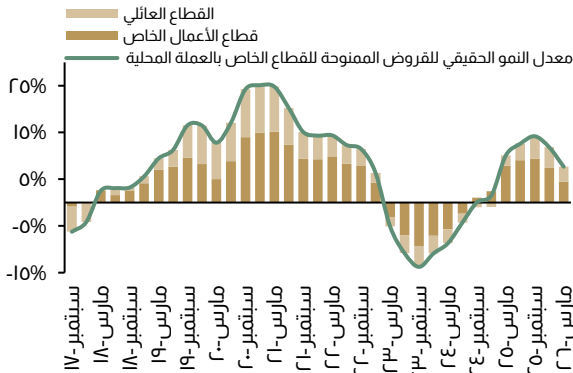
وتجدر الإشارة إلى أن الوضع القوي لصافي الأصول الأجنبية قبل اندلاع الصراع بين إيران والولايات المتحدة الأمريكية—إذ سجل ٢٩,٦ مليار دولار في يناير ٢٠٢٠، وهو أعلى مستوى له منذ ١٤ سنة—قد أتاح هامشا قويا لاستيعاب تداعيات الصدمة الخارجية الحالية. وذلك خلافا لوضع صافي الأصول الأجنبية في يناير ٢٠٢٢ والذي بلغ ٠,٧ مليار دولار قبل اندلاع الصراع الروسي-الأوكراني.

واستمر معدل النمو الحقيقي<sup>١</sup> للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية في النطاق الموجب للربع السابع على التوالي، إذ بلغ ٧,٧٪ في المتوسط خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٠، مقارنة بمتوسط قدره ١١,٨٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٠ (شكل رقم ٣٦). ويتماشى هذا الاتجاه مع العودة إلى المستويات الطبيعية عقب التعافي الكبير من تباطؤ النشاط الاقتصادي خلال السنتين الماليتين ٢٠٢٢/٢٠٢٣ و ٢٠٢٣/٢٠٢٤. وعلى الرغم من التباطؤ الحالي منذ الربع الثالث من عام ٢٠٢٥، فإن معدل النمو الحقيقي في الربع الأول من عام ٢٠٢٦ لا يزال أعلى من المتوسط التاريخي له على مدار ١٥ عاما والمقدر بنحو ٤,٥٪.

شكل رقم ٣٦

## المساهمة في معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية

(نقطة مئوية، معدل سنوي، متوسط الفترة)

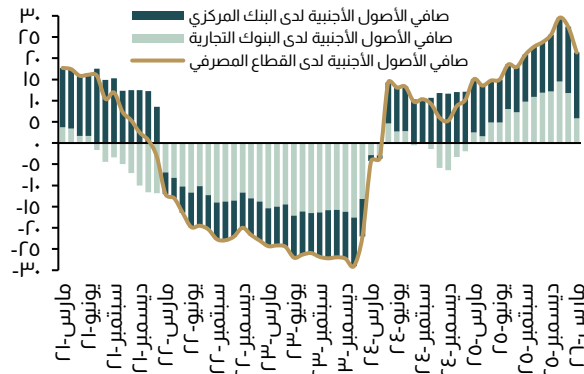


المصدر: البنك المركزي المصري.

شكل رقم ٣٥

## صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي

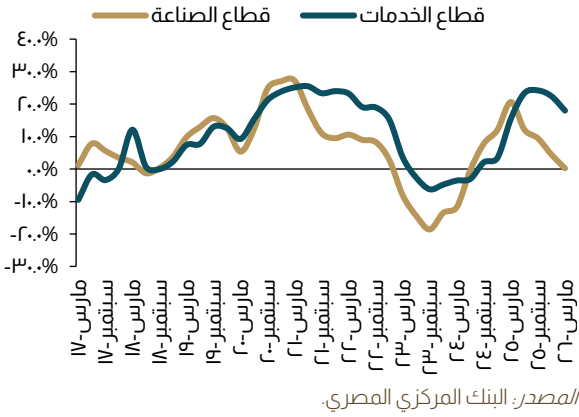
(أرصدة، مليار دولار، نهاية فترة)



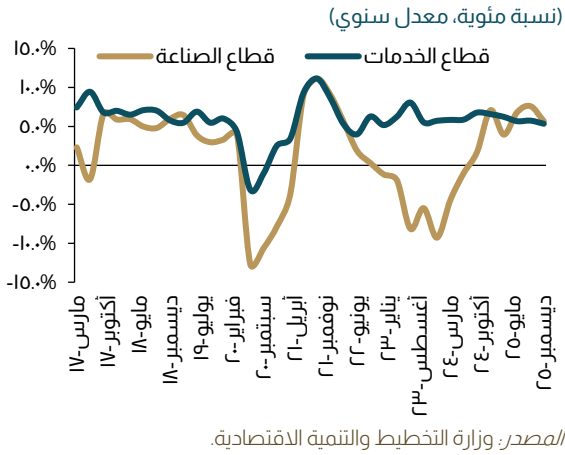
المصدر: البنك المركزي المصري.

<sup>١</sup> تم تكميش معدل النمو الاسمي باستخدام المعدل السنوي للتضخم العام.

شكل رقم ٣٨  
النمو الحقيقي للقروض الممنوحة بالعملة المحلية  
لقطاعات الصناعة والخدمات  
(نسبة مئوية، معدل سنوي، متوسط الفترة)



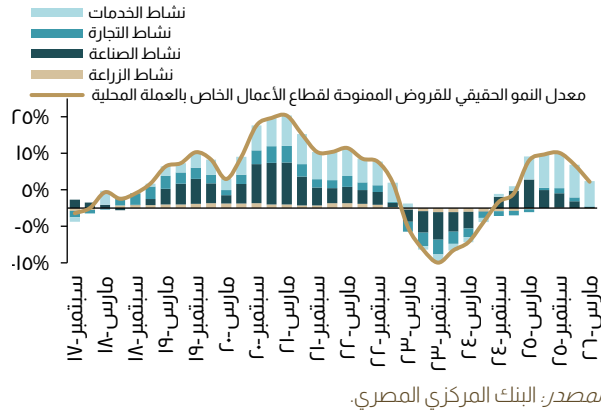
شكل رقم ٣٩  
نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لقطاعات الصناعة  
والخدمات  
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



ومن المتوقع أن يرتفع معدل النمو السنوي للسيولة المحلية (M٢) بشكل طفيف ليصل إلى ٢٦,٩٪ في يونيو ٢٠٢٦، مقابل ٢٣,١٪ في يونيو ٢٠٢٥، و٢٠,٠٪ في مارس ٢٠٢٦ (شكل رقم ٤٠). هذا بالرغم من التوقعات بانخفاض مساهمة صافي المطلوبات على القطاع العام 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

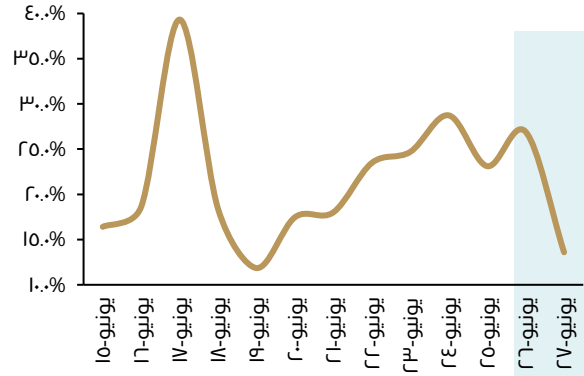
وعلى نحو مماثل، تراجع معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية في الربع الأول من عام ٢٠٢٦ ليسجل ٧,٢٪، مقابل ١١,٩٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٥ (شكل رقم ٣٧). وقد انعكس هذا الانخفاض خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ بشكل أساسي في تراجع المساهمات الموجبة لأنشطة الخدمات والصناعة—خاصة في قطاعات العقارات والاتصالات والأغذية والمشروبات ومواد البناء، بينما حد من ذلك جزئياً زيادة مساهمة قطاع الإلكترونيات والمنتجات الصناعية. وتجدر الإشارة إلى أن قطاع الخدمات لا يزال المساهم الرئيسي في معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية للربع الرابع على التوالي، إذ يتماشى ذلك مع مؤشرات النشاط الاقتصادي خلال ذات الفترة. ويعكس هذا صلابة قطاع الخدمات نسبياً في مواجهة الصدمات السابقة وبطيء التعافي منها، خاصة مقارنة بارتفاع ونشاط القطاع الصناعي الذي يتسم بسرعة الاستجابة للصدمات وبالتالي التعافي منها بشكل أسرع (شكل رقم ٣٨ وشكل رقم ٣٩).

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



المحلي الإجمالي) من ٧,٢٪ في العام المالي ٢٥/٢٠٢٤ إلى ٧,٠٪ و ٤,٩٪ في السنتين الماليتين التاليتين.<sup>٢٢</sup>

شكل رقم ٤  
توقعات معدل نمو السيولة المحلية (M٢)  
(نقطة مئوية، معدل سنوي، نهاية الفترة)



المصدر: البنك المركزي المصري، تقديرات قطاع السياسة النقدية.

ومع ذلك، من المتوقع أن يحد من هذا جزئياً زيادة المطالبات على القطاع الخاص في ضوء الجهود الحكومية المستمرة لتحسين مناخ أداء الأعمال وتعزيز دور القطاع الخاص في النمو الاقتصادي. هذا ومن المتوقع أن يتراجع معدل النمو السنوي للسيولة المحلية بشكل ملحوظ خلال العام المالي المقبل، ليسجل ١٣,٦٪ في يونيو ٢٠٢٧، مدفوعاً بشكل أساسي بالانخفاض المتوقع في مساهمة صافي المطالبات على القطاع العام.

<sup>٢٢</sup> طبقاً للتقرير النصف سنوي لوزارة المالية عن العام المالي ٢٥/٢٠٢٥، واستراتيجية المالية العامة للمدى المتوسط (٢٠٢٧/٢٠٢٦ - ٢٠٢٩/٢٠٣٠).

## ٥-٢-١ السيولة المحلية والأوضاع المالية

أهم التطورات:

- واصل البنك المركزي المصري اتباع سياسة نقدية تيسيرية تتسم بالحدز خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مع الحفاظ على سياسة نقدية من شأنها استدامة المسار النزولي للتضخم.
- عقب الخفض التراكمي لأسعار العائد الأساسية بمقدار ٨٢٥ نقطة أساس منذ بدء دورة التيسير النقدي في أبريل ٢٠٢٥، جاء انتقال أثر السياسة النقدية إلى أوضاع سوق النقد والنظام المصرفي سريعاً وفعالاً.
- انخفض فائض السيولة خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦ إلى أدنى مستوياته منذ الربع الرابع من عام ٢٠١٥، بينما استقرت مستويات معاملات سوق الإنترنت خلال الربع ذاته.
- ظلّ منحنى العائد في مصر مستقراً إلى حد كبير، إذ تراجعت عوائد الأوراق المالية ذات الأجل القصير في البداية نتيجة لتوقعات التيسير النقدي، قبل أن ترتفع مرة أخرى في ظلّ تصاعد المخاطر الجيوسياسية.
- على الرغم من تراجع حيازات المستثمرين الأجانب، فقد ظلّت الاستثمارات في أدوات الدين المحلية طويلة الأجل مستقرة، بما يعكس استمرار ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري على المدى المتوسط.
- ارتفعت عوائد السندات الدولية المصرية (سندات اليوروبوند) خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مما يعكس تراجع الإقبال على المخاطر في ظلّ احتدام الصراع بين إيران والولايات المتحدة الأمريكية.

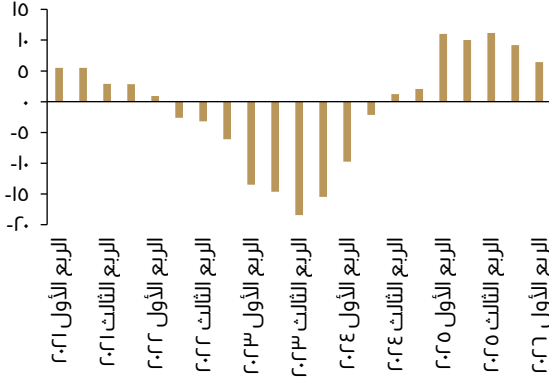
يستعرض هذا القسم التطورات في الأوضاع المالية والسيولة المحلية، مع تقييم تأثير قرارات السياسة النقدية على النظام المالي وفاعلية انتقالها إلى أسعار العائد الأساسية في الأسواق والأوضاع المالية بشكل عام. كما يتناول القسم التغيرات في ثقة المستثمرين وتطورات منحنى العائد في الأسواق المحلية والدولية.

خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، واصل البنك المركزي المصري دورة التيسير النقدي، إذ خفض أسعار العائد الأساسية بمقدار ١٠٠ نقطة أساس في فبراير ٢٠٢٦، ليصل الإجمالي التراكمي للتخفيضات بنهاية مارس ٢٠٢٦ إلى ٨٢٥

نقطة أساس منذ البدء في دورة التيسير النقدي في أبريل ٢٠٢٥. ومع ذلك، ظلت الأوضاع النقدية تقييدية، إذ لا تزال أسعار العائد الاسمية أعلى من معدلات التضخم، مما يعني أن أسعار العائد الحقيقية لا تزال موجبة، وهو ما يسهم في ترسيخ توقعات التضخم (شكل رقم ٤١).

شكل رقم ٤١  
سعر العائد الحقيقي

(نسبة مئوية، تشير القيم السالبة إلى أوضاع نقدية توسعية والعكس صحيح)



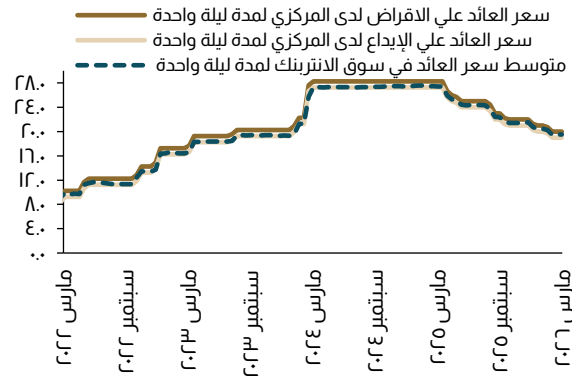
المصدر: البنك المركزي المصري.  
\* سعر العائد الحقيقي هو الفرق بين سعر الإنترنت ومعدل التضخم في الفترة الحالية.

وعقب الخفض التراكمي لأسعار العائد الأساسية، بلغ متوسط سعر العائد الأساسي ١٩,٥٪ في مارس ٢٠٢٦، مقابل ٢٧,٨٪ في مارس ٢٠٢٥ (شكل رقم ٤٢). ومن ثم، انخفض سعر عائد الإنترنت لليلة واحدة، إذ تم تمرير نحو ٩٦٪ من إجمالي التخفيضات في سعر العائد إلى سوق الإنترنت. كما أصبح سعر عائد الإنترنت لليلة واحدة متطابقاً مع سعر العائد الأساسي عند ١٩,٥٪ في مارس ٢٠٢٦ (مقابل ٢٧,٤٪ في مارس ٢٠٢٥)، مما يعكس انتقالاً سريعاً وفعالاً لأثر السياسة النقدية إلى أوضاع سوق النقد.

شكل رقم ٤٢

### سعر الإنترنت لليلة واحدة وأسعار العائد الأساسية للبنك المركزي المصري

(بالنسبة المئوية، ما لم يُذكر خلاف ذلك)\*



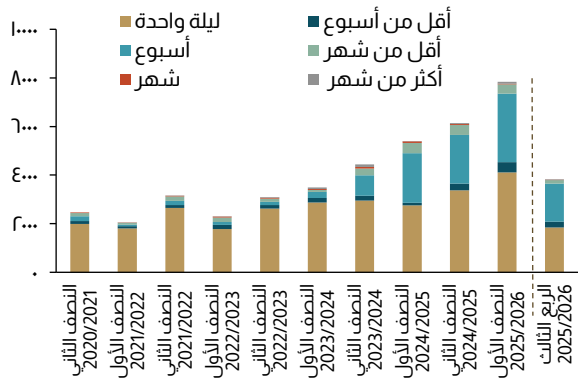
المصدر: البنك المركزي المصري.

\*بيانات شهر مارس ٢٠٢٦ تغطي الفترة حتى ٣٠ مارس ٢٠٢٦.

وواصل نشاط سوق الإنترنت استقراره بوجه عام مقارنة بالنصف الأول من العام المالي ٢٠٢٦/٢٠٢٥ (شكل رقم ٤٤). وقد تركز نشاط التداول بشكل رئيسي في آجال الليلة واحدة والأسبوع الواحد، بنحو ٩٠٪ من إجمالي حجم معاملات السوق، بما يعكس استمرار اعتماد البنوك على سوق الإنترنت في إدارة مراكز السيولة قصيرة الأجل. وتحددًا، ارتفعت حصة معاملات أجل الأسبوع الواحد بشكل طفيف لتسجل نحو ٤١٪ من إجمالي حجم التداول خلال الربع الثالث من العام المالي ٢٠٢٦/٢٠٢٥، مقابل ٣٦٪ خلال النصف الأول من العام المالي ذاته. ويعكس استمرار هذا الاتجاه التصاعدي أثر تطبيق نظام قبول جميع العطاءات المقدمة (Full Allotment) في إبريل ٢٠٢٤.

### شكل رقم ٤٤

### حجم تعاملات سوق الإنترنت (بالمليار جنيه)



المصدر: البنك المركزي المصري.

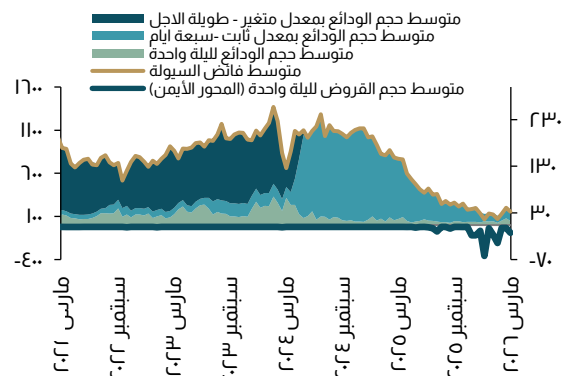
وبالنسبة لأسعار العائد على الإيداع والإقراض في القطاع المصرفي، فقد بدأت في التراجع عقب الخفض التراكمي لأسعار العائد الأساسية بمقدار ٨٢٥ نقطة أساس منذ إبريل ٢٠٢٥. ففي مارس عام ٢٠٢٦، انخفض المتوسط المرجح لسعر العائد على الودائع الجديدة إلى ١٤,٢٪، بينما تراجع سعر العائد على القروض الجديدة إلى ٢١,٨٪، مقابل ٢٠,٦٪ و ٢٨٪، على التوالي، في مارس ٢٠٢٥ (شكل رقم ٤٥).

كما واصل متوسط فائض السيولة في الجهاز المصرفي تراجعته خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، ليصل إلى نحو ١٣٤,٧ مليار جنيه (ما يعادل ١١,٧٪ من نسبة الاحتياطي الإلزامي)، مقابل ٨٢٨,٥ مليار جنيه (٩٠٪ من نسبة الاحتياطي الإلزامي) في الربع الأول من عام ٢٠٢٥ قبل بداية دورة التيسير النقدي، مسجلاً بذلك أدنى مستوى له منذ الربع الرابع من عام ٢٠١٥ (شكل رقم ٤٣). ويُعزى هذا التراجع في فائض السيولة بشكل رئيسي إلى صافي الإصدارات من الأوراق المالية الحكومية. وقد اقترن هذا الانخفاض في فائض السيولة بتسجيل متوسط حجم الإقراض لليلة واحدة ١٢,٣ مليار جنيه خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، والذي على الرغم من تراجعته عن المتوسط البالغ ١٥,٠ مليار جنيه خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٥، ظل أعلى من النشاط المحدود المسجل سابقاً عند مستويات مقارنة للصف.

### شكل رقم ٤٣

### فائض السيولة

(بالمليار جنيه مصري، متوسط الفترة)



المصدر: البنك المركزي المصري.

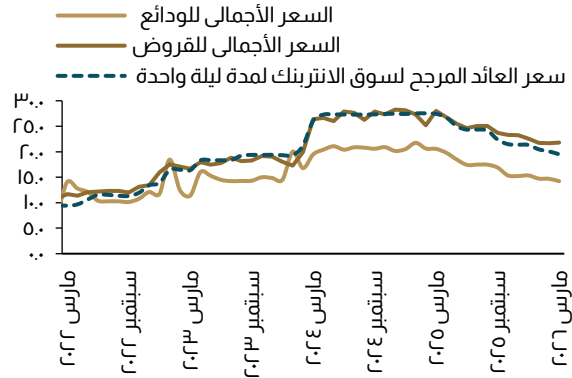
البيانات الخاصة بشهر مارس ٢٠٢٦ تغطي حتى نهاية الفترة المنتهية في

٣١ مارس ٢٠٢٦.

شكل رقم ٤٥

## أسعار العائد في الأسواق

(نسبة مئوية)

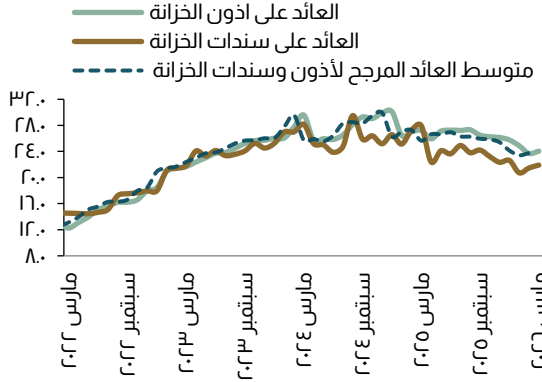


المصدر: استنادا إلى استبيان أجراه البنك المركزي المصري على القطاع المصرفي حتى ٣١ مارس ٢٠٢٦.

شكل رقم ٤٦

## العوائد على أدوات الدين الحكومية بالعملة المحلية

(نسبة مئوية)



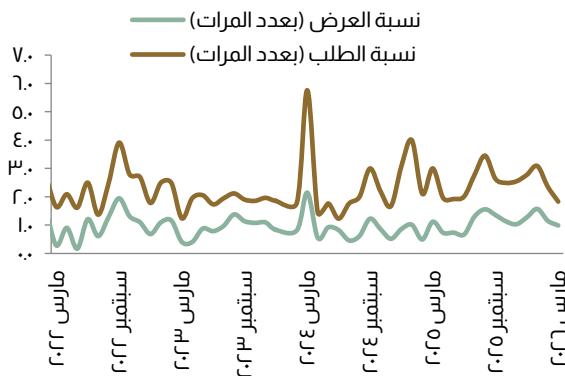
المصدر: البنك المركزي المصري. البيانات حتى ٣١ مارس ٢٠٢٦.

أما بالنسبة لعوامل العرض والطلب، فقد انخفض متوسط نسبة التغطية (كمؤشر لجانب الطلب) إلى ٢,٤ ضعفاً في الربع الأول من عام ٢٠٢٦، مقابل ٣,٠ أضعاف في الربع الأول من عام ٢٠٢٥، مما يشير إلى استمرار إقبال المستثمرين على الأوراق المالية الحكومية رغم التراجع الطفيف في مستويات الطلب (شكل رقم ٤٧). ومع ذلك، ارتفع متوسط نسبة المقبول إلى المطلوب (كمؤشر لجانب العرض) إلى ١,٢ ضعفاً، مقابل ٠,٩ ضعفاً خلال نفس الفترة، مما يعكس تحسناً في قبول أدوات الدين الحكومية عند عوائد أقل. وبشكل عام، يشير هذا الانخفاض في عوائد الأوراق المالية الحكومية إلى الانتقال المبكر لأثر دورة التيسير النقدي.

شكل رقم ٤٧

## قوى العرض والطلب على أدوات الدين الحكومية بالعملة المحلية\*

(نسبة)



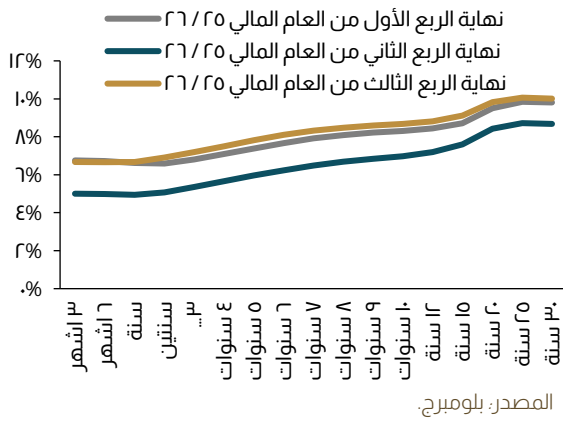
المصدر: البنك المركزي المصري. \*البيانات حتى ٣١ مارس ٢٠٢٦

أما بالنسبة لسعر عائد الائتربنك لليلة واحدة، فقد انتقل نحو ٨٠% من انخفاضه إلى متوسط أسعار العائد على الودائع الجديدة في مارس ٢٠٢٦، مقابل نحو ٧٨% إلى متوسط أسعار العائد على القروض الجديدة. ويعكس هذا انتقال قوي لأثر السياسة النقدية إلى سعري العائد على الودائع والقروض الجديدة بشكل مماثل. وعليه، ظل الهامش بين أسعار العائد على القروض الجديدة وأسعار الائتربنك ضيقاً، بما يعكس أوضاعاً تمويلية تيسيرية بشكل عام.

وفي الربع الأول من عام ٢٠٢٦، انخفضت عوائد الأوراق المالية الحكومية المقومة بالجنيه المصري—قياساً بمتوسط العائد المرجح (WAY) لكل من أذون وسندات الخزانة—لتصل إلى ٢٣,٨% في المتوسط مقابل ٢٦,٩% في الربع الأول من عام ٢٠٢٥ (شاملاً الضرائب)، أي قبل بداية دورة التيسير النقدي (شكل رقم ٤٦). ويعكس ذلك الاستجابة المحدودة من جانب السوق، في أعقاب الخفض التراكمي لأسعار العائد الأساسية بمقدار ٨٢٥ نقطة أساس منذ إبريل ٢٠٢٥. ويُعزى التحرك في العائد المرجح لأذون وسندات الخزانة بدرجة كبيرة إلى التغييرات في عوائد أذون الخزانة، وهو ما يرجع بالأساس إلى الوزن النسبي الأعلى لأذون الخزانة مقارنة بسندات الخزانة ضمن إجمالي الإصدارات. بالإضافة إلى ذلك، تخطت عوائد أذون الخزانة مستويات عوائد سندات الخزانة بشكل عام منذ بداية دورة التيسير النقدي.

مستقرة بوجه عام. ويعكس ذلك استمرار ثقة المستثمرين في آفاق الاقتصاد الكلي ومسار الإصلاح الاقتصادي في مصر على المدى المتوسط. وخلال الربع الثالث من العام المالي ٢٠٢٥/٢٠٢٦، ارتفعت عوائد السندات الدولية المصرية (سندات اليوروبوند) بمختلف الآجال بمتوسط قدره ١٧٠ نقطة أساس (شكل رقم ٤٩)، بما يعكس التراجع المحدود في ثقة المستثمرين في ظل احتدام التوترات الجيوسياسية المرتبطة بالصراع بين إيران والولايات المتحدة الأمريكية. وبينما أدى تزايد العزوف عن المخاطر إلى خروج تدفقات رأسمالية من المنطقة ومن الأسواق الناشئة، شهدت الفروق السعرية لاحقا بعض الاستقرار، مدعومة بإشارات إيجابية عن تزايد احتمالات تهدئة حدة الصراع، مما أسهم في تحسن ثقة المستثمرين وعودة التدفقات الاستثمارية بشكل تدريجي.

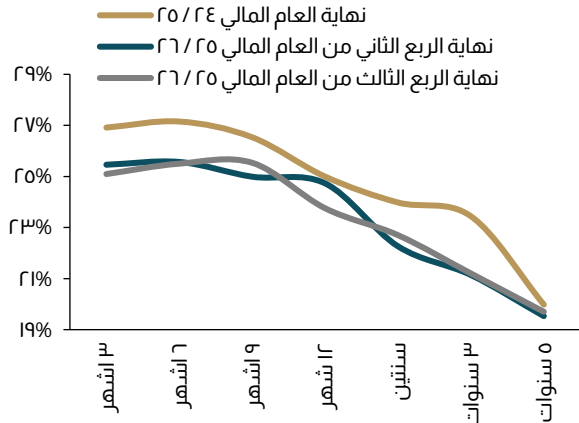
شكل رقم ٤٩  
منحنى العائد لسندات مصر الدولية (دولار) «سندات اليوروبوند»  
(نسبة مئوية)



وفي السياق ذاته، واصلت وزارة المالية جهودها في تعميق سوق الدين المحلي وتنويعه، حيث طرحت سندات موجهة للأفراد خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، وذلك في إطار استراتيجيتها الهادفة إلى تنويع مصادر التمويل. وبينما ظلت الإصدارات مدفوعة في المقام الأول بأوضاع السوق، فإن الاستراتيجية متوسطة الأجل للوزارة تواصل التركيز على إطالة متوسط آجال استحقاق الدين المحلي، بما يسهم في الحد من مخاطر إعادة التمويل وتعزيز استدامة القدرة على تحمل الدين.

وبوجه عام، ظلت العوائد مستقرة إلى حد كبير خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٦، إذ شهدت تراجعاً في بداية الفترة مدعومة بتوقعات التيسير النقدي، قبل أن تعاود الارتفاع جزئياً، لا سيما على الجانب قصير الأجل من منحنى العائد، في ظل تصاعد المخاطر الجيوسياسية (شكل رقم ٤٨). ويشير ذلك إلى أنه على الرغم من الاستقرار النسبي في العوائد، كان للمخاطر الجيوسياسية تأثير أكثر وضوحاً على الأدوات المالية الحكومية قصيرة الأجل، إذ جاءت الزيادة في عوائد أذون الخزانة أعلى من نظيرتها في الآجال الأطول مع بداية تصاعد حدة عدم اليقين.

شكل رقم ٤٨  
منحنى العائد لأذون وسندات الخزانة (السوق الأولية)  
(نسبة مئوية)



وعلى الرغم من التقلبات العالمية الأخيرة، أظهر إقبال الأجانب على سوق الدين المحلي في مصر قدراً من المرونة نسبياً. فبينما تراجع حيازات الأجانب من أذون الخزانة—بما يعكس بالأساس توجهات تجنب المخاطر على المدى القصير في ظل تصاعد التوترات الجيوسياسية واتساقاً مع الاتجاهات الأوسع في الأسواق الناشئة—ظلت الاستثمارات الأجنبية في السندات الحكومية طويلة الأجل

## ٢. النظرة المستقبلية

### أهم التطورات:

- إثر احتدام الصراع بين إيران والولايات المتحدة الأمريكية وما ترتب عليه من تداعيات اقتصادية وجيوسياسية واسعة النطاق، رفع البنك المركزي المصري توقعاته للمعدل السنوي للتضخم العام إلى ١٦,٠ - ١٧,٠٪ لعام ٢٠٢٦ في المتوسط، مقابل ١١٪ الوارد في تقرير السياسة النقدية للربع الرابع من عام ٢٠٢٥.
- في الوقت نفسه، تم خفض توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لتبلغ ٤,٩٪ و ٤,٨٪ للعامين الماليين ٢٠٢٦/٢٠٢٥ و ٢٠٢٧/٢٠٢٦ على التوالي، مقارنة بالتوقعات السابقة البالغة ٥,١ و ٥,٥٪ لذات الفترة.
- وفقا لتقديرات السيناريو الأساسي للتضخم لعام ٢٠٢٦، من المتوقع أن يتسارع المعدل السنوي للتضخم العام خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، قبل أن يستأنف مساره النزولي اعتبارا من الربع الأول من عام ٢٠٢٧، في حين من المنتظر أن يشهد نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تباطؤا اعتبارا من النصف الأول من عام ٢٠٢٦ وحتى نهاية العام.

يتناول هذا القسم بالعرض والتحليل توقعات البنك المركزي المصري لمؤشرات الاقتصاد الكلي على المدى المتوسط (انظر إلى إطار رقم ٣ لمزيد من التفاصيل حول أدوات التنبؤ وتحليل السياسات بالبنك المركزي المصري)؛ وتستند تلك التوقعات إلى نماذج قياسية، إلى جانب عدد من الافتراضات الخاصة بكل من الاقتصاديين المحلي والعالمي، والتي تسهم بجانب ميزان المخاطر المحيطة بمسار التضخم وما يستجد من بيانات فعلية في دعم قرارات لجنة السياسة النقدية.

منذ فبراير ٢٠٢٦، تأثرت آفاق الاقتصاد العالمي إثر اندلاع الصراع بين إيران والولايات المتحدة، والذي أسفر عن صدمة في أسواق الطاقة العالمية أدت بدورها إلى زيادة في أسعار الطاقة محليا، إلى جانب تفاقم حالة عدم اليقين وازدياد الحذر الاستثماري والعزوف عن المخاطر. وكان لذلك أثر سلبي على الاقتصادات الناشئة المستوردة للنفط، ومنها مصر. وفي هذا الإطار، تم تحديث الافتراضات العالمية على مدى الأفق الزمني للتوقعات لتعكس تداعيات تلك الصدمة (جدول أ).

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

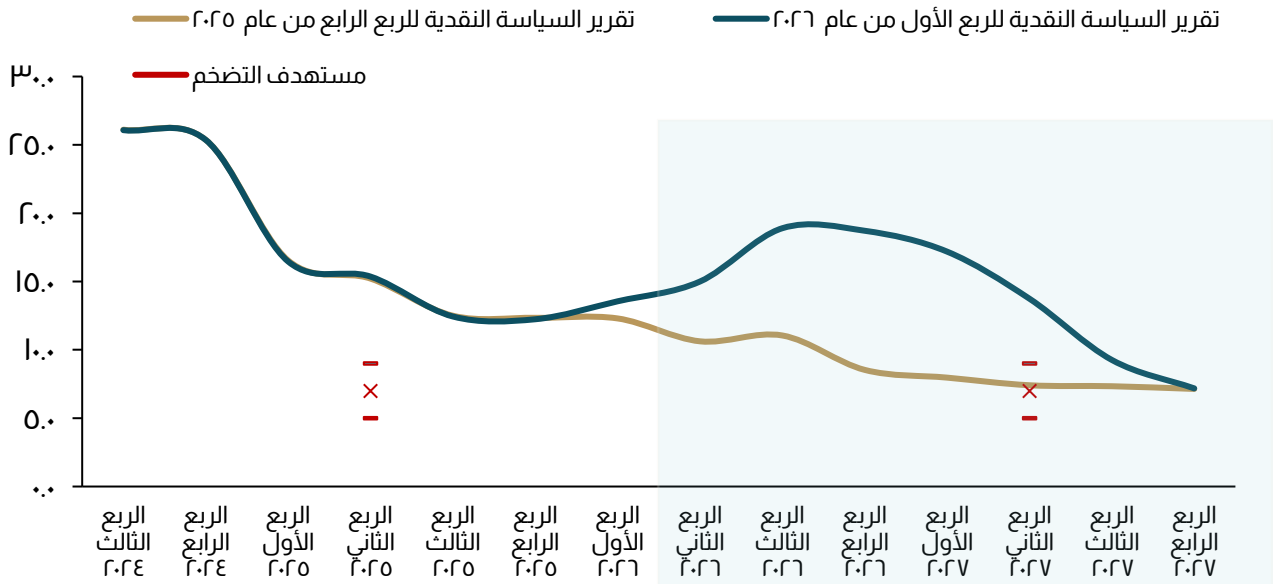
المصدر: Global Projection Model Network (GPMN).

ملحوظة: تستخدم مؤسسة GPMN نمودجا قياسية كميا للتنبؤات العالمية يتيح تحديثات شهرية لتوقعات الاقتصاد الكلي لعشرة من الاقتصادات المتقدمة والمؤثرة على معدل النمو العالمي.

وقد تم خفض تقديرات فجوة الناتج لدى الشركاء التجاريين لعام ٢٠٢٦ مقارنة بتقرير السياسة النقدية للربع الرابع من عام ٢٠٢٥، إذ من المتوقع أن يظل النشاط الاقتصادي دون مستواه المحتمل، مما يعكس ضعف آفاق النمو في ظل استمرار الصراع الإقليمي. وفي المقابل، تم رفع توقعات التضخم لدى الشركاء التجاريين لعام ٢٠٢٦، نتيجة زيادة أسعار النفط والسلع الأساسية، وهو ما يشير إلى أن الصدمة الراهنة تعد صدمة عرض في الأساس. أما تقديرات الأوضاع المالية العالمية، والتي يُستدل عليها بسعر العائد في الولايات المتحدة، فقد ظلت دون تغير في المتوسط، في ظل استمرار معدلات التضخم أعلى من المستويات المستهدفة، مع احتمالية تباطؤ أو توقف دورة التيسير النقدي في ضوء تداعيات صدمة الطاقة العالمية الراهنة. وبشكل عام، أسهمت هذه الافتراضات العالمية المعدلة في إحداث تغير طفيف في المسار المتوقع للتضخم المحلي، في المتوسط، على مدى الأفق الزمني للتوقعات.

وعلى الجانب المحلي، تستند توقعات التضخم الي ما يُستجد من بيانات فعلية، وكذا تعتمد على التقديرات قصيرة الأمد التي تتضمن مجموعة من الافتراضات المحلية لمسار التوقعات. وبالمقارنة مع تقرير السياسة النقدية للربع الرابع من عام ٢٠٢٥، أدى اندلاع الصراع بين إيران والولايات المتحدة إلى مراجعة الآفاق المستقبلية للتضخم لأعلى (شكل رقم ٥٠). وتعكس هذه المراجعة الآثار المترتبة على الأحداث الجيوسياسية الأخيرة والتي تمثلت عالميا في صدمة أسعار الطاقة العالمية وتزايد الحذر الاستثماري والعزوف عن المخاطر، فضلا عن التداعيات الاقتصادية المحلية التي جاءت أكثر حدة مما كان متوقعا في السيناريو البديل الوارد في التقرير السابق. ونتيجة لذلك، تسبب هذا الصراع في تقلبات بسعر الصرف، الأمر الذي استدعى اتخاذ مجموعة من إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة التي أدت إلى ارتفاع أسعار الوقود محليا، وهو ما أدى إلى ضغوط تصاعدية على التضخم. وبناء عليه، سجلت معدلات التضخم عن شهر مارس ٢٠٢٦—وبالتالي الربع الأول من العام—مستويات أعلى من التوقعات السابقة التي وردت في تقرير السياسة النقدية للربع الرابع من ٢٠٢٥.

شكل رقم ٥٠  
توقعات السيناريو الأساسي للمعدل السنوي للتضخم للعام (تقرير السياسة النقدية للربع الرابع من ٢٠٢٥ مقابل تقرير السياسة النقدية للربع الأول من ٢٠٢٦)  
(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).

ونظرا لحجم الصدمة وارتفاع درجة عدم اليقين المحيطة بكلي من أمدتها وتأثيرها، تم إعداد سيناريو أساسي يفترض حل النزاع في الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، وهو افتراض يستند إلى عودة حركة الملاحة البحرية عبر مضيق هرمز، وما يتبع ذلك من استقرار في أسعار الطاقة العالمية، إضافة إلى التحسن التدريجي في شهية المستثمرين للمخاطرة. كما يفترض السيناريو الأساسي إجراءات محتملة لضبط أوضاع المالية العامة على مدار الأفق الزمني للتوقعات.

وفي ضوء ما سبق وعلى مدار الأفق الزمني للتوقعات، تشير توقعات البنك المركزي المصري بحسب السيناريو الأساسي إلى تسارع المعدل السنوي للتضخم العام خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٦، على أن يظل عند مستوياته المرتفعة على مدار عام ٢٠٢٦، قبل أن يستأنف مساره النزولي بشكل تدريجي اعتباراً من الربع الأول لعام ٢٠٢٧. وعليه، فإنه من المتوقع أن يتجاوز مسار التضخم الحالي مستهدف البنك المركزي المصري البالغ ٧٪ (±٢ نقطة مئوية) في المتوسط بحلول الربع الرابع من عام ٢٠٢٦. وطبقاً للسيناريو الأساسي، من المتوقع أن يصل معدل التضخم ضمن نطاق المعدلات الأحادية خلال النصف الثاني من عام ٢٠٢٧. ووفقاً لذلك، من المتوقع أن يبلغ متوسط المعدل السنوي للتضخم العام ١٦,٠٪ و ١٢,٠٪ في عامي ٢٠٢٦ و ٢٠٢٧ على الترتيب، مقابل ١١,٠٪ و ٨,٠٪ في ذات العامين، كما ورد في تقرير السياسة النقدية للربع الرابع من عام ٢٠٢٥. ومع ذلك، يظل مسار التضخم عُرضة لمخاطر صعودية، وخاصة في حال استمرار الصراع لفترة أطول، فضلاً عن تجاوز أثر إجراءات ضبط الأوضاع المالية للتوقعات، إلى جانب مخاطر أخرى موضحة في الجدول (ب).

جدول (ب) المخاطر المحلية والدولية المحيطة بتوقعات التضخم			
الأثر على مسار التضخم	المخاطر الدولية	الأثر على مسار التضخم	المخاطر المحلية
↑	امتداد المدي الزمني للتوترات الإقليمية الجيوسياسية بما يفوق التوقعات	↑	انتقال أثر إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة إلى الأسعار بمعدل أعلى من المتوقع
↑	ارتفاع الأسعار العالمية للطاقة والمواد الغذائية		
↑	توقف دورة التيسير النقدي للبنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة (تقييد الأوضاع المالية العالمية مقارنة بالتوقعات)	↓	تحسن أوضاع المخاطر السيادية (تدفق رؤوس الأموال للداخل بما يسهم في ارتفاع قيمة العملة المحلية)
		↓	تعافي تدريجي في إيرادات قناة السويس (زيادة مصادر النقد الأجنبي)

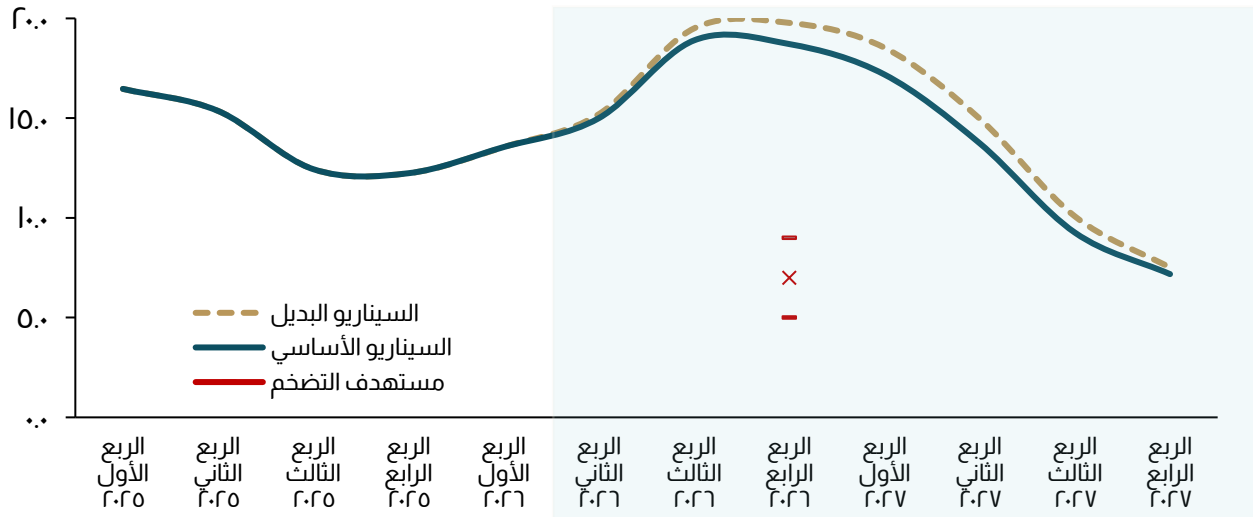
نتج عن الصراع الراهن في المنطقة تحقق المخاطر الصعودية التي وردت في تقرير السياسة النقدية السابق، مما استدعى إعادة تقييم ميزان المخاطر المحيطة بالمسار المتوقع للتضخم. وترتبط حدة تلك المخاطر بحجم انتقال آثار صدمة الطاقة العالمية، والذي يتوقف بدوره على مدى استمرار الاضطرابات الناتجة عن الصراع. وبالتبعية، يميل ميزان المخاطر المحيطة بالتضخم العالمي نحو الجانب الصعدي، مدفوعاً على نحو رئيسي بارتفاع مستمر في أسعار الطاقة العالمية، إلى جانب استمرار ارتفاع الأسعار العالمية للسلع الغذائية نتيجة اضطرابات محتملة على جانب العرض وارتفاع علاوات التأمين على الشحن، فضلاً عن زيادة أسعار الأسمدة. ومن شأن هذه التطورات، حال تحققها، أن تمثل ضغوطاً على التضخم المستورد. علاوة على ذلك، من شأن تعليق البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة لنهجها التيسيري أن يؤدي إلى تشديد الأوضاع المالية العالمية بقدر أكثر حدة من المتوقع، ومن ثم تقليص تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة.

ومع ذلك، ثمة عوامل قد تدفع المسار المتوقع للتضخم إلى مستويات أقل مقارنة بالسيناريو الأساسي، منها احتمال التوصل إلى تسوية أسرع للصراع بين إيران والولايات المتحدة، بما في ذلك إعادة فتح مضيق هرمز، مما يسهم في استعادة الاستقرار

في الأسواق العالمية للطاقة والسلع. كما أن التعافي التدريجي لحركة الملاحة عبر قناة السويس من شأنه أن يؤدي إلى تطورات مواتية في سعر الصرف وانحسار علاوات المخاطر السيادية، وبالتالي تراجع التضخم مقارنة بالتوقعات.

وبناء عليه، أعد البنك المركزي المصري سيناريو بديلا يحاكي تداعيات المخاطر الصعودية السالف ذكرها حال تحققها، إذ يفترض امتداد أمد الصراع—وبالتبعية أثر صدمة الطاقة العالمية الراهنة—الأمر الذي من شأنه أن ينعكس سلبا على أسعار الطاقة المحلية وسعر الصرف، ومن ثم يؤدي إلى ارتفاع المسار المتوقع للتضخم مقارنة بالسيناريو الأساسي. ووفقا لهذا السيناريو، ومع افتراض أوضاع نقدية أكثر تقييدا مقارنة بالسيناريو الأساسي، من المتوقع أن يتسارع المعدل السنوي للتضخم العام خلال عام ٢٠٢٦ ليسجل مستويات أعلى من نظيرتها في السيناريو الأساسي (شكل رقم ٥١)، قبل أن يتراجع تدريجيا ليصل إلى نطاق المعدلات الأحادية بطول النصف الثاني من عام ٢٠٢٧، في المتوسط. وعليه، من المتوقع أن يسجل المعدل السنوي للتضخم العام متوسطا قدره ١٧,٠٪ و ١٣,٠٪ خلال عامي ٢٠٢٦ و ٢٠٢٧، على التوالي.

شكل رقم ٥١  
توقعات المعدل السنوي للتضخم العام (السيناريو الأساسي مقارنة بالسيناريو البديل)  
(نسبة مئوية، معدل سنوي)

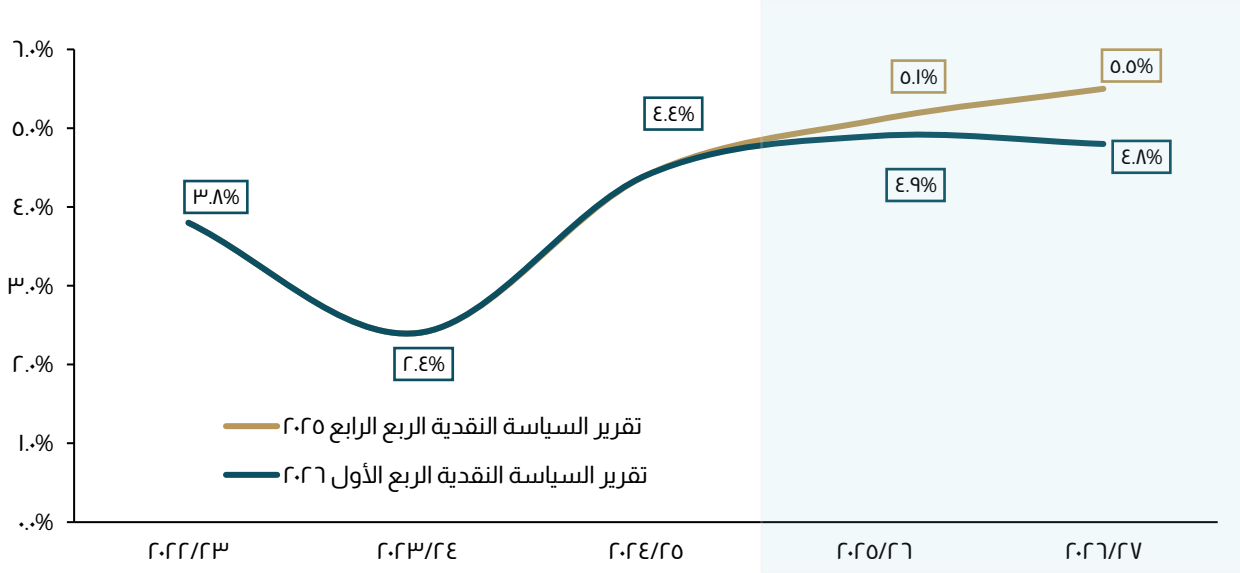


المصدر: تقديرات البنك المركزي المصري باستخدام نموذج التوقعات ربع السنوية (إطار نموذج التوقعات ربع السنوية للبنك المركزي المصري في تقرير السياسة النقدية للربعين الأول والثاني من عام ٢٠٢٥).

وفيما يتعلق بالقطاع الحقيقي، تم تعديل توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي إلى ٤,٩٪ و ٤,٨٪ للعامين الماليين ٢٠٢٦/٢٠٢٥ و ٢٠٢٧/٢٠٢٦، على التوالي (شكل رقم ٥٢)، مقارنة بالتقديرات السابقة البالغة ٥,١٪ و ٥,٥٪. وتأتي هذه المراجعة انعكاسا لتداعيات الصراع بين إيران والولايات المتحدة على النشاط الاقتصادي، مع افتراض استمرار تلك التداعيات حتى نهاية عام ٢٠٢٦. ويُعزى خفض معدلات النمو الاقتصادي بشكل رئيسي إلى تراجع المساهمة المتوقعة لنشاط السياحة، في ضوء افتراض انخفاض عدد الليالي السياحية إثر إغلاق المجالات الجوية، لا سيما في مراكز الطيران والملاحة الرئيسية في المنطقة. علاوة على ذلك، تعكس التوقعات احتمالية انخفاض مساهمة قناة السويس، إذ تم إرجاء التعافي التدريجي المفترض في صافي الحمولة المارة عبر القناة للربع الأول من عام ٢٠٢٧ بدلا من الربع الثالث من عام ٢٠٢٦. وعلى الرغم من ذلك، من المتوقع أن تواصل قطاعات الصناعات التحويلية غير البترولية والخدمات دعم نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الأفق الزمني للتوقعات. كما يُتوقع تحسن نشاط الاستخراجات مدفوعا بالاكشافات البرية والبحرية الناجحة، والتي من شأنها تعزيز إنتاج مصر من النفط الخام والغاز الطبيعي على المدى المتوسط.

وبناء عليه، تشير التقديرات إلى أن الناتج لا يزال دون طاقته الإنتاجية القصوى، وهو ما يشير إلى محدودية الضغوط التضخمية من جانب الطلب على المدى القصير، مع توقع استمرار الفجوة السالبة لفترة أطول مقارنة بالتقديرات السابقة، قبل أن تتلاشى تدريجياً بحيث يصل الناتج لمستوياته القصوى بحلول النصف الأول من عام ٢٠٢٧. وتأتي هذه المراجعة انعكاساً لخفض توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في ظل تداعيات الصراع بين إيران والولايات المتحدة على النشاط الاقتصادي المحلي.

شكل رقم ٥٢  
توقعات البنك المركزي المصري للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (بأسعار السوق)  
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: البنك المركزي المصري.

## قرارات لجنة السياسة النقدية

منذ إبريل ٢٠٢٥، تبنت لجنة السياسة النقدية دورة تيسير نقدي حتى اجتماعها المنعقد في ١٢ فبراير ٢٠٢٦، إذ بلغ الخفض التراكمي لمعدلات العائد الأساسية ٨٢٥ نقطة أساس، وذلك إثر التراجع المتواصل في معدلات التضخم، وبدعم من المعدلات الموجبة لسعر العائد الحقيقي والتطورات المواتية لسعر الصرف. إلا أنه في اجتماعها المنعقد في ٢ أبريل ٢٠٢٦، ارتأت اللجنة تعليق دورة التيسير النقدي واعتماد نهج "الانتظار والترقب"، إذ قررت الإبقاء على أسعار العائد الأساسية دون تغيير، بما يؤكد التزامها بتحقيق هدف استقرار الأسعار واستعادة المسار النزولي للتضخم.

وقد أشارت اللجنة في بيانها الصادر في ٢ أبريل ٢٠٢٦ إلى أن الصراع الراهن في المنطقة أسفر عن تحقق المخاطر الصعودية التي وردت في بيان لجنة السياسة النقدية في فبراير ٢٠٢٦، مما أدى إلى عرقلة كل من الاستقرار النسبي الذي شهده التضخم في الآونة الأخيرة وإبطاء وتيرة مساره النزولي. وعليه، قررت اللجنة الإبقاء على أسعار العائد الأساسية للبنك المركزي المصري دون تغيير في ظل وجود هامش موجب في سعر العائد الحقيقي. ويأتي هذا القرار نتيجة للصراع الدائر والذي تسبب في صدمة طاقة عالمية وحالة عزوف عن المخاطر. وقد نتج عن هذا تقلبات بسعر الصرف، الأمر الذي استدعى اتخاذ مجموعة من إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة التي أدت إلى ارتفاع أسعار الوقود محلياً، مما أسفر عن ارتفاع معدلات التضخم كما يعكسه معدل التضخم لشهر مارس ٢٠٢٦. ومع ذلك، أكدت اللجنة مجدداً أن مرونة سعر الصرف لا تزال أداة رئيسية لامتناع الصدمات والحد من تأثيرها على النشاط الاقتصادي المحلي والاحتياطيات الدولية، وذلك رغم انتقال أثرها إلى معدلات التضخم على المدى القصير.

وفي ضوء ما تقدم، سوف تواصل اللجنة تقييم قراراتها بناء على ما يستجد من بيانات، مع التأكيد على أن هذه القرارات تعتمد على التوقعات وما يحيط بها من مخاطر. كما أكدت أنها لن تتردد في استخدام الأدوات المتاحة لديها لاستعادة المسار النزولي للتضخم والحفاظ على استقرار الأسعار.

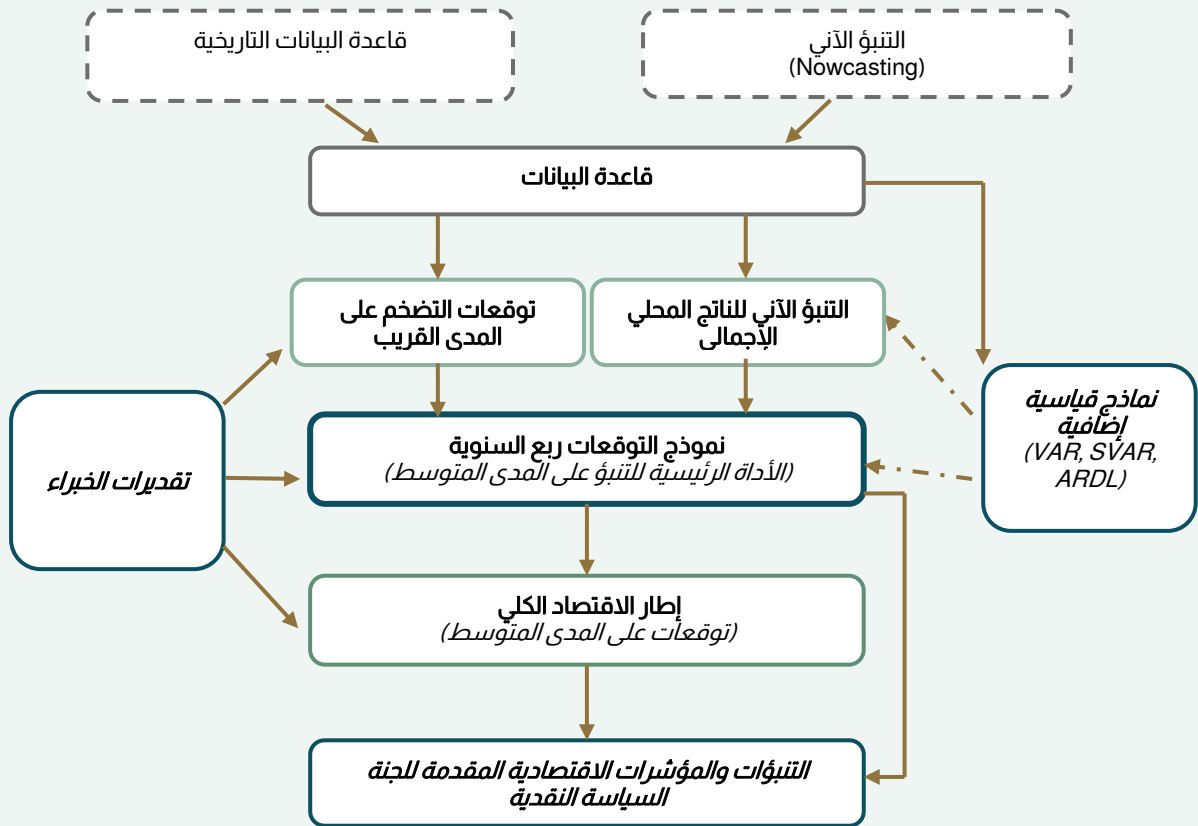
## إطار رقم ٣ : نظام التنبؤ وتحليل السياسات

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<sup>١</sup>، 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<sup>٢</sup> في نموذج التنبؤ الرئيسي على المدى المتوسط.

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

## ثانياً: أدوات التنبؤ على المدى المتوسط

يُعد نموذج التوقعات ربع السنوية<sup>٣</sup> (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<sup>٤</sup> 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 متطلبات 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، والمدمج 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. ويُسهم 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.

<sup>٣</sup> 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.  
<sup>٤</sup> 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 ما: المساهمة في تضخم الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في الحضر

الأوزان**	مارس ٢٠٢٤	يوليو ٢٠٢٤	سبتمبر ٢٠٢٤	ديسمبر ٢٠٢٤	مارس ٢٠٢٥	يوليو ٢٠٢٥	سبتمبر ٢٠٢٥	ديسمبر ٢٠٢٥	مارس ٢٠٢٦
المساهمة في المعدل ربع السنوي للرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين (نقطة مئوية، معدل التغير عن الربع السابق)									
السلع والخدمات المحددة أسعارها إداريا	٢١.٤	١.٧	١.٤	١.١	١.٤	١.٢	٠.٧	٠.٥	٠.٩
الخضروات والفواكه الطازجة	٥.٥	٠.١	٠.٠	١.٥	٠.١	٠.٤	٠.٣	٠.٣	٠.٣
السلع الغذائية الأساسية	٢٤.٥	٦.١	١.٢	٠.٥	١.٠	٠.١	٠.٦	٠.٠	١.٣
السلع الاستهلاكية	١٤.٣	١.٥	١.٢	٠.٦	٠.٨	١.٠	٠.٤	٠.٣	٠.٤
الخدمات	٣٤.٣	٢.٠	١.٦	٠.٧	٠.٨	١.٣	٠.٧	٢.٤	١.٥
التضخم العام (نسبة مئوية)	١٠.٠	١١.٢	٥.٣	٣.٣	٣.٦	٤.١	٠.٩	٣.٥	٤.٤
التضخم الأساسي* (نسبة مئوية)	٧٣.١	١٣.١	٥.٢	١.١	٢.٩	٣.٩	٠.٧	٣.٧	٤.٤

المساهمة في المعدل ربع السنوي للرقم القياسي العام لأسعار المستهلكين (نقطة مئوية، معدل التغير عن السنة السابقة)									
السلع والخدمات المحددة أسعارها إداريا	٢١.٤	٥.٧	٥.٩	٥.٥	٦.٢	٥.٢	٥.٠	٤.٥	٣.٥
الفواكه والخضروات الطازجة	٥.٥	٢.٨	٢.١	٢.٣	١.٧	١.٢	١.٦	٠.٢	٠.٨
السلع الغذائية الأساسية	٢٤.٥	١٥.٢	١١.٤	٨.٨	٧.٦	٢.٥	١.٤	١.١	٠.٨
السلع الاستهلاكية	١٤.٣	٤.٠	٤.٤	٤.١	٤.٢	٣.٤	٣.٢	٣.٠	٢.٢
الخدمات	٣٤.٣	٥.٣	٥.٥	٥.٤	٥.٦	٤.٣	٤.٠	٤.٠	٦.١
التضخم العام (نسبة مئوية)	١.٠	٣٣.٠	٢٩.٤	٢٦.١	٢٥.٤	١٦.٥	١٥.٢	١٢.٥	١٢.٣
التضخم الأساسي (نسبة مئوية)	٧٣.١	٣٢.٧	٢٨.٥	٢٤.٨	٢٣.٨	١٣.٦	١١.٦	١١.٢	١٢.٦

المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء والبنك المركزي المصري.

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

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

## جدول م ٢: المساهمة في النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي

ديسمبر-٢٥*	سبتمبر-٢٥*	يونيو-٢٥*	مارس-٢٥*	ديسمبر-٢٤*	٢٥/٢٠٢٤*	٢٤/٢٠٢٣	٢٣/٢٠٢٢	
٥.٣	٥.٣	٥.٠	٤.٨	٤.٣	٤.٤	٢.٤	٣.٨	الناتج المحلي الإجمالي حسب الإنفاق
٥.٣	٥.٣	٥.٠	٤.٧	٤.٣	٤.٤	٢.٣	٣.٦	الناتج المحلي الإجمالي حسب القطاع
٠.٣	٠.٣	٠.٢	٠.٥	٠.٢	٠.٣	٠.٤	٠.٥	الزراعة والغابات والصيد
١.٢	١.٥	١.٤	٠.٩	١.٥	١.٠	-١.٢	-٠.٧	الصناعة
-٠.١	-٠.٣	-٠.٦	-٠.٨	-٠.٦	-٠.٦	-٠.٣	-٠.١	الاستخراجات
٠.٠	-٠.١	-٠.٣	-٠.٤	-٠.٢	-٠.٢	-٠.١	٠.٠	بتترول
-٠.١	-٠.٢	-٠.٤	-٠.٥	-٠.٤	-٠.٤	-٠.٣	-٠.٢	غاز طبيعي
٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.٠	٠.٠	٠.١	٠.١	أخرى
١.٣	١.٨	٢.٠	١.٧	٢.٠	١.٦	-٠.٨	-٠.٦	الصناعات التحويلية
٠.١	٠.٠	-٠.١	-٠.٢	٠.١	٠.٠	-٠.٢	-٠.١	تكرير البترول
١.٢	١.٨	٢.١	١.٩	١.٩	١.٧	-٠.٦	-٠.٥	تحويلية أخرى
٢.٤	٢.٥	٢.٧	٢.٨	٢.٨	٢.٨	٢.٥	٢.٧	الخدمات
-٠.٣	٠.٢	٠.٣	٠.٣	٠.٤	٠.٣	٠.٤	٠.٤	التشييد والبناء
٠.٣	٠.٣	٠.٢	٠.٢	٠.٣	٠.٣	٠.٤	٠.٤	الأنشطة العقارية والخدمية
٠.٤	٠.٢	٠.١	٠.٠	٠.٥	٠.٤	٠.٣	٠.٢	النقل والتخزين
٠.٤	٠.٤	٠.٣	٠.٧	٠.٤	٠.٤	٠.٢	٠.١	المال
٠.١	٠.١	٠.٠	٠.١	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	التأمين ١/
٠.٧	٠.٤	٠.٤	٠.٥	٠.٣	٠.٤	٠.٤	٠.٤	الاتصالات
٠.٥	٠.٤	٠.٨	٠.٦	٠.٥	٠.٥	٠.٣	٠.٧	السياحة
٠.٣	٠.٣	٠.٤	٠.٣	٠.٣	٠.٣	٠.٤	٠.٤	التعليم والصحة والخدمات الأخرى
٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	المرافق ٢/
٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	المعلومات
١.٠	٠.٧	٠.٤	٠.٥	٠.٦	٠.٥	٠.٩	٠.٦	تجارة الجملة والتجزئة
٠.١	٠.٠	٠.٠	-٠.٢	-١.١	-٠.٦	-٠.٥	٠.٣	قناة السويس
٠.٣	٠.٢	٠.٣	٠.٢	٠.٣	٠.٣	٠.٣	٠.٢	الحكومة العامة

\*مبدئي

المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية.

١/ يشمل الضمان الاجتماعي

٢/ يشمل المياه والصرف وإعادة الدوران.

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

ديسمبر-٢٥*	سبتمبر-٢٥*	يونيو-٢٥*	مارس-٢٥*	ديسمبر-٢٤*	٢٥/٢-٢٤*	٢٤/٢-٢٣	٢٣/٢-٢٢	
-١٧.١	-١٤.٦	-١٢.٧	-١٠.٨	-١٣.٤	-٥١.	-٣٩.٦	-٣١.٢	<b>الميزان التجاري</b>
٩.٨	١١.١	١٠.٥	١١.	٩.٦	٤٠.٢	٣٢.٦	٣٩.٦	حصيلة الصادرات
١.٤	١.٣	١.٤	١.٢	١.٨	٥.٦	٥.٧	١٣.٨	البتروولية
٨.٤	٩.٨	٩.	٩.٩	٧.٨	٣٤.٦	٢٦.٨	٢٥.٨	غير البتروولية
٢٦.٩	٢٥.٧	٢٣.١	٢١.٩	٢٣.١	٩١.٢	٧٢.١	٧٠.٨	مدفوعات عن الواردات **
٥.٢	٦.٤	٥.	٤.٨	٤.٢	١٩.٥	١٣.٤	١٣.٤	البتروولية
٢١.٨	١٩.٣	١٨.١	١٧.	١٨.٨	٧١.٧	٥٨.٨	٥٧.٤	غير البتروولية
<b>٣.٩</b>	<b>٥.</b>	<b>٤.٣</b>	<b>٣.٥</b>	<b>٣.٣</b>	<b>١٥.١</b>	<b>١٤.٤</b>	<b>٢١.٩</b>	<b>ميزان الخدمات</b>
٨.٩	٩.٤	٨.٢	٧.٦	٧.٩	٣٢.١	٣٠.٢	٣٤.٦	المتحصلات
٢.٥	٢.٣	٢.٤	٢.٢	٢.٥	٩.٤	١٠.٧	١٤.	النقل
١.١	١.	١.	-٠.٨	-٠.٩	٣.٦	٦.٦	٨.٨	منها: رسوم المرور في قناة السويس
٤.٨	٥.٥	٤.٢	٣.٨	٣.٩	١٦.٧	١٤.٤	١٣.٦	السياحة
٥.	٤.٤	٣.٨	٤.٢	٤.٦	١٧.	١٥.٩	١٢.٦	المدفوعات
١.٤	١.	-٠.٩	١.	١.١	٣.٩	٥.١	٥.	السياحة
<b>-٤.٢</b>	<b>-٤.٤</b>	<b>-٣.٧</b>	<b>-٤.٢</b>	<b>-٣.٧</b>	<b>-١٥.٨</b>	<b>-١٧.٥</b>	<b>-١٧.٣</b>	<b>ميزان دخل الاستثمار</b>
-٠.٨	-٠.٦	١.	-٠.٦	-٠.٦	٢.٩	١.٩	٢.١	متحصلات دخل الاستثمار
٥.	٥.	٤.٧	٤.٩	٤.٣	١٨.٧	١٩.٥	١٩.٥	مدفوعات دخل الاستثمار
٢.١	١.٨	١.٦	١.٩	١.٩	٧.٣	٧.٩	٦.٢	منها: فوائد مدفوعة
<b>١١.٣</b>	<b>١٠.٧</b>	<b>٩.٩</b>	<b>٩.٣</b>	<b>٨.٨</b>	<b>٣٦.٣</b>	<b>٢١.٩</b>	<b>٢١.٨</b>	<b>التحويلات</b>
١١.٣	١٠.٧	٩.٩	٩.٣	٨.٧	٣٦.٢	٢١.٩	٢١.٩	التحويلات الخاصة (صافي)
٠.	٠.	٠.	٠.	-٠.١	-٠.١	٠.	-٠.١	التحويلات الرسمية (صافي)
<b>-٦.٢</b>	<b>-٣.٢</b>	<b>-٢.٢</b>	<b>-٢.٣</b>	<b>-٥.٠</b>	<b>-١٥.٤</b>	<b>-٢٠.٨</b>	<b>-٤.٧</b>	<b>حساب المعاملات الجارية</b>
<b>٦.٨</b>	<b>-٠.٤</b>	<b>٢.٥</b>	<b>-١.٢</b>	<b>٥.١</b>	<b>١٠.٢</b>	<b>٢٩.٩</b>	<b>٨.٩</b>	<b>الحساب الرأسمالي والمالي</b>
-٠.١	-٠.١	-٠.١	-٠.١	-٠.١	-٠.٢	-٠.١	-٠.١	الحساب الرأسمالي
٦.٩	-٠.٣	٢.٦	-١.٢	٥.٢	١٠.٤	٣٠.	٩.	الحساب المالي
٦.٩	٢.٤	٢.٤	٣.٨	٣.٣	١٢.٢	٤٦.١	١٠.	صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة
٣.٢	١.٨	-٠.٥	٥.٣	-٢.٨	١.٦	١٤.٥	-٣.٨	استثمارات محافظة الأوراق المالية في مصر (صافي) #
-٠.٤	-٠.٣	-٠.١	١.٩	-٠.٣	١.١	-١.٦	-٠.٣	منها: السندات
-٣.	-٤.٣	-٠.٨	-١.١	٤.٨	-٢.٨	-٢٩.٨	٣.٤	الاستثمارات الأخرى
-٠.١	١.٨	-٠.١	-٠.٢	-١.٣	-٠.٧	٤.٩	١.٤	صافي الاقتراض
-٠.٩	-٠.١	-٠.٩	-٠.٤	٠.	-٢.٣	-٢.٨	-٠.٢	قروض متوسطة وطويلة الأجل (صافي)
-٠.٢	٠.	-٠.١	-٠.٢	-٠.٩	-١.٢	-٠.٤	١.٧	تسهيلات موردين ومشتريين متوسطة وطويلة الأجل (صافي)
-٠.٧	٢.٨	١.١	-٠.٤	-٠.٤	٢.٨	٧.٢	٠.	تسهيلات موردين ومشتريين قصيرة الأجل (صافي)
-٤.٦	-٦.٦	-٥.٧	-٨.	٤.٦	-٩.١	-٢٤.٩	-٤.٨	أصول أخرى
١.٦	-٠.٥	٦.٤	-١.٨	١.٦	٧.	-٩.٨	٦.٧	خصوم أخرى
-١.١	٢.	-٠.٥	٢.١	-٠.٤	٣.١	-٠.٦	-٣.٣	صافي السهو والخطأ
<b>-٠.٥</b>	<b>-١.٦</b>	<b>-٠.٢</b>	<b>-١.٤</b>	<b>-٠.٥</b>	<b>-٢.١</b>	<b>٩.٧</b>	<b>-٠.٩</b>	<b>الميزان الكلي</b>
-٠.٥	١.٦	-٠.٢	١.٤	-٠.٥	٢.١	-٩.٧	-٠.٩	التغير في الأصول الاحتياطية للبنك المركزي (الزيادة-)

\* مبدئي

\*\* يشمل الصادرات والواردات من المناطق الحرة

\*\*\* جميع الأرقام المدرجة تم تقريبها إلى أقرب منزلة عشرية. لذلك، قد لا يكون مجموع المساهمات متطابقاً مع الإجمالي الكلي.

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

مارس ٢٠٢٦	ديسمبر ٢٠٢٥	سبتمبر ٢٠٢٥	يونيو ٢٠٢٥	يونيو ٢٠٢٤	يونيو ٢٠٢٣	يونيو ٢٠٢٢	يونيو ٢٠٢١	
<b>المسح النقدي</b>								
<b>١١٦٤.٩</b>	<b>١٢١٦.٢</b>	<b>٩٩٦.١</b>	<b>٧٤١.٨</b>	<b>٦٢٦.٦</b>	<b>٨٣٤.٦-</b>	<b>٣٧٢.٠-</b>	<b>٢٥١.٧</b>	<b>صافي الأصول الأجنبية</b>
٨٤٧.١	٦٣٤.٩	٥٢٩.٦	٤٩٩.٦	٤٩٤.٥	٣٠٤.٩-	١٥٢.٨-	٢٢٥.٢	لدي البنك المركزي
٣١٧.٧	٥٨١.٤	٤٦٦.٦	٢٤٢.٢	١٣٢.١	٥٢٩.٧-	٢١٩.٢-	٢٦.٤	لدي البنوك
<b>١٣٩٠.٩٨</b>	<b>١٢٨١١.٥</b>	<b>١٢٦٢٦.٧</b>	<b>١٢٣٣١.١</b>	<b>٩٩٩١.٩</b>	<b>٩٠٨٢.٨</b>	<b>٦٩٨٦.٥</b>	<b>٥١٠.٤٩</b>	<b>صافي الأصول المحلية</b>
٩٤٥٤.٣	٨٧٣٦.٧	٩٠٥٩.٤	٨٤١٥.٤	٥٩١٨.٢	٥٠٧٦.٣	٣٩٧١.٨	٣١٦٦.١	صافي المطلوبات على الحكومة
٣٠٦٧.٦	٢٥٥٨.٤	١٧٨٦.٤	١٧٠٧.٢	١٢٠٥.٨	٧٦٦.٣	٤٥٣.٢	٣٥٣.٥	صافي المطلوبات على الهيئات العامة الاقتصادية
٥٢٩.٤	٥١٠.٨	٥٠٤.٨	٤٤٧.١	٣٧٠.٢	١٦٤.٨	١٥٤.٥	١٤٨.٦	المطلوبات على شركات قطاع الأعمال العام
٤٩٩٥.٨	٤٧١٢.٥	٤٤٩٨.٤	٤٣٠١.٢	٣٤٩٢.٧	٢٧٣٢.٢	٢١٧٨.٢	١٧٥٢.٣	المطلوبات على القطاع الخاص
٤١٣٧.٣-	٣٧٦.٦-٩-	٣٢٢٢.٤-	٢٥٣٩.٨-	٩٩٥.٠-	٣٤٣.١	٢٢٨.٩	٣١٥.٥-	صافي الأصول الأخرى
<b>١٥٠٧٤.٦</b>	<b>١٤٠٢٧.٨</b>	<b>١٣٦٢٢.٨</b>	<b>١٣٠٧٢.٩</b>	<b>١٠٦١٨.٦</b>	<b>٨٢٤٨.٢</b>	<b>٦٦١٤.٥</b>	<b>٥١٥٥٦.٦</b>	<b>السيولة المحلية</b>
١١٥١٩.٧	١١٠٢٤.٣	١٠٥٧٥.٨	٩٩٨١.٠	٨٠٩٠.٩	٦٧٣٢.٠	٥٧٦٨.٤	٤٧٦.٤	السيولة المحلية بالعملة المحلية
١٥٧٦.٦	١٤٤٣.٦	١٤١٨.١	١٣٨١.٠	١٢٢٧.٠	١٠٠٩.٢	٧٧٨.٦	٦٧٣.٤	النقد المتداول خارج البنوك
٩٩٤٣.٠	٩٥٨٠.٨	٩١٥٧.٧	٨٦٠٠.٠	٦٨٦٣.٩	٥٧٢٢.٩	٤٩٨٩.٨	٤٠٣٣.١	الودائع بالعملة المحلية
٣٥٥٥.٠	٣٠٠٣.٤	٣٠٤٧.٠	٣٠٩١.٩	٢٥٢٧.٧	١٥١٦.٢	٨٤٦.١	٦٥٠.٢	الودائع بالعملة الأجنبية
<b>ميزانية البنك المركزي</b>								
<b>٨٤٧.١</b>	<b>٦٣٤.٩</b>	<b>٥٢٩.٦</b>	<b>٤٩٩.٦</b>	<b>٤٩٤.٥</b>	<b>٣٠٤.٩-</b>	<b>١٥٢.٨-</b>	<b>٢٢٥.٢</b>	<b>صافي الأصول الأجنبية</b>
٢٧٦٨.١	٢٤٠٧.٤	٢٣٢٤.٦	٢٣٥١.٦	٢١٦١.٩	١٠٤٥.٨	٦١١.٥	٦٢٥.١	الأصول
١٩٢٠.٩-	١٧٧٢.٥-	١٧٩٥.٠-	١٨٥١.٩-	١٦٦٧.٣-	١٣٥٠.٦-	٧٦٤.٣-	٣٩٩.٩-	الخصوم
<b>١٦٦.١</b>	<b>١٧٩١.٠</b>	<b>١٧٣٩.٠</b>	<b>١٨٢١.٣</b>	<b>١٤٧٠.٦</b>	<b>١٨٣٣.٦</b>	<b>١٣٤٥.٧</b>	<b>٧٦٢.٥</b>	<b>صافي الأصول المحلية</b>
١٩٦٦.٦	١٩٨٠.٩	٢٣٧٠.١	٢٢٥٧.٧	١٩٨٤.٦	١٤١٣.٠	١٠٥٨.٩	٧٥٧.٨	صافي المطلوبات على الحكومة
٢٤٧.٢-	٢١٤.٧-	٦٠٦.٤-	٦٠٦.٤-	٦٣٤.١-	٧٢.٨-	٥٧.٦-	٣٧.٨-	صافي المطلوبات على الهيئات العامة الاقتصادية
١٠٣١.٧	٩٤١.٤	٨٥١.٥	٩٣٨.٦	٨٧٥.١	٥٣٠.٤	٤٠٠.٠	٣٧٧.٣	المطلوبات على البنوك
٦٦٠.٤-	٥٨١.٤-	٦٤٠.٥-	٦٨٢.٤-	٦٠١.٥-	٥٠٨.٥-	٢١٦.٥-	١٣٥.١-	ودائع البنوك بالعملة الأجنبية
١٢٣.٣-	١٢٠.٣-	٢٦٨.٦-	٣٩٩.٠-	١١١٧.٠-	٩٤٢.٠-	٧٣٥.٨-	٤٦٩.١-	عمليات السوق المفتوحة
٣٥١.٢-	٢١٤.٩-	٣٢.٩	٣١٢.٩	٩٦٣.٦	١٤١٣.٦	٨٩٦.٦	٢٦٩.٤	صافي الأصول الأخرى
<b>٢٤٦٣.٣</b>	<b>٢٤٢٥.٩</b>	<b>٢٢٦٨.٥</b>	<b>٢٣٢١.٠</b>	<b>١٩٦٥.١</b>	<b>١٥٢٨.٨</b>	<b>١١٩٢.٩</b>	<b>٩٨٧.٧</b>	<b>النقود الاحتياطية</b>
١٥٧٦.٦	١٤٤٣.٦	١٤١٨.١	١٣٨١.٠	١٢٢٧.٠	١٠٠٩.٢	٧٧٨.٦	٦٧٣.٤	النقد في التداول خارج البنوك
٨٨٦.٦	٩٨٢.٣	٨٥٠.٤	٩٣٩.٩	٧٣٨.٢	٥١٩.٦	٤١٤.٣	٣١٤.٤	احتياطيات البنوك
٧٦٨.٩	٨٧٥.٩	٧٣٩.٢	٨١٣.٨	٦٣٦.٢	٤٤٥.٥	٣٥٤.٨	٢٦٥.٣	ودائع البنوك بالعملة المحلية
١١٧.٧	١٠٦.٤	١١١.٣	١٢٦.١	١٠٢.٠	٧٤.١	٥٩.٥	٤٩.١	النقد في خزانة البنوك

المصدر: البنك المركزي المصري.

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

مارس-٢٦	ديسمبر-٢٥	سبتمبر-٢٥	يونيو-٢٥	مارس-٢٥	ديسمبر-٢٤	سبتمبر-٢٤	يونيو-٢٤	
<b>سعر السياسة النقدية<sup>(١)</sup></b>								
١٩,٩٨	٢١,٤٤	٢٣,٧٧	٢٥,٥١	٢٧,٧٥	٢٧,٧٥	٢٧,٧٥	٢٧,٧٥	سعر العملية الرئيسية للبنك المركزي (أ)
<b>سعر الإنترنت (نسبة مئوية)<sup>(٢)</sup></b>								
٢٠,٠	٢١,٤	٢٣,٦	٢٥,٤	٢٧,٥	٢٧,٥	٢٧,٤	٢٧,٤	سعر العائد المرجح لسوق الإنترنت
٢٠,٠	٢١,٤	٢٣,٦	٢٥,٤	٢٧,٥	٢٧,٤	٢٧,٣	٢٧,٣	متوسط سعر العائد المرجح في سوق الإنترنت لمدة ليلة واحدة (نسبة مئوية) (ب)
٣١,٨	٣٣,٨	٣٠,٤	٣٠,٠	٢٨,٨	٢٢,٥	٢٠,٥	٢٤,١	متوسط حجم المعاملات في سوق الإنترنت لمدة ليلة واحدة، بالمليار جنيه
٤٨,٣	٥٣,٤	٥١,٣	٥١,٧	٥٨,٧	٥٤,٩	٤٧,١	٥٨,٣	حجم المعاملات في سوق الإنترنت لمدة ليلة واحدة كنسبة مئوية من إجمالي المعاملات
<b>القطاع المصرفي<sup>(٣)</sup></b>								
١٤,٦	١٥,٣	١٧,٣	١٨,٦	٢١,٠	٢٠,٥	٢٠,٨	٢٠,٧	السعر الإجمالي للودائع (ج)
١٥,٩	١٦,٨	١٨,٣	١٩,٢	٢٠,٧	٢١,٣	٢١,٤	٢٠,٩	ودائع لأجل
١٥,٩	١٦,٩	١٨,٤	١٩,٢	٢١,٠	٢١,٤	٢١,٤	٢٠,٩	الودائع قصيرة الأجل، (أقل من عام)
١٧,٥	١٣,٢	١٣,٧	١٩,٢	١٥,١	١٥,٨	١٦,١	١٦,٤	الودائع الأخرى
١٦,٨	١٧,٥	١٩,٩	٢٢,٧	٢٤,٤	٢٣,٥	٢٣,٢	٢٣,٧	شهادات الادخار
١٦,٧	١٧,٣	٢٠,٥	٢٥,٠	٢٥,١	٢٤,٦	٢٤,٧	٢٤,٧	أقل من ثلاث سنوات
١٦,٨	١٧,٥	١٩,٩	٢١,٨	٢٣,٦	٢٢,٧	٢٢,٣	٢٣,١	أكثر من ثلاث سنوات
٦,٤	٧,٤	٩,٠	٩,٥	١٠,٩	١٣,٤	١٣,١	١٣,٤	حسابات التوفير
٢١,٧	٢٣,٠	٢٤,٧	٢٥,٦	٢٦,٦	٢٧,٩	٢٧,٤	٢٧,٠	السعر الإجمالي للإقراض (د)
٢٠,٣	٢٢,٢	٢٣,٩	٢٤,٧	٢٦,٢	٢٧,٦	٢٧,٠	٢٧,٢	سعر العائد لقطاع الأعمال
٢٠,٨	٢٢,٢	٢٣,٦	٢٥,٣	٢٨,٣	٢٨,٢	٢٧,٢	٢٧,٣	الإقراض قصير الأجل لقطاع الأعمال
١٩,٢	٢٢,٢	٢٤,٤	٢٣,٢	٢٣,٠	٢٦,٣	٢٦,٧	٢٧,٠	الإقراض طويل الأجل لقطاع الأعمال
٢٦,١	٢٧,٦	٢٧,٧	٢٨,٢	٢٨,٤	٢٩,١	٢٩,١	٢٦,١	التجزئة المصرفية
<b>سوق الدين الحكومي المحلي<sup>(٣)</sup></b>								
٢٣,٦	٢٥,٤	٢٥,٧	٢٤,٩	٢٥,٤	٢٦,٢	٢٦,٢	٢٥,٩	العائد على أذون الخزانة لمدة عام
٢٤,٣	٢٦,٠	٢٧,٠	٢٦,٧	٢٦,٩	٢٩,٨	٢٨,٢	٢٥,٩	العائد الإجمالي على أذون الخزانة
٢١,٣	٢٢,٨	٢٤,٢	٢٣,٦	٢٦,٨	٢٦,٣	٢٦,٣	٢٤,٣	العائد الإجمالي على سندات الخزانة
٢٣,٨	٢٥,٧	٢٦,٥	٢٦,٣	٢٦,٩	٢٩,٣	٢٧,٩	٢٥,٧	الوزن المرجح لتكلفة تمويل الحكومة /١
<b>الفروق</b>								
-٠,٣%	-٠,٤%	-٠,١٥%	-٠,٩%	-٠,٢٦%	-٠,٣٢%	-٠,٤٥%	-٠,٤٤%	سعر عائد الإنترنت لمدة ليلة مطروحا منه سعر العملية الرئيسية للبنك المركزي (ب-أ)
١,٧٨%	١,٥٩%	١,٠٨%	٠,١٤%	-٠,٩٠%	٠,٤٦%	٠,١٢%	-٠,٣٢%	السعر الإجمالي للإقراض بالبنوك مطروحا منه سعر الإنترنت لمدة ليلة (د-ب)
٥,٤٠%	٦,٠٩%	٦,٣٧%	٦,٨٠%	٦,٥٢%	٦,٩٠%	٦,٥٦%	٦,٦٥%	سعر الإنترنت لمدة ليلة مطروحا منه السعر الإجمالي للودائع بالبنوك (ب-ج)

المصدر: البنك المركزي المصري.

(١) يُحسب سعر العائد الأساسي وأسعار الإنترنت على أساس المتوسط ربع السنوي للأسعار السائدة خلال أيام عمل سوق الإنترنت.

(٢) تُحسب العوائد على الإيداع والإقراض بالقطاع المصرفي على أساس المتوسط ربع السنوي للعوائد الشهرية.

(٣) تُحسب عوائد أدوات الدين الحكومي على أساس المتوسط ربع السنوي لعوائد العطاءات قبل خصم الضرائب.



البنك المركزي المصري  
CENTRAL BANK OF EGYPT

## تقرير السياسة النقدية

الربع الأول - ٢٠٢٦

© ٢٠٢٦ البنك المركزي المصري. جميع الحقوق محفوظة.