



البنك المركزي المصري
CENTRAL BANK OF EGYPT



البنك المركزي المصري
تقرير السياسة النقدية
الربع الأول - ٢٠٢٥

تنويه

تم اعتماد ٣١ مارس ٢٠٢٥ كأخر موعد للبيانات الواردة بالتقرير. بعض البيانات الموضحة مبدئية وقابلة للتعديل. الآراء الواردة في هذا التقرير تعبر عن وجهة نظر الكوادر الفنية لقطاعي السياسة النقدية والأسواق.

إطار السياسة النقدية للبنك المركزي المصري

طبقاً لقانون البنك المركزي والجهاز المصرفي رقم ١٩٤ لسنة ٢٠٢٠، يهدف البنك المركزي المصري إلى ضمان سلامة النظام النقدي والمصرفي والحفاظ على استقرار الأسعار، ويسعى إلى تحقيق هذه الأهداف بما 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 في التحول تدريجياً نحو تطبيق إطار مرن لاستهداف التضخم يستخدم أدوات السياسة النقدية لترسيخ توقعات التضخم، واحتواء الضغوط الناتجة عن الطلب، والآثار الثانوية لصدمات العرض، وذلك بهدف تحقيق مستهدفات التضخم المحددة (إطار رقم ١). 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. في 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 الرئيسية (أسعار العائد على الإيداع والإقراض لليلة واحدة وسعر العملية الرئيسية) بما يتسق مع تحقيق مستهدفات التضخم المحددة والحفاظ على استقرار الأسعار على المدى المتوسط. ويشكل سعراً العائد على الإيداع والإقراض لليلة واحدة والحد 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، والاحتياطي الإلزامي 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.

قرارات لجنة السياسة النقدية الأخيرة

قررت لجنة السياسة النقدية للبنك المركزي المصري في اجتماعها يوم الخميس الموافق ١٧ إبريل ٢٠٢٥ خفض سعري عائد الإيداع والإقراض لليلة واحدة وسعر العملية الرئيسية للبنك المركزي بواقع ٢٢٥ نقطة أساس إلى $25,00\%$ و $26,00\%$ و $25,00\%$ على الترتيب. كما قررت اللجنة خفض سعر الائتمان والتضخم بواقع ٢٢٥ نقطة أساس ليصل إلى $25,00\%$.

رأت اللجنة أن خفض أسعار العائد الأساسية للبنك المركزي المصري بواقع ٢٢٥ نقطة أساس يعد مناسباً للحفاظ على سياسة نقدية ملائمة تهدف إلى ترسيخ التوقعات ودعم المسار النزولي المتوقع للتضخم، وأكدت على أنها ستواصل تقييم قراراتها بشأن فترة التيسير النقدي ومدى حدته على أساس كل اجتماع على حدة، مع الإشارة إلى أن هذه القرارات تعتمد على التوقعات والمخاطر المحيطة بها وما يستجد من بيانات. كما أفادت اللجنة أنها ستواصل مراقبة التطورات الاقتصادية والمالية عن كثب وتقييم آثارها المحتملة على المؤشرات الاقتصادية، مؤكدة أنها لن تتردد في استخدام كل الأدوات المتاحة لتحقيق هدف استقرار الأسعار من خلال توجيه التضخم نحو مستهدفه البالغ $7\% \pm 2$ نقطة مئوية) في الربع الرابع من عام ٢٠٢٦ في المتوسط.

إطار رقم ١. ركائز الإطار المؤسسي لاستهداف التضخم

السمات الأساسية المُحددة لهذا الإطار

١. اختيار مستهدف التضخم: عادةً ما يُوجد خياران رئيسيان - معدل التضخم العام أو معدل التضخم الأساسي.
٢. تعريف المعدل المستهدف: يمكن أن يكون ذا قيمة محددة أو نطاق. ففي حالة اعتماد نطاق مستهدف، يتطلب ذلك تحديد معدل وسيط ضمن هذا النطاق. وإذا كان معدل التضخم المستهدف أعلى من نظيره للدول المقارنة، فيُفضّل أن يتم تحديد مستهدفات التضخم من قبل البنوك المركزية بحيث تأخذ اتجاهها نزولياً.
٣. الأفق الزمني للوصول للمستهدف: تحديد الفترة المرجعية التي يُقاس من خلالها مدى تحقيق معدل التضخم المُستهدف.
٤. وجود حالات استثنائية (Escape Clauses): بيان الحالات أو الظروف التي قد تحول دون تحقيق التضخم المستهدف.
٥. الشفافية: الوسائل التي يعتمد عليها البنك المركزي في التواصل العام بشأن كيفية إدارة نظام استهداف التضخم.

أنواع مستهدفات التضخم

١. مستهدف محدد (وضع معدل التضخم المستهدف كرقم محدد): ويُعد هذا النوع من الأهداف فعالاً في ترسيخ توقعات التضخم، من خلال توجيهها نحو أرقام أحادية على المدى المتوسط.
٢. مستهدف محدد مقترن بهامش: يتم تحديد التضخم المستهدف كرقم محدد، لكن يسمح البنك المركزي بانحرافات محدودة حول هذا الهدف. يوفر هذا النوع مزيداً من المرونة للبنوك المركزية، خاصة في الأسواق الناشئة، للتعامل مع حالات عدم اليقين. ويعتمد البنك المركزي المصري حالياً هذا النوع من الأهداف، إذ يبلغ المعدل المُستهدف ٧٪ (بهامش ± ٢ نقطة مئوية) في الربع الرابع من عام ٢٠٢٦ في المتوسط.
٣. نطاق مستهدف (يُعتبر النطاق بالكامل هو الهدف): تعتمد بعض البنوك المركزية على هذا النوع لضمان تحقيق معدلات التضخم المستهدفة.

المحتويات

ملخص.....	٦
١- الأوضاع الاقتصادية الراهنة.....	٨
١-١ التطورات العالمية.....	٨
١-٢ التطورات المحلية.....	١٣
١-٢-١ تطورات معدلات التضخم.....	١٣
١-٢-٢ القطاع الحقيقي.....	١٩
١-٢-٣ القطاع الخارجي.....	٢٢
١-٢-٤ القطاع النقدي.....	٢٦
١-٢-٥ السيولة المحلية والأوضاع المالية.....	٣٠
٢- النظرة المستقبلية.....	٣٤
٣- الملحق.....	٣٨

ملخص

على الرغم من أن النمو الاقتصادي العالمي أبدى علامات استقرار خلال عام ٢٠٢٤، من المتوقع أن تواجه آفاق النمو العالمي ضغوطا متزايدة خلال العامين ٢٠٢٥ و٢٠٢٦ جراء عودة ظهور السياسات التجارية الحمائية، وتعاقد التوترات الجيوسياسية، وتفاقم الاختلالات العالمية. وقد أظهرت أسعار السلع الأساسية تطورات متباينة، لاسيما بعد ارتفاعها في ٢٠٢٢-٢٠٢٣ عقب اندلاع الصراع الروسي-الأوكراني. وفي حين أن توقعات أسعار النفط تميل إلى الانخفاض بسبب عوامل العرض والطلب، فإن أسعار المواد الغذائية العالمية (مقومة بالأوزان المحلية للسلع) أخذت في الارتفاع منذ فبراير ٢٠٢٤، إذ لا تزال توقعات أسعار السلع الأساسية عُرضة لمخاطر التوترات الجيوسياسية، والظروف المالية العالمية، وتطورات التجارة العالمية. وفي هذا السياق، بدأت البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة تيسير سياستها النقدية بحذر على نحو يضمن اقتراب معدلات التضخم من المستهدفات. وبالمثل، قامت الأسواق الناشئة بتعديل سياساتها المحلية مع ضمان ترسيخ توقعات التضخم حول المستهدفات.

وعلى الصعيد المحلي، اتخذت معدلات التضخم مسارا نزوليا بعد أن بلغت ذروتها في الربع الثالث من عام ٢٠٢٣، حيث تراجع المعدل السنوي للتضخم العام بشكل حاد إلى ١٦,٥٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٥ مقابل ٢٥,٤٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، و٣٣,٠٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٤. ويُعزى تراجع المعدل السنوي للتضخم العام إلى الانخفاض الملموس في المعدل السنوي لتضخم السلع الغذائية من ٤٥,٠٪ في مارس ٢٠٢٤ إلى ٦,٦٪ في مارس ٢٠٢٥. ومع ذلك، أظهر المعدل السنوي لتضخم السلع غير الغذائية تباطؤا نسبيا، إذ انخفض من ٢٥,٧٪ في مارس ٢٠٢٤ إلى ١٨,٩٪ في مارس ٢٠٢٥. ويعكس انخفاض التضخم العام التأثير التراكمي للسياسة النقدية التقييدية وتراجع حدة اضطرابات العرض، بالإضافة إلى التأثير الإيجابي لفترة الأساس. وبناء عليه، يلتزم البنك المركزي المصري بالحفاظ على سياسة نقدية ملائمة تهدف إلى ترسيخ التوقعات حول المستهدفات المعلنة ودعم المسار النزولي المتوقع للتضخم.

ويعكس النشاط الاقتصادي المحلي الانتعاش الذي شهده الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ بعد فترة من تباطؤ معدل النمو الحقيقي منذ الربع الثاني من عام ٢٠٢٢، مدعوما بالارتفاع الملحوظ في مساهمات صافي الصادرات والاستثمارات المحلية الإجمالية. ويظهر تحسن مساهمة صافي الصادرات الحقيقي تأثير توحيد سعر الصرف على الصادرات المصرية من السلع والخدمات، مما عزز من تنافسيتها. وفي الوقت نفسه، كان ارتفاع إجمالي الاستثمارات المحلية مدفوعا بشكل رئيسي بزيادة الاستثمارات الخاصة بينما تراجعت الاستثمارات العامة بهدف دعم الحكومة لنمو اقتصادي بوتيرة أسرع مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٤. ويدعم المؤشرات الأولية للربع الأول من عام ٢٠٢٥ بنمو النشاط الاقتصادي بوتيرة أسرع مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٤. ويحتم ذلك أيضا توسع النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية منذ الربع الثالث من عام ٢٠٢٤. ومن ناحية أخرى، انخفض معدل البطالة إلى ٦,٤٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ مقابل ٦,٩٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٣، حيث كانت فرص العمل التي تم توفيرها أكثر من كافية لاستيعاب الوافدين الجدد إلى سوق العمل.

وفي الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، أوضح القطاع الخارجي للاقتصاد المصري قدرته على تمويل احتياجاته الخارجية، إذ سجل ميزان المدفوعات فائضا، ولو بمقدار محدود. ويُعزى هذا الفائض في المقام الأول إلى تقليص عجز الحساب الجاري مقارنة بالفترة المقابلة من عام ٢٠٢٣. ويأتي ذلك على خلفية زيادة مساهمة تحويلات المصريين العاملين بالخارج وتقليص عجز صافي دخل الاستثمار، مما أدى إلى تعويض تأثير اتساع العجز التجاري وانخفاض فائض ميزان الخدمات. ومن ناحية أخرى، سجل الحساب المالي فائضا، مدفوعا في المقام الأول بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر التي كانت كافية لتغطية معظم عجز الحساب الجاري.

وفيما يتعلق بمعدل نمو السيولة المحلية (M2)، فقد شهد تسارعا منذ الربع الثاني من عام ٢٠٢٤ ليسجل متوسطا قدره ٣,٦٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٥ مقارنة بمتوسط قدره ١٩,٥٪ في ذات الربع من عام ٢٠٢٤، وذلك نتيجة آثار إعادة التقييم التي أعقبت توحيد سعر الصرف في مارس ٢٠٢٤، بالإضافة إلى التعافي غير المسبوق في صافي الأصول الأجنبية للنظام المصرفي،

والذي عاد إلى تسجيل مستويات موجبة منذ مايو ٢٠٢٤، ليصل إلى ١٥,١ مليار دولار في مارس ٢٠٢٥. ويُعزى ذلك بشكل رئيسي إلى صفقة رأس الحكمة الاستثمارية، وعودة استثمارات الأجانب في أدوات الدين المصرية في ظل تحسن معنويات في الاسواق، بالإضافة إلى ارتفاع تحويلات المصريين العاملين بالخارج والدعم المستمر من المؤسسات متعددة الأطراف. وبناء عليه، أصبح نمو السيولة المحلية (M2) مدفوعاً بشكل أساسي بالتعافي في صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي وإعادة بناء احتياطات النقد الأجنبي.

واتخذت الأوضاع النقدية اتجاهها أكثر تقييداً منذ رفع سعر العائد الأساسي بمقدار ٨٠٠ نقطة أساس خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٤، والتي ساهمت في عودة أسعار العائد الحقيقية إلى مستويات موجبة في الربع الثالث من عام ٢٠٢٤، وذلك للمرة الأولى منذ الربع الأول من عام ٢٠٢٢ واستمرت في الارتفاع منذ ذلك الحين مع تراجع معدلات التضخم. وفي الوقت نفسه، تعكس أوضاع السوق المالية انتقالاً غير كامل لآثار دورة التقييد النقدي والتي بلغت ١٩٠٠ نقطة أساس (على أساس تراكمي) منذ مارس ٢٠٢٢، إذ شهد سعر العائد ليلية واحدة للمعاملات بين البنوك (الإنترنتك) وأسعار العائد الجديدة على الإقراض أكبر زيادات مقارنة بباقي أسعار العائد في السوق المحلية. ومن ناحية أخرى، ظلت عوائد السندات الدولية للحكومة المصرية مستقرة إلى حد كبير منذ تحسنها خلال مارس ٢٠٢٤، على خلفية الإجراءات التصحيحية المطبقة.

وتفيد التوقعات إلى أن معدل التضخم العام سيواصل مساره النزولي خلال الفترة المتبقية من عام ٢٠٢٥ وفي عام ٢٠٢٦، وإن كان بوتيرة أبطأ مقارنة بالانخفاض الملموس الذي شهدته في الربع الأول من عام ٢٠٢٥. ويُعزى المسار النزولي الأبطأ نسبياً إلى تأثير إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة المطبقة والمقررة، بالإضافة إلى بطء استجابة معدل تضخم السلع غير الغذائية للتطورات. وبناء عليه، من المتوقع أن يقترب التضخم من النطاق المستهدف للبنك المركزي المصري بطول الربع الرابع من عام ٢٠٢٦. علاوة على ذلك، من المتوقع أن يسجل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ٤,٣٪ في السنة المالية ٢٠٢٤/٢٥ و ٤,٨٪ في السنة المالية ٢٠٢٥/٢٦، ارتفاعاً من ٢,٤٪ في السنة المالية ٢٠٢٣/٢٤، ليتعافى تدريجياً من فترة تباطؤ النشاط الاقتصادي خلال السنتين الماليتين الماضيتين. وبناء عليه، تشير التقديرات إلى فجوة سالبة في الناتج، والتي من المتوقع أن تظل كذلك طوال فترة التوقعات، مع اقتراب النمو من حدوده القصوى بنهاية السنة المالية ٢٠٢٥/٢٦. وبالتالي، يظل مسار فجوة الناتج داعماً لمسار انخفاض التضخم خلال فترة التوقعات، حيث من المتوقع أن تظل الضغوط التضخمية من جانب الطلب منخفضة في ظل السياسة النقدية السائدة.

ومع ذلك، لا تزال مخاطر ارتفاع التضخم قائمة، نتيجة لاحتمالية تجاوز تأثير إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة للتوقعات، بالإضافة إلى مخاطر التطورات العالمية السابق ذكرها. وفي ضوء حالة عدم اليقين العالمية السائدة، ستقوم لجنة السياسة النقدية بتحديد وتيرة و حجم السياسة النقدية المحلية على نحو حذر، وستظل اللجنة مستعدة لتعديل توجهها في ظل المخاطر المتغيرة لضمان وصول التضخم إلى معدلاته المستهدفة مع الحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي.

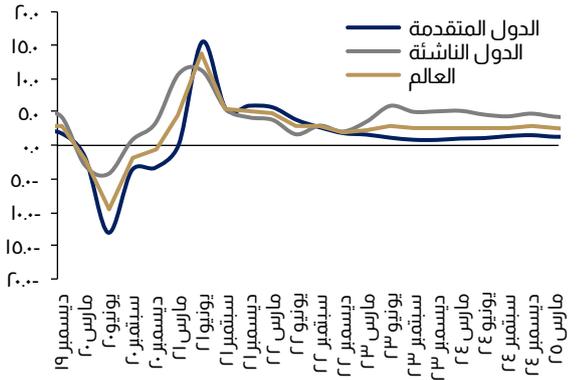
1. الأوضاع الاقتصادية الراهنة

1- التطورات العالمية

الربع الأول من عام ٢٠٢٥ إلى تراجع تدفقات رؤوس الأموال.

شهد التعافي الاقتصادي العالمي بعد جائحة كورونا تعثراً عقب اندلاع الحرب الروسية-الأوكرانية. ومنذ ذلك الحين، تباطأ النمو العالمي نتيجة لعدة عوامل، من أبرزها استمرار السياسات النقدية التقييدية لفترة ممتدة بهدف كبح الضغوط التضخمية المستمرة، واضطرابات سلاسل الإمداد الناجمة عن التوترات الجيوسياسية، بالإضافة إلى تزايد حالة عدم اليقين الناتجة عن تصاعد السياسات التجارية الحمائية. ومع ذلك، أظهر النمو عبر مختلف الاقتصادات بوادر استقرار خلال عام ٢٠٢٤. ومن المتوقع أن تواجه آفاق النمو العالمي المزيد من الضغوط خلال عامي ٢٠٢٥ و٢٠٢٦، مدفوعة بتزايد السياسات التجارية الحمائية، وتصاعد التوترات الجيوسياسية، وارتفاع حدة الاختلالات العالمية.

شكل رقم 1
النمو الاقتصادي لدى شركاء مصر التجاريين^{1/21}
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



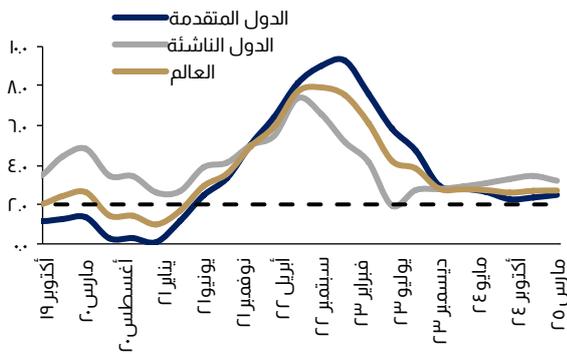
المصدر: بلومبرج، وحسابات البنك المركزي المصري.
1/ مرجحاً بحجم التبادل التجاري بين مصر وشركائها التجاريين في عام ٢٠٢٣.
2/ تستند معدلات النمو في بعض الاقتصادات النامية للربع الأول من عام ٢٠٢٥ إلى توقعات وليست أرقاماً فعلية.

أهم التطورات:

- على الرغم من استمرار النشاط الاقتصادي العالمي في التعافي خلال عام ٢٠٢٤، من المتوقع أن يؤدي تفاقم الاضطرابات العالمية إلى ضغوط مؤثرة على آفاق الاقتصاد العالمي.
- تراجع المعدل العام للتضخم العالمي في عام ٢٠٢٤ بعد فترة من التقلبات التي شهدتها خلال عامي ٢٠٢٢-٢٠٢٣. ويظل التراجع المتوقع في معدلات التضخم خلال عام ٢٠٢٥ مرهونا بصدمات الطلب والعرض المستقبلية، بالإضافة إلى المسار المتوقع للسياسات النقدية العالمية.
- أظهرت أسعار السلع الأساسية اتجاهات متفاوتة، خاصة بعد الارتفاع الحاد الذي شهدته خلال ٢٠٢٢-٢٠٢٣ عقب اندلاع الحرب الروسية-الأوكرانية.
- خلال عام ٢٠٢٤، قامت البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة بتيسير سياساتها النقدية، في حين اتجهت الاقتصادات الناشئة إلى تعديل سياساتها النقدية وفقاً لظروفها الاقتصادية. ومع ذلك، يظل المسار المتوقع للسياسات النقدية العالمية مرهونا بالمخاطر المحيطة بالنمو الاقتصادي والمسار النزولي للتضخم.
- سجلت التجارة الدولية معدلات نمو موجبة في عام ٢٠٢٤، بعد فترة من الانكماش في عام ٢٠٢٣. إلا أن عودة السياسات التجارية الحمائية خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥ أدت إلى زيادة حالة عدم اليقين المرتبطة بالسياسات التجارية، مما يشكل مخاطر سلبية على آفاق التجارة العالمية.
- شهدت تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة حالة من التقلبات خلال ٢٠٢٢-٢٠٢٣، قبل أن تسجل تعافياً وجزياً في عام ٢٠٢٤. ومع ذلك، أدى تفاقم حالة عدم اليقين عالمياً خلال

وفي الربع الأول من عام ٢٠٢٥، بلغ معدل التضخم العالمي ٢,٧٪ في المتوسط، مما يشير إلى اقترابه التدريجي من مستهدفات البنوك المركزية في العديد من الاقتصادات. وفي هذا الإطار، بلغ معدل التضخم في الاقتصادات المتقدمة ٢,٥٪، بينما سجلت الاقتصادات الناشئة ٣,٢٪ (الشكل ٢).

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



المصادر: بلومبرغ، وحسابات البنك المركزي المصري.
٢/ تم احتساب السلسلة باستخدام أوزان حجم التجارة لمصر في عام ٢٠٢٣/٢٤.

ومع اندلاع الحرب الروسية-الأوكرانية في مطلع عام ٢٠٢٢، شهدت أسعار خام برنت تقلبات ملحوظة نتيجة اضطرابات سلاسل الإمداد والمضاربات على اتجاهات أسعار النفط المستقبلية. ومع ذلك، منذ يونيو ٢٠٢٢، خضعت أسعار خام برنت لضغوط نزولية مستمرة، وهو ما يعزى بشكل رئيسي إلى تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي وتزايد المخاوف من الدخول في مرحلة ركود اقتصادي، إلى جانب التراجع الملحوظ في الطلب على النفط من الصين التي كانت حينها من أكبر مستهلكي النفط عالمياً (الشكل ٣). ورغم أن أسعار النفط شهدت ارتفاعات من حين لآخر نتيجة التوترات الجيوسياسية واضطرابات التجارة البحرية، فإنها شهدت اتجاهها نزولياً بشكل عام، مدفوعة بشكل رئيسي بتراجع الطلب العالمي إلى جانب الزيادة المتوقعة في إنتاج النفط.

وتظل توقعات سوق النفط غير مؤكدة في ظل تصاعد التوترات الجيوسياسية، واستمرار التوترات

سجل متوسط النمو الاقتصادي العالمي، المرجح بقيمة التجارة بين مصر وشركائها التجاريين الرئيسيين، ذروته خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢١. ومنذ ذلك الحين، عادت معدلات النمو السنوية إلى مستوياتها الطبيعية، مدفوعة بتلاشي تأثير فترة الأساس لجائحة كورونا، حيث سجلت ١,٩٪ و ٢,٥٪ و ٢,٨٪ خلال الربع الرابع من ٢٠٢٢ و ٢٠٢٣ و ٢٠٢٤ على التوالي (الشكل ١). أما في الاقتصادات الناشئة، انخفض النمو بعد الربع الثاني من عام ٢٠٢١ ليسجل ٢,١٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٢، إلا أنه تعافى ليصل إلى ٥,١٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٣، ثم استقر عند ٤,٨٪ في المتوسط في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، مدفوعاً بالنشاط الاقتصادي في كل من الصين والهند وروسيا. في المقابل، سجلت الاقتصادات المتقدمة وتيرة نمو أبطأ، حيث بلغ متوسط النمو ١,٨٪ و ٠,٨٪ و ١,٥٪ خلال الربع الرابع من ٢٠٢٢ و ٢٠٢٣ و ٢٠٢٤، على التوالي. وقد ساعد النمو الأقوى في الولايات المتحدة الأمريكية على تعويض ضعف النمو في منطقة اليورو.

وشهد النمو العالمي خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥، تباطؤاً ليسجل متوسط ٢,٥٪. ويُعزى هذا التراجع إلى انخفاض الطلب العالمي وضعف أداء الصناعات التحويلية، واستمرار الاضطرابات الجيوسياسية. وعلى الرغم من أن ضعف النمو العالمي في المدى القصير قد يكون تأثيره محدود على الاقتصاد المصري، فإن استقرار التوقعات خلال الفترة ٢٠٢٥-٢٠٢٦ قد يسهم في تعزيز الطلب على الصادرات المصرية وزيادة تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة.

وبعد أن بلغ معدل التضخم العالمي مستويات قياسية مرتفعة في عام ٢٠٢٢، نتيجة تعافي الطلب في أعقاب الجائحة، واضطرابات سلاسل الإمداد العالمية، وارتفاع أسعار السلع الأساسية، بدأ المعدل السنوي للتضخم العام في الاقتصادات المتقدمة والناشئة يتخذ مساراً نزولياً منذ نهاية عام ٢٠٢٢. وجاء هذا الانخفاض مدفوعاً بتراجع حدة الاضطرابات في سلاسل الإمداد وعودة تدفقات التجارة العالمية إلى مستوياتها الطبيعية، إلى جانب فعالية السياسات النقدية التقييدية التي أسهمت في كبح الطلب الكلي.

(الاتحاد الأوروبي، الصين، الولايات المتحدة الأمريكية، روسيا، البرازيل، الهند، المملكة المتحدة، اليابان).

١ يتم ترجيح أرقام النمو العالمي، وكذلك أرقام النمو في الاقتصادات الناشئة والمتقدمة، وفقاً لحجم التجارة النسبية لمصر مع شركاء التجارة الرئيسيين

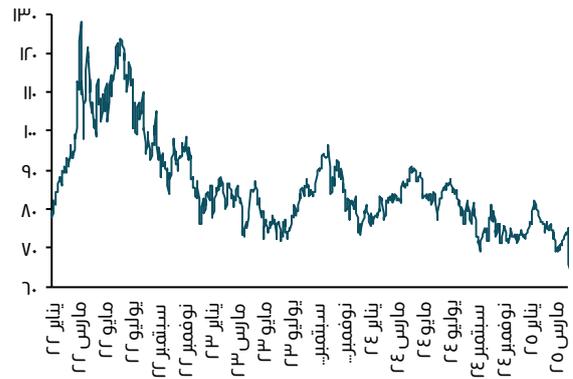
للدوم البقر والحواجن والزيوت النباتية ومنتجات الألبان (رغم الانخفاض الملحوظ في أسعار الأسماك والسكر والأرز، والتي تشكل وزناً ترجيحياً أقل في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين المحلي). ويأتي هذا الارتفاع نتيجة لتجدد الاضطرابات في سلاسل الإمداد بسبب عدم استقرار الإنتاج الغذائي، بالإضافة إلى استمرار تعافي الطلب العالمي (الشكل ٤).

وقد يؤدي استمرار ارتفاع أسعار الغذاء العالمية إلى زيادة الضغوط التضخمية في مصر من خلال التضخم المستورد. وفي عامي ٢٠٢٢ و ٢٠٢٣، أسهمت صدمات العرض عالمياً، خاصة تلك الناجمة عن الحرب الروسية-الأوكرانية وتصاعد التوترات الجيوسياسية في زيادة معدلات التضخم المحلية بشكل ملحوظ. وقد أدى تحسن الأوضاع العالمية إلى تلاشي تأثير صدمات العرض على التضخم في عام ٢٠٢٤، وبالتالي عودة أسعار السلع الأساسية العالمية إلى مستويات ما قبل الصدمات.

التجارية. علاوة على ذلك، من المتوقع أن يؤدي قرار تحالف "أوبك بلس" الأخير بزيادة مستويات الإنتاج، إلى جانب زيادة إنتاج النفط من قبل بعض الدول غير الأعضاء بالمنظمة، إلى زيادة المعروض من النفط وبالتالي انخفاض أسعاره.

وبما إن مصر مستورد صافي للمنتجات البترولية، من المرجح أن يشهد الميزان التجاري لمصر تحسناً في ظل التوقعات بانخفاض أسعار النفط، نظراً لما قد يترتب على ذلك من تراجع في تكلفة الواردات. وقد يسهم ذلك التراجع في تقليص عجز الحساب الجاري، ويساعد على الحد من أثر الإجراءات التي اتخذت في الآونة الأخيرة لأجل ضبط الأوضاع المالية العامة. ومع ذلك، فإن أي ارتفاع في أسعار النفط إلى مستويات تفوق التوقعات قد يؤدي إلى تدهور الحساب الجاري كما حدث عقب اندلاع الحرب الروسية-الأوكرانية، إذ ارتفع عجز الحساب الجاري بنحو ٥٢,٣٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٢.

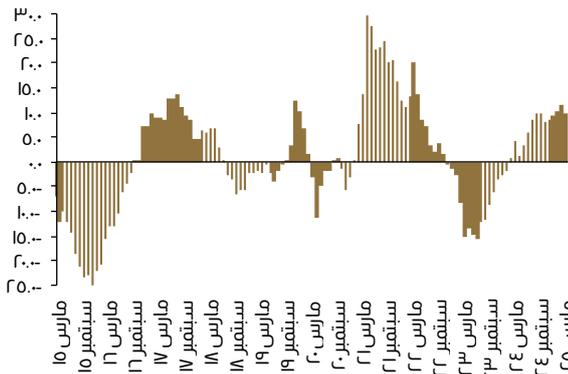
شكل رقم ٣
تطورات أسعار خام برنت
(بالدولار للبرميل، الأسعار اليومية)



المصدر: بلومبيرغ

شكل رقم ٤
الأسعار العالمية للغذاء

(بالنسبة المئوية، على أساس سنوي، باستخدام أوزان سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين المحلي لمكونات الغذاء الأساسية)



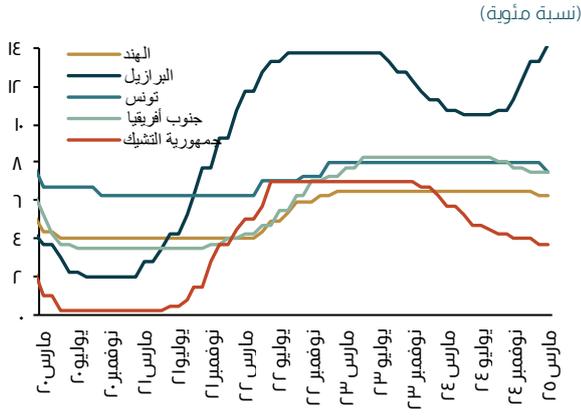
المصدر: حسابات البنك المركزي المصري؛ البنك الدولي؛ ومنظمة الأغذية والزراعة التابعة للأمم المتحدة.

وشهدت السياسة النقدية العالمية تقييداً بعد اندلاع الحرب الروسية-الأوكرانية في عام ٢٠٢٢، حيث بدأت البنوك المركزية الرئيسية في دورات رفع أسعار العائد الأساسية. ومع تراجع الضغوط التضخمية عالمياً، اتخذت السياسات النقدية في الاقتصادات المتقدمة مسارا تيسيرياً منذ منتصف عام ٢٠٢٤، إذ بدأت البنوك المركزية الرئيسية في خفض أسعار العائد الأساسية. وتحديدًا، خفض بنك الاحتياطي

وبعد أن بلغت أسعار الغذاء العالمية ذروتها في شهر أكتوبر ٢٠٢٢ -قياساً بأوزان الرقم القياسي لأسعار المستهلكين المحلي لمكونات الغذاء الأساسية- شهدت تلك الأسعار انخفاضا خلال عام ٢٠٢٣، وهو ما جاء مدفوعاً بشكل رئيسي بانخفاض الأسعار العالمية للزيوت النباتية والحواجن ومنتجات الألبان، وذلك عقب الاضطرابات السابقة في سلاسل الإمداد الناجمة عن الحرب الروسية-الأوكرانية. إلا أنها عاودت المسار الصعودي اعتباراً من فبراير ٢٠٢٤، مدفوعة بارتفاع الأسعار العالمية

٢٠٢٤. وبالمثل، خُضَّ مؤخراً كل من بنك الاحتياطي الهندي والبنك المركزي التونسي أسعار العائد اعتباراً من الربع الأول من عام ٢٠٢٥، بعد فترة ممتدة من الإبقاء عليها عند مستويات تقييدية. ومن ناحية أخرى، بدأ البنك المركزي البرازيلي دورة التيسير النقدي في أغسطس ٢٠٢٣، إلا أنه عاود التقييد النقدي خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، مدفوعاً بارتفاع حالة عدم اليقين بشأن آفاق السياسة الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية، إلى جانب اتساع فجوة الناتج المحلي الإجمالي في البرازيل (الشكل ٦).

شكل رقم ٦
أسعار العائد الأساسية في البنوك المركزية للاقتصادات الناشئة



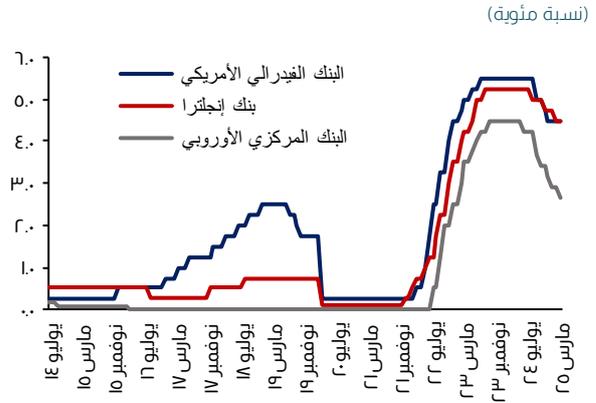
المصدر: بلومبرغ، وحسابات البنك المركزي المصري.

تحول معدل نمو التجارة العالمية إلى مستويات موجبة في عام ٢٠٢٤، بعد فترة ممتدة من الانكماش خلال عام ٢٠٢٣ (الشكل ٧). وخلال الفترة نفسها، سجلت صادرات مصر غير البترولية ارتفاعاً بنحو ٤.٠٪. وقد أدى انتعاش كل من التجارة العالمية والصادرات المصرية غير البترولية إلى تعزيز تدفقات النقد الأجنبي، مما أسهم في تخفيف الضغوط على سعر الصرف.

ومع ذلك، تصاعدت التوترات التجارية بشكل حاد منذ فبراير ٢٠٢٥، عقب إعلان الولايات المتحدة الأمريكية فرض العديد من التعريفات الجمركية الجديدة، مما دفع بعض الدول إلى اتخاذ تدابير مضادة وزاد من حالة عدم اليقين بشأن السياسات التجارية العالمية. وتشير التوقعات إلى احتمال تسجيل انكماش طفيف في معدلات نمو التجارة العالمية خلال عام ٢٠٢٥. وتُعد حالة عدم اليقين المستمرة بشأن السياسات التجارية العالمية من أبرز المخاطر السلبية

الفيدرالي الأمريكي سعر العائد الأساسي بإجمالي ١٠ نقطة أساس نحو نطاق مستهدف يتراوح بين ٤,٢٥٪ - ٤,٥٠٪ منذ سبتمبر ٢٠٢٤. وبالمثل، قام بنك إنجلترا بخفض سعر العائد الأساسي إلى ٤,٢٥٪ بمقدار ١٠ نقطة أساس منذ أغسطس ٢٠٢٤. كما خفض البنك المركزي الأوروبي أسعار العائد الأساسية بمقدار إجمالي قدره ٢١٥ نقطة أساس، لتصل إلى ٢,٤٠٪ منذ يونيو ٢٠٢٤ (الشكل ٥). ورغم التوقعات باستمرار دورة التيسير النقدي في الاقتصادات المتقدمة، فإن البنوك المركزية ستظل حذرة بشأن وتيرة ودرجة تخفيضات أسعار العائد، في ظل تصاعد حالة عدم اليقين عالمياً والتطورات الجيوسياسية الأخيرة.

شكل رقم ٥
أسعار العائد الأساسية في البنوك المركزية للاقتصادات المتقدمة



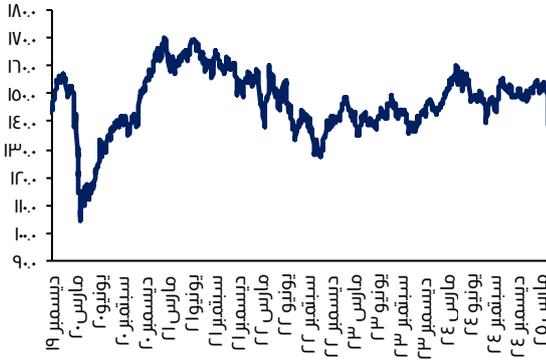
المصدر: بلومبرغ، وحسابات البنك المركزي المصري.

كذلك قام عدد من نظراء مصر في الأسواق الناشئة بتعديل سياساتهم النقدية لتعكس الأوضاع الاقتصادية لكل منها، حيث بدأت بعض البنوك المركزية في دورات التيسير النقدي، بينما استأنف البعض الآخر رفع أسعار العائد بعد دورات التيسير استجابة للتطورات الاقتصادية الأخيرة، في حين أبقى بنوك أخرى على أسعار العائد مرتفعة عقب انتهاء دورات التقييد النقدي. على سبيل المثال، بدأت بعض البنوك المركزية في الاقتصادات الناشئة في تيسير سياستها النقدية لدعم النمو الاقتصادي مع اقتراب معدلات التضخم لديها من المستهدفات، ومن بينها البنك المركزي التشيكي -الذي بدأ خفض أسعار العائد منذ ديسمبر ٢٠٢٣- وبنك الاحتياطي لجنوب إفريقيا -الذي باشر خفض أسعار العائد في سبتمبر

الحكمة التي بلغت قيمتها ٣٥ مليار دولار، مما ساهم في تعزيز ثقة المستثمرين في الاقتصاد المحلي.

ورغم هذا التعافي، تظل التوقعات المستقبلية غير مؤكدة، خاصة في ظل استمرار حالة عدم اليقين المرتبطة بالسياسات الاقتصادية. كما أن التوترات التجارية تظل من المخاطر الرئيسية التي قد تؤثر سلباً على معنويات المستثمرين والبيئة الاقتصادية بشكل عام (الشكل ٨). ومع ذلك، إذا استمر التيسير النقدي في الاقتصادات المتقدمة بوتيرة أسرع من المتوقع، فقد يسهم ذلك في تعزيز تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة، بما في ذلك مصر.

شكل رقم ٨
تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة
(مؤشر، الزيادة = تدفقات إلى الأسواق والعكس صحيح)



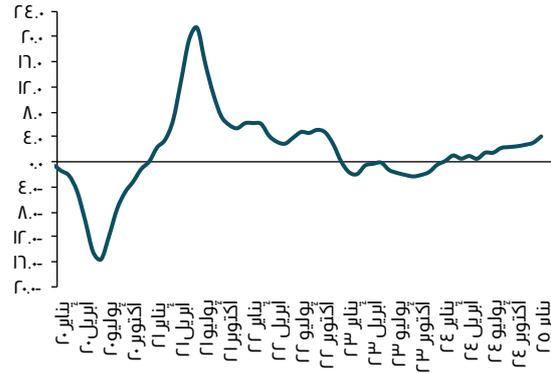
المصدر: بلومبرغ

وتماشياً مع هذه التطورات، استقرت فروق مبادلات مخاطر الائتمان (CDS spreads) للأسواق الناشئة بشكل عام خلال عام ٢٠٢٤ والربع الأول من عام ٢٠٢٥، وذلك بعد فترة من الارتفاعات الملحوظة التي شهدتها بين الربع الأول من عام ٢٠٢٢ والربع الأول من عام ٢٠٢٤. وجاءت فروق مبادلات مخاطر الائتمان (أجل خمس سنوات) في مصر معادلة إلى حد كبير للاتجاهات العامة السائدة في بلدان الأسواق الناشئة المناظرة، وإن شهدت ارتفاعاً ملحوظاً في عام ٢٠٢٣. ومع ذلك، تحسنت هذه الفروق في حالة مصر بشكل ملحوظ خلال عام ٢٠٢٤، مدفوعة بالتطورات الاقتصادية المواتية، وأصبحت الآن تتماشى مع الاتجاهات المسجلة في الأسواق النظيرة (الشكل ٩).

وقد عزز هذا التحسن رفع وكالة موديز النظرة المستقبلية لتصنيف مصر الائتماني من سلبية إلى

المحتملة التي تحيط بتدفقات التجارة مستقبلاً، سواء في الاقتصادات المتقدمة أو الناشئة، بما في ذلك مصر. ومع ذلك، فإن تعرض مصر المنخفض نسبياً للتعريفات الجمركية يمكن أن يعزز من قدرتها التصديرية التنافسية في الأسواق الأمريكية، مما يدعم الصادرات غير البترولية وتدفقات النقد الأجنبي. وقد تسهم هذه الميزة النسبية أيضاً في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر، إذ قد يتم إعادة توجيه سلاسل الإمداد العالمية عبر مصر لتفادي الأسواق ذات الرسوم الجمركية المرتفعة.

شكل رقم ٧
نمو التجارة العالمية
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: مؤشر التجارة العالمي CPB

تراجعت تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة بشكل ملحوظ خلال عامي 2022-2023، نتيجة استمرار الصراع الروسي الأوكراني، مما أدى إلى تزايد حالة الحذر في الأسواق تجاه الاقتصادات الناشئة. وقد أسهمت أيضاً دورات التقييد النقدي في الاقتصادات المتقدمة في هذا التراجع. وفي عام ٢٠٢٤، شهدت تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة تعافياً مؤقتاً، مدفوعاً باستقرار الأوضاع الاقتصادية. ومع ذلك، عاودت هذه التدفقات التراجع خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥، في ظل تصاعد حالة عدم اليقين العالمي.

وتجدر الإشارة إلى أن صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد المصري تراجع بنحو ٤٥٪ في المتوسط بين الربع الأول من عام ٢٠٢٢ والربع الأول من عام ٢٠٢٣، غير أنه شهد انتعاشاً خلال عام ٢٠٢٤ مدفوعاً بشكل رئيسي بصفقة رأس

٢٠٢٥ مقابل ٢٥,٤٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، و٣٣٪ خلال الربع الأول من ذات العام. وبالمثل، انخفض المعدل السنوي للتضخم الأساسي ليسجل ١٣,٦٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٥ مقابل ٢٣,٨٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، و٣٢,٧٪ خلال الربع الأول من ذات العام.

تراجعت الأسعار العالمية للسلع الغذائية منذ أوائل عام ٢٠٢٣ بشكل عام، وذلك تصحيحاً لارتفاع الأسعار الحاد الذي بدأ منذ منتصف عام ٢٠٢٠.

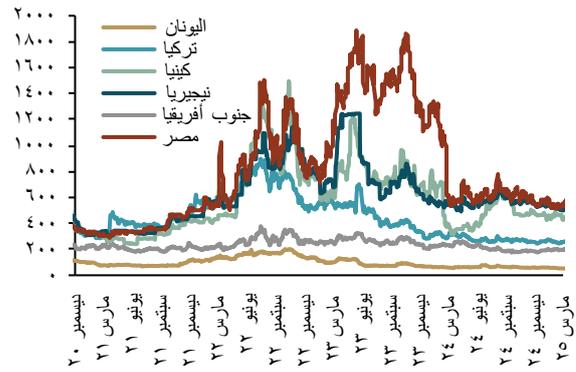
وبداية من الربع الرابع لعام ٢٠٢١، شهدت كل من الساحة المحلية والدولية العديد من التطورات المؤثرة التي أسهمت مجتمعة في خلق ضغوط تضخمية قوية على معدلي التضخم العام والأساسي.

فقد أسفر الصراع الروسي-الأوكراني الذي اندلع في فبراير ٢٠٢٢ عن العديد من التداعيات منها: (١) الارتفاع الحاد في الأسعار العالمية للسلع الأساسية مما أدى إلى زيادة تكلفة واردات الغذاء والطاقة في مصر وارتفاع تكلفة الدعم الغذائي على الدولة. وقد استدعت هذه الضغوط، إلى جانب تطبيق حزمة من الإصلاحات الاقتصادية، اتخاذ إجراءات لتخفيف أعباء الدعم، الأمر الذي انعكس في صورة زيادات واسعة النطاق في أسعار الغذاء والطاقة مطياً، بالإضافة إلى امتداد آثارها إلى أسعار الخدمات والسلع المنتجة مطياً. (٢) وفي ظل تصاعد حالة عدم اليقين عالمياً جراء النزاع، تراجعت تدفقات رؤوس الأموال العالمية إلى الأسواق الناشئة، مما شكّل ضغوطاً على قيمة الجنيه المصري. وقد أسهم ذلك في ارتفاع تكلفة الواردات، مما أدى إلى اضطرابات في سلاسل الإمداد والتوريد المحلية وعدم ترسيخ توقعات التضخم، والذي بدوره خلق مزيداً من الضغوط التضخمية.

ونتيجة لما سبق، لم يتم تحقيق مستهدف التضخم العام للربع الرابع من عامي ٢٠٢٢ و٢٠٢٤، حيث سجل المعدل السنوي للتضخم العام ١٨,٧٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٢ و٢٥,٤٪ في المتوسط خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، متجاوزاً بذلك نطاق التضخم المستهدف البالغ ٧٪ (+١-٢ نقطة مئوية) في المتوسط (الشكل ١٠).

إيجابية في ٧ مارس ٢٠٢٤. وتلا ذلك قيام وكالة فيتش في الآونة الأخيرة برفع التصنيف الائتماني لمصر من B- إلى B في نوفمبر ٢٠٢٤، وأكدت هذا التصنيف مجدداً في ١١ أبريل ٢٠٢٥. وتعكس هذه التطورات تزايد ثقة المستثمرين في آفاق الاقتصاد المصري.

شكل رقم ٩
فروق مبادلات مخاطر الائتمان (أجل خمس سنوات)
في مصر ونظرائها
(مؤشر)



المصدر: بلومبيرغ

٢-١ التطورات المحلية

٢-١-١ تطورات معدلات التضخم

أهم التطورات:

على مدار العامين الماضيين، تأثر التضخم العام والأساسي بالعديد من الصدمات الخارجية، ومنها الصراع الروسي-الأوكراني والتقلبات الناجمة عنه في الأسعار العالمية للسلع والتوترات الجيوسياسية في المنطقة. وتزامن ذلك مع تطبيق حزمة من الإصلاحات الاقتصادية محلياً، مما أسفر عن زيادة الضغوط التضخمية وعدم ارتكاز توقعات التضخم حول مستهدفات البنك المركزي.

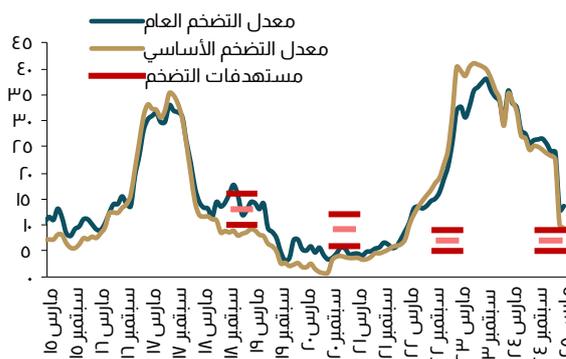
بدأت معدلات التضخم في التراجع تدريجياً، بعد أن بلغت ذروتها في الربع الثالث من عام ٢٠٢٣، وتسارعت وتيرة هذا الانخفاض بشكل ملحوظ مع نهاية عام ٢٠٢٤.

انخفض المعدل السنوي للتضخم العام في الحضر بشكل حاد ليسجل ١٦,٥٪ خلال الربع الأول من عام

شكل رقم ١٠

التضخم السنوي العام والأساسي*

(نسبة مئوية، معدل سنوي)



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

* معدل التضخم الأساسي هو معدل التضخم العام مستبعدا منه السلع المحددة أسعارها إداريا والخضروات والفاكهة الطازجة.

وفي إطار جهوده المبذولة لاستعادة استقرار الاقتصاد الكلي، قام البنك المركزي المصري باتخاذ عدد من الإجراءات التصحيحية والتي شملت توحيد سوق سعر الصرف وتقييد السياسة النقدية. ومنذ ذلك الحين، اتخذ المعدل السنوي لكل من التضخم العام والأساسي مسارا نزوليا، وذلك بعد بلوغ التضخم العام ذروته عند ٣٨,٠٪ في سبتمبر ٢٠٢٣، والتضخم الأساسي ذروته عند ٤١,٠٪ في يونيو ٢٠٢٣. وفي مارس ٢٠٢٥، انخفض معدل التضخم العام ١٣,٦٪ كذلك انخفض معدل التضخم الأساسي ٩,٤٪، وهو أدنى معدل للتضخم الأساسي منذ ما يقرب ثلاث سنوات. وجاء ذلك الانخفاض مدعوما بالأثر الإيجابي لفترة الأساس، وتباطؤ وتيرة ارتفاع أسعار السلع الغذائية بالتزامن مع الانحسار التدريجي لأثر الصدمات السابقة.

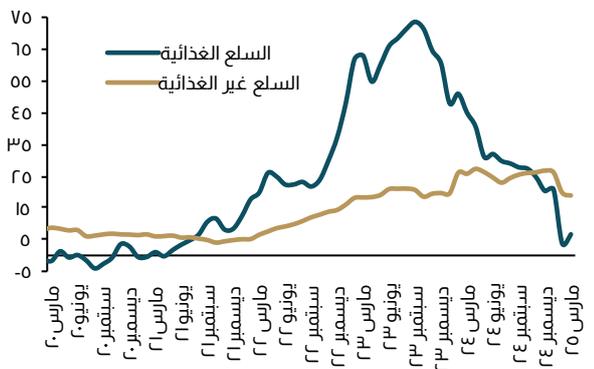
ومنذ بداية عام ٢٠٢٣ حتى الربع الأول من عام ٢٠٢٤، جاء التضخم العام متأثرا بشكل رئيسي بأسعار السلع الغذائية، حيث ارتفع المعدل السنوي لتضخم السلع الغذائية بشكل حاد ليعكس أثر الصدمات سابقة الذكر ليصل إلى ذروة جديدة بلغت ٧٣,٦٪ في سبتمبر ٢٠٢٣. وبالرغم من ذلك، بدأ معدل تضخم السلع الغذائية في التراجع منذ الربع الأول من عام ٢٠٢٤، مسجلا ٦,٦٪ في مارس ٢٠٢٥، و٣,٧٪ في فبراير ٢٠٢٥، وهو أدنى مستوياته منذ يونيو ٢٠٢١. ويأتي ذلك الانخفاض مدفوعا بتراجع أسعار العديد من السلع الغذائية، إلى جانب الأثر الإيجابي لفترة الأساس مما جعل تضخم

السلع غير الغذائية المحرك الرئيسي للتضخم. ويتسم تضخم السلع غير الغذائية ببطء استجابته للصدمات، مما يفسر استقراره حول ٢٥٪ (في المتوسط) طوال عام ٢٠٢٤. قبل أن يبدأ في التراجع ليصل إلى ١٨,٩٪ في مارس ٢٠٢٥، ليعكس الانحسار التدريجي لأثر الصدمات السابقة (الشكل ١١).

شكل رقم ١١

تضخم السلع الغذائية وغير الغذائية

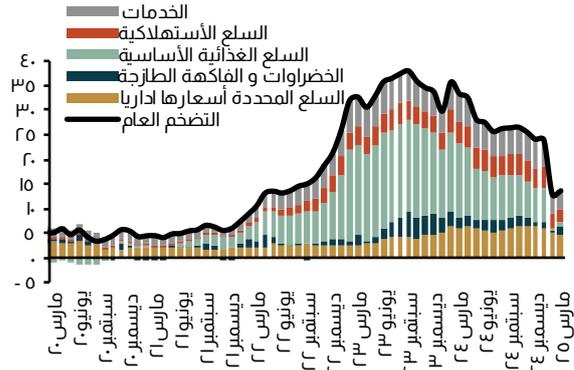
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



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

وخلال الفترة التي كان فيها التضخم العام مدفوعا بتضخم السلع الغذائية، كان للسلع الغذائية الأساسية الأثر الأكبر حيث مثلت ٩٠٪ من تطورات تضخم السلع الغذائية في الفترة من الربع الأول من عام ٢٠٢٣ إلى الربع الأول من عام ٢٠٢٤. ويمكن تفسير ذلك بحجم الوزن الترجيدي للسلع الغذائية الأساسية في سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين (حيث تمثل ٢٤,٥٪ من وزن الرقم القياسي) وطبيعتها غير المرنة نسبيا. بالإضافة إلى ذلك، يعكس تضخم السلع الغذائية أثر تضخم الخضراوات والفاكهة الطازجة والتي تتأثر بعوامل مثل الموسمية والظروف المناخية، إلا أن تأثير هذه العناصر غالبا ما يكون مؤقتا (الشكل ١٢).

شكل رقم ١٢
تحليل التضخم العام
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: البنك المركزي المصري، والد جهاز المركزي للتعينة العامة والإحصاء

ومن ناحية أخرى، يتحرك تضخم السلع غير الغذائية متأثراً عادة بكل من السلع المحددة أسعارها إدارياً بالإضافة إلى الخدمات، حيث مثلاً مجتمعين ما يقرب من ٨٠٪ من متوسط تضخم السلع غير الغذائية خلال الخمسة عشر عاماً الماضية، بينما يرجع التأثير المتبقي إلى السلع الاستهلاكية.

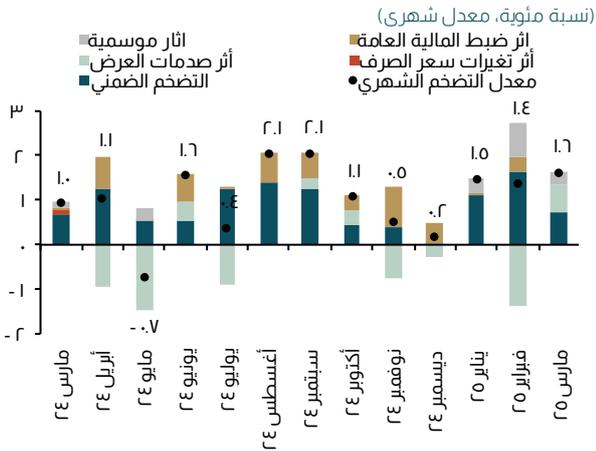
وعلى الرغم من أن التغيرات في أسعار السلع المحددة أسعارها إدارياً قد تكون متفرقة، فإنها تميل إلى الحدة، لا سيما خلال فترات الإصلاحات الاقتصادية. ففي عامي ٢٠٢٣ و٢٠٢٤، اتخذت الحكومة عدداً من الإجراءات لضبط الأوضاع المالية العامة بهدف تخفيف أعباء دعم عدد من السلع الغذائية، ومنتجات الطاقة (مثل الوقود، والغاز الطبيعي، والكهرباء)، بالإضافة إلى بعض الخدمات العامة. ومنذ عام ٢٠٢٣ وحتى تاريخه، مثلت السلع المحددة أسعارها إدارياً نحو ٣٠٪ من التطورات الشهرية للتضخم العام، في المتوسط.

وتتسم معدلات تضخم الخدمات ببطء استجابتها للتطورات المحيطة، وذلك نظراً لتكليف أسعارها تدريجياً مع التغيرات في تكاليف الإنتاج، سواء الناتجة عن أسعار الواردات، أو تقلبات سعر الصرف، أو غيرها من التطورات في سلاسل الإمداد، وكذلك مع التأثيرات الناشئة عن تضخم السلع الغذائية أو السلع المحددة أسعارها إدارياً. وقد ظل معدل التضخم

السنوي للخدمات مستقرًا نسبيًا عند نحو ١٩٪ طوال عام ٢٠٢٤، قبل أن ينخفض إلى ١٣,٥٪ في مارس ٢٠٢٥، مدفوعاً بانحسار أثر الصدمات السابقة تدريجياً.

وفي ضوء التطورات السابقة، ونتيجة للسياسة النقدية التقييدية وانحسار تأثير صدمات العرض تدريجياً، بالإضافة إلى ترسيخ توقعات التضخم، شهد التضخم الشهري عودة تدريجية إلى معدلاته المعتادة فيما قبل ٢٠٢٢، وذلك على الرغم من إجراءات ضبط المالية العامة (الشكل ١٣). وقد تلاشى أثر تقلبات سعر الصرف بشكل كبير منذ الربع الثاني من عام ٢٠٢٤. وذلك بعد الأخذ في الاعتبار تمثيله حوالي ١٣٪ في المتوسط من إجمالي التضخم العام خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٤ و١٦٪ خلال عام ٢٠٢٣. ومع ذلك، فإن إجراءات ضبط المالية العامة ما زالت تعكس تعديلات مؤجلة نتيجة لتبعات التخفيضات السابقة في سعر الصرف.

شكل رقم ١٣
المعدل الشهري لتضخم السلع الغذائية وغير الغذائية



المصدر: البنك المركزي المصري، والد جهاز المركزي للتعينة العامة والإحصاء

وخلال عام ٢٠٢٤، مثلت إجراءات ضبط المالية العامة حوالي ٢٠٪ من إجمالي التضخم العام الشهري، مقارنة بنسبة ٥٪ فقط في عام ٢٠٢٣. ويشمل ذلك الآثار الناجمة عن خطة تخفيض الدعم التي تم تطبيقها على مجموعة من السلع والخدمات المحددة أسعارها إدارياً في عام ٢٠٢٤، من بينها الكهرباء، ومنتجات الوقود (الغاز الطبيعي، أسطوانات البوتاجاز، السولار والبنزين)، والسلع الغذائية المدعومة مثل

١ خطة رفع الدعم توقف تطبيقها منذ عام ٢٠٢١ ولم تستأنف إلا في يناير ٢٠٢٤.

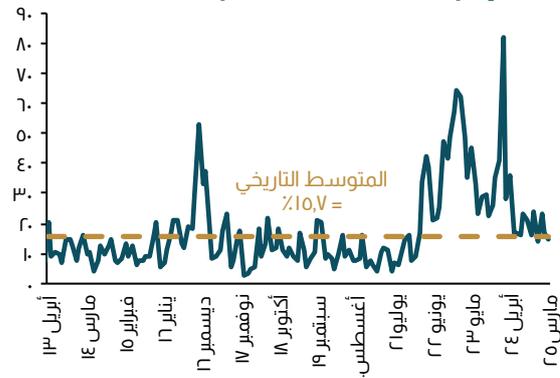
الخبز والأرز، بالإضافة إلى عدد من الخدمات العامة مثل رسوم خطوط الاتصالات الأرضية، وإمدادات المياه، والنقل العام، والنقل بالسكك الحديدية، ومنتجات التبغ، وخدمات البريد.

أما فيما يخص معدل التضخم الضمني (underlying inflation)، فقد واصل مساره النزولي التدريجي منذ بداية عام ٢٠٢٣، مقترباً من متوسطه التاريخي، وهو ما يعكس استمرار انحصار الصدمات السابقة بشكل تدريجي، وتراجع تضخم أسعار السلع الغذائية، وترسيخ توقعات التضخم لتكون أقرب إلى مستهدفات البنك المركزي المعلنة (الشكل ١٣). تجدر الإشارة إلى انحصار تأثير صدمات العرض في ٢٠٢٤ مقارنة بعام ٢٠٢٣ والذي مثلت خلاله صدمات العرض حوالي ٣٣٪ في المتوسط من إجمالي التضخم العام الشهري.

ولتحديد مدى انتشار (Dispersion) معدلات التضخم بين كافة السلع والخدمات التي تشكّل الرقم القياسي لأسعار المستهلكين (CPI)، استخدم البنك المركزي المصري مؤشر انتشار (Diffusion Index) بحسب مدى انتشار الضغوط التضخمية بين كافة السلع والخدمات. ويمثل المؤشر عدد بنود سلة السلع والخدمات التي تسجل معدل تضخم شهري يفوق ٢٪ كنسبة من إجمالي عدد البنود في السلة، وذلك على أساس شهري (الشكل ١٤).

شكل رقم ١٤ مؤشر الانتشار

(نسبة السلع التي تجاوز معدل تضخمها الشهري ٢٪)



المصدر: البنك المركزي المصري.

وكما يتبين من الشكل ١٤، سجل مؤشر الانتشار ٦٤,٣٪ في يناير ٢٠٢٣، ثم ارتفع بشكل حاد إلى أعلى معدل له تاريخياً عند ٨٢٪ في فبراير ٢٠٢٤، وذلك

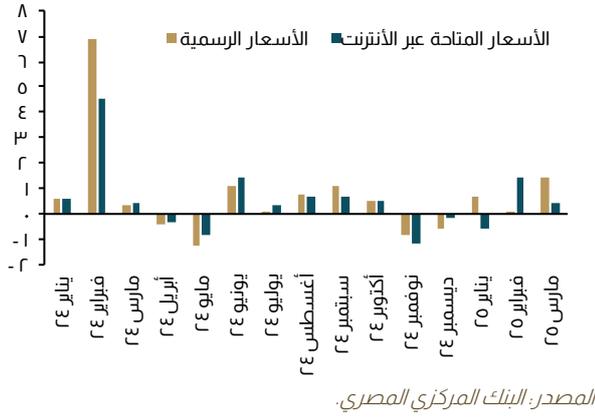
نتيجة لتقلبات سعر الصرف إلى جانب صدمات العرض المشار إليها سابقاً، والتي أثرت بقوة على توقعات التضخم، وأدت إلى زيادات حادة في أسعار غالبية مكونات سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين. ومنذ الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، بدأ عدد السلع المُسجّلة لمعدلات تضخم شهرية تتجاوز ٢٪ في الانخفاض، ليبلغ متوسط قدره ١٨٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥، بل وانخفض دون متوسطه التاريخي مسجلاً ١٤,٦٪ في مارس ٢٠٢٥. ويُشير هذا التراجع إلى انحصار أثر الصدمات التضخمية أو تركّزها في عدد أقل من السلع والخدمات، وهو ما قد يشير إلى عودة تطورات التضخم تدريجياً إلى أنماطها المعتادة التي كانت سائدة قبل عام ٢٠٢٢.

وقياساً بسلة دولية من السلع الغذائية الأكثر تداولاً والتي ينشرها شهرياً البنك الدولي، بدأ تضخم السلع الغذائية عالمياً في التعافي التدريجي من الارتفاعات الحادة التي شهدتها في عامي ٢٠٢١ و٢٠٢٢. وقد استمر في التباطؤ منذ أبريل ٢٠٢٢ وبدأ في تسجيل معدلات سنوية سالبة منذ فبراير ٢٠٢٣ إلى تاريخه (الشكل ١٥). وتاريخياً، ثمة علاقة ارتباط غير متماثلة بين تضخم السلع الغذائية الأساسية المحلية وتضخم السلع الغذائية العالمية. وتؤدي هذه العلاقة غير المتماثلة إلى أن الأسعار المحلية تميل إلى أن تعكس الارتفاعات في الأسعار العالمية للسلع، لكنها لا تعكس الانخفاضات بنفس الدرجة. ومع ذلك، فإن الارتفاع الحاد في تضخم السلع الغذائية مطياً بعداً من الربع الثاني من عام ٢٠٢٢ لم يكن ناتجاً فقط عن الأثر المؤجل لارتفاع أسعار الواردات (نتيجة لارتفاع الأسعار العالمية وتراجع سعر الصرف)، بل أيضاً عن عوامل أخرى، من بينها اضطرابات سلاسل الإمداد والتوريد، والاختلالات في السوق المحلية (الشكل ١٥).

وبتطيل مكونات سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، يتضح أن نحو ١٨٪ من السلة تتكون من سلع نهائية مستوردة أو تشتمل على مكون مستورد، بينما يتم إنتاج النسبة المتبقية مطياً (الشكل ١٦). وعادة ما يسير التضخم المستورد بالتوازي مع التضخم العام، ولا يحدث تفاوت بينهما إلا خلال الفترات التي ترتفع فيها أسعار السلع المستوردة بشكل مستقل عن باقي مكونات السلة.

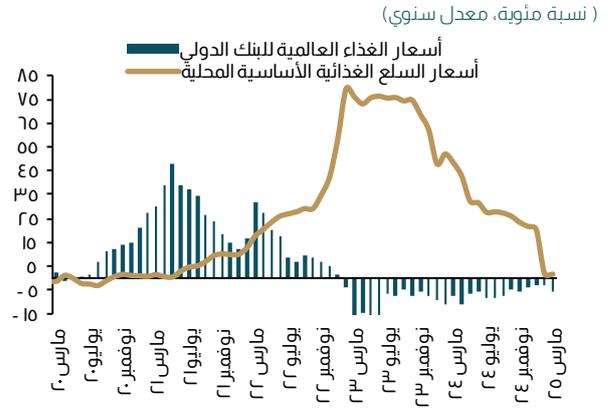
ويستخدم البنك المركزي المصري مجموعة كبيرة من الأسعار اليومية للسلع الغذائية التي يتم جمعها من مجموعة متنوعة من المصادر على الإنترنت لقياس التغيرات الجارية في أسعار السلع الغذائية. ويتيح ذلك للبنك المركزي المصري تحسين توقعاته قبل الإصدار الرسمي لأرقام التضخم في العاشر من كل شهر. ويوضح الشكل ١٧ مدى موثوقية هذه الطريقة في تقدير اتجاه التضخم، وحجم التغيرات السعرية في سلة الغذاء بأكملها تقريبا، وإن كان ذلك بدرجة أقل.

شكل رقم ١٧
المساهمة الشهرية للسلع الغذائية في التضخم العام
(نقطة مئوية)



ويظهر هذا النمط بوضوح خلال فترات انخفاض سعر الصرف، وكذلك خلال فترات الاضطرابات التجارية، وارتفاع الأسعار العالمية (الشكل ١٦). أما خلال فترات استقرار أسعار الواردات، فتُظهر السلسلتان معدلات تضخم متقاربة للغاية.

شكل رقم ١٥
تضخم أسعار السلع الغذائية عالميا ومحليا



شكل رقم ١٦
تضخم السلع المستوردة
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



وتعد التنبؤات اللحظية (Nowcasts)، وهي تنبؤات التضخم للشهر الجاري، ذات أهمية كبيرة للبنوك المركزية والأسواق، خاصة في أوقات عدم اليقين. وبناء على ذلك، يلجأ البنك المركزي المصري إلى البيانات عالية التواتر (الأسعار اليومية) لتحسين التنبؤات اللحظية للتضخم الشهري (الشكل ١٧). وتوفير البيانات اللازمة لنموذج التنبؤ الأساسي متوسط الأجل (انظر إطار ٢)

إطار رقم ٢: التنبؤ اللحظي بتضخم السلع الغذائية والمشروبات باستخدام الأسعار المستخلصة من المواقع الإلكترونية

مميزات تقدير رقم قياسي بديل لأسعار المستهلكين للسلع الغذائية والمشروبات

١. نتائج في الوقت الحقيقي تقريبا: يقدم لصانعي السياسات رؤى محدثة حول أحد أكبر مكونات الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، مما يدعم الإحصائيات الرسمية.
٢. أوسع نطاقا: يستفيد من المنصات الإلكترونية لرصد مجموعة أكبر من المنتجات، مما يعزز تغطية الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، وخاصة في الفئات المتقلبة أسعارها مثل السلع الغذائية والمشروبات.
٣. بيانات عالية التواتر: يستخدم بيانات عالية التواتر لرصد تقلبات المكونات الفرعية للسلع الغذائية والمشروبات.
٤. دعم إستراتيجي للسياسات: يساعد في التنبؤ اللحظي وتنبؤات المؤشرات الاقتصادية الكلية المهمة مثل التضخم، مما يساعد على اتخاذ قرارات أكثر استنارة على صعيد السياسات.

نظرة عامة على المنهجية المستخدمة لإعداد المؤشر البديل

١. جمع البيانات من المواقع الإلكترونية: تستخدم تقنيات استخلاص البيانات من المواقع الإلكترونية للحصول على البيانات من المتاجر الكبرى التي تتمتع بحصة سوقية كبيرة وحضور على الإنترنت.
٢. المعالجة المسبقة للبيانات: تتضمن ضبط ومعالجة البيانات بدقة لضمان جودتها واتساقها.
٣. تصنيف البيانات: تستخدم مقاييس التشابه النصي وطرق علوم البيانات لمطابقة بيانات المنتجات عبر الإنترنت مع تصنيفات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء لتصنيف المنتجات ضمن الفئات المناسبة للرقم القياسي لأسعار المستهلكين وفقا لسلة الرقم القياسي الرسمية.
٤. تعديل البيانات: يشمل سلسلة من الخطوات الدقيقة لضبط البيانات التي تم جمعها، بما في ذلك اكتشاف القيم الشاذة والتعامل معها، واحتساب الأسعار المفقودة، والتعامل مع السلع الموسمية التي تتسم بفترات غياب طويلة. تجميع المؤشر: يتم تجميع سلسلة العناصر الخاصة بالرقم القياسي لأسعار المستهلك باستخدام نهج مرجح للترقيم القياسي (Indexing)، اعتمادا على الأوزان في سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلكين.

نتائج المؤشر البديل لتضخم السلع الغذائية والمشروبات

- ونخرج من هذه العملية بالعديد من النتائج، بما في ذلك:
١. استخدام مؤشر بديل لتضخم السلع الغذائية والمشروبات
 ٢. التحليل التفصيلي: تحليل العوامل الرئيسية المحركة للتضخم.
 ٣. تحليل تواجد المنتجات: تحليل تواجد المنتجات لتتبع فئات المنتجات التي تغيب عن السوق لفترات طويلة.

٢-٢-١ القطاع الحقيقي

أهم التطورات:

- يشير مسار فجوة الناتج المحلي الإجمالي المقدر إلى أن ضغوط التضخم من جانب الطلب من المتوقع أن تظل محدودة، مما يدعم المسار النزولي للتضخم على المدى القصير.
- تشير التوقعات للاحتياطية لنمو الناتج المحلي الإجمالي بتكلفة عوامل الإنتاج إلى تسجيله معدل بلغ ٥,٠%^٣ بشكل مبدئي خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥ بناء على تطورات المؤشرات الأولية، حيث أظهرت المؤشرات الأولية التي ترتبط ارتباطاً قوياً بناتج الصناعات التحويلية غير البترولية وناتج السياحة تحسناً في الربع الأول من عام ٢٠٢٥، بينما أظهرت المؤشرات ذات الارتباط الوثيق بناتج قناة السويس والناتج البترولي استمرار الانكماش خلال نفس الفترة.
- سجل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق وبتكلفة عوامل الإنتاج ٤,٣ في المئة في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، مقارنة بـ ٢,٣ و ٢,٢ في المئة على الترتيب في الربع الرابع من عام ٢٠٢٣.
- في الوقت نفسه، انخفض معدل البطالة إلى ٦,٤ في المئة في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ مقابل ٦,٩ في المئة في الربع الرابع من عام ٢٠٢٣. واستمرت الأجور الحقيقية في الارتفاع، إلا أنها لا تزال أقل من مستوياتها واتجاهاتها طويلة الأمد، الأمر الذي يحد من الضغوط التضخمية من ناحية الطلب، وهو ما يدعمه أيضاً مسار فجوة الناتج المقدر.

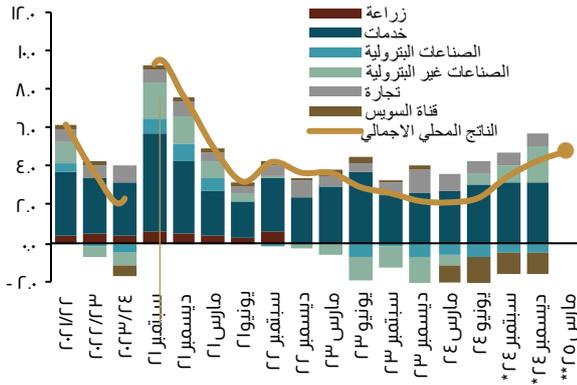
وبخاصة السياحة. ومع ذلك، كانت هذه الزيادات مدفوعة جزئياً بالأثر المواتي القوي لسنة الأساس، حيث شهدت القطاعات المذكورة تباطؤاً كبيراً بسبب التأثير السلبي للإغلاقات المرتبطة بجائحة كورونا على النشاط الاقتصادي خلال السنة المالية ٢٠٢١/٢٠٢٠.

وتراجع النمو الحقيقي في كل من السنة المالية ٢٠٢٣/٢٠٢٢ و ٢٠٢٤/٢٠٢٣، ليصل إلى ٣,٦% و ٢,٣% على الترتيب (الشكل ١٨). وجاء هذا التباطؤ نتيجة رئيسية لانخفاض مساهمات الصناعات الاستخراجية، والصناعات البترولية والصناعات التحويلية غير البترولية، والتي شهدت جميعها انكماشاً في النشاط الاقتصادي. ويرجع ذلك إلى الضغوط المتعلقة بمدى وفرة العملة الأجنبية قبل توحيد سعر الصرف في مارس ٢٠٢٤، مما أدى إلى الحد من القدرة الإنتاجية للاقتصاد وبالتالي تقييد النمو الاقتصادي.

شكل رقم ١٨

المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الإنتاج

(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: وزارة التخطيط، التنمية الاقتصادية، والتعاون الدولي.

وتفيد تقديرات فجوة الناتج بأنها لا تزال سالبة، مما يشير إلى أن مسارها يظل داعماً للمسار النزولي للتضخم المتوقع على المدى القصير، حيث من المتوقع أن تظل الضغوط التضخمية من جانب الطلب محدودة ومدعومة بأوضاع السياسة النقدية الحالية (الشكل ١٩).

في السنة المالية ٢٠٢٢/٢٠٢١، شهد الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بتكلفة عناصر الإنتاج نمواً ملحوظاً بنسبة ٦,٢%، مدفوعاً بشكل رئيسي بزيادة مساهمات قطاعي الصناعات التحويلية والخدمات،

^٣ تقديرات البنك المركزي المصري.

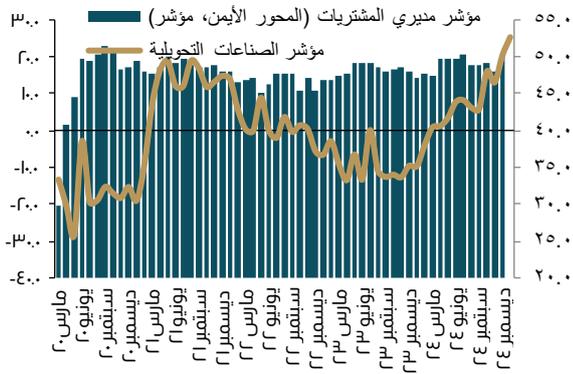
قطاعات الصناعات التحويلية غير البترولية، والسياحة،
والتشييد والبناء.

شكل رقم ١٩
فجوة الناتج

(كنسبة من الطاقة الإنتاجية القصوى)

شكل رقم ٢٠ المؤشرات الأولية

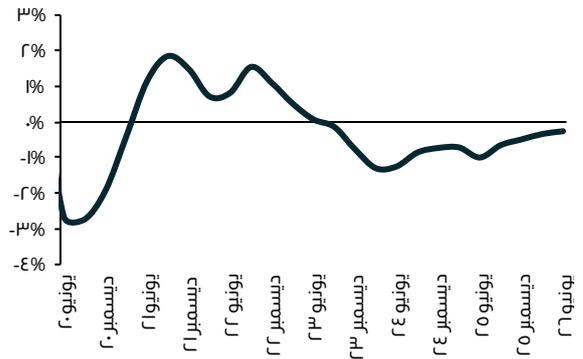
(نسبة مئوية، معدل سنوي ما لم يذكر غير ذلك)



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

من ناحية أخرى، تشير المؤشرات الأولية المرتبطة ارتباطا وثيقا بالناتج المحلي الإجمالي لقناة السويس إلى استمرار الانكماش للربع الرابع على التوالي. ومع ذلك، بدأ حجم الانكماش يتراجع بسبب الأثر المواتي لسنة الأساس الناتج عن الانخفاض في الحمولة الصافية المارة عبر القناة في الربع الأول من عام ٢٠٢٤. ويرجع الانكماش إلى اضطراب حركة التجارة العالمية في البحر الأحمر التي لا تزال تؤثر سلبا على النشاط الاقتصادي بصفة عامة.

وفي الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، أظهرت البيانات الفعلية أن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار السوق شهد نموا بنسبة ٤,٣٪، مما يشير إلى تعافٍ مستمر في النشاط الاقتصادي، مسجلا أعلى نسبة له منذ الربع الرابع من عام ٢٠٢٢ (الشكل ٢١). ويعكس الرقم المسجل تحسن مساهمة كل من صافي الصادرات واجمالي الاستثمارات المطية. وسجلت مساهمة صافي الصادرات في نمو الناتج المحلي الإجمالي ١,٨ نقطة مئوية، وهي أول مساهمة موجبة لها منذ الربع الثالث من عام ٢٠٢٣.



المصدر: البنك المركزي المصري.

تُظهر مؤشرات النشاط الاقتصادي للربع الأول من عام ٢٠٢٥ أن نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الإنتاج من المتوقع أن يسجل ٥,٠٪ اعتمادا على تطورات المؤشرات الأولية. وتغطي المؤشرات الأولية المستخدمة في التنبؤ اللحظي بأرقام نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي حوالي ٦٠٪ من النشاط الاقتصادي، وبالتالي توفر تقديرا دقيقا للنشاط الاقتصادي. كما تشير التقديرات في الربع الأول من عام ٢٠٢٥ إلى أن الرقم القياسي للصناعات التحويلية قد نما بنسبة ١٨,٢٪ على أساس سنوي، والذي يظهر ارتباطا قويا مع الناتج المحلي الإجمالي للصناعات التحويلية غير البترولية، مما يعكس نموا أقوى مقارنة بالربع الأول من عام ٢٠٢٤ (الشكل ٢٠). علاوة على ذلك، بلغ متوسط مؤشر مديري المشتريات ٥٠ نقطة خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥، وهو الحد الفاصل بين التوسع والانكماش، متخطيا متوسطه التاريخي البالغ ٤٨,٢، الأمر الذي يعكس استمرار التحسن في النشاط الاقتصادي للقطاع الخاص غير البترولي. ومن ناحية أخرى، تشير المؤشرات الأولية إلى أن الزيادة المقدره في النشاط الاقتصادي مدفوعة بمساهمات

البحر والجو والسكك الحديدية، ومبيعات حديد التسليح، وعدد مشترك الخطوط
الثابتة، واستهلاك الكهرباء.

٤ المؤشرات الأولية المستخدمة في التنبؤ اللحظي بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تشمل ما يلي: مؤشر الإنتاج الصناعي، والرقم القياسي للصناعات التحويلية، وإنتاج الغاز الطبيعي، والنفط الخام والمنتجات البترولية، والحمولات الصافية المارة عبر لقناة السويس، واللبيالي السياحية، والشحن والركاب عبر

النقدية التقييدية على القطاع العائلي، والذي دفع المستهلكين إلى الادخار عوضاً عن الإنفاق.

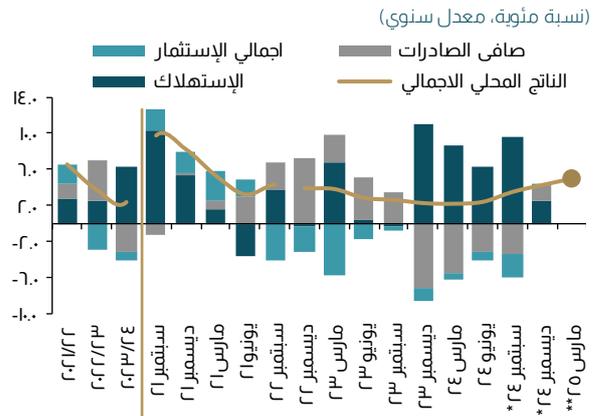
كما استمر نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بتكلفة عناصر الانتاج في الارتفاع للربع الثالث على التوالي، مسجلاً ٤,٣% في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤. وجاء هذا التحسن ناتجاً بشكل رئيسي عن تزايد مساهمات قطاعات الصناعات التحويلية غير البترولية والتجارة والسياحة، التي أسهمت مجتمعة بمقدار ثلاث نقاط مئوية في نمو الناتج المحلي الإجمالي مقابل ١,٠ نقطة مئوية في ذات الفترة من العام الماضي. ويشير ذلك إلى أن القطاعات السالف ذكرها ساهمت بنسبة ٧٠% من النمو في النشاط الاقتصادي خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٤. كما يأتي التحسن الملحوظ في قطاعي الصناعات التحويلية غير البترولية والخدمات متسقاً مع استمرار النمو الحقيقي للقروض بالعملة المحلية الممنوحة لقطاعي الصناعة والخدمات خلال نفس الفترة.

من ناحية أخرى، استمر نشاط قناة السويس في الانكماش، مسجلاً مساهمة سالبة قدرها ١,١ نقطة مئوية في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ مقابل ٠,٢ نقطة مئوية في الربع الرابع من عام ٢٠٢٣، ويعود ذلك إلى استمرار اضطرابات التجارة العالمية في البحر الأحمر. كما تراجع مساهمة قطاع الاستخراجات إلى سالب ٠,٦ نقطة مئوية في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ مقابل سالب ٠,٣ نقطة مئوية في الربع الرابع من عام ٢٠٢٣، والذي لا يزال في النطاق الانكماشى منذ الربع الأول من عام ٢٠٢٢. إذ تراجع الإنتاج المحلي من البترول والغاز الطبيعي في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ بنسبة ٧% و٢٠% على الترتيب مقارنة بالعام الماضي. ومع ذلك، فإن المساهمات الموجبة الإجمالية لقطاعات الصناعات التحويلية غير البترولية، والسياحة، والتجارة في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ قد فاقت المساهمات السالبة لكل من نشاط قناة السويس وقطاع الاستخراجات. وعليه، ارتفع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

وفيما يتعلق بسوق العمل، تراجع معدل البطالة إلى ٦,٤% في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ مقارنة بنسبة ٦,٩% المسجلة في الربع الرابع من عام ٢٠٢٣ (الشكل

ويعكس هذا التحسن تأثير توحيد سعر الصرف على حجم الصادرات المصرية من السلع والخدمات، مما يعزز من قدرتها التنافسية. ونتيجة لذلك، ارتفع معدل النمو الحقيقي في الصادرات بوتيرة أعلى من نمو الواردات، حيث زادت الصادرات بنسبة ٤٠% على أساس سنوي، بينما ارتفعت الواردات بنسبة ٢٠% فقط.

شكل رقم ٢١ المساهمة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي حسب الإنفاق



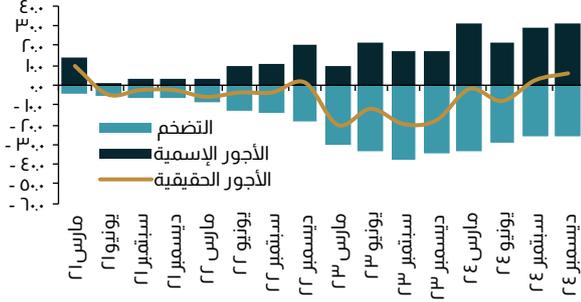
المصدر: وزارة التخطيط، التنمية الاقتصادية، والتعاون الدولي.

وبالمثل، شهدت مساهمة إجمالي الاستثمارات المحلية تحسناً، إذ سجلت مساهمة موجبة محدودة قدرها ١,١ نقطة مئوية خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، وهي أول مساهمة موجبة منذ الربع الثالث من عام ٢٠٢٢، مقابل سالب ١,٥ نقطة مئوية في الربع الرابع من عام ٢٠٢٣. ويعود هذا التحسن إلى ارتفاع الاستثمارات الخاصة، والتي نمت بنسبة ٣٥% على أساس سنوي. وفيما يتعلق بالاستثمارات العامة فقد تراجعت بنسبة ٢٦% على أساس سنوي بهدف دعم نموذج نمو اقتصادي بقيادة القطاع الخاص.

ومع ذلك، تراجع مساهمة الاستهلاك إلى ٢,٤ نقطة مئوية في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، مما يحد جزئياً من المساهمات الموجبة المتزايدة لصادرات وإجمالي الاستثمارات المحلية. وكان الانخفاض في الاستهلاك الخاص هو المحرك الرئيسي لهذا التراجع في مساهمة الاستهلاك، ويعكس إلى حد كبير التأثير الناجم عن السياسة

شكل رقم ٢٣ الأجور الحقيقية

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



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

٣-٢-١ القطاع الخارجي

أهم التطورات:

- بعد توحيد سعر الصرف في الربع الأول من عام ٢٠٢٤، شهد الوضع الخارجي لمصر تحولا إيجابيا بفضل التدفقات غير المسبوقة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتدفقات حافظة الأوراق المالية، والتي ساهمت في تمويل عجز الحساب الجاري وإعادة بناء الاحتياطيات الخارجية.
- وفي الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، سجل ميزان المدفوعات الكلي فائضا، وإن كان محدودا. وجاء الفائض ناتجا بشكل رئيسي عن انحصار عجز الحساب الجاري مقارنة بذات الفترة من عام ٢٠٢٣.
- من جهة أخرى، سجل الحساب المالي فائضا، مدفوعا بشكل رئيسي بتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتمويل البنوك المطية، وكلاهما ساهم في تمويل عجز الحساب الجاري المسجل خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٤.

٢٢). وعلى أساس سنوي، يعكس الانخفاض الملحوظ في معدل البطالة النمو في معدل توفير فرص العمل. وتركزت الوظائف الجديدة في قطاعات التجارة والتعليم والنقل والصناعة^٥، والتي استمرت جميعها في تسجيل معدلات نمو قوية خلال ذات الفترة.

شكل رقم ٢٢ معدل البطالة

(نسبة مئوية من قوة العمل)



المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء.

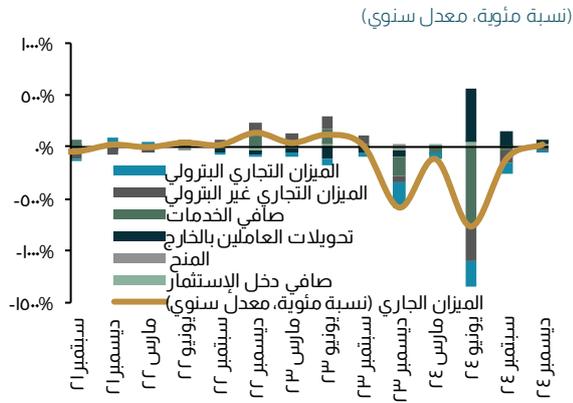
وللربع الثاني على التوالي، ارتفعت الأجور الحقيقية خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ بعد فترة طويلة من الانكماش منذ الربع الأول من عام ٢٠٢١، إذ تجاوز نمو الأجور الاسمية معدل التضخم (الشكل ٢٣). ومع ذلك، فإن حجم الزيادة لا يزال محدودا، وبالتالي، تظل الضغوط التضخمية الناتجة عن قناة الأجور محدودة، خاصة وأن الأجور الحقيقية لا تزال أدنى من مستوياتها واتجاهاتها العامة طويلة الأمد. وبالمثل، فإن مسار فجوة الناتج المقدرة لا يزال يعكس محدودية الضغوط التضخمية من جانب الطلب، مدعوم بالسياسة النقدية الحالية، حيث تظل الفجوة في النطاق السالب، ومن المتوقع أن تظل كذلك على المدى القصير، مما يدعم استمرار المسار النزولي المتوقع للتضخم.

^٥ المصدر: بحث القوي العاملة، الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء
^٦ مقدر باستخدام مرشح Hodrick-Prescott (HP)

٢٠٢٢/٢٠٢٣ بنحو ٢٨٪ مقارنة بالعامين السابقين بسبب التخارج الكبير لاستثمارات حافظة الأوراق المالية عقب اندلاع الصراع بين روسيا وأوكرانيا مما أدى إلى تراجع المعنويات في الأسواق نظراً لارتفاع مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة، بما في ذلك مصر.

وفي الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، سجل ميزان المدفوعات الكلي فائضاً طفيفاً قدره ٠,٥ مليار دولار، حيث كانت تدفقات الحساب الرأسمالي والمالي، مع الأخذ في الاعتبار صافي السهو والخطأ، كافية لتمويل عجز الحساب الجاري والبالغ ٥,٢ مليار دولار. وقد شهد العجز المسجل تراجعاً بنسبة ٢٤٪ مقارنة بالفترة نفسها من عام ٢٠٢٣، ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى تحسن تحويلات العاملين بالخارج وصافي دخل الاستثمار (الشكل ٢٥).

شكل رقم ٢٥
المساهمة في معدل نمو الميزان الجاري

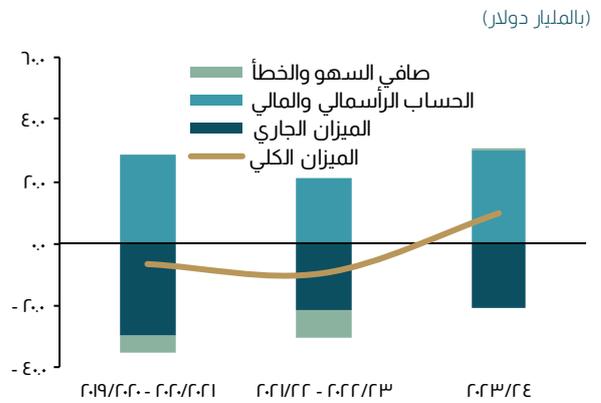


المصدر: البنك المركزي المصري.

وشهدت تحويلات العاملين بالخارج زيادة ملموسة بنسبة ٧٧,٣٪ في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، مسجلة ٨,٧ مليار دولار (مقابل ٤,٩ مليار دولار في الربع الرابع من عام ٢٠٢٣)، وهو أعلى مستوى لها على الإطلاق (الشكل ٢٦). ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى التأثير الإيجابي لتوحيد سعر الصرف في مارس ٢٠٢٤، مما ساعد على إعادة توجيه إيرادات الحساب الجاري إلى النظام المصرفي. علاوة على ذلك، انخفض العجز المسجل في رصيد صافي دخل الاستثمار بنسبة ٢٦٪ مقارنة بالفترة نفسها من عام ٢٠٢٣، حيث بلغ ٣,٧

في السنة المالية ٢٠٢٣/٢٠٢٤، سجل ميزان المدفوعات فائضاً كبيراً قدره ٩,٧ مليار دولار. وكان هذا التحول الإيجابي في الوضع الخارجي لمصر مدفوعاً أساساً بالاستثمار الأجنبي المباشر الناتج عن عوائد صفقة رأس الحكمة وتدفعات حافظة الأوراق المالية في الحساب الرأسمالي والمالي، والتي تمكنت من تغطية ارتفاع عجز الحساب الجاري (الشكل ٢٤). وارتفع عجز الحساب الجاري نتيجة تراجع ميزان التجارة البترولي، وكذلك انخفاض إيرادات الخدمات. علاوة على ذلك، جاء تراجع ميزان التجارة البترولية نتيجة الانخفاض الكبير في إنتاج الغاز الطبيعي. وبالتالي، انخفضت صادرات الغاز الطبيعي⁷ بنسبة ٧٦٪ مقارنة بالعام السابق، بينما زادت الواردات بنسبة ٣٧٪ لتلبية الطلب المحلي. علاوة على ذلك، كان العجز في إيرادات الخدمات ناجماً بشكل أساسي عن انخفاض إيرادات قناة السويس بنسبة ٢٤٪، ومع ذلك، ساهم النمو المحدود في إيرادات السياحة في الحد جزئياً من تلك الانخفاضات.

شكل رقم ٢٤
المساهمة في ميزان المدفوعات الكلي



المصدر: البنك المركزي المصري.

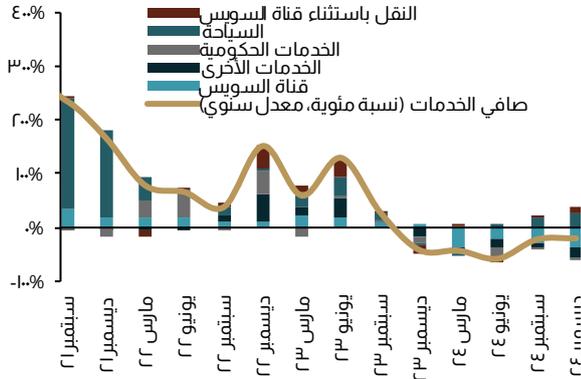
وعلى النقيض، شهدت الفترة من السنة المالية ٢٠٢٢/٢٠٢١ إلى ٢٠٢٣/٢٠٢٢ تسجيل ميزان المدفوعات في مصر عجز كلي قدره ٩,٧ مليار دولار، حيث لم تكن تدفقات المالية للحساب الرأسمالي والمالي كافية لتمويل عجز الحساب الجاري المسجل. وذلك بالرغم من انخفاض عجز الحساب الجاري خلال الفترة المذكورة مقارنة بالعامين السابقين، مدفوعاً بالمساهمات الموجبة لكل من قطاع الخدمات وميزان التجارة غير البترولية. وبناء عليه، انخفض إجمالي التمويل في السنتين الماليتين ٢٠٢٢/٢٠٢١ -

⁷ المصدر: Joint Oil Database Initiative (JODI)

على توليد إيرادات بالعملة الأجنبية لتمويل الواردات مما يساهم في استقرار الوضع الخارجي للاقتصاد.

شكل رقم ٢٧ المساهمة في صافي ميزان الخدمات

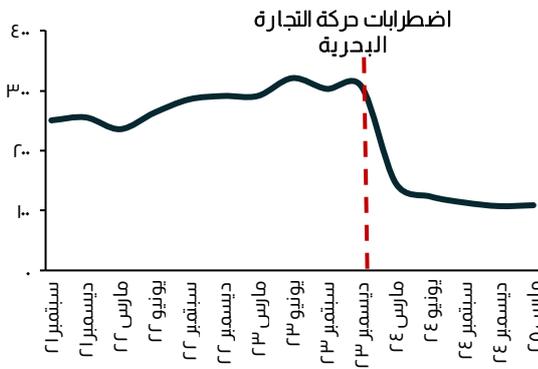
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: البنك المركزي المصري.

شكل رقم ٢٨ حجم العبور في قناة السويس

(المتوسط المتحرك لشهر واحد، بالمليون طن متري)



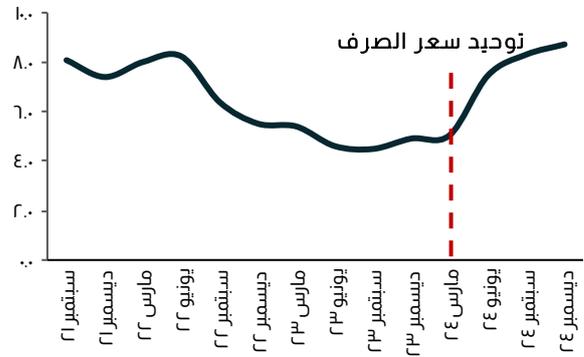
المصدر: IMF PortWatch.

علاوة على ذلك، تراجع الفائض في ميزان الخدمات، مما ساهم في زيادة عجز الحساب الجاري وبالتالي حد جزئياً من التحسن في تحويلات العاملين بالخارج وصافي دخل الاستثمار (الشكل ٢٧). وفي الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، سجل ميزان الخدمات فائضاً قدره ٣,٢ مليار دولار، بانخفاض نسبته ٢٠٪ مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٣. ويُعزى انخفاض الفائض بشكل رئيسي إلى انخفاض إيرادات قناة السويس بنسبة ٦٣٪ نتيجة للاضطرابات في حركة التجارة العالمية في البحر الأحمر، مما أدى إلى تحويل حركة التجارة الدولية إلى طريق رأس الرجاء الصالح (الشكل ٢٨). ومع ذلك، ارتفع صافي إيرادات السياحة بنسبة ٥٤٪ على

مليار دولار. وقد أدى كلا العاملين (تحويلات العاملين بالخارج وحساب الاستثمار) إلى الحد من العجز التجاري المتزايد وتراجع فائض ميزان الخدمات، ومن ثم انخفاض عجز الحساب الجاري الكلي.

شكل رقم ٢٦ تحويلات العاملين بالخارج

(بالمليار دولار)

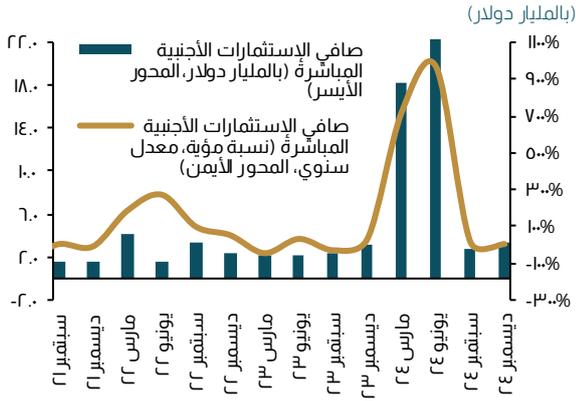


المصدر: البنك المركزي المصري.

وقد أدى اتساع عجز الميزان التجاري إلى الحد جزئياً من التحسن المسجل، إذ زاد العجز بنسبة ٢٦٪ على أساس سنوي مدفوعاً بكل من الميزان البترولي وغير البترولي. ووجدت بالذکر أن عجز الميزان البترولي ارتفع بنسبة ٣٨٪ على أساس سنوي في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، مسجلاً ٢,٤ مليار دولار. ويرجع ذلك بشكل رئيسي إلى زيادة واردات الغاز الطبيعي لتلبية الطلب المحلي. وقد ارتفع الطلب على واردات الغاز الطبيعي مع انخفاض الإنتاج المحلي بنسبة ٢٠٪ خلال نفس الفترة. في حين أن انخفاض الميزان غير البترولي في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ يُعزى إلى أن نمو الواردات غير النفطية فاق نمو الصادرات، وهو ما يتسق أيضاً مع التعافي المستمر في النمو الاقتصادي، حيث ارتفع بمقدار نقطتين مؤسيتين مقارنة بالربع الرابع من عام ٢٠٢٣، إذ يعتبر النمو الاقتصادي محركاً رئيسياً للسلع والخدمات المستوردة من خلال زيادة الاستهلاك والإنفاق الاستثماري.

وعليه، سجلت نسبة الصادرات غير البترولية إلى الواردات غير البترولية ٤٢٪، وهي نسبة تظل أعلى بكثير من متوسطها التاريخي البالغ ٣٤٪ منذ الربع الثالث من عام ٢٠٢٣، مما يعكس تحسناً في قدرة مصر

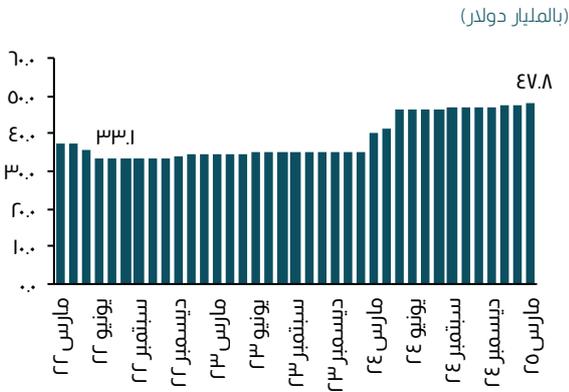
شكل رقم ٣٠
صافي الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر



المصدر: البنك المركزي المصري.

وبناء عليه، بلغ صافي الاحتياطيات الأجنبية ٤٧,١ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٤، بزيادة من ٣٥,٢ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٢٣، مما يعكس الفوائض المسجلة في ميزان المدفوعات خلال الفترة المشار إليها. وجاء تراكم الاحتياطيات مدفوعاً بشكل رئيسي بتدفقات قوية من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتعافي تحويلات العاملين بالخارج. علاوة على ذلك، استمر صافي الاحتياطيات الدولية في اتجاهه الصعودي في الربع التالي، حيث سجل ٤٧,٨ مليار دولار في مارس ٢٠٢٥. ويغطي المستوى الحالي من صافي الاحتياطيات الدولية حوالي ٦,٢ أشهر من الواردات القياسي لعدد شهور تغطية الواردات البالغ ٣ أشهر.

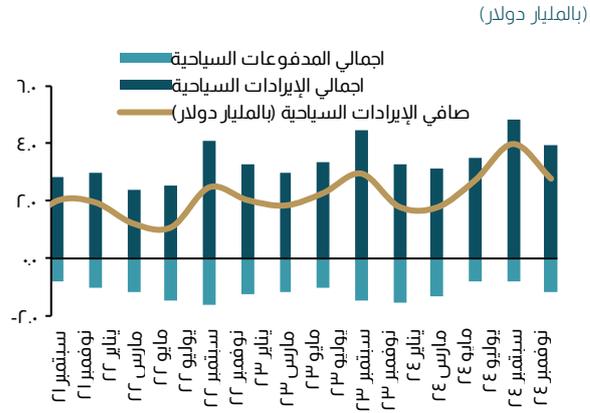
شكل رقم ٣١
صافي الاحتياطيات الدولية



المصدر: البنك المركزي المصري.

أساس سنوي، مما يعكس استمرارية قدرة القطاع على الصمود وزيادة تنافسيته في ضوء الصراعات الإقليمية، والذي حد جزئياً من التراجع في إيرادات قناة السويس (الشكل ٢٩).

شكل رقم ٢٩
إيرادات ومدفوعات السياحة



المصدر: البنك المركزي المصري.

وسجل الحساب الرأسمالي والمالي فائضاً قدره ٤,١ مليار دولار في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤، وهو ما يرجع بشكل رئيسي إلى التدفقات القوية من صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتي بلغت ٣,٣ مليار دولار، وكذلك إلى تمويل البنوك المطية. وسجل صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة زيادة طفيفة في الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي، مما يشير إلى تزايد القدرة على تمويل العجز في الحساب الجاري بشكل مستدام (الشكل ٣٠). من جهة أخرى، فإن تخارج استثمارات الحافظة حد من الفائض المسجل، وأسهم بالسلب على الحساب الرأسمالي والمالي، وهو ما يعكس النمط الطبيعي لديناميكيات جني الأرباح في نهاية السنة من جانب صناديق التحوط وبنوك الاستثمار.

٤-٢-١ القطاع النقدي

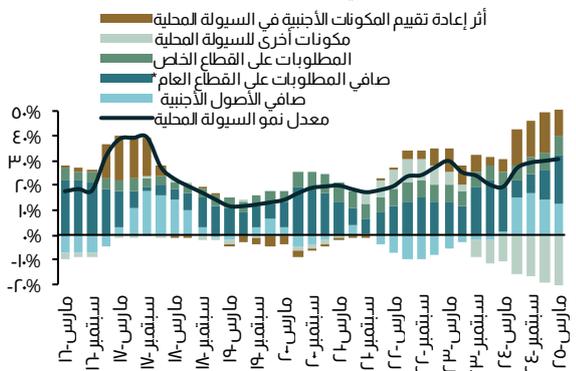
أهم التطورات:

- ارتفع معدل نمو السيولة المحلية (M2) ليسجل ٣,٦٪ في المتوسط خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥ مقابل ١٩,٥٪ في المتوسط خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٤، مدفوعاً بشكل أساسي بالتعافي في صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي وإعادة بناء احتياطات النقد الأجنبي. وشهد معدل نمو السيولة المحلية تباطؤاً ملحوظاً في مارس ٢٠٢٥ ليصل إلى ٢٥,٨٪ مقابل ٣٣,٩٪ في الشهر السابق، حيث تلاشت آثار إعادة تقييم المكونات الأجنبية في السيولة المحلية.
- عاد صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي (البنك المركزي المصري والبنوك التجارية) تسجيل مستويات موجبة في مايو ٢٠٢٤ ليسجل ١٥,١ مليار دولار في مارس ٢٠٢٥ بعد استمراره في تسجيل قيم سالبة منذ فبراير ٢٠٢٢. وقد جاء ذلك في أعقاب إبرام صفقة رأس الحكمة غير المسبوقة وعودة استثمارات الأجانب في أدوات الدين المصرية في ضوء تحسن معنويات السوق بعد توحيد سعر الصرف بالإضافة إلى انتعاش تحويلات المصريين العاملين بالخارج وكذلك الدعم المستمر من المؤسسات متعددة الأطراف.
- بدأ معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية في التوسع خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٤ ليصل إلى ١,١٪ في المتوسط خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥، مقارنة بمتوسط بلغ سالب ٨,٧٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٤. وقد جاء ذلك الارتفاع مدفوعاً بشكل رئيسي بمساهمة قطاع الأعمال الخاص، ومدعوماً بالانخفاض الكبير في المعدل السنوي للتضخم العام في فبراير ٢٠٢٥ نتيجة الأثر الإيجابي لفترة الأساس. ويتسق ذلك مع التعافي الذي شهده النشاط الاقتصادي الحقيقي للقطاع الخاص في الآونة الأخيرة والمتوقع استمراره خلال الفترة المقبلة.

منذ سبتمبر ٢٠٢١، تسارع معدل نمو السيولة المحلية (M2) بشكل ملحوظ ليصل إلى ذروة بلغت ٢٩,٨٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٣، مدفوعاً بالأساس بارتفاع مساهمة كل من صافي المطلوبات على القطاع العام (وخاصة الحكومة) وأثر إعادة تقييم المكونات الأجنبية في السيولة المحلية نتيجة انخفاض سعر الصرف خلال الفترة السالف ذكرها (الشكل ٣٢). ويعود في المقام الأول اعتماد الحكومة المتزايد على القطاع المصرفي لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة خلال تلك الفترة إلى صعوبة مصادر التمويل الخارجية نظراً للتشديد النقدي العالمي في ظل تداعيات الصراع الروسي-الأوكراني.

على الرغم من تباطؤ معدل نمو السيولة المحلية بدءاً من الربع الثاني من عام ٢٠٢٣ وحتى الربع الأول من عام ٢٠٢٤ مع تلاشي آثار إعادة التقييم، واصلت مساهمة صافي المطلوبات على القطاع العام في معدل نمو السيولة المحلية اتجاهها الصعودي مع تزايد الاعتماد على القطاع المصرفي لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة والذي سجل مستوى قياسياً بلغ ٨٩٨ مليار جنيه (٦,٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي) خلال الفترة يوليو-فبراير من العام المالي ٢٠٢٣/٢٠٢٤ مقابل ٥٠١ مليار جنيه (٤,٩٪ من الناتج المحلي الإجمالي) خلال نفس الفترة من العام المالي ٢٠٢٢/٢٠٢٣.

شكل رقم ٣٢
المساهمة في معدل نمو السيولة المحلية
(نقطة مئوية، معدل سنوي، متوسط الفترة)



المصدر: البنك المركزي المصري.

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

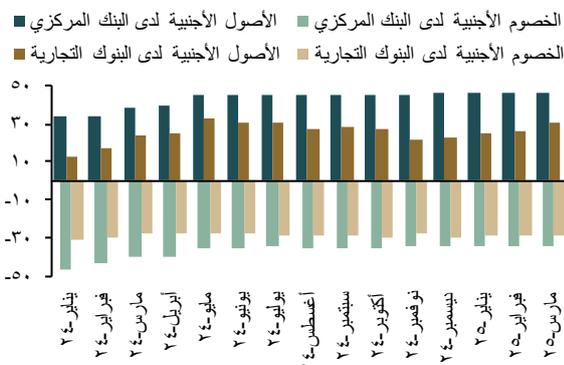
بالعام السابق لتسجل ٢٩,٦ مليار دولار؛ (د) بالإضافة إلى الدعم المستمر من المؤسسات المتعددة الأطراف. وبالتالي، عاود صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي ليسجل مستويات موجبة منذ مايو ٢٠٢٤ ليصل إلى ١٥,١ مليار دولار في مارس ٢٠٢٥.

وبالأخص، ارتفع صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي المصري بشكل ملحوظ ليسجل ١٢,٥ مليار دولار في مارس ٢٠٢٥، مقارنة بسالب ١١,٤ مليار دولار في يناير ٢٠٢٤. وجاء هذا التعافي مدعوماً بموارد النقد الأجنبي السالف ذكرها إلى جانب الانخفاض الملحوظ في الالتزامات الأجنبية على البنك المركزي المصري بإجمالي قدره ١١,٥ مليار دولار خلال الفترة من يناير ٢٠٢٤ إلى مارس ٢٠٢٥ (الشكل ٣٤). وجاء الانخفاض في الالتزامات الأجنبية مدفوعاً بشكل أساسي بتحويل ودائع دولة الإمارات العربية المتحدة لدى البنك المركزي المصري إلى استثمارات في المشاريع العقارية وغيرها من المشاريع الرئيسية في جميع أنحاء مصر بالإضافة إلى حقوق تطوير رأس الحكمة. كما تعافى صافي الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية بشكل كبير ليسجل ٢,٥ مليار دولار في مارس ٢٠٢٥، مقارنة بسالب ١٧,٦ مليار دولار في يناير ٢٠٢٤، مدفوعاً في المقام الأول بالارتفاع الملحوظ في الأصول الأجنبية لدى البنوك التجارية، وبانخفاض التزاماتها الأجنبية، وإن كان ذلك بدرجة أقل بكثير.

شكل رقم ٣٤

الأصول والخصوم الأجنبية لدى البنك المركزي المصري والبنوك التجارية

(أرصدة، مليار دولار)



المصدر: البنك المركزي المصري.

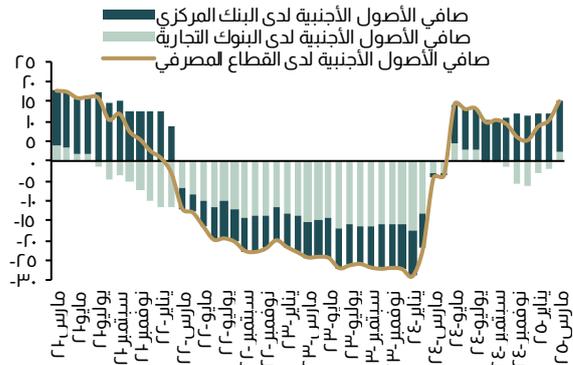
وعليه، فقد تحولت ديناميكيات معدل نمو السيولة المحلية لتصبح مواتية بشكل أكبر بدءاً من الربع الأول من عام ٢٠٢٤ مقارنة بالعامين السابقين، حيث صارت

كما شهدت هذه الفترة انخفاضاً في صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي، حيث وصل إلى سالب ٢٩,٠ مليار دولار في يناير ٢٠٢٤، واستمر في تسجيل مستويات سالبة منذ فبراير ٢٠٢٢. وعلى وجه التحديد، سجل صافي الأصول الأجنبية لكل من البنك المركزي المصري والبنوك التجارية سالب ١١,٤ مليار دولار وسالب ١٧,٦ مليار دولار على التوالي في يناير ٢٠٢٤ (شكل ٣٣).

شكل رقم ٣٣

صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي

(أرصدة، مليار دولار)



المصدر: البنك المركزي المصري.

ولكن في ضوء آثار إعادة التقييم عقب توحيد سعر الصرف في مارس ٢٠٢٤ بالإضافة إلى التعافي غير المسبوق في صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي، عاود معدل نمو السيولة المحلية الارتفاع في الآونة الأخيرة ليسجل متوسطاً بلغ ٢٩,٩٪ خلال الربع الرابع من عام ٢٠٢٤ واستمر في تسارعه ليصل إلى ٣٣,٩٪ في فبراير ٢٠٢٥، مقارنة بمتوسط قدره ١٩,٥٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٤. ومع ذلك، نظراً لبدء تلاشي آثار إعادة التقييم في مارس ٢٠٢٥، تباطأ معدل نمو السيولة المحلية بشكل ملحوظ ليصل إلى أدنى معدل له منذ أبريل ٢٠٢٤، مسجلاً ٢٥,٨٪ في مارس ٢٠٢٥.

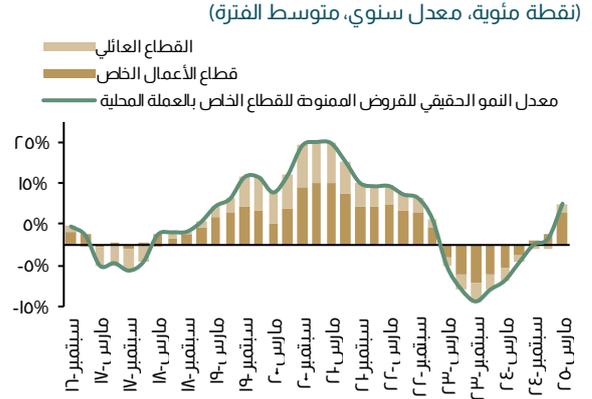
وقد جاء التعافي السالف ذكره في صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي في أعقاب رأس الحكمة غير المسبوقة بقيمة ٣٥,٠ مليار دولار (ضخ موارد دولارية جديدة بقيمة ٢٤,٠ مليار دولار وتحويل نحو ١١,٠ مليار دولار من ودائع دولة الإمارات العربية المتحدة لدى البنك المركزي المصري)؛ (ب) وتدفع استثمارات الأجانب في أدوات دين الحكومة المصرية في ضوء تحسن معنويات المستثمرين (ج) وارتفاع تحويلات المصريين العاملين في الخارج بنسبة ٥١,٣٪ خلال عام ٢٠٢٤ مقارنة

٢٠٢٤. ويُعزى هذا الارتفاع بشكل رئيسي إلى زيادة مساهمات القطاع الصناعي (قطاعات النفط والغاز، ومواد البناء، والأدوية، والأغذية والمشروبات)، وبدرجة أقل قطاع الخدمات (قطاعات التشييد والبناء، والعقارات، والخدمات المالية).

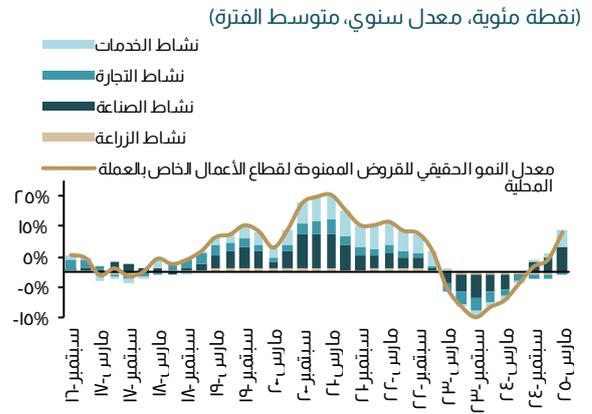
وفي الآونة الأخيرة، ارتفع معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية بشكل ملحوظ ليصل إلى متوسط بلغ ١,١٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥، متأثراً بالانخفاض الحاد في المعدل السنوي لفترة الأساس. وقد جاء هذا التسارع بإجمالي ٨,٦ نقطة مئوية خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥، مقارنة بالربع السابق، انعكاساً لديناميكيات التالية: ارتفاع المساهمة الموجبة لقطاع الأعمال الخاص—حيث بلغ معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية ١٣,٠٪—إلى جانب تحول مساهمة القطاع العائلي إلى مستويات موجبة لأول مرة منذ الربع الرابع من عام ٢٠٢٢.

ويتسق التعافي في النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية مع التعافي السالف ذكره في النشاط الاقتصادي الحقيقي للقطاع الخاص خلال النصف الثاني من عام ٢٠٢٤ (بما في ذلك استهلاك واستثمار القطاع الخاص، مع تركيز التحسن في الاستثمار الخاص في الربع الأخير من عام ٢٠٢٤) بالإضافة إلى التوقعات باستمرار تعافي النشاط الاقتصادي خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥ وفقاً للمؤشرات الأولية.

شكل رقم ٣٦ المساهمة في معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية



شكل رقم ٣٧ المساهمة القطاعية في معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للأعمال الخاص بالعملة المحلية



ومع ذلك، عقب تحسن معدلات النمو الحقيقي السالبة للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية خلال الفترة بين الربع الرابع من عام ٢٠٢٣ إلى الربع الثاني من عام ٢٠٢٤، بدأ معدل النمو الحقيقي للقروض الممنوحة للقطاع الخاص بالعملة المحلية في التوسع خلال الربع الثالث من عام ٢٠٢٤ واستمر في التوسع خلال الربع التالي ليسجل ١,٥٪، مقارنة بسالب ٤,٣٪ خلال الربع الثاني من عام ٢٠٢٤، وكان قطاع الأعمال الخاص هو المحرك الرئيسي لهذه الزيادة. وقد أدى ذلك إلى عودة معدلات النمو الحقيقي للقروض الممنوحة لقطاع الأعمال الخاص بالعملة المحلية إلى مستويات موجبة في الربعين الثالث والرابع من عام ٢٠٢٤، مسجلة ١,٧٪ و ٤,٠٪ على التوالي، مقارنة بسالب ٣,٨٪ خلال الربع الثاني من عام

١-٢-٥ السيولة المحلية والأوضاع المالية

أهم التطورات:

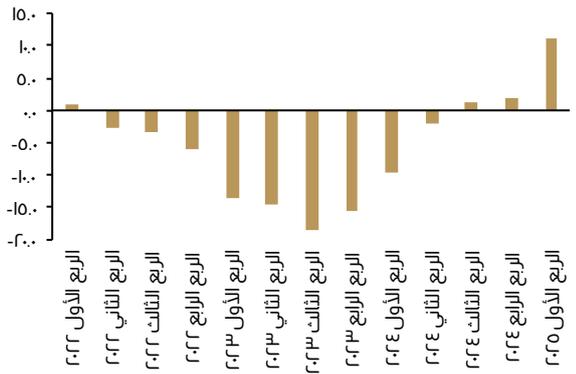
- بدأت الأوضاع النقدية في مصر في اتخاذ منحى تقييدي متزايد منذ الربع الأول من عام ٢٠٢٤، وذلك من خلال الزيادة التراكمية البالغة ١٩٠٠ نقطة أساس في أسعار العائد الأساسية منذ مارس ٢٠٢٢.
- ورغم ذلك، فإن انتقال أثر هذه الزيادات إلى الأوضاع المالية الأوسع لم ينعكس بشكل كامل، مع ملاحظة أن سعر العائد بين البنوك لليلة واحدة (الإنتربنك) ومتوسط سعر العائد المرجح على القروض الجديدة قد شهدا أقوى معدلات الانتقال.
- اتخذ منحنى العائد اتجاهًا نزوليًا، مدفوعًا بارتفاع أسعار أدون الخزائن على خلفية دورة التقييد النقدي.
- تماشيًا مع تحسن معنويات المستثمرين الأجانب منذ توحيد سعر الصرف في مارس ٢٠٢٤، عاد المستثمرون الأجانب إلى سوق الدين المصرية، حيث زادت حيازاتهم بشكل ملحوظ.
- في الوقت نفسه، استقرت بشكل عام عوائد سندات مصر الدولية ومبادلات مخاطر الائتمان التي تمثل مؤشرًا على مخاطر الائتمان السيادية بالعملة الأجنبية، بعد تحسنها الملحوظ في أعقاب الإجراءات التصحيحية التي اتخذت في مارس ٢٠٢٤.

بدأت الأوضاع النقدية في مصر في اتخاذ مسار تقييدي متزايد منذ الربع الأول من عام ٢٠٢٤، وذلك بعد قيام البنك المركزي المصري برفع سعر العائد الأساسي بمقدار ٨٠٠ نقطة أساس. ويأتي هذا بعد فترة استمرت نحو عامين من أسعار الفائدة الحقيقية السالبة والتي تزامنت مع الضغوط التضخمية المتزايدة خلال عامي ٢٠٢٢ و ٢٠٢٣. وقد أسفر هذا التقييد النقدي عن تحول سعر العائد الحقيقي إلى مستويات موجبة في الربع الثالث من عام ٢٠٢٤، وذلك لأول مرة منذ الربع الأول من عام ٢٠٢٢. ومنذ ذلك الحين، واصل سعر الفائدة الحقيقي اتجاهه الصعودي (الشكل ٣٨).

وقد تأثرت أسعار العائد على المعاملات بين البنوك، وعوائد الأوراق المالية الحكومية، وأسعار العائد في القطاع المصرفي تأثرًا جزئيًا بقرارات

السياسة النقدية حتى تاريخه. فمنذ مارس ٢٠٢٢، رفع البنك المركزي المصري سعر العائد الأساسي بشكل تراكمي بمقدار ١٩٠٠ نقطة أساس، وذلك من ٨,٧٥٪ إلى ٢٧,٧٥٪، من خلال سلسلة من الزيادات التي أجريت في ٢١ مارس، و١٩ مايو، و٢٧ أكتوبر، و٢٢ ديسمبر من عام ٢٠٢٢، تلتها زيادات إضافية في ٣٠ مارس و٣ أغسطس من عام ٢٠٢٣، ثم في ١ فبراير و٦ مارس من عام ٢٠٢٤. وقد انعكس ما يقارب ٩٢٪ من هذه الزيادة التراكمية (أي بمعدل انتقال يبلغ ٠,٩٢ مرة) على سعر العائد لليلة واحدة على المعاملات بين البنوك، والذي بلغ متوسطه نحو ٢٧,٥٪ في مارس ٢٠٢٥، مقابل ١٠٪ في مارس ٢٠٢٢، أي قبل بدء دورة التقييد النقدي (الشكل ٣٩).

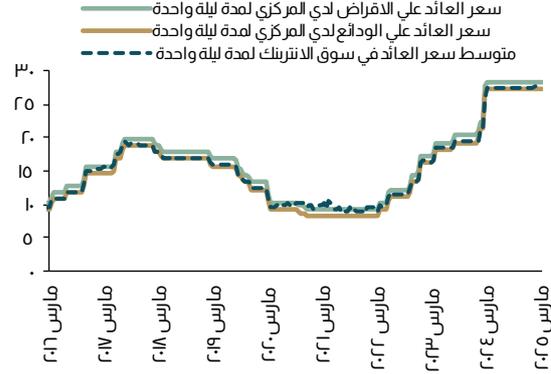
شكل رقم ٣٨
سعر العائد الحقيقي
(بالنسبة المئوية، تشير القيم السالبة إلى سياسة نقدية توسعية والعكس صحيح)



المصدر: البنك المركزي المصري.

شكل رقم ٣٩ سعر الإنترنت لليلة واحدة وأسعار العائد الأساسية للبنك المركزي المصري

(بالنسبة المئوية، ما لم يُذكر خلاف ذلك) *



المصدر: البنك المركزي المصري.
البيانات الخاصة بشهر مارس ٢٠٢٥ تغطي حتى نهاية الفترة المنتهية
في ٣١ مارس ٢٠٢٥.

وفي أبريل ٢٠٢٤، اعتمد البنك المركزي المصري سياسة التخصيص الكامل (Full allotment) في عملياته بالسوق المفتوحة، وذلك بقبول جميع العروض المقدمة من البنوك المؤهلة، مع تحويل العملية الرئيسية لأجل ٧ أيام إلى عملية بسعر عائد ثابت، مع التخصيص الكامل عند سعر منتصف الكوريدور. ويأتي هذا التحول في إطار جهود البنك المركزي لتعزيز كفاءة إدارة السيولة في القطاع المصرفي. وتدعم هذه السياسة توجيهه متوسط سعر العائد المرجح لليلة واحدة في سوق الإنترنت نحو سعر العملية الرئيسية، وبما يلبي احتياجات السوق. وقد أسهم ذلك في تعافٍ معتدل للسيولة الفائضة لتسجل ٩٩٠.٩ مليار جنيه (ما يعادل ١.٣ مرة من نسبة الاحتياطي الإلزامي) خلال نفس الشهر.

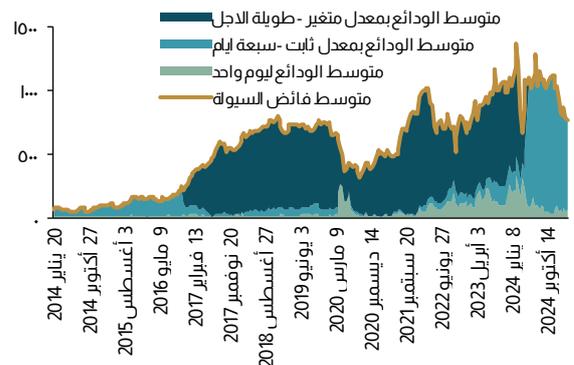
وقد أدت سياسة التخصيص الكامل (Full allotment) التي اعتمدها البنك المركزي المصري في عملياته بالسوق المفتوحة إلى ضبط أوضاع السيولة المطية وتوجيه متوسط سعر العائد المرجح لليلة واحدة في سوق المعاملات بين البنوك نحو سعر العملية الرئيسية. واستمر هذا الاتجاه النزولي في مستوى فائض السيولة خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥، إذ انخفض إلى ٧٦٦.٦ مليار جنيه (٠.٨ مرة من نسبة الاحتياطي الإلزامي)، وهو أدنى مستوى له منذ أبريل ٢٠٢٣.

ومن جانب آخر، بدأت أقدام المعاملات بين البنوك في الارتفاع اعتباراً من النصف الثاني من العام المالي ٢٠٢٣/٢٠٢٤، وذلك في ضوء قيام البنك المركزي المصري بتحويل العملية الرئيسية لأجل ٧ أيام إلى عملية بسعر عائد ثابت مع التخصيص الكامل عند سعر منتصف الكوريدور في أبريل ٢٠٢٤، بما يوجّه متوسط سعر العائد المرجح لليلة واحدة في سوق الإنترنت نحو سعر العملية الرئيسية، وبما يلبي احتياجات السوق. ونتيجة لذلك، ارتفعت حصة التعاملات لأجل أسبوع من متوسط ٥,٧% من إجمالي التعاملات خلال النصف الثاني من العام المالي ٢٠٢٣/٢٠٢٤ إلى ١٨,٩% في النصف الثاني من ٢٠٢٣/٢٠٢٤، ثم إلى ٣٧,٩% في النصف الأول من ٢٠٢٤/٢٠٢٥، قبل أن تسجل ٢٨,٥% في الربع الثالث من نفس العام المالي (الشكل ٤١).

وفيما يتعلق بأوضاع السيولة، سجّل متوسط فائض السيولة في القطاع المصرفي تقلبات واضحة خلال عام ٢٠٢٤، نتيجة لتوجهات البنك المركزي في تبني سياسات مرنة لإدارة السيولة. وعقب رفع أسعار العائد الأساسية بمقدار ٦٠ نقطة أساس في مارس ٢٠٢٤، تراجع فائض السيولة الفائضة من ذروته المسجلة في فبراير ٢٠٢٤ عند ١٢٧٩.٥ مليار جنيه (ما يعادل ١.٧ مرة من نسبة الاحتياطي الإلزامي) إلى ٨٠٩.١ مليار جنيه (ضعف نسبة الاحتياطي)، وذلك في ضوء قيام البنك المركزي المصري بتعديل سعر العائد الأساسي بهدف سحب فائض السيولة والحد من الضغوط التضخمية (شكل ٤٠).

شكل رقم ٤٠ فائض السيولة

(بالمليار جنيه مصري، متوسط الفترة)

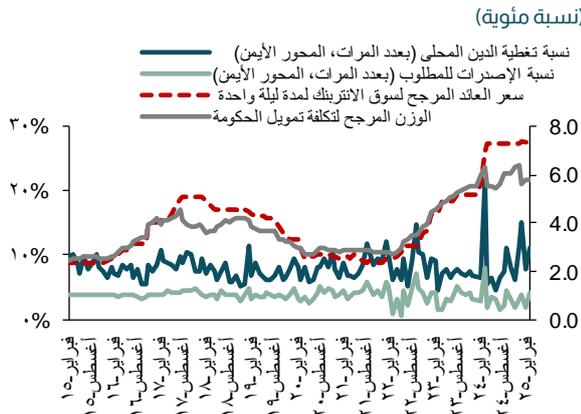


لمصدر: البنك المركزي المصري.
البيانات الخاصة بشهر مارس ٢٠٢٥ تغطي حتى نهاية الفترة المنتهية في
٣١ مارس ٢٠٢٥.

٢٧٪ خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥، مقابل ١٣٪ في الربع الأول من عام ٢٠٢٢. ويعكس هذا الارتفاع انتقالاً جزئياً لتأثير السياسة النقدية، بنسبة تقارب ٧٤٪.

ويعد الانتقال الجزئي لقرارات السياسة النقدية ناتجاً عن عوامل متعلقة بكل من ارتفاع الطلب وانخفاض العرض، الأمر الذي أسهم في انخفاض العوائد (شكل ٤٣). وتزايد الطلب من المستثمرين، إذ ارتفع عدد مرات التغطية إلى ٣,٠ مرات في المتوسط خلال الربع الأول من ٢٠٢٥، مقابل ٢,٧ مرات خلال نفس الفترة من عام ٢٠٢٢. وفي الوقت نفسه، تراجع المعروض، كما يعكسه انخفاض نسبة المقبول إلى المطلوب، من ١,٢ مرة إلى ٠,٩ مرة خلال ذات الفترة. وعلى الرغم من الضغوط المتعارضة بين جانبي العرض والطلب، واصلت العوائد اتجاهها الصعودي، مما يعكس قوة تأثير سياسة التقييد النقدي للبنك المركزي المصري على أسعار العائد في السوق (شكل ٤٤).

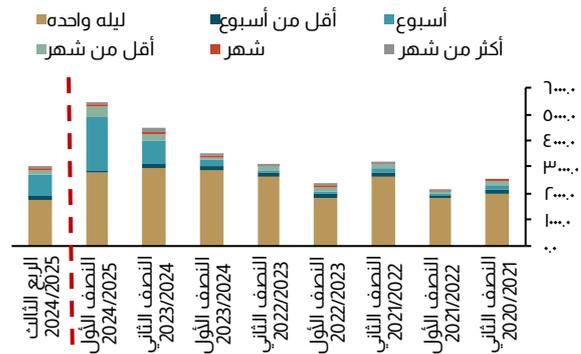
شكل رقم ٤٣
الوزن المرجح لأسعار العائد على أدوات الدين الحكومية بالعملة المحلية*



المصدر: البنك المركزي المصري.
* البيانات حتى ٣١ مارس ٢٠٢٥

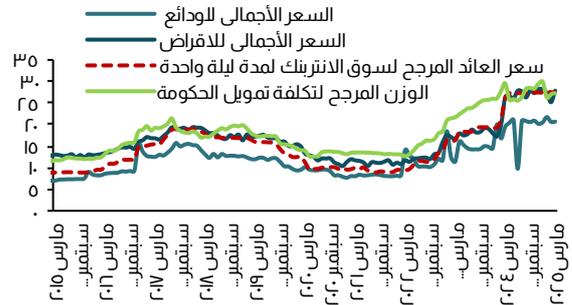
أما على مستوى القطاع المصرفي، فقد ارتفع متوسط سعر العائد على الودائع الجديدة^٨ ليبلغ ٢٠,٧٪ في مارس ٢٠٢٥، مقابل ٨,١٪ في مارس ٢٠٢٢ (قبل الزيادة بمقدار ١٩٠٠ نقطة أساس في أسعار العائد الأساسية للبنك المركزي)، وهو ما يعكس انتقالاً جزئياً بنسبة تقارب ٦٦٪ (شكل ٤٢). كما ارتفع متوسط سعر العائد على القروض الجديدة ليسجل ٢٨٪ في مارس ٢٠٢٥ مقابل ١٠,٩٪ في مارس ٢٠٢٢، مما يعكس انتقالاً شبه كامل بنسبة ٩٠٪.

شكل رقم ٤٢
حجم الإنترنت
(بالمليار جنيه مصري)



المصدر: البنك المركزي المصري.

شكل رقم ٤٢
أسعار العائد في الأسواق
(نسبة مئوية)



المصدر: استناداً إلى استبيان بجرية البنك المركزي المصري على القطاع المصرفي حتى ٣١ مارس ٢٠٢٥.

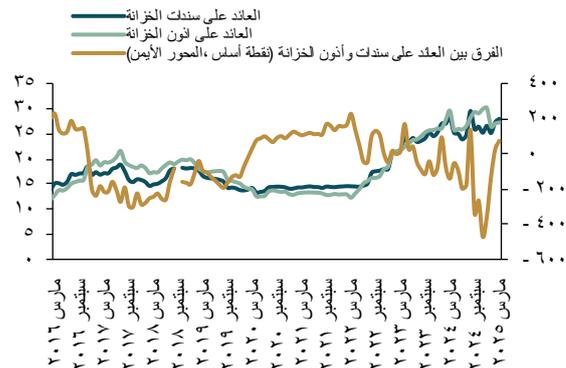
وعلى صعيد سوق أدوات الدين الحكومي المقومة بالجنيه المصري، شهدت العوائد ارتفاعاً ملحوظاً خلال الثلاث فترات ربع السنوية الأخيرة، حيث بلغ متوسط العائد الإجمالي (قبل خصم الضرائب) نحو

الودائع في مارس ٢٠٢٥. ويسري نفس الأمر على أسعار القروض الجديدة.

^٨ تشير أسعار العائد على الودائع الجديدة إلى الودائع التي تم ربطها خلال الشهر الأخير (مارس ٢٠٢٥)، وليس متوسط العائد على إجمالي رصيد

فروق العائد على أدوات الدين الحكومية بالعملية
المطية

(نسبة مئوية)

المصدر: لبنك المركزي
البيانات حتى ن ٣١ مارس ٢٠٢٥

المالية بزيادة المعروض من سندات الخزنة قصيرة الأجل. وفي الوقت نفسه، استحوذت سندات الخزنة لأجل ثلاث سنوات على الجزء الأكبر من إجمالي المبلغ المقبول ظل الثلاث فترات ربع السنوية الأولى من السنة المالية ٢٠٢٥/٢٠٢٤. ورغم المعروض الكبير نسبياً من سندات الخزنة لأجل ثلاث سنوات، فإن العائد ظل منخفضاً نظراً لارتفاع الطلب على السندات لأجل ثلاث سنوات من جانب المستثمرين المحليين والأجانب، مما يعكس ثقة المستثمرين الكبيرة في الإجراءات التصحيحية التي اتخذت في مارس ٢٠٢٤ وانعكاسها الإيجابي على الاقتصاد الكلي على المدى المتوسط.

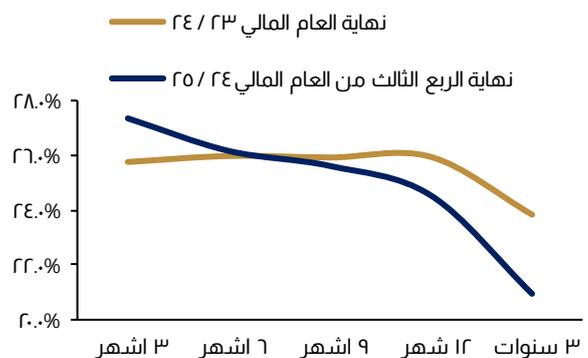
وتماشياً مع ازدياد ثقة المستثمرين الأجانب منذ مارس ٢٠٢٤، عادت الاستثمارات الأجنبية إلى سوق الدين المطي. علاوة على ذلك، بدأ الطلب على سندات الخزنة طويلة الأجل في التزايد في إطار التوقعات بخفض أسعار العائد خلال عام ٢٠٢٥.

ومنذ بداية السنة المالية ٢٠٢٥/٢٠٢٤، انخفضت العوائد على سندات مصر الدولية بجميع آجالها، وذلك بمتوسط ٥٦ نقطة أساس (الشكل ٤٦). ويعكس هذا الانخفاض انتعاش الطلب وتحسن ثقة المستثمرين الأجانب تجاه سندات مصر الدولية، وذلك على خلفية الإجراءات التصحيحية التي اتخذت منذ مارس ٢٠٢٤، وما اقترن بها من تدفقات للاستثمارات الأجنبية المباشرة وتدفقات استثمارات حافظة الأوراق المالية، والتي ساهمت أيضاً في استقرار العوائد خلال الفترة الأخيرة.

وعلى الرغم من أن السوق المصري دائماً ما يتسم بمنحنى عائد صعودي، فإن منحنى العائد بدأ في اتخاذ اتجاه نزولي مدفوعاً بارتفاع أسعار أذون الخزنة عقب الزيادة التراكمية في أسعار العائد الأساسية بمقدار ١٩٠٠ نقطة أساس بين مارس ٢٠٢٢ ومارس ٢٠٢٤ (الشكل ٤٥). ويعد هذا الأمر طبيعياً، إذ إن أذون الخزنة قصيرة الأجل عادة ما تكون أكثر استجابة لتغيرات أسعار العائد، مقارنةً بالسندات طويلة الأجل، وذلك لأن توقعات السوق تأخذ في اعتبارها الانخفاض المتوقع في أسعار العائد الأساسية لدى البنك المركزي تحسباً لاستمرار دورة التيسير النقدي، الأمر الذي يسهم في إعادة أسعار العائد إلى مستوياتها المعتادة انساقاً مع المسار النزولي المتوقع للتضخم.

منحنى العائد لأذون وسندات الخزنة (السوق الأولية)

(%)

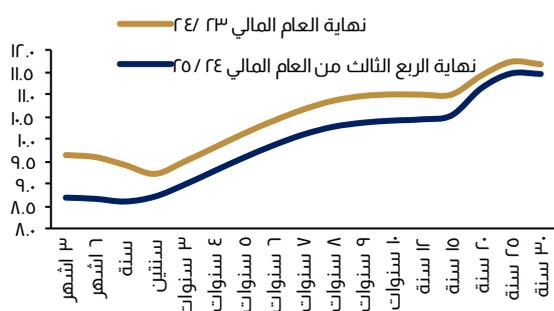


المصدر: البنك المركزي المصري

شكل رقم ٤٦

منحنى العائد لسندات مصر الدولية (دولار)

(%)



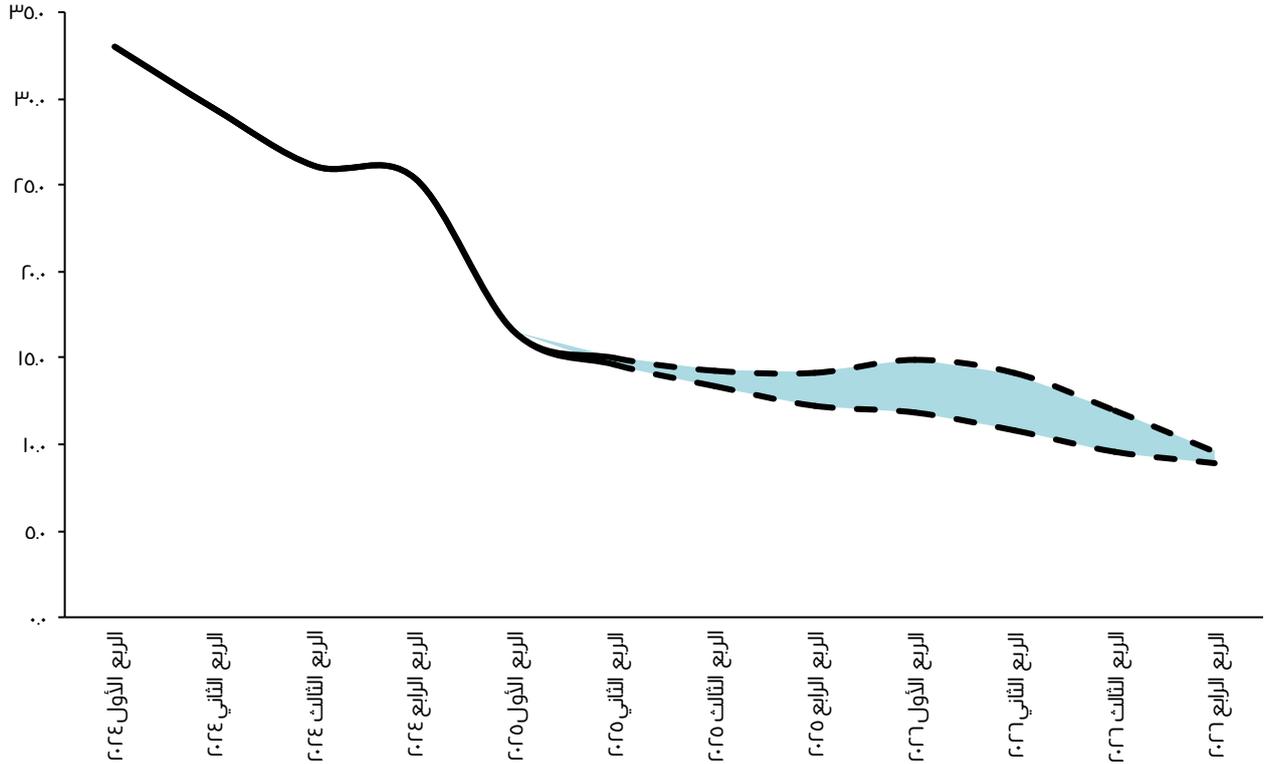
المصدر: بلومبرج

وفي المرحلة المقبلة، واتساقاً مع اعترام البنك المركزي المصري استمرار دورة التيسير النقدي لديه، قامت وزارة

٢. النظرة المستقبلية

تشير تقديرات النموذج الكلي المستخدم^٩ أن معدل التضخم العام سوف يسجل حوالي ١٥-١٤٪ و١٢,٥-١٠٪ في عامي ٢٠٢٥ و٢٠٢٦ في المتوسط على الترتيب، مقارنة بنحو ٢٨,٤٪ في عام ٢٠٢٤ (الشكل ٤٧). ومن المتوقع أن ينخفض المعدل السنوي للتضخم العام تدريجياً خلال عامي ٢٠٢٥ و٢٠٢٦، وإن كان بوتيرة أبطأ مقارنة بالتراجع الحاد المُسجَّل خلال الربع الأول من عام ٢٠٢٥، وذلك بسبب إجراءات ضبط أوضاع المالية العامة المنفذة والمقررة خلال الأفق الزمني للتوقعات، بالإضافة إلى البطء النسبي لانخفاض تضخم السلع غير الغذائية. وعليه، من المتوقع أن يقترب معدل التضخم تدريجياً من النطاق المستهدف للبنك المركزي المصري (٧٪ ± ٢ نقطة مئوية) بحلول الربع الرابع من عام ٢٠٢٦.

شكل رقم ٤٧
توقعات المعدل السنوي للتضخم العام
(نسبة مئوية، معدل سنوي)



المصدر: تقديرات البنك المركزي المصري باستخدام نموذج التوقعات ربع السنوي (الإطار رقم ٣).

وفي ظل حالة عدم اليقين العالمية الناجمة عن التطورات التجارية والتوترات الجيوسياسية، تم وضع حد أعلى لتوقعات التضخم يعكس التطورات المشار إليها أنفاً وتأثيرها المتوقع على الاقتصاد المحلي. ويفترض الحد الأعلى للتوقعات انتقالاً جزئياً لتأثير التعريفات الجمركية إلى أسعار الواردات والأسعار المحلية. وعليه، من المتوقع أن

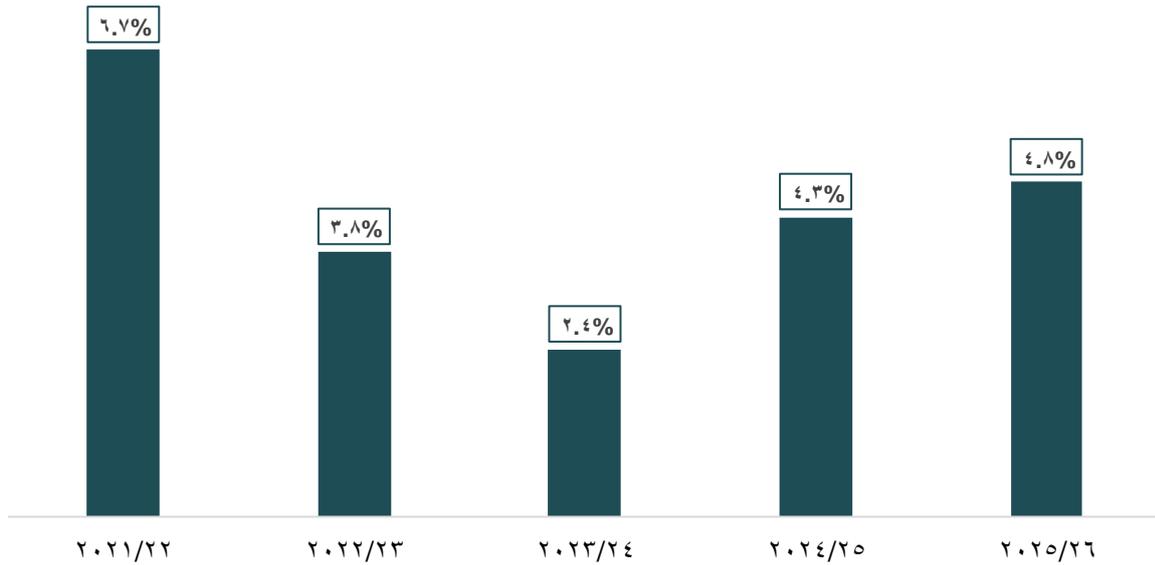
^٩ يتم تقدير التوقعات متوسطة الأجل باستخدام نموذج التوقعات ربع السنوي شبه الهيكلي الموضح بمزيد من التفاصيل في إطار رقم ٣.

يستقر معدل التضخم العام حول معدلاته الحالية خلال ٢٠٢٥ وحتى النصف الأول من عام ٢٠٢٦، وذلك قبل أن يعاود مساره النزولي بعد ذلك على عكس تراجعه التدريجي المستمر خلال أفق التوقعات. ومن المتوقع أن يظل مسار التضخم عرضة للمخاطر الصعودية المذكورة سلفاً، فضلاً عن احتمال تفاقم التوترات الجيوسياسية والتجارية وكذلك التأثير الأعلى من المتوقع لإجراءات ضبط أوضاع المالية العامة. ومن ناحية أخرى، تتضمن المخاطر النزولية للتضخم احتمالية قيام البنوك المركزية الرئيسية بخفض أسعار العائد الأساسية بوتيرة أسرع مما هو متوقع حالياً.

ولا تزال الأوضاع النقدية الحالية مناسبة لدعم المسار النزولي المتوقع للتضخم، وفقاً لتقديرات دالة استجابة البنك المركزي المصري. ويهدف البنك المركزي المصري إلى الحفاظ على سعر عائد حقيقي موجب بصورة تضمن تحقيق انخفاض ملحوظ ومستدام في معدل التضخم الضمني وكذا ترسيخ توقعات التضخم عند معدل التضخم المستهدف.

بينما يظل النمو الاقتصادي العالمي مستقراً إلى حد كبير، من المتوقع أن تؤثر التطورات الأخيرة في التجارة العالمية سلباً على التوقعات، بسبب المخاوف المتعلقة باضطرابات سلاسل الإمداد والتوريد وتراجع الطلب العالمي. وعلى وجه الخصوص، تراجعت أسعار النفط نتيجة لعوامل من جانب العرض، وهناك توقعات بمزيد من التباطؤ في الطلب العالمي في ظل استمرار حالة عدم اليقين الحالية في التجارة العالمية.

شكل رقم ٤٨
توقعات البنك المركزي المصري للنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي (بأسعار السوق)
(نسبة مئوية، معدل سنوي ما لم يذكر غير ذلك)



المصدر: البنك المركزي المصري.

أما على الصعيد المحلي، فمن المتوقع أن يسجل معدل النمو الحقيقي للنتائج المحلي الإجمالي ٤.٣٪ في العام المالي ٢٠٢٥/٢٠٢٤، ارتفاعاً من ٢.٤٪ في العام المالي ٢٠٢٤/٢٠٢٣، وذلك في إطار التعافي التدريجي من فترة تباطؤ النمو الاقتصادي خلال العامين الماضيين (الشكل ٤٨). ويرجع هذا التعافي المتوقع بشكل رئيسي إلى انتعاش النشاط الصناعي، كما يتضح من المؤشرات الأولية، مما يعكس الأثر الإيجابي لتوحيد سعر الصرف على قدرة الشركات على

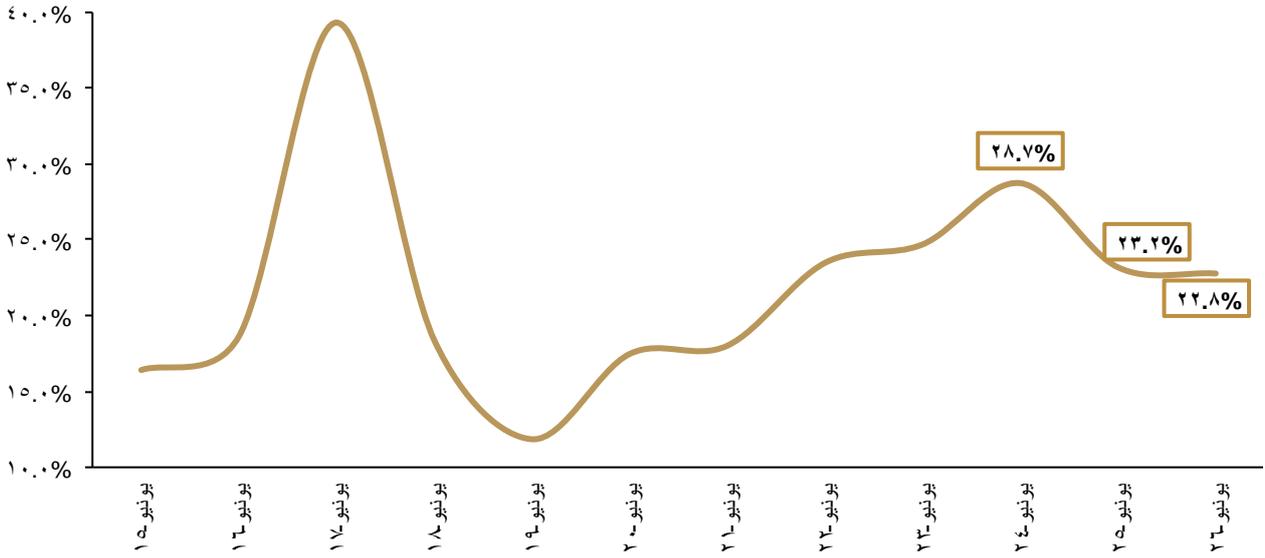
استيراد المواد الخام والسلع الوسيطة اللازمة لعمليات الإنتاج. علاوة على ذلك، من المتوقع أن يشهد قطاع الاستخراجات تحسناً على خلفية انتعاش الاكتشافات في البر والبحر والتي من المتوقع أن تعزز من إنتاج مصر من النفط الخام والغاز الطبيعي. كما يُتوقع أن يستمر نمو النشاط الاقتصادي في الارتفاع خلال العام المالي ٢٠٢٥/٢٠٢٤، رغم بقائه دون مستوياته القصوى، مع التوقعات بأن تظل فجوة الناتج المحلي الإجمالي سالبة، إلا أنها ستتقلص تدريجياً حتى تتلاشى بحلول نهاية العام المالي ٢٠٢٥/٢٠٢٤، ليسجل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي حوالي ٤,٨٪ في المتوسط خلال العام المالي ذاته. وبالتالي، فإن مسار فجوة الناتج يدعم المسار النزولي لمعدلات التضخم خلال الأفق الزمني للتوقعات، إذ ستظل الضغوط التضخمية من جانب الطلب محدودة في إطار السياسة النقدية السائدة.

ومن المتوقع أن يتباطأ معدل نمو السيولة المحلية (M2) ليسجل ٢٣,٢٪ بنهاية يونيو ٢٠٢٥ مقابل ٢٨,٧٪ في نهاية العام المالي السابق ٢٠٢٣/٢٠٢٤، قبل أن يستقر لاحقاً عند ٢٢,٨٪ بنهاية يونيو ٢٠٢٦ (الشكل ٤٩). ويُعزى التباطؤ الملحوظ المُقدّر بنهاية العام المالي الحالي ٢٠٢٤/٢٠٢٥، مقارنة بالعام المالي السابق، إلى انحسار التأثير الإيجابي لتوحيد سعر الصرف في مارس ٢٠٢٤ والذي اقترن بتعاف غير مسبوق في صافي الأصول الأجنبية لدى القطاع المصرفي خلال العام المالي السابق، وما صاحبه من أثر إيجابي ملحوظ لفترة الأساس بدأ من مارس ٢٠٢٥.

شكل رقم ٤٩

توقعات معدل نمو السيولة المحلية (M2)

(نقطة مئوية، معدل سنوي، نهاية الفترة)



المصدر: البنك المركزي المصري، تقديرات قطاع السياسة النقدية

في ضوء الآفاق المستقبلية لمؤشرات الاقتصاد الكلي والتطورات المشار إليها أعلاه، وكذلك المخاطر المحيطة بتوقعات التضخم، ومع الأخذ في الاعتبار الوضع النقدي السائد، قررت لجنة السياسة النقدية في اجتماعها المنعقد في ١٧ إبريل أن خفض أسعار العائد بمقدار ٢٢٥ نقطة أساس يعد مناسباً للحفاظ على الوضع النقدي الذي يساعد على ترسيخ التوقعات والحفاظ على المسار النزولي المتوقع للتضخم.

الإطار رقم ٣. نموذج التوقعات ربع السنوية للبنك المركزي المصري

يتضمن إطار التنبؤ وتحليل السياسات (Forecasting and Policy Analysis System - FPAS) العديد من الأدوات الفنية والتحليلية التي تدعم عملية اتخاذ القرارات الاستشرافية استناداً إلى البيانات بما يتماشى مع التزام البنك المركزي المصري بتحقيق هدف استقرار الأسعار، كما يوفر هذا الإطار منظومة متكاملة لاتخاذ القرارات بشكل مُنظم ومتسق وموثق تسمح برسم سردية للاقتصاد المصري توضح العوامل التي تؤثر في التنبؤات متوسطة الأجل.

ويعتبر نموذج التوقعات ربع السنوية (Quarterly Projection Model) النموذج الرئيسي للتنبؤات متوسطة الأجل وأداة يستخدمها البنك المركزي المصري لتقديم التوصيات ودعم عملية اتخاذ قرارات السياسة النقدية. يستند هذا النموذج الاستشرافي^١ شبه الهيكلي إلى الإطار "الكينزي الجديد" حيث يعتمد على نمذجة مسار الفجوات الاقتصادية، محاكياً بذلك الخصائص والمحددات الرئيسية للاقتصاد المصري. يستخدم قطاع السياسة النقدية هذا النموذج ضمن إطار التنبؤ وتحليل السياسات الذي اعتمده البنك المركزي المصري للتحويل التدريجي نحو إطار استهداف التضخم. ويساعد هذا الإطار متخذي القرار على تحديد المسار المناسب للسياسة النقدية، أخذاً في الاعتبار معدل التضخم المستهدف من جانب البنك المركزي المصري وكذا التطورات الاقتصادية الكلية الحالية والمتوقعة خلال الأفق الزمني للتوقعات.

يتضمن نموذج التوقعات ربع السنوية أربع معادلات سلوكية: دالة الطلب الكلي (IS curve)، دالة العرض الكلي والتي تُعرف أيضاً بمنحنى فيليبس (Phillips Curve)، ومعادلة تعادل سعر العائد غير المغطاة المعدلة (Modified Uncovered Interest Rate Parity)، ودالة استجابة السياسة النقدية (Monetary Policy Reaction function). وتعكس الروابط والعلاقات بين هذه المعادلات العلاقات بين متغيرات الاقتصاد الكلي، فعلى سبيل المثال، يعكس منحنى فيليبس الاستشرافي تأثير فائض الطلب على معدل التضخم حيث تؤدي فجوة الناتج الموجبة إلى ارتفاع معدل التضخم. في حين تؤثر قرارات السياسة النقدية على الاقتصاد الحقيقي (أي الطلب) من خلال معادلة الطلب الكلي خاصةً على فجوة سعر العائد الحقيقي وفجوة سعر الصرف الحقيقي. على سبيل المثال تُسهم الفجوات الإيجابية في أسعار العائد الحقيقية وسعر الصرف الحقيقي في تباطؤ الطلب وبالتالي انحسار معدلات التضخم. وبالإضافة إلى تلك المعادلات الأساسية، يسمح النموذج بمحاكاة صدمات مختلفة لدراسة تداعياتها الاقتصادية، فعلى سبيل المثال يسمح النموذج بمحاكاة صدمات السياسة النقدية لتضمين مسارات مختلفة لمعدلات العائد الأساسي.

آلية انتقال السياسة النقدية للمتغيرات الاقتصادية في نموذج التوقعات ربع السنوية: يركز النموذج على سعر العائد وسعر الصرف كقناتين أساسيتين لانعكاس الأثر المتباطئ (lagged effect) للسياسة النقدية على الاقتصاد بمقدار زمني يتراوح ما بين أربع إلى ست فترات ربع سنوية. وتجدر الإشارة إلى أن قرارات الأفراد والشركات وغيرها تتحدد بشكل أساسي بناءً على أسعار العائد وأسعار الصرف الحقيقية، وليس الأسعار الاسمية، إذ يؤدي تقييد السياسة النقدية (أسعار العائد الحقيقية الموجبة) إلى تحفيز الأسر والشركات للحد من الاستهلاك والاستثمار، مما يؤدي إلى تباطؤ الطلب الكلي وكبح الضغوط التضخمية. أما قناة سعر الصرف، فينعكس تأثير قرارات السياسة النقدية فيها على التكلفة الحدية الحقيقية (التكلفة الإضافية الحقيقية التي يتم تحملها لإنتاج وحدة إضافية من المنتج) عبر القنوات المحلية وقنوات الاستيراد، والتي تعتمد بشكل عام على تحركات سعر الصرف الحقيقي.

^١ من أهم خصائص النموذج اعتماده نهج استشرافي (forward-looking approach) وهو شرط أساسي للانتقال إلى إطار متكامل لاستهداف التضخم. فالسياسة النقدية الاستشرافية لا تستجيب إلى المعدل الحالي للتضخم بل إلى توقعات المستقبلية للتضخم، أخذاً في الاعتبار أن قرارات تسعير المنتجات التي تؤثر على التضخم الحالي قد تم اتخاذها في فترات زمنية ماضية وكذا الأثر المتباطئ لآلية انتقال السياسة النقدية على متغيرات الاقتصاد الحقيقي.

٣. الملحق

جدول ١: المساهمة في الأرقام القياسية لأسعار المستهلكين (حضر)*

الأوزان**	مارس ٢٠٢٤	أبريل ٢٠٢٤	مايو ٢٠٢٤	يونيو ٢٠٢٤	يوليو ٢٠٢٤	أغسطس ٢٠٢٤	سبتمبر ٢٠٢٤	أكتوبر ٢٠٢٤	نوفمبر ٢٠٢٤	ديسمبر ٢٠٢٤	يناير ٢٠٢٥	فبراير ٢٠٢٥	مارس ٢٠٢٥
المساهمة في المعدل الشهري للتضخم العام للرقم القياسي للمستهلكين (نقطة مئوية)													
التضخم العام	١٠٠.٠٠	١.٠٦	٠.٦٨-	١.٥٨	٠.٣٩	٢.٠٥	٢.٠٨	١.١٠	٠.٥٢	٠.٢١	١.٥١	١.٣٩	١.٦٥
السلع والخدمات المحددة أسعارها إدارياً	٢١.٤٠	٠.٧١	٠.٠٢	٠.٦٤	٠.٠٥	٠.٥٩	٠.٥٦	٠.٢٧	٠.٧٧	٠.١٦	٠.٢٤	٠.٥٥	٠.٠٠
الفواكه والخضراوات الطازجة	٥.٥٠	٠.١٢	٠.١١-	٠.٠٤-	٠.٧١	٠.٧٧	٠.٨٢	٠.١١-	٠.٥٦-	٠.٦١-	٠.٠٤	٠.٣٤	١.٠١
معدل التضخم الأساسي	٧٣.١٠	١.٤٣	٠.٧٩-	١.٣٠	٠.٤٩-	٠.٩٤	٠.٩٦	١.٣٠	٠.٤٢	٠.٩١	١.٦٩	١.٦٣	٠.٨٧
أسعار السلع الغذائية	٣٢.٧٠	٠.٤٠-	١.٢٨-	١.٠٧	٠.١١	٠.٧٥	١.١٠	٠.٤٧	٠.٧٩-	٠.٦٠-	٠.٧٢	٠.٠٩	١.٤٠
أسعار السلع الاستهلاكية	١٤.٣٠	٠.٢٠	٠.١٧	٠.٢٤	٠.١٣	٠.٢٤	٠.٢٠	٠.١٩	٠.٢٢	٠.٢٣	٠.٣٦	٠.٢٥	٠.٠٩
الخدمات	٣٤.٣٠	٠.٣٨	٠.٤٠	٠.١٦	٠.١٠	٠.٤٧	٠.٢٢	٠.١٧	٠.٣٢	٠.٤٢	٠.١٩	٠.٥٠	٠.١٦
المساهمة في المعدل السنوي للتضخم العام للرقم القياسي للمستهلكين (نقطة مئوية)													
التضخم العام	١٠٠.٠٠	٣٣.٣٤	٣٢.٥٤	٢٨.١٥	٢٧.٥١	٢٥.٦٧	٢٦.٢٥	٢٦.٥٣	٢٥.٥٤	٢٤.٠٦	٢٣.٩٥	١٢.٨٤	١٣.٦٢
السلع والخدمات المحددة أسعارها إدارياً	٢١.٤٠	٥.٨٨	٦.٤٢	٥.٧٣	٥.٦٥	٥.١١	٥.٤٧	٥.٩٧	٦.٢٣	٦.٢٢	٦.٠٢	٤.٩١	٤.٧٩
الفواكه والخضراوات الطازجة	٥.٥٠	٢.٢١	٢.٢٤	٢.٠١	١.٩١	٢.٤٠	٢.٢٩	٢.٢١	١.٩٥	٠.٨٠	١.٣٠	٠.٤٤	١.٧٥
معدل التضخم الأساسي	٧٣.١٠	٣٣.٦٦	٣١.٨١	٢٧.١٣	٢٦.٦٤	٢٤.٣٨	٢٥.١٣	٢٤.٩٧	٢٤.٤٠	٢٣.٧١	٢٣.٢٢	٢٢.٥٩	١٠.٠١
أسعار السلع الغذائية	٣٢.٧٠	١٧.٨١	١٦.١٣	١٢.٤٩	١٢.٨٥	١١.٩٧	١١.٧٦	١١.٤٤	١١.٣٢	١٠.٠٩	٨.٣٨	٨.٥٦	٢.٨٦

المصدر: الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء والبنك المركزي المصري.

* أي اختلاف يرجع إلى تقريب الأرقام.

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

جدول ٢: المساهمة في النمو الحقيقي للناج المحلي الاجمالي

	ديسمبر-٢٤*	سبتمبر-٢٤	يونيو-٢٤	مارس-٢٤	ديسمبر-٢٣	٢٤/٢٠٢٣	٢٣/٢٠٢٢	٢٢/٢٠٢١	
الناج المحلي الاجمالي حسب الإنفاق	٤.٣	٣.٥	٢.٤	٢.٢	٢.٣	٢.٤	٣.٨	٦.٦	
الناج المحلي الاجمالي حسب القطاع	٤.٣	٣.٥	٢.٤	٢.١	٢.٢	٢.٣	٣.٦	٦.٢	
الناج المظى الاجمالي العام حسب القطاع		-٠.٣	-١.٤	-٠.٩	٠.١	-٠.٤	٠.٦	١.٦	
الناج المحلي الاجمالي الخاص حسب القطاع		٣.٨	٣.٧	٣.٠	٢.١	٢.٧	٣.٠	٤.٦	
الزراعة والغابات والصيد	٠.٢	٠.٤	٠.٣	٠.٥	٠.٤	٠.٤	٠.٥	٠.٤	
الصناعة	١.٥	٠.٤	-٠.٢	-١.١	-٢.٢	-١.٢	-٠.٧	١.٦	
الاستخراجات	-٠.٦	-٠.٥	-٠.٥	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٣	-٠.١	-٠.٢	
بتروول	-٠.٢	-٠.١	-٠.٢	٠.٠	٠.٠	-٠.١	٠.٠	-٠.١	
غاز طبيعي	-٠.٤	-٠.٤	-٠.٤	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٣	-٠.٢	٠.٢	
اخرى	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.٠	
الصناعات التحويلية	٢.٠	٠.٩	٠.٣	-٠.٩	-١.٩	-٠.٨	-٠.٦	١.٤	
تكرير البترول	٠.١	٠.٠	-٠.٢	-٠.٤	-٠.٤	-٠.٢	-٠.١	٠.٣	
تحويلية اخرى	١.٩	٠.٩	٠.٥	-٠.٥	-١.٤	-٠.٦	-٠.٥	١.١	
الخدمات	٢.٨	٢.٩	٢.٧	٢.٥	٢.٤	٢.٥	٢.٧	٢.٩	
التشييد والبناء	٠.٤	٠.٤	٠.٦	٠.٤	٠.٤	٠.٤	٠.٤	٠.٥	
الانشطة العقارية والخدمية	٠.٣	٠.٣	٠.٤	٠.٤	٠.٤	٠.٤	٠.٤	٠.٣	
النقل والتخزين	٠.٥	٠.٩	٠.٥	٠.٣	٠.٢	٠.٣	٠.٢	٠.٢	
المال	٠.٤	٠.٣	٠.١	٠.٢	٠.١	٠.٢	٠.١	٠.١	
التأمين /١	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	
الاتصالات	٠.٣	٠.٣	٠.٣	٠.٤	٠.٤	٠.٤	٠.٤	٠.٥	
السياحة	٠.٥	٠.٢	٠.٢	٠.٢	٠.٤	٠.٣	٠.٧	٠.٨	
التعليم والصحة والخدمات الاخرى	٠.٣	٠.٣	٠.٤	٠.٤	٠.٤	٠.٤	٠.٤	٠.٣	
المرافق /٢	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	
المعلومات	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	
تجارة الجملة والتجزئة	٠.٦	٠.٧	٠.٨	٠.٩	١.٢	٠.٩	٠.٦	٠.٦	
قناة السويس	-١.١	-١.١	-١.٥	-٠.٩	٠.٢	-٠.٥	٠.٣	٠.٣	
الحكومة العامة	٠.٣	٠.٣	٠.٤	٠.٢	٠.٢	٠.٣	٠.٢	٠.٤	

المصدر: وزارة التخطيط والتنمية الاقتصادية والتعاون الدولي.

*مبني

/١ يشمل الضمان الاجتماعي

/٢ يشمل الكهرباء والمياه والصرف الصحي

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

٢٥/٢٠٢٤		٢٤/٢٠٢٣				٢٣/٢٠٢٢			٢٤/٢٠٢٣	٢٣/٢٠٢٢	٢٢/٢٠٢١	
ديسمبر- ٢٠٢٤	سبتمبر- ٢٤	يونيو- ٢٤	مارس- ٢٤	ديسمبر- ٢٣	سبتمبر- ٢٣	يونيو٢٣	مارس- ٢٣	ديسمبر- ٢٢				
-١٣.٤	-١٤.١	-١٠.٨	-١٠.١	-١٠.٧	-٧.٩	-٧.٦	-٨.٠	-٦.٤	-٣٩.٦	-٣١.٢	-٤٣.٤	الميزان التجاري
٩.٦	٩.١	٨.٤	٧.٧	٨.١	٨.٣	٨.٦	٩.٦	١١.٥	٣٢.٦	٣٩.٦	٤٣.٩	حصول الصادرات
١.٨	١.٢	١.١	١.٤	١.٦	١.٦	٢.١	٣.١	٤.٩	٥.٧	١٣.٨	١٨.٠	البترولية
٧.٨	٧.٩	٧.٣	٦.٣	٦.٥	٦.٧	٦.٥	٦.٤	٦.٦	٢٦.٨	٢٥.٨	٢٥.٩	غير البترولية
٢٣.١	٢٣.١	١٩.٢	١٧.٨	١٨.٨	١٦.٣	١٦.٢	١٧.٦	١٨.٠	٧٢.١	٧٠.٨	٨٧.٣	مدفوعات عن الواردات**
٤.٢	٥.٤	٣.٧	٣.٤	٣.٤	٢.٩	٣.٣	٣.٢	٣.٠	١٣.٤	١٣.٤	١٣.٥	البترولية
١٨.٨	١٧.٧	١٥.٥	١٤.٤	١٥.٥	١٣.٣	١٢.٩	١٤.٣	١٥.٠	٥٨.٨	٥٧.٤	٧٣.٨	غير البترولية
٣.٢	٤.١	٣.١	٢.١	٤.٠	٥.٢	٧.٤	٣.٧	٦.٨	١٤.٤	٢١.٩	١١.٢	ميزان الخدمات
٧.٨	٨.٤	٧.٠	٦.٤	٧.٩	٩.٠	٩.٨	٧.٠	٩.٧	٣٠.٢	٣٤.٦	٢٦.٩	المتحصلات
٢.٥	٢.٢	٢.٠	١.٩	٣.٣	٣.٥	٤.١	٣.١	٣.٧	١.٧	١٤.٠	٩.٧	النقل
٠.٩	٠.٩	٠.٩	١.٠	٢.٤	٢.٤	٢.٥	٢.٢	٢.٠	٦.٦	٨.٨	٧.٠	منها: رسوم المرور في قناة السويس
٣.٩	٤.٨	٣.٥	٣.١	٣.٣	٤.٥	٣.٣	٣.٠	٣.٢	١٤.٤	١٣.٦	١٠.٧	السياحة
٤.٦	٤.٣	٣.٩	٤.٣	٣.٩	٣.٨	٢.٤	٣.٣	٢.٩	١٥.٩	١٢.٦	١٥.٨	المدفوعات
١.١	٠.٨	٠.٨	١.٣	١.٥	١.٥	١.٠	١.١	١.٢	٥.١	٥.٠	٤.٥	السياحة
-٣.٧	-٤.٣	-٣.٥	-٤.٥	-٥.٠	-٤.٦	-٣.٨	-٤.٦	-٤.٤	-١٧.٥	-١٧.٣	-١٥.٨	ميزان دخل الاستثمار
٠.٦	٠.٧	٠.٨	٠.٣	٠.٤	٠.٤	٠.٩	٠.٥	٠.٤	١.٩	٢.١	١.٠	متحصلات دخل الاستثمار
٤.٣	٤.٩	٤.٣	٤.٨	٥.٣	٥.٠	٤.٧	٥.١	٤.٨	١٩.٥	١٩.٥	١٦.٨	مدفوعات دخل الاستثمار
١.٩	١.٩	١.٨	٢.٠	٢.١	٢.٠	١.٩	١.٨	١.٢	٧.٩	٦.٢	٢.٨	منها: فوائد مدفوعة
٨.٨	٨.٤	٧.٥	٥.٠	٤.٩	٤.٥	٤.٦	٥.٤	٥.٤	٢١.٩	٢١.٨	٣١.٤	التحويلات
٨.٧	٨.٣	٧.٥	٥.٠	٤.٩	٤.٥	٤.٦	٥.٤	٥.٥	٢١.٩	٢١.٩	٣١.٧	التحويلات الخاصة (صافي)
٠.١	٠.١	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.١	٠.٠	٠.١	٠.٣	التحويلات الرسمية (صافي)
-٥.٢	-٥.٩	-٣.٧	-٧.٥	-٦.٨	-٢.٨	٠.٦	-٣.٥	١.٤	-٢٠.٨	-٤.٧	-١٦.٦	حساب المعاملات الجارية
٤.١	٣.٨	٩.٨	١١.٧	٦.٦	١.٨	٠.٩	٥.٣	-١.٦	٢٩.٩	٨.٩	١١.٨	الحساب الرأسمالي والمالي
٠.١	٠.١	٠.١	٠.١	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.٠	٠.١	٠.١	٠.١	الحساب الرأسمالي
٤.٢	٣.٨	٩.٩	١١.٧	٦.٦	١.٨	٠.٩	٥.٣	-١.٦	٣٠.٠	٩.٠	١١.٩	الحساب المالي
٣.٣	٢.٧	٢٢.٤	١٨.٢	٣.٢	٢.٣	٢.١	٢.٢	٢.٤	٤٦.١	١٠.٠	٨.٩	صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة
-٣.٣	-٠.٤	-٠.١	١٤.٤	٠.٨	-٠.٥	-٠.٣	-٠.٤	-٠.٩	١٤.٥	-٣.٨	-٢١.٠	استثمارات محفظة الأوراق المالية في مصر (صافي)
-٠.٢	-٠.١	-١.١	-٠.٧	٠.٦	-٠.٣	-٠.١	٠.٥	٠.٠	-١.٦	٠.٣	١.٠	منها: السندات
٤.٤	١.٦	-١٢.١	-٢.٧	٢.٩	٠.١	-٠.٧	٣.٧	-٣.٠	-٢٩.٨	٣.٤	٢٤.٤	الاستثمارات الأخرى
-١.٨	٠.٧	٠.٨	-١.٦	٤.٠	١.٥	-٠.٩	٠.٠	٠.١	٤.٩	١.٤	-١.٤	صافي الاقتراض
٠.٠	-١.١	-٠.٤	-١.٦	-٠.١	-٠.٧	-٠.١	-٠.١	٠.٣	-٢.٨	-٠.٢	٠.٧	قروض متوسطة وطويلة الأجل (صافي)
-٠.٩	٠.٠	-٠.١	-٠.١	٠.٧	-٠.١	٠.٨	٠.٣	٠.٢	٠.٤	١.٧	٠.٧	تسهيلات موردين ومشتريين متوسطة وطويلة الأجل (صافي)
-٠.٨	١.٨	١.٤	٠.١	٣.٤	٢.٤	-١.٥	-٠.٢	-٠.٥	٧.٢	٠.٠	-٢.٩	تسهيلات موردين ومشتريين قصيرة الأجل (صافي)
٤.٦	٠.٠	-٧.٤	-١٢.٣	-٢.٠	-٣.٢	-٠.٨	١.٣	-٤.٠	-٢٤.٩	-٤.٨	٤.٢	أصول أخرى
١.٦	٠.٨	-٥.٦	-٦.٨	٠.٨	١.٨	١.١	٢.٥	٠.٨	-٩.٨	٦.٧	٢١.٦	خصوم أخرى
١.٥	١.١	-٠.٦	٠.٣	-٠.٤	١.٣	-٠.٨	-٢.١	٠.٣	٠.٦	-٣.٣	-٥.٨	صافي السهو والخطأ
٠.٥	-١.٠	٥.٦	٤.٥	-٠.٦	٠.٢	٠.٦	-٠.٣	٠.١	٩.٧	٠.٩	-١٠.٥	الميزان الكلي
-٠.٥	١.٠	-٥.٦	-٤.٥	٠.٦	-٠.٢	-٠.٦	٠.٣	-٠.١	-٩.٧	-٠.٩	١٠.٥	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 تكون مجموعات المساهمات متطابقة مع الإجمالي الكلي.

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

يونيو-٢٠	يونيو-٢١	يونيو-٢٢	يونيو-٢٣	يونيو-٢٤	سبتمبر-٢٤	ديسمبر-٢٤	مارس-٢٥
المسح النقدي							
١٢٢.١	٢٥١.٧	-٣٧٢.٠	-٨٣٤.٦	٦٢٦.٦	٤٩٨.٧	٢٦٥.٩	٧٦٠.٨
١٥٦.٦	٢٢٥.٢	-١٥٢.٨	-٣٠٤.٩	٤٩٤.٥	٥٠٥.١	٥٩٢.٥	٦٣٢.٨
-٣٤.٥	٢٦.٤	-٢١٩.٢	-٥٢٩.٧	١٣٢.١	-٦.٤	-٣٢٦.٦	١٢٨.٠
صافي الأصول الأجنبية							
٤٤١٦.٧	٥١٠٤.٩	٦٩٨٦.٥	٩٠٨٢.٨	٩٩٩١.٩	١٠٥٨٣.١	١١٣٧٠.٥	١١٨٠٦.٠
٣٠٢٣.٢	٣١٦٦.١	٣٩٧١.٨	٥٠٧٦.٣	٥٩١٨.٢	٧٠٢٥.٥	٧٧٣٨.٠	٨١٣٥.٢
٢١٢.٦	٣٥٣٠.٥	٤٥٣٢.٢	٧٦٦.٣	١٢٠٥.٨	١٢٨٤.٨	١٥٥١.٣	١٧٣٦.٩
١٥٦.٣	١٤٨.٦	١٥٤.٥	١٦٤.٨	٣٧٠.٢	٤٠٠.٥	٤٢٩.٠	٤٦٢.٣
١٤٥٤.٦	١٧٥٢.٣	٢١٧٨.٢	٢٧٣٢.٢	٣٤٩٢.٧	٣٦٥٨.٧	٣٨٥٠.٥	٤٠٦٧.٨
-٤٣٠.١	-٣١٥.٥	٢٢٨.٩	٣٤٣.١	-٩٩٥.٠	-١٧٨٦.٤	-٢١٩٨.٢	-٢٥٩٦.١
السيولة المحلية							
٤٥٣٨.٨	٥٣٥٦.٦	٦٦١٤.٥	٨٢٤٨.٢	١٠٦١٨.٦	١١٠٨١.٨	١١٦٣٦.٤	١٢٥٦٦.٨
٣٨٧٢.٢	٤٧٠٦.٤	٥٧٦٨.٤	٦٧٣٢.٠	٨٠٩٠.٩	٨٣٧٦.٠	٨٦٦٦.٨	٩٤٩٢.٨
٦٠٢.٧	٦٧٣.٤	٧٧٨.٦	١٠٠٩.٢	١٢٢٧.٠	١١٦٨.٠	١١٢١.٣	١٢٦٦.٨
٣٢٦٩.٤	٤٠٣٣.١	٤٩٨٩.٨	٥٧٢٢.٩	٦٨٦٣.٩	٧٢٠٨.٠	٧٥٥٥.٦	٨١٩٦.٠
٦٦٦.٦	٦٥٠.٢	٨٤٦.١	١٥١٦.٢	٢٥٢٧.٧	٢٧٠٥.٨	٢٩٥٩.٦	٣٠٧٤.٠
ميزانية البنك المركزي							
١٥٦.٦	٢٢٥.٢	-١٥٢.٨	-٣٠٤.٩	٤٩٤.٥	٥٠٥.١	٥٩٢.٥	٦٣٢.٨
٦٠٣.٥	٦٢٥.١	٦١١.٥	١٠٤٥.٨	٢١٦٦.٩	٢١٨٥.٥	٢٣٢٦.٤	٢٣٤٤.٧
-٤٤٦.٩	-٣٩٩.٩	-٧٦٤.٣	-١٣٥٠.٦	-١٦٦٧.٣	-١٦٨٠.٤	-١٧٣٣.٩	-١٧١١.٨
صافي الأصول الأجنبية							
٦٩٩.٠	٧٦٢.٥	١٣٤٥.٧	١٨٣٣.٦	١٤٧٠.٦	١٣٩٢.٤	١٦٥١.٠	١٦٣٣.٣
٨١٥.٠	٧٥٧.٨	١٠٥٨.٩	١٤١٣.٠	١٩٨٤.٦	٢٢٧٩.٥	٢٢٣٠.٦	٢٢٣٩.٧
-٧.٢	-٣٧.٨	-٥٧.٦	-٧٢.٨	-١٣٤.١	-١١٩.٨	-٥٦٨.٠	-٥٧٠.٠
٢٧٤.٠	٣٧٧.٣	٤٠٠.٠	٥٣٠.٤	٨٧٥.١	٨٦٣.٣	٩٢٦.٠	٩٨٧.٧
-١١٢.٣	-١٣٥.١	-٢١٦.٥	-٥٠٨.٥	-٦٠١.٥	-٦٢٨.٨	-٨٤١.٤	-٧٨٤.٠
-٤٢٤.٠	-٤٦٩.١	-٧٣٥.٨	-٩٤٢.٠	-١١١٧.٠	-١١٠٦.٣	-٧٣٧.٠	-٦٢٨.٩
١٥٣.٤	٢٦٩.٤	٨٩٦.٦	١٤١٣.٦	٩٦٣.٦	٦٠٤.٤	٦٤٠.٩	٣٨٨.٨
النقود الاحتياطية							
٨٥٥.٦	٩٨٧.٧	١١٩٢.٩	١٥٢٨.٨	١٩٦٥.١	١٨٩٧.٥	٢٢٤٣.٤	٢٢٦٦.٢
٦٠٢.٧	٦٧٣.٤	٧٧٨.٦	١٠٠٩.٢	١٢٢٧.٠	١١٦٨.٠	١١٢١.٣	١٢٦٦.٨
٢٥٢.٨	٣١٤.٤	٤١٤.٣	٥١٩.٦	٧٣٨.٢	٧٢٩.٤	١١٢٢.٢	٩٦٩.٤
٢٠٤.٤	٢٦٥.٣	٣٥٤.٨	٤٤٥.٥	٦٣٦.٢	٦٣٧.١	١٠٠٧.١	٨٦٤.٦
٤٨.٤	٤٩.١	٥٩.٥	٧٤.١	١٠٢.٠	٩٢.٣	١١٥.١	١٠٤.٨

المصدر: البنك المركزي المصري.

جدول ٥: تطورات أسعار العائد في السوق (نسبة مئوية، ما لم يُذكر خلاف ذلك)

مارس ٢٥	ديسمبر ٢٤	سبتمبر ٢٤	يونيو ٢٤	مارس ٢٤	مارس ٢٣	مارس ٢٢	
سعر السياسة النقدية							
٢٧.٧٥	٢٧.٧٥	٢٧.٧٥	٢٧.٧٥	٢٢.٨٠	١٦.٧٥	٨.٨٨	سعر العملية الرئيسية لدى البنك المركزي
سعر الائتربنك							
٢٧.٤٩	٢٧.٤٣	٢٧.٣٠	٢٧.٣١	٢٣.١٢	١٦.٤٣	٩.٤٥	سعر العائد المرجح لسوق الائتربنك
٢٧.٥٢	٢٧.٤٦	٢٧.٤٠	٢٧.٣٥	٢٣.٢٧	١٦.٤٦	٩.٣٦	متوسط سعر العائد المرجح في سوق الائتربنك لمدة ليلة واحدة
٢٨.٨٢	٢٢.٤٩	٢٠.٤٧	٢٤.١١	٢٧.٣١	٢٢.٢١	٢١.٦١	متوسط حجم المعاملات في سوق الائتربنك لمدة ليلة واحدة (بالمليار جنيه)
٥٨.٦٦	٥٤.٩٠	٤٧.٠٥	٥٨.٢٩	٧٤.١٦	٨٥.١٠	٨٨.٢٥	حجم المعاملات في سوق الائتربنك لمدة ليلة واحدة كنسبة مئوية من إجمالي المعاملات
القطاع المصرفي							
١٠.٢٤	١٠.٢٤	١٠.٢٤	١٠.٢٤	١٠.٢٤	١٠.٢٤	١١.٤١	سعر الودائع
٩.٣٧	٩.٣٧	٩.٣٧	٩.٣٧	٩.٣٧	٩.٣٧	٧.٤٧	ودائع لأجل
٢٠.٩٩	٢١.٤٠	٢١.٤١	١٥.٩٩	١٦.٥٢	١٢.١٣	٧.٤٥	الودائع قصيرة الأجل، (أقل من عام)
١٥.١١	١٥.٧٥	١٦.٠٨	١٦.٤٢	١٤.٨٣	١١.٨٨	٧.٧١	الودائع الأخرى
٢٤.٣٥	٢٣.٥١	٢٣.٢٣	٢٣.٧٣	٢٤.٢٠	٢١.٣٩	١٥.٦٥	شهادات الادخار
٢٥.١١	٢٤.٦٣	٢٤.٦٥	٢٤.٧٠	٢٥.٠٧	٢٣.٤٦	١٧.٩٨	أقل من ثلاث سنوات
٢٣.٥٥	٢٢.٦٦	٢٢.٢٦	٢٣.٠٨	٢٠.٧٩	١٤.٣١	١٠.٦٥	أكثر من ثلاث سنوات
٩.٩٩	١٣.٤٢	١٣.٠٥	١٣.٣٥	١٠.٢٣	٧.٠٦	٤.٧٣	حسابات التوفير
٢٦.٥٠	٢٧.٨٩	٢٧.٤٢	٢٦.٩٩	٢١.١٠	١٧.١٣	١١.٣٠	السعر الإقراض
٢٦.٠٣	٢٧.٥٩	٢٧.٠٠	٢٧.١٩	٢٠.٨٦	١٧.١١	١٠.٠٣	سعر العائد لقطاع الأعمال
٢٨.٢٥	٢٨.١٩	٢٧.٢١	٢٧.٣٤	٢١.٦٧	١٧.٥٢	١٠.٠٦	الإقراض قصير الأجل لقطاع الأعمال
٢٢.٨٢	٢٦.٢٦	٢٦.٧٤	٢٧.٠٢	٢٠.٠٤	١٥.٩٣	٩.٩٦	الإقراض طويل الأجل لقطاع الأعمال
٢٨.٤٤	٢٩.١٠	٢٩.١٢	٢٦.١٤	٢٢.٠٨	١٧.١٧	١٤.٤٩	التجزئة المصرفية
سوق الدين الحكومي المحلي							
٢٥.٣٧	٢٦.٢٤	٢٦.٢١	٢٥.٩٤	٢٩.٩٢	٢٢.٠١	١٣.٢٢	العائد على أذون الخزانة لمدة عام
٢٦.٩٤	٢٩.٧٥	٢٨.٢٠	٢٥.٨٦	٢٨.١٩	٢١.٢٤	١٢.٩١	العائد الإجمالي على أذون الخزانة
٢٦.٧٨	٢٦.٢٧	٢٦.٣٢	٢٤.٣٠	٢٧.٩٤	٢١.٣٥	١٤.٥٤	العائد الإجمالي على سندات الخزانة
٢١.٥٠	٢٣.٤٠	٢٢.٣٠	٢٠.٦٠	٢٢.٦٠	١٧.٠٠	١٠.٤٠	الوزن المرجح لتكلفة تمويل الحكومة /١
الفروق /٢							
-٠.٢٦	-٠.٣٢	-٠.٤٥	-٠.٤٤	-٠.٣٢	-٠.٣٢	-٠.٥٧	سعر الائتربنك لمدة ليلة مطروحاً منه سعر العملية الرئيسية للبنك المركزي
-١.٢٥	-٠.١٤	-٠.٣٣	-٠.٧٦	-١.٧٠	-٠.٣٨	٢.٤٢	الوزن المرجح لسعر الإقراض بالبنوك مطروحاً منه سعر العملية الرئيسية للبنك المركزي
١٧.٥١	١٧.٥١	١٧.٥١	١٧.٥١	١٢.٥٦	٦.٥١	-٢.٥٣	سعر العملية الرئيسية للبنك المركزي مطروحاً منه الوزن المرجح لسعر الودائع بالبنوك
-٦.٢١	-٤.٣٤	-٥.٤٢	-٧.١٦	-٠.٢٥	-٠.٢٤	١.٥٦	الوزن المرجح لتكلفة تمويل الحكومة مطروحاً منه سعر العملية الرئيسية للبنك المركزي
-٠.١٣	-٢.٧٨	-١.٥١	-١.٢٥	-٠.٢٠	-٠.٠٩	١.٣٠	الوزن المرجح لمنحنى العائد
٤.٥٠	٤.١٨	٤.٦٧	٦.٦٠	-١.٦٩	-٠.١٢	-٠.٤١	الوزن المرجح لسعر الإقراض بالبنوك مطروحاً منه الوزن المرجح لتكلفة تمويل الحكومة
٤.٤٨	٣.٧٩	٤.٤٤	٦.٥١	-١.٦٩	-٠.١٢	-٠.٢٩	الوزن المرجح لسعر الإقراض بالبنوك مطروحاً منه السعر الإجمالي لأذون الخزانة
١٦.٢٦	١٧.٦٦	١٧.١٩	١٦.٧٥	١٠.٨٦	٦.٨٩	-٠.١١	الوزن المرجح لسعر الإقراض بالبنوك مطروحاً منه الوزن المرجح لسعر العائد للودائع بالبنوك
-٥.٤٣	-١.٩٢	-٠.٤٧	-٠.٣٢	-١.٦٣	-١.٥٩	-٠.١٠	الوزن المرجح لسعر الإقراض طويل الأجل لقطاع الأعمال بالبنوك مطروحاً منه الوزن المرجح لسعر الإقراض قصير الأجل لقطاع الأعمال بالبنوك

المصدر: البنك المركزي المصري

/١ العوائد على الأوراق المالية الحكومية بعد الضرائب

/٢ حتى مارس ٢٠٢٥



البنك المركزي المصري
CENTRAL BANK OF EGYPT

تقرير السياسة النقدية

الربع الأول - ٢٠٢٥

جميع الحقوق محفوظة للبنك المركزي المصري © ٢٠٢٥