

البنك المركزي المصري

مذكرة تحليلية عن اجتماع لجنة السياسة النقدية ١٧ أبريل ٢٠٢٥

نافذة محدودة للتيسير النقدي: تراجع تدريجي في التضخم الأساسي وسط ضغوط قادمة من زيادات الطاقة

16 أبريل 2025

## الملخص التنفيذي

يُعقد اجتماع لجنة السياسة النقدية بالبنك المركزي المصري في 17 أبريل في ظل بيئة اقتصادية تنسم بتباين دقيق في المؤشرات الكلية. ففي حين يشهد سوق الصرف استقرارًا نسبيًا، ويُسجل التضخم الأساسي تباطؤًا محدودًا، تظهر مستجدات داخلية تحمل في طياتها ضغوطًا تضخمية محتملة، وفي مقدمتها الزيادات الأخيرة في أسعار الطاقة.

في المقابل، تعكس مؤشرات السوق حالة من الاستقرار النسبي، حيث حافظ العائد الضمني في سوق العقود الآجلة على توازنه، مع غياب إشارات على ضغوط فورية على العملة أو تحركات غير اعتيادية في تسعير المخاطر، مما يتيح هامشًا محسوبًا أمام السياسة النقدية للمناورة.

وفي ظل استمرار مستويات الفائدة الاسمية عند ذروتها التاريخية، وتراجع النشاط الائتماني، فإن الاتجاه نحو خفض تدريجي ومدروس للفائدة يبدو مبررًا من الناحية الفنية، شريطة أن يُقترن بخطاب نقدي متماسك يربط المسار المستقبلي لسعر الفائدة بمسار التضخم وسلوك الأسواق، لضمان الحفاظ على استقرار التوقعات.

## أولاً: مسار التضخم – تباطؤ نسبي في المعدلات الأساسية، مقابل ضغوط قادمة من أسعار الطاقة

سجل معدل التضخم الأساسي انخفاضاً إلى 9.4% في مارس 2025، مقارنة بـ10.0% في فبراير، وهو أدنى مستوى يُسجل منذ أكثر من عامين، بما يعكس انحساراً تدريجياً في الضغوط السعيرية الكامنة بعد قرارات تعويم العملة وتحرير الأسعار.

في المقابل، ارتفع معدل التضخم العام في الحضر إلى 13.6% مقارنة بـ12.8% في فبراير، وفقاً لبيانات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، متأثراً جزئياً بزيادة أسعار الطاقة التي أقرت حكومياً خلال الربع الأول.

## ثانياً: استقرار مؤشرات السوق يمنح السياسة النقدية هامش تحرك محسوب

أظهر العائد الضمني في سوق العقود الآجلة غير القابلة للتسليم لمدة 12 شهراً استقراراً نسبياً عند مستوى 23.5%، دون تسجيل تحركات تعكس قلقاً مفرطاً أو تحوطاً استباقياً واسع النطاق من قبل المتعاملين.

هذا الثبات في تسعير المخاطر يشير إلى وجود توازن نسبي بين توقعات السوق واتجاهات السياسة النقدية الحالية، بما يتيح للبنك المركزي هامشاً محدوداً لإجراء خفض تدريجي في أسعار الفائدة دون أن يترتب على ذلك ضغوط فورية على سعر الصرف أو تهديد لاستقرار السوق.

## ثالثاً: استمرار ضغوط التقييد الائتماني وتباطؤ ديناميكية القطاع الخاص

تعد أسعار الفائدة الاسمية الحالية، والتي تبلغ 27.25%، من بين الأعلى عالمياً، وهو ما يفرض ضغوطاً متواصلة على بيئة التمويل المحلية. هذا المستوى المرتفع يسهم في إزاحة السيولة نحو أدوات الدين الحكومية، على حساب تمويل القطاع الخاص، مما يُضعف وتيرة التعافي في النشاط الإنتاجي والاستثماري.

ورغم تسجيل تغطية مستقرة في مزادات أذون وسندات الخزانة، إلا أن الطلب يتركز بشكل ملحوظ في الآجال القصيرة، ما يعكس ترقب المستثمرين لبدء دورة خفض تدريجية في العائدات خلال المرحلة المقبلة.

## رابعاً: الخطر الرئيسي، تأثير مؤجل لزيادات الطاقة وتأثير الحرب التجارية العالمية على توقعات التضخم يشكلان تحدٍ في ضبط التوقعات التضخمية

رغم إشارات الانخفاض في التضخم الأساسي، فإن الزيادة الأخيرة في أسعار الوقود ستبدأ في التأثير على الأرقام الشهرية اعتباراً من أبريل، ما يُهدد بإعادة تسعير توقعات التضخم ما لم يرافق أي خفض في الفائدة بخطاب نقدي حذر. التيسير النقدي يجب أن يُنفذ بحذر وتدرج، مع تشديد على ارتباط المسار المستقبلي بسلوك المؤشرات وليس بالتوقيت فقط.

في ظل التصعيد الأخير في السياسات التجارية العالمية، لا سيما موجة الرسوم الجمركية الأميركية الجديدة على واردات من الصين ودول أخرى، تتزايد المخاوف من أثر غير مباشر على البيئة التضخمية في الأسواق الناشئة، ومنها مصر.

ارتفاع تكاليف الاستيراد عالمياً نتيجة إعادة تسعير سلاسل الإمداد، وزيادة أسعار السلع الوسيطة، قد يؤدي إلى نقل جزئي للتضخم المستورد إلى السوق المحلية، خاصة في قطاعات تعتمد على مدخلات إنتاج خارجية. كما أن تقلب أسعار السلع الأساسية في الأسواق الدولية نتيجة هذه التوترات التجارية قد يُضيف ضغوطاً إضافية على سلة الاستهلاك، بما يُعقد من قدرة السياسة النقدية على تثبيت توقعات الأسعار.

## خامسا: إشارة السياسة النقدية، هل لا يزال استهداف التضخم هو المرساة الفعلية؟

في حال قرر البنك المركزي خفض أسعار الفائدة بمقدار 200 نقطة أساس، ليصل المعدل الأساسي إلى 25.25%، ستبقى مصر ضمن قائمة الاقتصادات ذات أعلى معدلات الفائدة الحقيقية على مستوى الأسواق الناشئة.

غير أن الأهمية المحورية للقرار لا تكمن فقط في مستواه العددي، بل في دلالاته الرمزية للسوق:

- فخفض محسوب ومدعوم بالموشرات سيعزز من مصداقية التزام البنك المركزي باستهداف التضخم كمرساة للسياسة النقدية.
- في المقابل، قد يفهم التمسك بموقف مفرط في التشدد، رغم تراجع الضغوط التضخمية الأساسية، على أنه رسالة غير مباشرة بأن استقرار سعر الصرف لا يزال هو الهدف الضمني، وهو ما قد يضعف ثقة السوق في استقلالية الإطار النقدي القائم

## الاستنتاج العام

يبدو أن البنك المركزي المصري يمتلك فرصة مدروسة لبدء خفض تدريجي لأسعار الفائدة في حدود 100 إلى 200 نقطة أساس، استنادًا إلى تراجع نسبي في الضغوط التضخمية الأساسية واستقرار مؤشرات السوق.

لكن هذا القرار يأتي في وقت تلوح فيه موجتان تضخميّتان محتملتان في الأفق: الأولى ناتجة عن زيادات أسعار الطاقة التي لم يظهر أثرها الكامل بعد، والثانية ترتبط بتداعيات الحرب التجارية العالمية التي قد تُعيد تسعير الواردات والسلع الوسيطة، ما يرفع كلفة الإنتاج محليًا ويؤثر على سلة المستهلك.

من هنا، فإن أهمية القرار لا تكمن فقط في حجمه، بل في الإشارة المصاحبة له.

أي تحرك سواء بالخفض أو التثبيت يجب أن يُقرن برسالة واضحة تؤكد أن استهداف التضخم هو المرساة الفعلية للسياسة النقدية، وليس الدفاع عن سعر الصرف كهدف ضمني.

نجاح هذا التحول يتوقف على قدرة البنك المركزي على إدارة هذا التوازن الدقيق: بين دعم النشاط الاقتصادي، واحتواء المخاطر الصاعدة على الأسعار، وتعزيز الثقة في الإطار المؤسسي للسياسة النقدية كموجه مستقل وشفاف.