

البنك المركزي المصري

موجز سياسات: هل يهبط الدولار إلى 40 جنيهاً؟

السياق

أعلن رئيس لجنة الخطة والموازنة بمجلس النواب توقعه تراجع الدولار إلى 40 جنيهاً. هذا التصريح أثار جدلاً واسعاً حول مدى واقعية هذا المستوى، خصوصاً في ظل تذبذبات متكررة للعملة المصرية، والتي ارتبطت بالأساس بحركة الأموال الساخنة وعوامل خارجية مثل تراجع مؤشر الدولار العالمي (DXY).

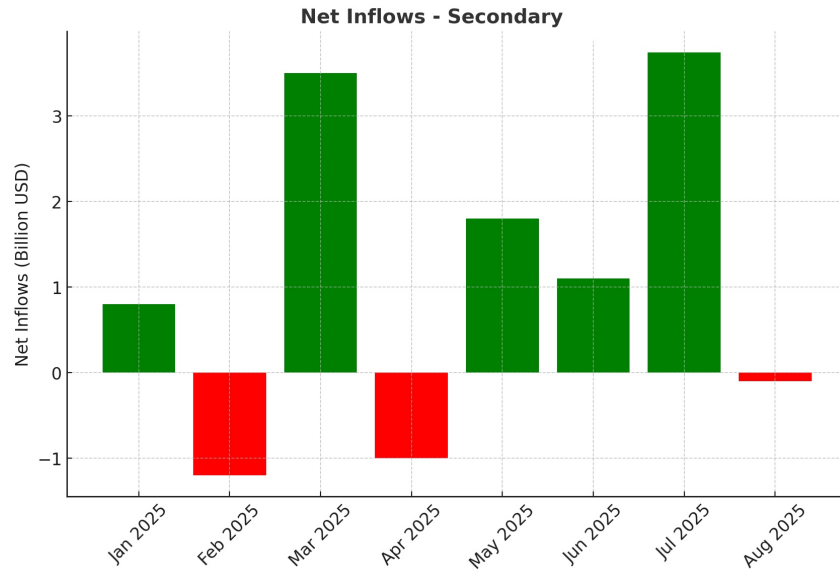
المشكلة

التركيز المفرط على سعر الصرف كمؤشر وحيد للاستقرار النقدي يضلل الرأي العام ويقود إلى:

- الاعتماد على تدفقات قصيرة الأجل (الأموال الساخنة).
- هشاشة في استقرار العملة المحلية.
- تجاهل الإصلاحات الهيكلية المطلوبة في الإنتاج والتصدير.

تحليل الوضع

- **الأموال الساخنة:** تدفقات بـ 3.75 مليار دولار دخلت في يوليو، تلاها خروج 100 مليون دولار في أغسطس، ويوضح الشكل صافي تدفقات العملة الأجنبية في السوق الثانوي لأدوات الدين.



شكل ١: صافي تدفقات المال الساخن في السوق الثانوي

• الكاري تريد (Carry Trade):

- دخول أموال أجنبية للاستفادة من الفائدة المرتفعة (+25%) مع فارق سعر الصرف يولد عوائد قد تتجاوز 50% دون خلق قيمة مضافة للاقتصاد.
- وقد تجلّى ذلك بوضوح في التصريحات الأخيرة حول إمكانية هبوط الدولار إلى 40 جنيهاً؛ فمثل هذا الخطاب، وإن كان يستهدف طمأنة الرأي العام، يُقرأ من جانب المستثمر قصير الأجل كفرصة لتحقيق عائد استثنائي.
- فعلى سبيل المثال، دخول نحو 40 مليار دولار عند متوسط سعر صرف 50 جنيهاً يعادل حوالي 2 تريليون جنيهاً. ومع فائدة سنوية بمعدل 25% يصل الإجمالي إلى ما يقارب 2.5 تريليون جنيهاً. وعند الخروج بسعر صرف 40 جنيهاً كما هو متوقع في التصريح، تتحول القيمة إلى 62.5 مليار دولار بدلاً من 40 ملياراً، أي بزيادة تقارب 56% كعائد حقيقي للمستثمر.
- هذا النموذج من العوائد المزدوجة – من الفائدة المرتفعة ومن فروق سعر الصرف – يوضح أن التوقعات المعلنة لا تعكس قوة الاقتصاد، بل تكشف هشاشة المنظومة النقدية واعتمادها على الأموال الساخنة.

- **السياسة النقدية الحالية:** اعتمدت بشكل رئيسي على أدوات دين محلية جذبت استثمارات أجنبية مؤقتة، حيث تجاوزت قيمة الإصدارات في ستة أسابيع نحو 1.4 تريليون جنيهاً (23% من المستهدف السنوي). هذه الطروحات وفرت سيولة دولارية وخلقت انطباعاً بتحسين الجنيه، لكن الوجه الآخر هو تضخم عبء خدمة الدين المحلي، ما يفرض ضغوطاً مستقبلية على المالية العامة ويعيدنا إلى نقطة البداية مع أي تغيير في شهية المستثمرين الأجانب.

- **العوامل الداخلية:** ارتفاع تحويلات العاملين وتعافي السياحة وقّرا سيولة دولارية، لكنها تدفقات جارية لا استثمارات إنتاجية.

- **الواردات الطاقية:** تظل عبئاً أساسياً يبتلع مكاسب الصادرات، ويُبقي الميزان التجاري في وضعية غير متوازنة.

- **مؤشر الدولار (DXY):** التراجع العالمي لقيمة الدولار ساهم في تحسن الجنيه أكثر من أي إصلاح محلي عميق.



شكل ٢: مؤشر الدولار

الدروس الدولية

تجربة بولندا تقدم نموذجاً ناجحاً: بعد تضخم مفرط تجاوز 500% في التسعينيات، تبني البنك المركزي سياسة استهداف التضخم كمرساة أساسية. النتيجة كانت خفض التضخم إلى خانة الأحاد، جذب استثمارات مباشرة، واستقرار الزلوتي كنتيجة طبيعية للنمو والإنتاجية، وليس هدفاً بذاته.

التوصيات

1. **استهداف التضخم كمرساة نقدية:** الانتقال من متابعة الدولار لحظة بلحظة إلى ضبط الأسعار وحماية القوة الشرائية.
2. **تعزيز الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI):** خلق تدفقات دولارية مستقرة بدلاً من الاعتماد على الأموال الساخنة.
3. **إصلاح معادلة الطاقة:** خفض فاتورة الاستيراد عبر التوسع في الإنتاج المحلي وزيادة الكفاءة.
4. **تعميق الصادرات الإنتاجية:** تحقيق اختراق (Breakthrough) في القطاعات الصناعية والزراعية لخلق قيمة حقيقية.
5. **تنسيق السياسات المالية والنقدية:** منع تضارب الإشارات، وربط أدوات التمويل بالاستقرار الهيكلي.

الخلاصة

الوصول إلى 40 جنيهاً قد يتحقق فنياً نتيجة تدفقات مؤقتة أو تراجع إضافي في الدولار عالمياً، لكنه لن يصمد ما لم ينتقل الاقتصاد المصري من معادلة تمويلية تقوم على الأموال الساخنة إلى معادلة تشغيلية تركز على الإنتاج والتصدير والاستثمار المباشر. الاستقرار الحقيقي يبدأ من السيطرة على التضخم وحماية القوة الشرائية، لا من مطاردة سعر الدولار.