

البنك المركزي المصري

مذكرة تحليلية عن اجتماع لجنة السياسة النقدية ٢٨ أغسطس ٢٠٢٥

هامش واسع للمناورة: خفض تدريجي للفائدة رغم صدمات مرتقبة

٢٨ أغسطس ٢٠٢٥

الملخص التنفيذي

يملك البنك المركزي المصري حاليًا مساحة واسعة للمناورة النقدية، حيث بلغ سعر الفائدة الرئيسي 25% مقابل تضخم عام 13.9% وتضخم أساسي 11.6% في يوليو 2025. بذلك يتجاوز الفارق بين الفائدة والتضخم 12 نقطة مئوية، وهو من أعلى المستويات بين الأسواق الناشئة. هذا الفارق يمنح المركزي مجالاً محسوباً لخفض تدريجي في أسعار الفائدة، دون تهديد مباشر للمسار النزولي للأسعار.

ورغم أن صدمات قادمة وعلى رأسها زيادات أسعار الطاقة المرتقبة مع بداية الربع الأخير من العام قد ترفع التضخم نحو مستوى يقارب 17% قبل نهاية 2025، إلا أن التراجع النسبي في المعدلات الأساسية واستقرار السوق يفتحان المجال لخفض تدريجي بواقع 200 نقطة أساس (2%) في الاجتماع المقبل، مع إبقاء الباب مفتوحاً لمزيد من التخفيضات وصولاً إلى مستويات تقارب 19% بنهاية العام إذا ظلت الضغوط السعرية تحت السيطرة.

أولاً: مسار التضخم

- التضخم الأساسي سجل 11.6% في يوليو، وهو أدنى مستوى منذ فبراير 2024.
- التضخم العام تباطأ إلى 13.9%، لكنه مرشح للصعود قرب 17% في الربع الأخير نتيجة الزيادات المرتقبة في أسعار الكهرباء والغاز.
- المسار المستقبلي للتضخم يظل مرهوناً بمدى تمرير زيادات الطاقة محلياً، إلى جانب الضغوط العالمية من أسعار السلع والتوترات التجارية.

ثانياً: استقرار مؤشرات السوق

- سوق العقود الآجلة غير القابلة للتسليم (NDF) يعكس فائدة ضمنية في حدود 19% قبل الضريبة، أي أقل بنحو 6 نقاط مئوية من الفائدة الرسمية البالغة 25%.
- وإذا ما تحوّلنا لاحتمال صعود التضخم بنحو 3% إضافية، يصبح سقف التحرك الفعلي أمام المركزي في حدود 3% فقط.
- هذا التقدير يعزز منطقية خيار خفض التدرّجي، مع ربطه بخطاب نقدي يؤكد التمسك باستهداف التضخم كمرساة للسياسة النقدية.

ثالثاً: قيود الائتمان والقطاع الخاص

- المستويات الحالية للفائدة تسحب السيولة لصالح أدوات الدين الحكومي على حساب تمويل القطاع الخاص.
- التباطؤ في ديناميكية الاستثمار والإنتاج يفرض كلفة عالية على الاقتصاد الحقيقي.
- خفض تدرّجي للفائدة يعيد بعض التوازن ويدعم تعافي النشاط الإنتاجي.

رابعاً: تدفقات السوق الثانوي

- شهد الشهر الجاري صافي تدفقات موجبة بلغت 157 مليون دولار، مع تباين بين فئات المستثمرين وقد ساعدت التحركات الإيجابية الأخيرة على تحويل الشهر من سالب إلى موجب خلال الأيام الثلاثة الأخيرة، ما يعكس استقراراً نسبياً في المزاج الاستثماري.
- ومن المهم الإشارة إلى أن السنة المالية 2025 حتى الآن تسجل تدفقات موجبة في السوق الثانوي تقارب 9 مليارات دولار، وهو ما يعزز الثقة في قدرة السوق على استيعاب الصدمات.

خامسًا: المخاطر الخارجية والسيولة

- التوترات التجارية العالمية قد تعيد تسعير سلاسل الإمداد وترفع تكاليف الاستيراد، بما يضيف ضغوطاً تضخمية غير مباشرة.
- هناك ارتفاعات محلية مرتقبة في أسعار الكهرباء والغاز نتيجة ضغوط فروق تسعير الوقود والتكلفة الفعلية على كلفة التوليد، والغاز الموجه للقطاع الصناعي، ما سيؤدي إلى موجة تضخمية داخلية مع بداية الربع الأخير من العام.
- أي ارتفاعات جديدة في أسعار الطاقة عالميًا ستضاعف هذه التأثيرات عبر رفع كلفة الإنتاج وسلة المستهلك.
- في السوق الأولي، تشير تحركات العطاءات إلى أن وزارة المالية متجاوزة لمستهدفاتها في الاقتراض المحلي، وهو ما وفر دفعة إضافية للسيولة.
- ورغم غياب تحديث رسمي لحيازات الأجانب، إلا أن التصور الأقرب يشير إلى نمو هذه الحيازات، بما يعزز موقف السيولة الأجنبية ويدعم استقرار بيئة التمويل.

الاستنتاج العام

يملك البنك المركزي نافذة محسوبة لخفض تدريجي بمقدار 200 نقطة أساس في اجتماع أغسطس 2025، غير أن الفارق بين الفائدة الرسمية والفائدة الضمنية في السوق – مع التحوط للتضخم – يضع سقفًا واقعيًا لتحركات المركزي لا يتجاوز 3٪.

وبالتالي فإن جدوى التيسير تكمن في تدرجه وربطه بخطاب نقدي واضح يرسخ استهداف التضخم كهدف رئيسي. ومع ذلك، يظل من الواضح أن سعر الصرف – وإن لم يكن مستهدفًا ضمنيًا – ليس أيضًا محل تأثير مباشر، وهو ما يمنح السياسة النقدية مرونة إضافية في التعامل مع المرحلة القادمة.

ومع تفاقم أزمة السيولة نتيجة المزامنة الواضحة التي تفرضها السياسة المالية على حساب الائتمان الموجه للقطاع الخاص، يصبح من الحصاد أن يسعى البنك المركزي إلى هبوط سلس (soft landing)، يكسب فيه ثقة التضخم والسوق معًا. فاستمرار وضع التقيد الحالي يضعف احتمالات تحقيق مستهدفات النمو البالغة 4.5٪، وهي أهداف لن تتحقق ما لم تُدرج اعتبارات الاقتصاد الكلي والنمو ضمن حسابات السياسة النقدية بشكل صريح.

وعلى الرغم من أن آلية الانتقال (transmission mechanism) لخفض الفائدة قد لا تكون قوية بما يكفي في الأجل القصير لتغيير ديناميكيات الائتمان والتمويل، إلا أن خفض يحمل إشارة واضحة لتوجهات المركزي في محاربة التضخم ودعم السوق معًا. هذه الإشارة بحد ذاتها تعد إيجابية جدًا إذا ما قُرئت باعتبارها خطوة ضمن مسار متماسك للتيسير النقدي يعزز الثقة في الإطار المؤسسي والسياسة النقدية