



البنك المركزي المصري

مذكرة تحليلية عن اجتماع لجنة السياسة النقدية ٢٥ ديسمبر ٢٠٢٥

السياسة النقدية بين الحذر والانكماش: اختبار دقيق لاجتماع الخميس

٢٤ ديسمبر ٢٠٢٥

الملخص التنفيذي

ينعقد اجتماع لجنة السياسة النقدية في سياق يتسم بتباطؤ ملحوظ في الزخم الاقتصادي وتراجع واضح في الضغوط التضخمية، مقابل تحسن نسبي في التدفقات المالية قصيرة الأجل.

ورغم أن السيناريو الأكثر ترجيحًا يتمثل في خفض محدود للفائدة بنحو 100 نقطة أساس، فإن المؤشرات الكلية تشير إلى أن درجة التباطؤ الحالية تتطلب استجابة نقدية أعمق لضمان عدم ترسخ فجوة نمو ممتدة خلال 2026.

في المقابل، فإن الاكتفاء بخفض محدود سيُقرأ في الأسواق كإشارة واضحة إلى أن البنك المركزي لا يزال يُعلي أولوية الحفاظ على فائدة حقيقية موجبة وجاذبة للتدفقات الدولية، حتى مع تراجع الزخم المحلي

أولاً: مسار التضخم - مساحة حركة مريحة

- تراجع تضخم المدن إلى 12.3% في نوفمبر يؤكد استمرار المسار النزولي للضغوط السعرية.
 - الانخفاض يعكس تباطؤ الطلب المحلي إلى جانب انحسار الصدمات السعرية المستوردة.
 - حتى مع خفض يتجاوز 200 نقطة أساس، ستظل الفائدة الحقيقية موجبة بهامش آمن.
- الخلاصة:** من منظور استقرار الأسعار، توجد مساحة كافية لتحرك أكثر جرأة دون الإخلال بالإطار الانضباطي.

ثانياً: النشاط الاقتصادي - ضعف الزخم

- مؤشرات الاستهلاك الحضري، ودوران المخزون، والاستثمار الخاص تعكس ضعفاً في ديناميكية الطلب وليس مجرد تباطؤ مؤقت.
 - كلفة التمويل الحالية تفرض قيوداً على قرارات التوسع، والسيولة التشغيلية، وتوقيت الاستثمار.
 - الخفض المحدود قد يدعم التوقعات، لكنه يظل غير كافٍ لإعادة تنشيط السلوك الاستثماري.
- الخلاصة:** السياسة النقدية الحالية تحافظ على الاستقرار، لكنها لا تزال دون المستوى المطلوب لدعم دورة النشاط

ثالثاً: التدفقات الدولارية - عنصر انضباط القرار

- تشير البيانات إلى دخول نحو 2 مليار دولار خلال ديسمبر في صورة تدفقات مالية قصيرة الأجل، ليرتفع إجمالي التدفقات المالية الوافدة خلال العام إلى مستويات تتجاوز 10 مليارات دولار، مدعومة في الأساس بفارق العائد المرتفع.
 - ويأتي ذلك بالتزامن مع بدء الفيدرالي الأمريكي مسار خفض الفائدة، وهو ما يخلق إطاراً خارجياً أكثر إيجابية للأسواق الناشئة، ويخفف جزئياً من القيود المرتبطة بفروق العائد، بما يمنح السياسة النقدية المحلية مساحة أوسع للتحرك دون ضغوط فورية.
 - هذه التدفقات عززت استقرار سوق الصرف، لكنها تبقى شديدة الحساسية لفارق العائد.
 - الإبقاء على فائدة حقيقية مرتفعة يبدو جزءاً من معادلة إدارة الاستقرار الخارجي.
- القراءة السوقية:** خفض محدود للفائدة سيُفسر على أنه تفضيل مقصود لاستدامة التدفقات المالية، حتى وإن جاء ذلك على حساب تسريع التعافي المحلي

رابعًا: مفاضلة السياسة النقدية

- خفض 100 نقطة أساس:
 - يعكس حذرًا مؤسسيًا.
 - يحافظ على جاذبية الجنيه.
 - لكنه يُبقي الزخم الاقتصادي ضعيفًا.

- خفض 200 نقطة أساس:
 - يدعم النشاط دون تهديد الاستقرار السعري.
 - يستثمر تراجع التضخم الحالي.
 - يتطلب ثقة أعلى في متانة وضع الصرف.

الاستنتاج العام

تُظهر المؤشرات السوقية الأخيرة أن تراجع التضخم لم يُترجم بعد إلى تحسن في الطلب أو دوران السلع، بل صاحبته حالة ضعف واضحة في القدرة الشرائية انعكست في تراجع المبيعات بنسب كبيرة، وبيع بعض القطاعات بأقل من تكلفة الإنتاج، وتأجيل قرارات الشراء في السلع المعمرة والاستهلاكية على حد سواء. هذه التطورات تؤكد أن المشكلة لم تعد سعرية بحتة، وإنما تتعلق بتكلفة التمويل وضغط الدخول الحقيقية.

في هذا الإطار، يظل خفض الفائدة المحدود خيارًا مفهوميًا من منظور الحذر النقدي والحفاظ على استقرار التدفقات الدولارية، خاصة في ظل تحسن السيولة الوافدة مؤخرًا. غير أن استمرار الفائدة الحقيقية المرتفعة، في ظل هذا المشهد السوقي، يعني عمليًا إطالة أمد ضعف الزخم الاقتصادي وتأجيل عودة الطلب.

وعليه، فإن الرسالة الجوهرية لاجتماع السياسة النقدية لا تتعلق فقط بحجم الخفض، بل بمدى استعداد البنك المركزي لاستخدام المساحة المتاحة لدعم النشاط الاقتصادي. فخفض أعمق ومدرّس للفائدة لا يمثل مخاطرة تضخمية في المرحلة الراهنة بقدر ما يشكل إشارة ضرورية لإعادة تنشيط السوق، وتحفيز قرارات الاستثمار والاستهلاك، واستعادة التوازن بين استقرار الأسعار وحيوية الاقتصاد الحقيقي.