مركز العدل لدراسات السياسات العامة

العدل



مذكرة السياسة النقدية ٢٦ أكتوبر ٢٠٢٦

مرونة الصرف لا تكفي حان وقت ضبط توقعات التضخم

اجتماع الخميس ٢٩ أكتوبر ٢٠٢٦

الملخص التنفيذي

اجتماع الخميس ٢٩ أكتوبر ٢٠٢٦ | موجز توصية | ٢٦ أكتوبر ٢٠٢٦

نتوقع التثبيت ونوصي برفع الفائدة ١٠٠ نقطة أساس

اجتماع الخميس اختبار لقدرة السياسة النقدية على استعادة الثقة في مسار التضخم. فرغم تراجع التضخم السنوي، **لا نرى أن إعلان المستهدف وحده بات كافيًا لتوجيه توقعات التسعير**. قراءتنا أن السوق يمنح تحركات الدولار والتكلفة الراهنة وزنًا أكبر من المسار المعلن للأسعار؛ **وهذه فجوة مصداقية تستدعي التحرك**.

نرجح أن تبقي اللجنة على أسعار العائد دون تغيير، استمرارًا لنهجها الحذر. لكننا نوصي برفع وقائي قدره ١٠٠ نقطة أساس، تدعمه إدارة السيولة ورسالة واضحة بشأن العودة إلى مستهدف التضخم. المطلوب استباق استمرار الضغوط، بدل انتظار ظهور أثرها كاملًا في الأرقام.

المرونة لا تعني اكتمال المهمة

الإشادة بمرونة سعر الصرف مفهومة باعتبارها تصحيحًا لآلية السوق. أما الاحتفاء بها بوصفها إنجازًا كافيًا للسياسة النقدية فغير مبرر؛ لأنه يقلل من قدرة المركزي على الفعل، ويختزل مهمته في السماح للعملة بالتكيف. **للمركزي مرتكز تضخمي، ولديه أدوات ومسؤولية عن ترسيخ توقعات الأسعار**.

ويقدّر نموذج المركزي أن انخفاض قيمة العملة بنسبة ١٪ يرفع التضخم العام السنوي بنحو ٠,١٨ نقطة مئوية في المتوسط خلال السنة الأولى، وتبلغ الاستجابة ذروتها بعد نحو تسعة أشهر. هذه كلفة تضخمية مقدّرة تبرر التحرك الاستباقي لاحتواء انتقال انخفاض الجنيه إلى الأسعار والتوقعات. والتقدير مقارنة بمسار دون الصدمة، وليس زيادة موحدة في أسعار السلع أو علاقة ثابتة لكل ظرف. (تقرير الربع الثاني ٢٠٢٦، ص ١٩–٢٠).

المركزي لا يستطيع مواجهة الاختلالات الهيكلية وحده، لكنه ليس بلا أدوات. الاعتراف بحدود قدرته لا يجوز أن يتحول إلى إعفاء من واجباته. فنجاح السياسة يُقاس باستعادة الثقة في مسار الأسعار، ولا يُختزل في مرونة الصرف.

لماذا لم يعد التثبيت كافيًا في تقديرنا

المستهدف يجب أن يصبح مرجعًا للتسعير

المركزي يحدد مستهدفًا للتضخم عند ٢٪ بهامش نقطتين مئويتين، لكن الشركات تسعّر وفق التكاليف والتوقعات التي تصدقها. **تقديرنا أن ارتكاز التوقعات إلى المستهدف قد ضعف،** وأن استعادته تحتاج إلى قرار يدعم الرسالة. والفجوة بين التضخم الفعلي والمستهدف تنبه إلى المشكلة، لكنها لا تقيس وحدها توقعات الأجل المتوسط؛ لذا نطالب بنشر مسح التوقعات بانتظام. فالمستهدف ليس رقمًا بلا موعد.

ومع انتقال موعد العودة إلى نطاق التضخم المستهدف إلى النصف الثاني من ٢٠٢٧، يصبح مطلوبًا من المركزي توضيح لماذا تكفي السياسة الحالية لتحقيقه، وما الذي يستدعي تحركًا إضافيًا.

بلغ التضخم السنوي للحضر ١٣,٩٪ في سبتمبر، مقابل ١٤,٥٪ في أغسطس، بينما ارتفعت الأسعار شهريًا ١,٣٪. التحسن السنوي مهم، لكنه لا يعني انتهاء ضغط التكلفة.

الفائدة الحقيقية هي الاختبار المقبل

قراءتنا أن النقاش المحلي والعالمي يتجه أكثر إلى العائد الحقيقي واستدامة الضبط المالي. والفائدة الاسمية المرتفعة قد تفقد جزءًا من تقييدها إذا ارتفعت توقعات الأسعار. ويرى المركزي أن العائد الحقيقي القائم أعلى من مستواه المحايد، الذي يقدّره بين ٣٪ و٤٪.

لماذا نوصي برفع ١٠٠ نقطة أساس؟

لا تستند توصيتنا إلى التضخم الحالي وحده، بل إلى مخاطر ارتفاع توقعاته مع تحركات الصرف وضغوط الطاقة والتمويل. فرغم بقاء السياسة النقدية تقييدية، تتحدد قوة التقييد بالفائدة الحقيقية المتوقعة. وقدّر تقرير الربع الثاني متوسط تضخم ٢٠٢٧/٢٠٢٦ عند ١٦,٦٪ أساسيًا و١٧,٨٪ مع تصاعد الصراع؛ وهي تقديرات سبقت خفض توقعات المركزي في سبتمبر. ونرى رفع ١٠٠ نقطة أساس تحركًا وقائيًا متدرجًا لتعزيز هامش التقييد ومصداقية المستهدف، لا بداية دورة مفتوحة من التشديد أو حجمًا أمثل مثبتًا بنموذج. ولا ندعي كفايته وحده؛ فهو تقدير احترازي ينطوي على عدم يقين، وتُراجع فعاليته وفق توقعات التضخم وانتقال أثر السياسة إلى الأسواق.

توصيتنا التحرك الآن مع توزيع واضح للمسؤوليات

رفع وقائي ورسالة قابلة للمحاسبة

نوصي برفع عائد الإيداع إلى ٢٠٪، والإقراض إلى ٢١٪، والعملية الرئيسية والخصم إلى ٢٠,٥٪. ويرافق القرار تفسير واضح لكيفية دعم مسار التضخم، وإدارة للسيولة تضمن انتقاله إلى السوق. الرفع المقترح خطوة لترسيخ التوقعات، وليس وعدًا بسعر للدولار أو التزامًا بسلسلة زيادات تلقائية.

ارتفع متوسط تكلفة التمويل الحكومي إلى ٢٤,٥٪ في الربع الثاني، مقابل ٢٣,٨٪ في الأول. وفي عطاء ٢٢ أكتوبر، بلغ متوسط العائد المقبول لأذون السنة ٢٥,٩١٢٪. ويعكس ارتفاع عوائد أدوات الدين إعادة تسعير السوق لمخاطر التضخم والسيولة والتمويل السيادي، بما يؤكد أن تثبيت أسعار السياسة النقدية لا يعني بالضرورة استقرار الأوضاع التمويلية.

ندرك أن رفع الفائدة يضيف أعباءً على المالية العامة؛ فالفوائد تقارب ١٠٪ من الناتج و٤٦,٧٪ من المصروفات المستهدفة، وقِصر آجال الدين المحلي يسرّع انتقال الكلفة إلى الموازنة. وتتوقف جدوى الرفع على قدرته على احتواء توقعات التضخم وتقليص علاوة المخاطر مستقبلًا. ومن ثم لا تقوم التوصية على تجاهل كلفته، بل على تقدير أن مخاطر التأخر في الاستجابة قد تكون أعلى.

فجوة الدولار تحتاج إلى أكثر من انخفاض الجنيه

لا تستطيع مصر الخروج من فجوة تمويل دولارية هيكلية عبر خفض قيمة الجنيه وحده.

على الحكومة زيادة صافي الموارد الدولارية وتقليل فجوة الطاقة والتمويل. ونرجح أن يصبح الضبط المالي محور المرحلة التالية. واجب المركزي احتواء الآثار الثانوية، وواجب الحكومة تصميم الإصلاح والحماية الاجتماعية.

إن مسؤولية المركزي عن ضبط توقعات التضخم لا تلغي مسؤولية الحكومة عن الإنتاج والطاقة. الفصل بين الواجبين يمنع تبادل الأعذار. استقلال المركزي يحمي أدواته، والمساءلة تختبر استخدامها ونتائجها.

نتوقع التثبيت، لكننا نوصي برفع ١٠٠ نقطة أساس.