



خفض مرتقب، لكنه ليس وشيكاً

## لجنة السياسات النقدية

11 فبراير 2018

### وتيرة هبوط مستويات التضخم جاءت أسرع من المتوقع

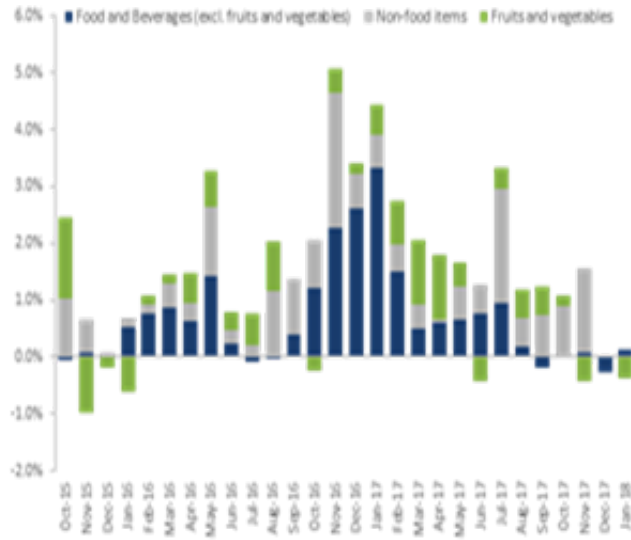
انخفض معدل التضخم الشهري 0.2% في يناير 2018، فترتب عليه انخفاضه سنوياً انخفاضاً ملحوظاً بمعدل 520 نقطة أساسية ليصل إلى 17.1% في يناير 2018 مقارنة مع 22.3% في ديسمبر 2017، وبذلك صار مستوى التضخم السنوي في يناير أقل معدل شهدته البلاد بعد تعويم العملة المحلية في نوفمبر 2016. ويعزو هذا الانخفاض السنوي إلى تأثير سنة الأساس، أما حالة الانكماش المالي الشهري فترجع بالأساس إلى انخفاض أسعار الخضروات بنسبة 3.3% على أساس شهري.

### البنك المركزي المصري يحقق تقدماً ملموساً في إدارة ملف التضخم

نتوقع في الأشهر القادمة أن ينخفض التضخم من 27% في الربع الثاني من العام المالي 2017-2018 إلى 15.3% سنوياً في الربع الثالث من العام المالي 2017-2018، ثم 12.6% سنوياً في الربع الرابع 2017-2018. ووفقاً إلى تقديراتنا، نتوقع ألا يحول شيء بين التضخم وانخفاضه في الأشهر القادمة، على الرغم من إجراءات ضبط الأوضاع المالية المتوقع اتخاذها في الفترة القادمة، التي تشمل:

- زيادة تعريفات وسائل النقل في يوليو 2018، ولا سيما أسعار تذاكر المترو بنسبة 100%، وتذاكر القطارات بنسبة قد تتراوح بين 15-150% تبعاً لدرجة تذكرة القطار والمسافة المقطوعة.
- زيادة أسعار الطاقة الكهربائية في يوليو 2018 بنسبة 2-10% على مستوى مستهلكي المنازل، وبنسبة 20% على مستوى المنشآت التجارية والصناعية.
- خفض دعم الطاقة في الربع الأول من العام المالي 2018-2019، أي بعد الانتخابات الرئاسية، وقد يحدث قبيل العام المالي الجديد.

## الشكل (1) – عوامل انخفاض التضخم الشهري



المصدر: فاروس للأبحاث، الجهاز المركزي للتعبئة العامة والاحصاء المصري

## الشكل (2) – التضخم السنوي والشهري في مصر



تقديرات لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لا تثير ضغطاً ملحاً لخفض أسعار الفائدة قريباً

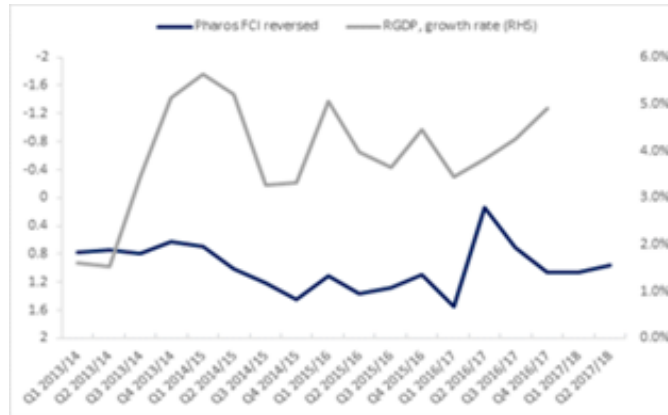
سجل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي نسبة جيدة في الربع من 2016-2017، بلغت 4.9%، وتتوقع الحكومة مزيداً من التحسن في النصف الأول من عام 2017-2018. مع أن الأرقام الرسمية لم تصدر بعد، إلا أن مؤشر الإنتاج الصناعي ومؤشر فاروس للأوضاع المالية، يعكس أرقاماً إيجابية على مستوى المعدل الحقيقي لنمو الناتج المحلي الإجمالي على مستوى النصف الأول من 2017-2018. لا شك أن هذا التطور الإيجابي لا يخلق ضغطاً على المركزي المصري ليخفض من أسعار الفائدة الأساسية في القريب العاجل.

## الشكل (3) – مؤشر الإنتاج الصناعي ومعدل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي يميلان إلى التحرك جنباً إلى جنب



المصدر: فاروس للأبحاث، والبنك المركزي المصري، ووزارة التخطيط

#### الشكل (4) – مؤشر فاروس للأوضاع المالية يعكس صورة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي



المصدر: فاروس للأبحاث والبنك المركزي

#### مؤشر فاروس للأوضاع المالية يقر حقيقة أن الأوضاع النقدية صارت أقل تشدداً رغم ارتفاع أسعار الفائدة

ارتفع المعروض النقدي الأوسع نطاقاً (M2) في ديسمبر 2017 بنسبة 20.9% على أساس سنوي، كما شهد معدل المعروض النقدي الحقيقي زيادة هي الأخر نسبته 4.6% على أساس سنوي. تعكس زيادة المعروض النقدي الأوسع نطاقاً أوضاعاً نقدية أقل تشدداً على الرغم من ارتفاع أسعار الفائدة. من ثم، قد يؤدي خفض أسعار الفائدة الأساسية في اجتماع الخميس القادم إلى زيادة إلى طفرة على مستوى نمو عرض النقود، فضلاً عن إعاقه مسار هبوط التضخم في المنظور قصير المدى على أقل تقدير. من أجل دعم زيادة نمو المعروض النقدي وإدارة توقعات المستهلكين بصورة فعالة، قد نرى لجنة السياسات النقدية تقدم على تثبيت سعر الفائدة في اجتماع الخميس القادم.

#### انخفاض تكلفة التمويل الحكومي بعد انخفاض عائدات الخزينة وتحول الأنظار إلى الدين الخارجي

بلغ متوسط العائد إلى إصدارات سندات الخزينة لأجل ثلاثة أشهر 18.64% في يناير 2018. ويقلل الانخفاض في مستويات العائد على المدى القصير منذ يوليو 2017 من تأثير ارتفاع أسعار الفائدة الأساسية على الحكومة، مما يدعم فكرة تثبيت سعر الفائدة على المدى القصير. أما تحول أنظار الحكومة نحو الدين الخارجي بصورة أكبر من الدين المحلي فمن دوره أن يخفف من تكلفة خدمة الدين أيضاً، حتى لو ظلت أسعار الفائدة مرتفعة للسته ستة أشهر القادمة.

#### الشكل (5) – انخفاض عائدات الخزينة على المدى القصير يقلل من الضغط على خدمة الدين



المصدر: فاروس للأبحاث، والبنك المركزي المصري

### صندوق النقد الدولي يدعو إلى تبني سياسة نقدية حذرة، مع وضع ضبط مستويات التضخم كأولوية قصوى على المدى القصير

أثنى صندوق النقد الدولي، في تقريره الأخير عن مصر، على تبني المركزي المصري لسياسة نقدية حذرة، داعيه إلى خفض التدرجي في أسعار الفائدة الأساسية بمجرد أن تتأكد السلطات المعنية من احتواء ضغوطات الطلب وتوقعات التضخم. من ثم، تصدر ضبط مستويات التضخم قائمة أولويات البنك المركزي على المدى القصير، بينما تبقى الأولوية على المدى المتوسط زيادة معدل النمو الشامل، وفرص العمل.

### موقف ثلاثة مخاطر محتملة تتدخل في تحديد توقيت خفض سعر الفائدة الأساسي

نتوقع أن تستمر وتيرة انخفاض التضخم، ليصل سنوياً إلى 12.3% على أساس سنوي في الربع الثاني من العام المالي 2018-2019 (أي بحلول الربع الرابع لعام 2018)، مما يتماشى مع توقعات المركزي المصري بوصول التضخم السنوي إلى 13% سنوياً ( $\pm 3\%$ ) بحلول الربع الرابع من 2018، مما يدعم من إمكانية تيسير السياسة النقدية، لكن يبقى تحديد التوقيت معتمداً على ثلاثة مخاطر محتملة، قد يؤثر على النظرة المستقبلية الخاصة بمعدل التضخم:

- الارتفاع الأخير في أسعار النفط، قد يبكر من إجراءات رفع الدعم المحلي أو يزيد من حجمها، وذلك بصورة تفوق التوقعات في كلتا الحالتين؛
- زيادة معدل الامتصاص الحقيقي أو نمو الطلب المحلي، نتيجة زيادة النشاط الاقتصادي؛
- وتيرة تعديل السياسات النقدية المتوقعة في اقتصاديات الدول المتقدمة.

في ضوء ما تقدم، تعزز وتيرة انخفاض معدل التضخم واقترابه من مستهدف المركزي المصري بحلول يونيو 2018 من فرص خفض سعر الفائدة في اجتماع الخميس القادم. لكن من ناحية أخرى إذا تم الأخذ في الاعتبار إجراءات ضبط الأوضاع المالية المذكورة أعلاه، والإدارة العاقلة لتوقعات المستهلكين، والسياسات النقدية في الدول المتقدمة، نعتقد أن فرصة تثبيت سعر الفائدة حاضرة بقوة في المشهد، أو أن خفضها سيكون محدوداً بنسبة تتراوح بين 1.0 – 2.0%.

**Mahmoud El Masry**

[Mahmoud.Elmasry@pharosholding.com](mailto:Mahmoud.Elmasry@pharosholding.com)

7 Abu El Feda Street, Zamalek 11211  
Cairo, Egypt  
Office: +20227393670  
Fax: +20227350651  
Pharos.Research@pharosholding.com  
www.pharosholding.com

## إخلاء المسؤولية

تحرر هذا التقرير وجاء بين أيديكم لخدمة أغراض معلوماتية فقط لا غير، من أجل أن يطلع عليه مجموعة معنية من المتلقين، لديهم الخبرة المعرفية لتقييم المعلومات الوارد ذكرها بين جنباته. ولا تقدم فاروس للأبحاث (المشار إليها لاحقاً "فاروس") أي إقرار أو تعهد، ضمناً إن كان أو صريحاً، حيال دقة أو شمولية المعلومات المنصوص عليها في هذا التقرير، أو أي معلومات أخرى تستند على البيانات أو التفاصيل المرفقة في طيه. من ثم، لا يقع على عاتق فاروس أي مسؤولية مرتبطة باستخدام محتويات هذا التقرير أو ناجمة عنها. ولا يجوز اعتبار هذا التقرير بمثابة استدرج للعروض الاستثمارية أو مشورة قانونية أو ضريبية. وتوصي فاروس من يطلع على هذا التقرير أن يستعين بمستشارين محترفين. ولا يجوز استخدام هذا التقرير أو إعادة إصداره، أو نقله بأي شكل أو أداة متعارف عليها إلكترونياً أو آلياً، بما في ذلك أدوات التسجيل وتخزين المعلومات واسترجاعها، إلا بموجب موافقة كتابية من فاروس.

أعدت شركة فاروس، لهو س، لهو س، المالكة الكائنة خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية (والقادم ذكرها في هذا الإقرار، "الشركة غير الأمريكية") هذا

التقرير، وأجازته، ووافقت على نشره. وتتولى، بالنيابة عن الشركة غير الأمريكية، شركة LXM LLP، وهي سمسار وسيط رسمي، مهمة توزيع هذا التقرير على كبار المستثمرين في المؤسسات الأمريكية، في ضوء ما نصت عليه المادة 15 - 6 من قانون الأوراق المالية في الولايات المتحدة، الصادر في عام 1934، (والمشار إليه فيما بعد "بقانون البورصة"). وامتثالاً بالاستثناء الوارد ذكره في المادة المذكورة أنفاً، لا يدخل حيز التنفيذ أي تعامل يجريه عميل أمريكي حيال أي ورقة مالية ورد ذكرها في هذا التقرير إلا عن طريق شركة LXM LLP.

لا ينطبق على التقرير أو المحلل الذي أعد المحتوى وأجازته المتطلبات التي ينص عليها القانون الأمريكي أو هيئة تنظيم القطاع المالي الأمريكي (والآتي ذكرها لاحقاً باسم "الهيئة")، أو أي شروط رقابية أخرى ذات صلة بالتقارير البحثية أو المحللين. ولا تعد الشركة غير الأمريكية كياناً رسمياً لا يتمتع بصفة السمسار الوسيط بموجب قانون البورصة الأمريكي، ولا تعد عضوة في هيئة تنظيم القطاع المالي أو أي هيئة رقابية أخرى أمريكية.

إقرار المحلل - يقر المحللون الوارد ذكرهم في هذا التقرير، فيما يتعلق بالشركات أو الأوراق المالية التي يتناولها، أن (1) الآراء الواردة في هذا التقرير تعبر عن آراء شخصية حيال كافة الشركات والأوراق المالية موضع التحليل؛ (2) وأي جزء من التعويض المادي الذي يحصل عليه لا يستند في الماضي أو الحاضر أو المستقبل على توصيات أو آراء خاصة وردت في هذا التقرير. ويرجى مراعاة أن (1) الشركة غير الأمريكية هي جهة عمل محلي هذا التقرير، (2) ومحلي هذا التقرير يقع محل إقامتهم خارج الولايات المتحدة الأمريكية ولا تجمعهم أي صلة بوسطاء أمريكيين، وبالتالي لا يخضعون للرقابة الأمريكية، ولا يتطلب منهم الإيفاء بمتطلبات الرخصة التي تمنحها الهيئة أو غير ذلك من المتطلبات أمتثالاً مع القوانين الأمريكية واللوائح التنظيمية فيما يتعلق، على سبيل الذكر لا الحصر، بالتواصل مع الشركة المعنية، والظهور العام، وتداول الأوراق المالية.

الإفصاحات التنظيمية المهمة في الولايات المتحدة الأمريكية - أعدت الشركة غير الأمريكية هذا التقرير وجاء بين أيديكم لخدمة أغراض معلوماتية فقط لا غير، ولأستخدام متلقيه. ولا يجوز إعادة إصداره أو نسخه أو إتاحتها لأي طرف ثالث بخلاف المتلقي المعنى. وتتولى، شركة LXM LLP، مهمة توزيع هذا التقرير داخل الولايات المتحدة الأمريكية فقط، وتوزعه الشركة غير الأمريكية في باقي أنحاء العالم فيما عدا الولايات المتحدة الأمريكية. ولا يمثل هذا المستند عرضاً أو دعوة مقدمة عن طريق أو بالنيابة عن الشركة غير الأمريكية أو شركتها التابعة أو أي شركة أخرى من أجل بيع أي ورقة مالية أو شرائها. واستستقت المعلومات الوارد ذكرها في التقرير من بيانات ومصادر أخرى تم نشرها، تراها الشركة غير الأمريكية أو شركتها التابعة معتمدة وذات مصداقية. ولا يقع على عاتق الشركة غير الأمريكية أو الشركات التابعة أي مسؤولية معنوية أو قانونية حيال دقة أو شمولية المعلومات المنصوص عليها في هذا التقرير. تصدر كافة التقديرات والآراء وغيرها من الأحكام الذاتية الواردة في هذا التقرير في تاريخ نشر هذا التقرير. يجوز أن تكون أسواق المال الصاعدة عرضة إلى مخاطر أكبر من التي تواجهها أسواق المال المستقرة. ويجوز أن تكون البيئة السياسية والاقتصادية، وممارسات الشركة، وأسعار السوق، والأحجام عرضة لتغيرات كبيرة. قد تكون القدرة على تقييم مثل هذا المخاطر محدودة نتيجة للانخفاض الملحوظ في كمية المعلومات وجودتها. وتوافق، بموجب قبول هذه الوثيقة، على الالتزام بكل ما سلف ذكره في هذا الإقرار. وتتولى شركة LXM LLP مسؤولية توزيع محتوى هذه التقارير البحثية في الولايات المتحدة الأمريكية. ولم تتولى هذه الشركة أو شركاتها التابعة بمفردها أو بالمشاركة مع الغير الإشراف على طرح عام للأوراق النقدية الخاصة بالشركة خلال الاثنا عشر شهراً الماضيين، ولم يحصلوا على أي تعويض نظير خدمات بنك الاستثمار من الشركة ذات الصلة خلال المدة ذاتها، ولا يتوقعوا الحصول على أي تعويض مادي من الشركة المعنية نظير خدمات بنك الاستثمار في الأشهر الثلاثة القادمة، وليس لديهم نية القيام بذلك. ولم تمتلك شركة LXM LLP قط أي فئة من فئات الأوراق المالية الخاصة بالشركة المعنية. ولا تواجه الشركة الأمريكية أي تضارب فعلي أو مادي في مصالحها عند نشر هذا التقرير البحثي. وأبتداءً من تاريخ نشر التقرير، لا تقدم الشركة خدمات السوق للأوراق المالية ذات الصلة.

Notice: This e-mail and/or its attachments may contain confidential or privileged information that is intended for the use of the named recipient only. If you are not the intended recipient, you are requested to destroy the entire message immediately and notify the sender by return electronic mail. Electronic mail cannot be entirely secure, free of errors, or virus. The sender hereby accepts no liability, explicit or implied, for the corruption, destruction, loss, delays, or interception of any information contained in this message and/or its attachments or for the effects it may have on the recipient's device.

--  
Hisham Abdien  
Managing Editor  
[Quoted text hidden]