

قراءة في أوراق التاروت: تساؤلات حول سعر الصرف

في أواخر شهر يناير الماضي، صرح محافظ البنك المركزي المصري أنه من المتوقع أن يشهد سعر صرف الجنيه المصري المزيد من التقلبات مقارنةً بمرحلة الاستقرار النسبي التي شهدتها منذ منتصف عام 2017. ويشير هذا في أذهاننا أحد أكثر الأسئلة إثارة على الإطلاق: إلى أين يتجه الجنيه المصري؟

في الواقع ليست إجابة هذا السؤال بالمهمة السهلة. فسعر صرف الجنيه المصري هو أحد أكثر المتغيرات التي تتسم بعدم التأكد حالياً، خاصةً وأننا نجد أن فرضية تعادل القوة الشرائية (PPP) Purchasing Power Parity لا يمكن أن تؤدي وحدها إلى توقع معقول لمسار العملة. فمن ناحية، تتعدد وتتشابك العوامل المرتبطة بسعر الصرف، بما في ذلك العوامل الهيكلية طويلة الأجل، وأخرى تتعلق بمزاجية المتعاملين في السوق إن صح التعبير، وقد يخضع حتى لتدابير تكتيكية لصانع السياسة النقدية في كثير من الأحيان. ومن ناحية أخرى، لم تمر فترة طويلة على تعويم الجنيه في نوفمبر 2016 بما قد يسمح بدراسة سلسلة زمنية طويلة أو يوفر أدلة تاريخية كافية أو يجعل نمط العملة قابلاً للتنبؤ. وهذا يعني أن محاولة التنبؤ بسلوك الجنيه المصري قد تكون أشبه بمحاولة استشراف المستقبل بقراءة أوراق التاروت. ومع ذلك، فإننا نحاول قراءة بطاقات مختلفة، لتقييم مسار الجنيه المصري في الأجلين القصير والمتوسط.

وفقاً لتحليلنا، نعتقد أن سعر صرف الجنيه أقل من قيمته الحقيقية بشكل طفيف، أي أنه يُظهر الجنيه بقيمة أكثر ضعفاً، ولكنه ليس بعيداً جداً عن القيمة العادلة. ونعتقد كذلك أنه لا يوجد ضغط هيكلي في الوقت الحالي قد يؤدي إلى انخفاض حاد في قيمته في المستقبل القريب.

أما على المدى الطويل، نعتقد أن العوامل الاقتصادية الهيكلية، بما في ذلك العجز المزمن في الميزان التجاري، وديناميكيات الحساب الجاري بشكل عام بالإضافة إلى استكمال دورة التيسير النقدي، والظروف العالمية التي قد تكون أكثر حدة في المستقبل، سيولد جميعها ضغطاً على الجنيه. ومع ذلك، فإننا لا نستبعد تدخل البنك المركزي في حالة حدوث انخفاض حاد في قيمة الجنيه في أي وقت.

وفيما يلي نحاول قراءة بعض "الأوراق" لاستشراف مستقبل العملة في الاقتصاد المصري.

المحلل

إسراء أحمد

محلل اقتصادي أول

ealmajeed@shuaasecurities.com



ماذا عن تدخل البنك المركزي؟

بعد تعويم الجنيه المصري في 3 نوفمبر 2016، شهدت العملة بعض التقلبات الكبيرة في الشهرين التاليين لتطبيق القرار، حيث اقتربت من الـ 20 جم/دولار أمريكي في ديسمبر 2016 ثم ارتفعت بسرعة إلى أقل من 16 جم/دولار أمريكي في فبراير 2017، قبل أن تنخفض مرة أخرى إلى 18 جم/دولار أمريكي في أسبوعين. ومنذ ذلك الحين، مر سعر صرف الجنيه المصري بحالة من الثبات عند مستويات لم تتخط الـ 18 جم/دولار أمريكي. حتى خلال ما مرت به الاقتصادات الناشئة وعملياتها من أوقات صعبة خلال النصف الثاني من عام 2018، ظل الجنيه المصري مستقراً إلى حد كبير، حيث انخفض فقط بنحو 1% على مدار تلك الفترة. وقد تسبب هذا الاستقرار في اعتقاد السوق بأن البنك المركزي المصري يدعم سعر الجنيه بطريقة أو بأخرى. وفي أوائل عام 2019، أعلن محافظ البنك المركزي أنه سيكون هناك تقلبات أكبر في الطريق في سوق الصرف الأجنبي. فما الذي يحدث إذن؟

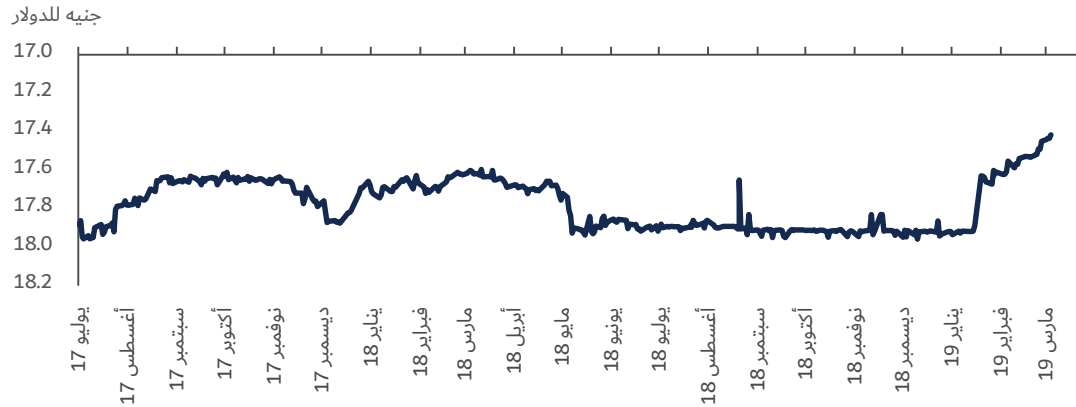
• **إن تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف لا يُعد بالضرورة خرقاً لنظام التعويم:** إن تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف في أنظمة سعر الصرف المُعوّم ليس سراً، ولا يحدث بالضرورة تحت الطاولة. فهناك دائماً مجال لتدخل البنوك المركزية في ظل ظروف معينة. فوفقاً لتصنيف أنظمة سعر الصرف في صندوق النقد الدولي، قد يكون التدخل في سوق الصرف الأجنبي "مباشراً أو غير مباشر، وهذا التدخل يعمل على تخفيف حدة التغيرات ومنع التقلبات غير الضرورية في سعر الصرف، أما السياسات التي تستهدف مستوى معين من السعر لا تدخل في نطاق نظام التعويم". ففي بعض البلاد التي يصنفها صندوق النقد الدولي على أنها تمتلك أنظمة سعر صرف مُعوّمه وحتى تعويم حر، تقوم السلطات النقدية ببعض التدخلات لتعزيز الاستقرار وتجنب التذبذبات المبالغ فيها. على سبيل المثال، تقوم روسيا بعمليات شراء وبيع العملات الأجنبية للتخلص من التقلبات المرتبطة بأسعار الطاقة. وعودةً لمصر، فإننا نخلص إلى أنه حتى إذا كان من الممكن أن يعزى استقرار الجنيه المصري إلى تدخلات البنك المركزي، فإنه لا يتعارض بالضرورة مع مرونة سعر الصرف التي تلتزم بها السلطات النقدية.

• **ليس بالضرورة أن يتخذ تدخل المركزي الاتجاه الذي نعتقد:** ليس بالضرورة أن يكون الهدف من تدخل المركزي هو دعم الجنيه أمام الدولار الأمريكي، بل نعتقد أن المركزي المصري قد تدخل منذ منتصف عام 2017 حتى منتصف عام 2018 ليس للدفاع عن الجنيه، وإنما للدفاع عن تنافسيته، ليكون رخيصاً ومستقراً بشكل كافٍ لتحفيز التدفقات الأجنبية. علاوة على ذلك، في رأينا كان التدخل يهدف إلى تحييد التأثير غير المحيد لدخول وخروج الأموال الساخنة على سعر صرف العملة، مما يجعلنا نعتقد أن التدفقات الأجنبية منذ التعويم كان من شأنها أن ترفع سعر صرف الجنيه أمام الدولار الأمريكي لمستويات أقوى من تلك التي شهدناها منذ الربع الثاني 2017، ولكن تم عزل هذا التأثير من خلال تراكم العملة الأجنبية في رصيد "الودائع غير المدرجة في الأصول الاحتياطية الرسمية". ويبرر هذا إلى حد كبير ثبات الجنيه خلال فترة اضطراب عملات الأسواق الناشئة. وهو أمر نعتقد أنه كان ضرورياً حيث لم تكن السوق مُدربة - إن صح التعبير - بشكل كافٍ لاستيعاب التقلبات العالية المصاحبة لتحركات الأموال الساخنة من وإلى البنوك.

• **مزيد من التقلبات في الطريق:** أعلن البنك المركزي إلغاء آلية التحويل - أداته الرئيسية في عزل الأموال الساخنة عن العملة - لتقوم آلية الإنترنت منفردة بتنفيذ دخول وخروج العملة الأجنبية للمستثمرين الأجانب، حيث أوصى فريق صندوق النقد الدولي بالتخلص التدريجي من الآلية المذكورة لتعميق سوق الإنترنت وتعزيز مرونة سعر الصرف.

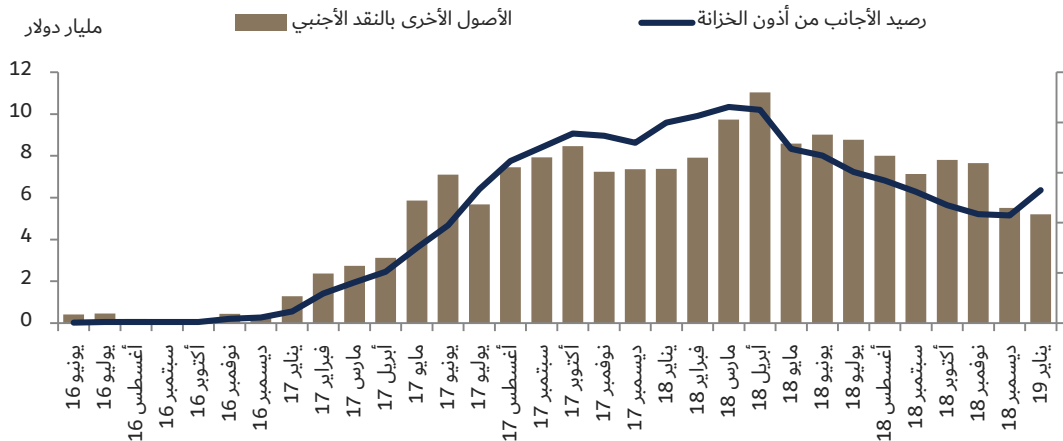
وفي الجزء التالي نتعرض لبعض أدوات تحليل موقف الجنيه المصري والعوامل التي تتحكم في حركته خلال الفترة القادمة، والضغوط المختلفة التي قد يتعرض لها.

سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي ارتفع بحوالي 3.4% منذ بداية 2019



المصدر: بلومبيرج.

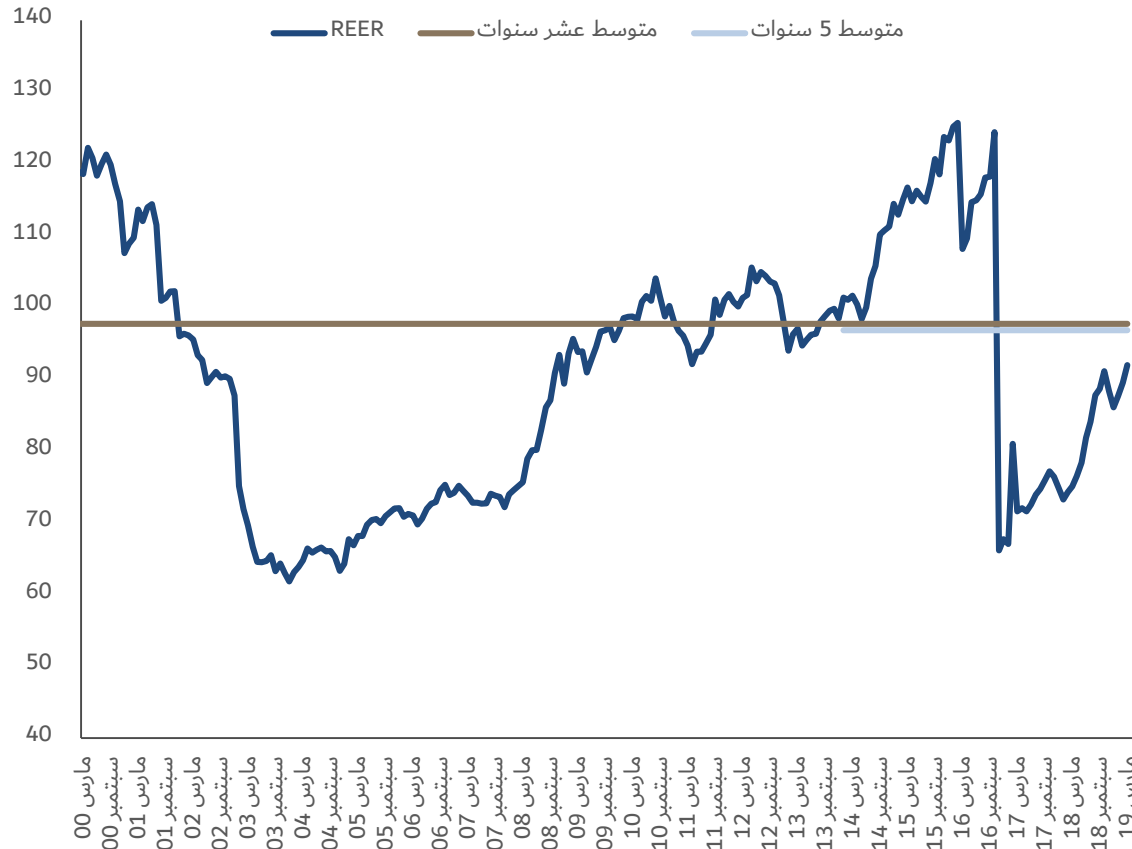
تراكمت الأصول الأخرى بالنقد الأجنبي بشكل كبير متزامنةً مع تدفقات الأموال الساخنة



المصدر: البنك المركزي المصري.

الورقة الأولى: سعر الصرف الحقيقي الفعّال (REER)

مؤشر جي بي مورجان سعر الصرف الحقيقي الفعّال (REER)



المصدر: بلومبرج.

• **سعر الصرف الحقيقي الفعّال بين قياس قيمة العملة وتنافسيتها:** بدايةً، نوضح أن سعر الصرف الحقيقي الفعّال (اختصاراً: ال REER) ليس أداة لتحديد القيمة العادلة للعملة بدقة، ولكنه ببساطة أداة لقياس تغير الديناميكيات التي تؤثر على القدرة التنافسية للعملة، وإلى أي مدى يستجيب سعر صرف العملة للتغيرات في قوتها الشرائية، معبراً عنها في فروق التضخم مقارنة بالشركاء التجاريين. فعندما لا يتكيف سعر صرف العملة مع تغيرات فروق التضخم بين الدولة وشركائها التجاريين، فإن الضغوط التراكمية على العملة تبدأ في التزايد مما يدفع عملتها إلى الارتفاع أو الانخفاض في النهاية، حسب ما يتطلبه الأمر. وتميل قيمة REER إلى التآرجح حول المتوسط طويل الأجل، والذي يعبر بدوره عن عوامل هيكلية أهمها التضخم وسعر الصرف الاسمي والتغيرات في نمط التجارة وتخصيص الموارد بين القطاعات القابلة للتداول (Tradables) وغير القابلة للتداول (Non-Tradables).

• **مستويات سعر الصرف التي أعقبت التعويم كان "مبالغاً فيها":** يشير تحليل REER إلى أن سعر الصرف الذي وصل إليه الجنيه أمام الدولار الأمريكي بعد قرار التعويم مباشرة قد تجاوز قيمته العادلة (وفقاً للقدرة التنافسية التجارية التي تأخذ في الاعتبار فروق التضخم، حسب القوة الشرائية للجنيه في ذلك الوقت، أي قبل تراكم معدلات التضخم المرتفعة التي قلصت من القوة الشرائية للعملة وخاصةً أثناء عام 2017 الذي شهد ارتفاع معدلات التضخم بشكل كبير بعد نوفمبر 2016).

• **لا يزال سعر الجنيه تنافسياً، ولكن بشكل أقل نسيباً:** حالياً، لا يزال REER أقل من متوسطه في المدى الطويل، مما يشير إلى أن الجنيه لا يزال مُقوّماً بأقل من قيمته الحقيقية. ومع ذلك، فإن قيمة REER في ازدياد - خاصة بعد فترة متعاقبة من التضخم المرتفع ومع ارتفاع الجنيه المفاجئ في الفترة الأخيرة - مما دفع مؤشر REER للاقتراب من المتوسط. وهذا يدل على أن تنافسية الجنيه بالنسبة للشركاء التجاريين لم تعد بنفس قوتها مقارنة بالفترة التي أعقبت التعويم مباشرة.

• **ماذا يقول مؤشر سعر الصرف الحقيقي الفعّال عن قيمة العملة؟** وبمقارنة قيمة REER بحلول نهاية إبريل 2019 بمتوسطه لـ 10 سنوات ماضية، نعتقد - استناداً إلى تحليل المؤشر - أن قيمة الجنيه تبلغ حوالي 16.54 جنيهاً لكل دولار أمريكي.

الورقة الثانية: فرضية تعادل سعر الفائدة

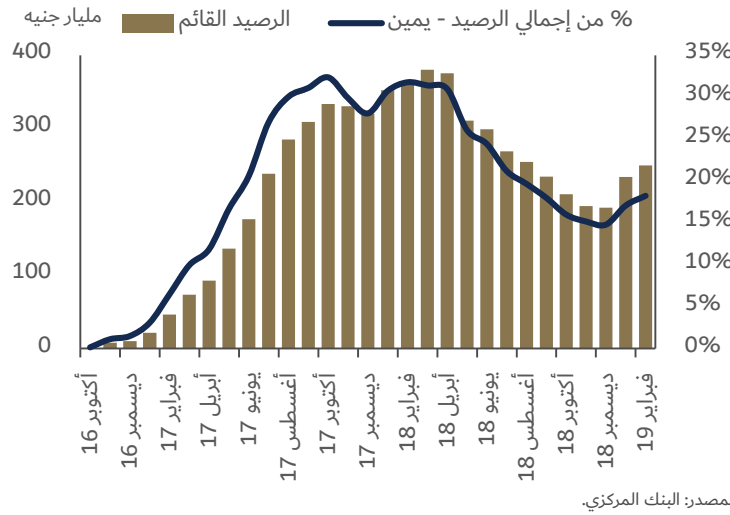
• **ارتفاع شهية المستثمرين الأجانب لأدوات الدين المحلي بعد التعويم:** يعد أحد أكبر الراحين من تعويم الجنيه هو سوق الدين المحلي. حيث ارتفعت التدفقات الأجنبية لأذون الخزانة المصرية من حوالي 0.4 مليار دولار أمريكي في نوفمبر 2016 لتسجل رقماً قياسياً قدره 21.5 مليار دولار أمريكي في مارس 2018، قبل أن يبدأ التخارج المتسارع خلال أزمة الأسواق الناشئة، والتي تسببت في خروج رؤوس الأموال بمعدل متوسط 1.4 مليار دولار شهرياً من أذون الخزانة المصرية. وقد أثر هذا الزخم للتدفقات على صافي الأصول الأجنبية للبنوك، مُغيّراً مركزه من صافي التزامات أجنبية قدره 6 مليار دولار أمريكي قبل التعويم، للوصول إلى ذروة قدرها 4.6 مليار دولار أمريكي من صافي الأصول، قبل أن يتراجع مرة أخرى إلى مركز صافي التزامات بحوالي 6 مليار دولار أمريكي في ديسمبر 2018، ثم تحسنت نسبياً لتسجل صافي التزامات بقيمة 134 مليون دولار أمريكي فقط في فبراير.

• **تلك الشهية توضح كيف يرى المستثمرون اتجاه العملة في المستقبل:** وفي هذا السياق، نحاول معرفة كيف يرى المستثمرون الأجانب الجنيه المصري من خلال فرضية تعادل سعر الفائدة، وفقاً لتحليلنا، وبمقارنة العوائد على كل من سندات الخزانة الأمريكية لأجل خمس سنوات والسندات المصرية لأجل خمس سنوات - والتي كانت مغطاة بنسبة 100% من قبل الأجانب وفقاً لتصريح وزير المالية - في أواخر يناير 2019 نجد أن المستثمرين يراهنون على أن الجنيه المصري لن تقل قيمته عن 20 جنيهاً مصرياً للدولار الأمريكي في غضون عام واحد. أي أن صافي مركز المستثمر الأجنبي والذي دخل سوق سندات الخزانة المصرية في أواخر يناير 2019 سيكون خاسراً فقط إذا انخفض سعر الجنيه المصري عن 20 جنيهاً مصرياً لكل دولار أمريكي في غضون عام واحد. وتاريخ 11 إبريل 2019، نجد أن القيم المُفترضة لسعر الصرف تعكس أن المستثمرين لا يتوقعون انخفاض الجنيه المصري لأقل من 19.78 للدولار الأمريكي الواحد خلال عام.

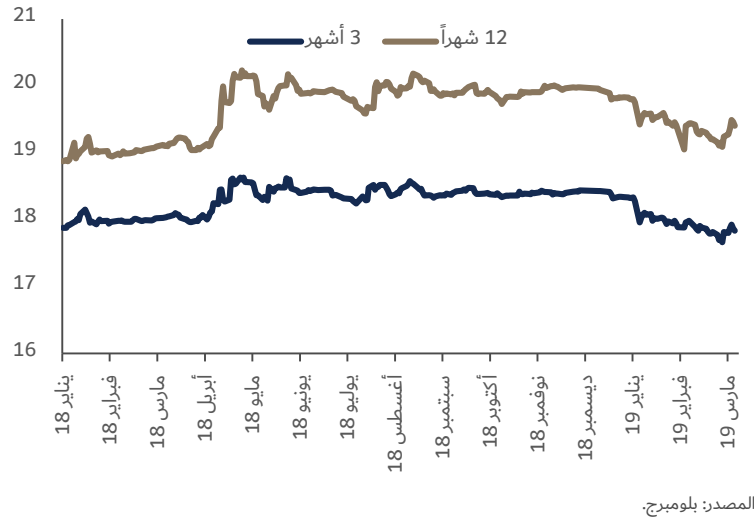
• **العقود الآجلة غير القابلة للتسليم (NDFs):** على الرغم من أن سوق العقود الآجلة للجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي لا تتمتع بسببولة كبيرة، إلا أنها تعكس نمطاً مشابهاً لما تقوله فرضية تعادل سعر الفائدة. حيث نرى بالنظر إلى تسعير هذه العقود أن المستثمرين يفترون أن أسوأ الفروض تتضمن انخفاض قيمة الجنيه إلى 17.7 جنيهاً لكل دولار أمريكي في غضون ثلاثة أشهر، ويقتررب من 19.1 جنيهاً في عام، وذلك في إبريل 2019.

نحن لا نفترض أن هذه هي القيمة العادلة وليس من الضروري أن تتحقق، إلا أنها تعكس أقصى مخاطرة قد يتحملها المستثمرون في سوق الدين المحلية، أي أسوأ فرضيات سعر الصرف على الإطلاق.

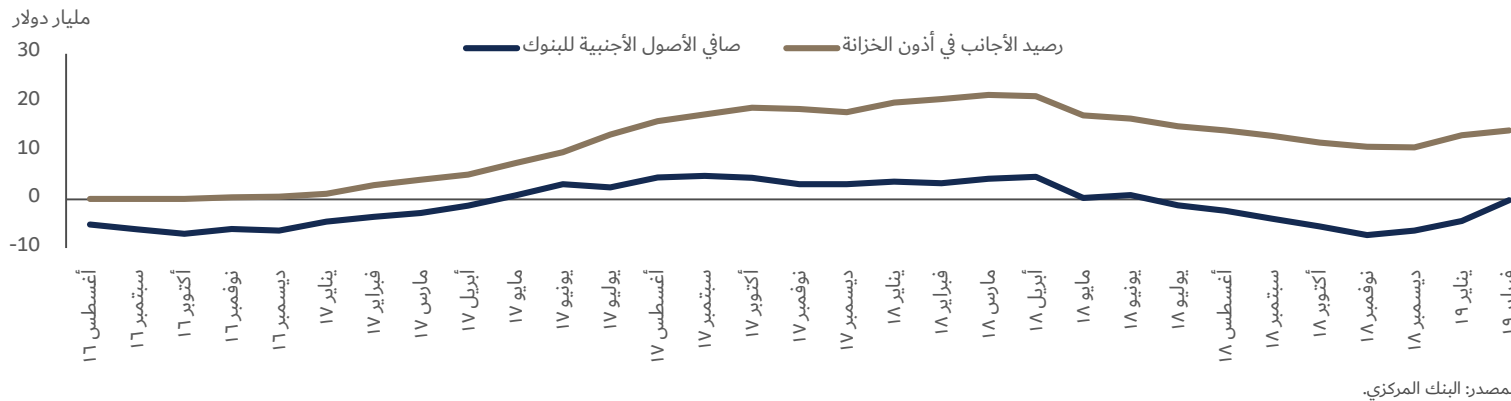
الرصيد القائم للأجانب من أذون الخزانة ونسبته إلى إجمالي الرصيد



السعر الآجل للجنيه في العقود الآجلة غير القابلة للتسليم NDF (جنيه للدولار)



صافي الأصول الأجنبية في البنوك تأثرت بشكل كبير برصيد الأجانب في أذون الخزانة



الورقة الثالثة: الاحتياجات التمويلية الخارجية

بخلاف مؤشر سعر الصرف الحقيقي وتصورات المستثمرين المختلفة، يتأثر سعر الصرف كذلك بالتدفقات للداخل والخارج، أي الاحتياجات التمويلية الخارجية ومدى قدرة الاقتصاد على توليد موارد لتغطيتها. أما عن المتطلبات، فتشمل ببساطة التدفقات الخارجة المتوقعة من العملة الأجنبية، وهي (1) عجز الحساب الجاري، (2) الديون قصيرة الأجل، و(3) سداد الديون المتوسطة والطويلة الأجل. وأما من ناحية التمويل، تعتمد مصر على (1) الاستثمار الأجنبي المباشر، (2) صافي تدفقات رأس المال الأخرى، بما في ذلك استثمارات المحافظ، (3) تجديد الديون قصيرة الأجل، و(4) صافي الاقتراض.

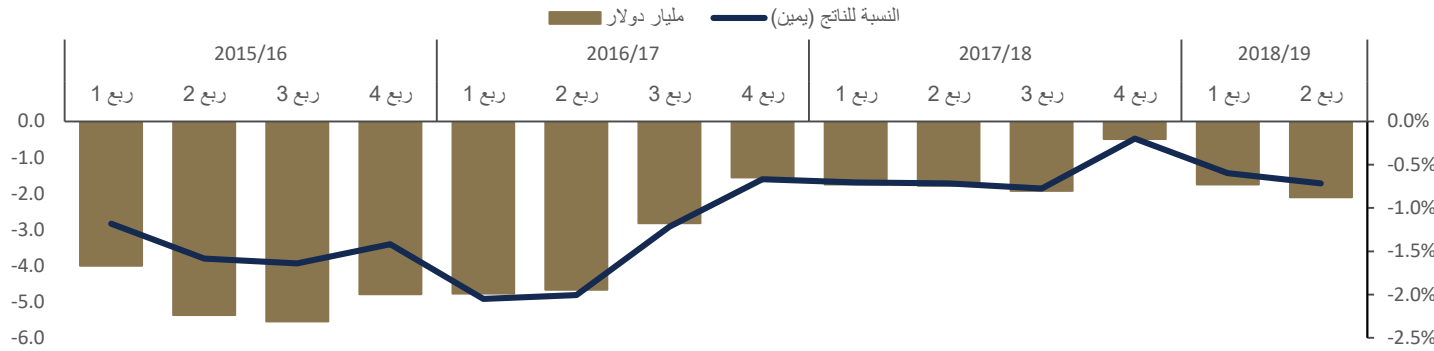
وبتحليل النمط المتوقع لتلك البنود على المدى القريب، نرى أنه لا يوجد ضغط غير معتاد على العملة يمكن أن يؤدي إلى انخفاض حاد في قيمة الجنيه، في ضوء ما يلي:

- تحركات بسيطة في الحساب الجاري ليدور حول متوسط 7 مليار دولار أمريكي، مع استقراره كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- وفقاً لتقرير البنك المركزي المصري اعتباراً من 1 يوليو 2018، كان يتعين على مصر سداد حوالي 14.7 مليار دولار أمريكي كديون وفوائد متوسطة وطويلة الأجل خلال عام 2019، وحوالي 827 مليون دولار أمريكي كديون قصيرة الأجل خلال النصف الأول من العام. من مجموع هذه المبالغ حوالي 6 مليار دولار أمريكي مستحقة للسعودية وحوالي مليار دولار أمريكي للإمارات، وحوالي مليار دولار أمريكي آخر مستحق للكويت، مما يعني أن نسبة كبيرة من التزامات الفترة الحالية لها قابلية إعادة التجديد. وقد قامت السعودية لاحقاً بالفعل بتأجيل سداد ودائع بقيمة ستة مليارات دولار أمريكي.
- بافتراض تجديد للديون قصيرة الأجل بمعدل قدره حوالي 2 مليار دولار أمريكي سنوياً من الديون المستحقة، وبالتالي زيادة في مدفوعات الفوائد لتصل إلى حوالي 1.5 مليار دولار أمريكي خلال عام 2019/20.

- استناداً إلى الحسابات السابقة والحسابات التي أجريناها، تُقدّر متطلبات التمويل الخارجي بنحو 17 مليار دولار أمريكي في عام 2019. وتشمل مصادر تمويل هذه المتطلبات الاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمار في محفظة الأوراق المالية، وكذلك تجديد الديون قصيرة الأجل، و - بالطبع - صافي الاقتراض متوسط وطويل الأجل.

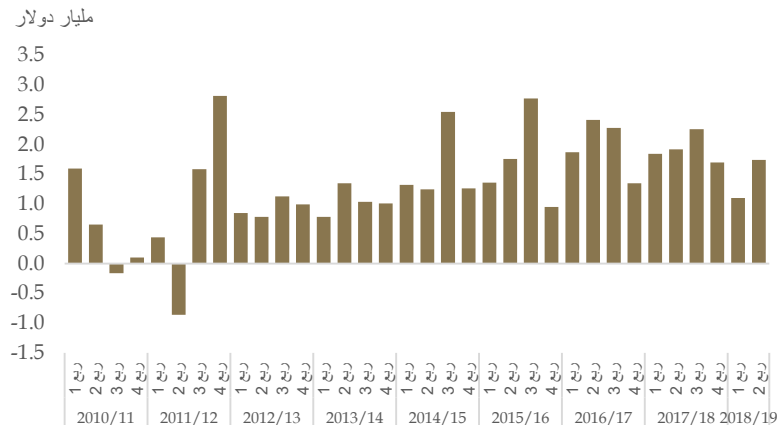
حالياً، لا نعتقد أن المتطلبات الخارجية تفرض ضغطاً غير طبيعي على الجنيه في المستقبل القريب. ومع ذلك، فإننا نسلط الضوء على خطر انخفاض الجنيه في حالة التصاعد المفاجئ في المتطلبات أو النقص الحاد في قنوات التمويل (مثلاً، نضوب أو تخرج متسارع للاستثمار الأجنبي المباشر، عدم تأجيل الديون، أو عدم إمكانية الحصول على الائتمان من الأسواق الدولية لأي سبب).

قيمة عجز الحساب الجاري ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي



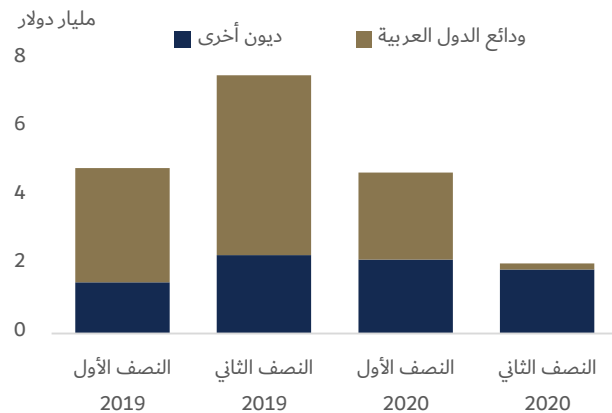
المصدر: البنك المركزي.

صافي الاستثمار الأجنبي المباشر



المصدر: البنك المركزي.

جدول سداد الديون الخارجية متوسطة وطويلة الأجل (2020 - 2019)

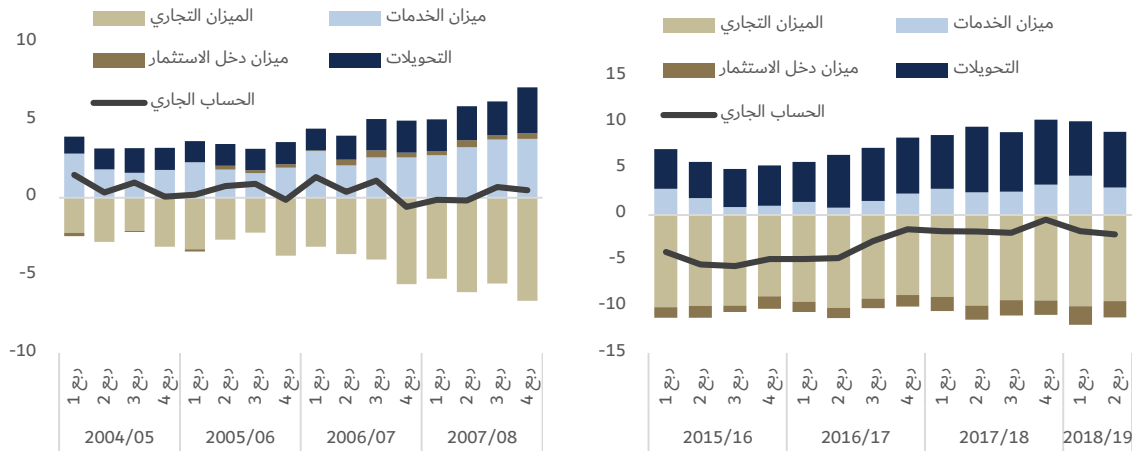


المصدر: البنك المركزي.

الورقة الخامسة: لا تنس الماضي أبداً ...

- **فلننش ذاكرتنا:** في مطلع الألفية، مر الجنيه بعملية تخفيض لقيمته، حيث فقد بشكل متراكم حوالي 27% من قيمته أمام الدولار الأمريكي في عامي 2001 و2002 حتى تم الإعلان عن نظام تعويم في يناير 2003 وصل خلاله سعر الصرف إلى 5.34 جنيهاً مصرياً لكل دولار أمريكي بعد أن كان 3.4 جنيه مصري قبل ثلاث سنوات. وساعدت التخفيضات المتتالية، مع بعض التدابير الأخرى التي حدثت في ذلك الوقت، على تحسين الحساب الجاري وتحقيق فائض لست سنوات متتالية، قبل العودة إلى المنطقة السالبة في 2008/09.
- **أداء الحساب الجاري ... هل يمثل ظاهرة ديجا فو؟** بالنظر إلى استجابة الحساب الجاري لتعويم الجنيه عام 2003، نرى تحسناً شاملاً مدفوعاً بالسياحة والتحويلات، في حين كان تحسن الميزان التجاري مؤقتاً، حيث أن مدفوعات الاستيراد لم تستغرق وقتاً طويلاً لتستعيد شراستها بعد التعويم.
- **وعودةً للوقت الحالي، نرى أن النمط ذاته سيسود في المدى المتوسط. أي أن التحسن في الحساب الجاري سوف يكون مدفوعاً بفائض ميزان الخدمات وتحويلات المصريين العاملين في الخارج، بينما نعتبر نمو العجز التجاري المستمر عرضاً مزمنياً في ميزان المدفوعات ككل.**

التحسن في الحساب الجاري عقب تعويم نوفمبر 2016 يعيد نفس نمط ما بعد تعويم 2003

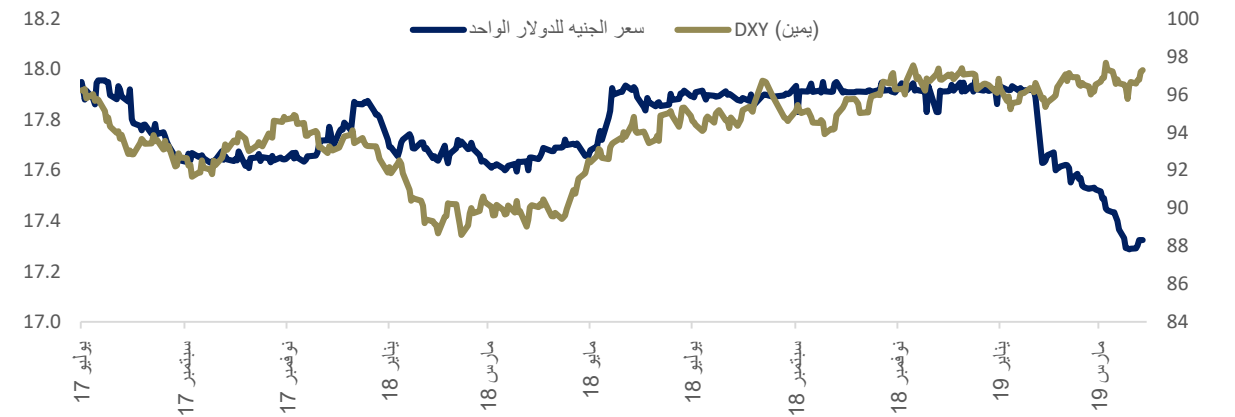


الورقة الرابعة: ضغوط عالمية على الدولار الأمريكي

- **الأمر ليس مقصوراً علينا:** الأمر لا يتعلق بنا فقط، فالاتجاه العالمي للدولار الأمريكي يؤثر علينا أيضاً. باستثناء الفترة التي تلت تعويم الجنيه، تأثر سعر الجنيه/الدولار الأمريكي أيضاً بالموقف العالمي للدولار الأمريكي ولو بقروش قليلة. ولقياس اتجاه الورقة الخضراء عالمياً، نلقي نظرة على مؤشر DXY والذي يقوم بقياس أداء الدولار الأمريكي أمام سلة من العملات الرئيسية العالمية. وتحليل الفترة السابقة، وجدنا أن عامل الارتباط بين اتجاه الجنيه المصري بعد التعويم واتجاه المؤشر في تزايد تدريجي، متجاوزاً 70% للفترة من يوليو 2017 إلى أوائل فبراير 2019.
- **لا نرى ضغوطاً عالمية قوية في المستقبل القريب:** ووفقاً لرأينا، لا نتوقع حدوث زيادة كبيرة في الضغوط العالمية التي تدفع الدولار الأمريكي إلى الارتفاع. كما أوضحنا من قبل في تقريرنا الاستراتيجي بعنوان "2019: عام الانتقائية"، أصبح الاحتياطي الفيدرالي الآن أكثر حذراً في سياسته النقدية فيما يتعلق بأرقام النمو والبطالة والاستهلاك في الولايات المتحدة، خاصة مع حالة عدم اليقين المحيط باقتصاد الصين وسيناريوهات خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي، وهما العاملان اللذان قلصا التفاؤل السابق بشأن تخفيضات ترامب الضريبية وتوقعات النمو في الولايات المتحدة. بالإضافة إلى ذلك، تفيد التقارير كذلك أن البيانات المتعلقة بعجز الحساب الجاري للولايات المتحدة أبعد ما تكون عن الضغط على الدولار الأمريكي في أي وقت قريب.

من المحتمل أن يحد هذا المشهد العالمي من أي تسارع في قيمة الدولار الأمريكي في المدى القريب، مما يعطي استراحة للعملات الأخرى - وخاصة عملات الأسواق الناشئة - بدورها.

حتى فترة قريبة كان سعر صرف الجنيه متأثراً بالأجواء العالمية، والتي ليس من المتوقع أن تشهد صعوداً كبيراً في العملة الخضراء قريباً



ملخص رؤيتنا من خلال أسئلة وأجوبة

لماذا ارتفعت قيمة الجنيه مؤخراً؟

بشكلٍ ما، نعتقد أن صانع السياسة النقدية قد اختار توقيتاً مساعداً لإلغاء آلية تحويل الأرباح وتحويل تدفقات العملة بالكامل عن طريق الإنترنت. فمن بين عوامل أخرى، نرى أن ارتفاع قيمة الجنيه في الآونة الأخيرة يعود لتزايد الاستثمار الأجنبي في أدوات الدين الحكومية، بعد أن شهدت تخارجاً منذ منتصف 2018، حيث كشفت بيانات البنك المركزي عن صافي دخول رؤوس أموال أجنبية بحوالي 2.4 مليار دولار أمريكي في أذون الخزانة المصرية في يناير، والتي سلكت طريقها مباشرة إلى البنوك وتزامن معها ارتفاع صافي الأصول الأجنبية لديها.

هل ارتفاع قيمة الجنيه مستدام؟

- نعتقد أن التغيير "الحقيقي" في قيمة العملة يتسم بالتدرجية النسبية، ويكون ناتجاً بشكل أساسي عن عملية طويلة من التحسن الاقتصادي. وبالتالي، نرى أن الارتفاع "السريع" الحالي في قيمة الجنيه تُحرّكه أسباب مؤقتة. على المدى القصير، نرى سلوك الجنيه على الأرجح مرتبطاً بالاستثمارات الأجنبية في أدوات الخزانة، ولا تواجه هذه التدفقات تهديداً كبيراً بالنظر إلى المشهد العالمي الحالي.
- من ناحية أخرى، قد يواجه الارتفاع في قيمة الجنيه سقفاً مرتبطاً بزيادة الواردات استعداداً لموسم شهر رمضان وعيد الفطر. وسيتبع ذلك رفع الدعم عن الوقود، الأمر الذي سيؤدي بدوره إلى ارتفاع التضخم مضيفاً بعض الضغوط على العملة، لا سيما إذا كانت مصحوبة بتدفقات أجنبية أضعف في أدوات الخزانة. أي أنه خلال العام الحالي، هناك بعض العوامل التي قد تعيد الدولار الأمريكي مرة أخرى إلى مستويات أعلى، لكنها تظل دون الـ 18 جنيه للدولار الأمريكي.

إلى أين يتجه الجنيه في المدى المتوسط؟

- بشكل عام، تواجه الدول التي تعاني عجزاً مزمناً في حسابها الجاري – خاصة إذا اتسع باستمرار – مع ارتفاع معدلات التضخم لديها مقارنةً بشركائها التجاريين، ضغطاً على قيمة عملتها مع مرور الوقت. في مصر، كان المعتاد تثبيت سعر الصرف ومن ثم تراكم هذا الأثر لسنوات يؤدي لاحقاً لتخفيض لا مفر منه للعملة وبنسبة كبيرة.
- إلا أننا لا نتوقع أن يكون انخفاض الجنيه في المدى المتوسط حاداً، وذلك للأسباب الآتية:
- نرى أن الجنيه المصري حالياً مُقوّم بأقل من قيمته، وهو ما يؤكد مؤشر سعر الصرف الحقيقي الفعّال.
- تحسن أرصدة القطاع الخارجي لمصر بشكل ملحوظ مقارنةً بما قبل التعويم.
- نرى أن الاقتصاد لم يحقق أقصى قدراته بعد من حيث السياحة والصادرات. ومع ذلك، فإننا نشير إلى المشكلة المزمنة المتمثلة في تزايد الواردات غير النفطية، خاصةً أنه لا يمكن ترويض الجزء الأكبر من الواردات دون الإضرار بأنشطة الإنتاج.
- ارتفاع صافي الاحتياطيات الدولية بشكل جيد، مع عدم وجود التزامات قصيرة الأجل مثيرة للقلق.
- من المتوقع أن تحافظ مصر على إقبال معقول للأجانب على أدوات الدين، مما يكفل تدفقاً جيداً للبنوك (شريطة عدم وجود صدمات سلبية لنظرية المستثمرين للأسواق الناشئة أو مخاطر جماعية).

بعد قراءة الأوراق: محاولة لاستشراف المستقبل

2022/23	2021/22	2020/21	2019/20	2018/19			
19.48	19.07	18.55	18.04	17.77	متوسط	<p>1. زيادة سريعة في عجز الحساب الجاري، مع تزايد نسبته للناتج المحلي الإجمالي.</p> <p>2. تواضع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ومؤشرات النمو مما يضر بالثقة العالمية في الاقتصاد المصري.</p> <p>3. انخفاض شهية المستثمرين الأجانب للاستثمار في أدوات الخزانة المصرية، يؤدي إلى تراجع مستمر في تدفقات استثمارات الحافظة.</p> <p>4. موجات تضخمية أقوى من المتوقعة تضغط على العملة بدورها.</p>	انخفاض سريع لقيمة الجنيه
18.39	18.00	17.52	17.03	17.77	متوسط	<p>1. تدفقات أموال ساخنة قوية، وهي المحرك الذي نعتقد أنه سيهيمن على المدى القصير.</p> <p>2. تقلص عجز الحساب الجاري بمعدلات متسارعة.</p> <p>3. تحسن قوي في الأصول الأجنبية للقطاع المصرفي.</p> <p>4. نمو مستقر في الواردات غير النفطية.</p>	ارتفاع مؤقت لقيمة الجنيه ثم الانخفاض مجدداً
18.94	18.54	18.03	17.53	17.77	متوسط	<p>انخفاض تدريجي في قيمة العملة مدفوع باستقرار الحساب الجاري في منطقة العجز وارتفاع معدلات التضخم بالنسبة للشركاء التجاريين:</p> <p>1. تزايد بطيء في قيمة عجز الحساب الجاري مع استقراره كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي على المدى المتوسط، حيث إن النمو في العجز التجاري غير النفطي يقابله تحسن في الميزان التجاري النفطي وارتفاع السياحة.</p> <p>2. استقرار صافي الاستثمار الأجنبي المباشر في معدلات تدور حول 7 مليار دولار أمريكي سنوياً.</p> <p>3. عدم تعرض استثمارات الحافظة لتهديدات كبيرة، أي أنه لا توجد تدفقات خارجية مستمرة تشكل ضغطاً على الحساب المالي لمدة طويلة.</p> <p>4. نزول تدريجي لأسعار الفائدة بمعدل 2% سنوياً تقريباً، لتصل إلى حوالي 10.75% للإقراض لليلة الواحدة بنهاية عام 2021/22.</p>	السيناريو الأساسي
19.00	18.87	18.20	17.87	17.20	آخر الفترة		

بيانات الاتصال

☎ + (202) 16331

✦ 143 منطقة البنوك بالتجمع الخامس،
القاهرة الجديدة، مبنى بنك أبوظبي الأول (الدور السادس)
مصر، القاهرة

إخلاء المسؤولية

تم إعداد محتويات هذا التقرير من قبل شركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر لأغراض المعرفة فقط ولا يمكن اعتبار أو تفسير محتويات التقرير على أنها عروض للشراء والبيع أو تحريض على انتهاز عروض شراء أو بيع أو المشاركة في أية أعمال استثمارية أو إدارة استثمارات أو خدمات استشارية. وقد قامت شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر بإعداد المعلومات والآراء الواردة بهذا التقرير بناءً على مصادر يعتقد أنها ذات مصداقية، علمًا بأنه لا يمكن للشركة ضمان دقة أو صلاحية أو اكتمال هذه البيانات كما لا يقع عليها أية مسؤولية حيال استخدام أي شخص أو جهة هذه المعلومات في أغراض معينة. وعلى هذه الخلفية، لا تكون شركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر أو إدارتها التابعة أو موظفوها أو وكلاؤها أو شركاتها التابعة مسؤولة عن اكتمال أو وضوح المعلومات أو الآراء المتاحة بالتقرير، كما لا تقع عليها أية مسؤولية تجاه أية معلومات أخرى يتم إتاحتها بصورة مكتوبة أو شفوية لأي من الأطراف ذات العلاقة أو الجهات الاستشارية. ويحق لشركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر تغيير الآراء التي تم التعبير عنها في هذا التقرير دون إخطار مسبق. ولا يجوز إعادة نشر أو تمرير هذا التقرير بدون الحصول على موافقة كتابية مسبقة من شركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر، علمًا بأن الشركة تخضع لقوانين وضوابط الهيئة العامة للرقابة المالية بترخيص رقم 91.

جهة إصدار التقرير

شركة شعاع لتداول الأوراق المالية - مصر
الموقع الإلكتروني: www.shuaasecurities.com

حقوق النشر

حقوق النشر © 2019 جميع الحقوق محفوظة لشركة شعاع للأوراق المالية مصر. لا يجوز إعادة توزيع أو نسخ أو تخزين جزء أو مقتطفات من هذا التقرير من خلال أي من نظم تخزين واسترجاع المعلومات أو نقلها بأي شكل من الأشكال أو بالاستعانة بأي من الوسائل الإلكترونية أو الميكانيكية أو آلات النسخ أو التسجيل أو أية أدوات مماثلة وذلك قبل الحصول على موافقة كتابية مسبقة من شركة شعاع للأوراق المالية مصر.