

تقرير

تحليل مقارن:

سلوك أسواق المال المصرية خلال حربي إيران 2025 و2026

16-4-2026



شادي هلال

برنامج الدراسات الاقتصادية بالمركز المصري للفكر والدراسات الاستراتيجية

لم تعد استجابة أسواق المال المصرية للصدمات الجيوسياسية تعكس مجرد تقلبات في سوق الأسهم، بل أصبحت تعبر عن حركة أوسع لإعادة توزيع السيولة بين مكونات النظام المالي داخل الاقتصاد المصري، بما يشمل الأسهم وأدوات الدين وسوق الصرف، في إطار يتحدد وفقاً لتغير إدراك المستثمرين لمعادلة العائد والمخاطر.

وفي هذا الإطار، يقصد بالسيولة في هذا التقرير قدرة السوق على استيعاب أوامر التداول بأحجام كبيرة نسبياً وباستمرارية، دون إحداث تأثيرات سعرية حادة، بما يعكس عمق السوق وكفاءة عمله، إلى جانب حجم التدفقات النقدية الفعلية الداخلة والخارجة من الأصول المالية. ولا تقتصر السيولة على قيمة التداول، بل تمتد لتشمل كفاءة إعادة توزيع الأموال بين الأصول المختلفة داخل النظام المالي.

وعليه، لم يعد من الممكن تحليل تحركات البورصة بمعزل عن أدوات الدين الحكومية أو تدفقات رءوس الأموال الأجنبية؛ حيث تتحرك هذه المكونات كوحدة مترابطة يعاد داخلها توجيه السيولة استجابة للصدمات الخارجية، سواء من خلال التخارج من الأصول عالية المخاطر، أو التحول نحو أدوات أكثر استقراراً، أو حتى الخروج الجزئي أو الكلي من السوق.

وتبرز أهمية المقارنة بين حرب الـ12 يوماً والتصعيد الحالي في كونها تكشف عن تحول جوهري في طريقة عمل هذا النظام؛ ففي حين اتسمت الصدمة الأولى بإعادة توزيع سريعة ومؤقتة للسيولة داخل السوق، يعكس التصعيد الحالي نمطاً مختلفاً يتسم بتآكل تدريجي في كفاءة السيولة، وتراجع قدرة النظام المالي على إعادة توجيهها بكفاءة بين الأصول المختلفة.

ومن ثمّ، يهدف هذا التقرير إلى تحليل كيفية تحرك السيولة داخل أسواق المال المصرية تحت تأثير الصدمات الجيوسياسية، من خلال مقارنة استجابة الأسهم وأدوات الدين وتدفقات الأموال الساخنة وسعر الصرف، بما يسمح بتحديد ما إذا كانت التحركات الحالية تعبر عن تقلب دوري، أم عن تحول هيكلية في آلية عمل النظام المالي ككل.

يمكن فهم الفروق الجوهرية بين حرب الـ12 يوماً والتصعيد الحالي من خلال مقارنة مباشرة بين سلوك السوق في كلتا الحالتين، وذلك عبر عدد من المؤشرات الرئيسية المرتبطة بحركة السيولة، وسلوك المستثمرين، ودور أدوات الدين، وتأثير سعر الصرف، ونمط التعافي.

المحور	حرب ال12 يومًا	التصعيد الحالي
حركة السيولة	خروج سريع يعقبه إعادة توزيع داخل السوق.	تراجع مستمر في كفاءة السيولة وضعف الاستيعاب.
سلوك المستثمر الأجنبي	تخارج سريع ثم عودة مع استقرار الأوضاع.	تخارج تدريجي يعكس إعادة تقييم مستمرة للمخاطر.
دور أدوات الدين	امتصاص الصدمة وإعادة توجيه السيولة.	تراجع القدرة على الامتصاص والاعتماد على السيولة المحلية.
سعر الصرف	عامل ثانوي ضمن تقييم المخاطر.	عامل حاكم في القرار الاستثماري.
نمط التعافي	تعافي سريع مدعوم بعودة التدفقات.	تماسك ظاهري وتعافي يعتمد على السيولة المحلية.

وتُظهر هذه المقارنة أن الفارق بين الصدمتين لا يقتصر على درجة التأثير، بل يمتد إلى طبيعة استجابة السوق؛ حيث انتقل من نموذج يعتمد على إعادة التوازن السريع داخل النظام المالي، إلى نموذج أكثر هشاشة يعتمد على التكيف المؤقت في ظل تراجع المكون الأجنبي من السيولة.

يعتمد هذا التحليل على مقارنة زمنية بين فترتين رئيسيتين:

الأولى: فترة حرب ال12 يومًا، والتي تمتد من بداية التصعيد وحتى انحساره خلال فترة زمنية قصيرة محددة، بما يعكس صدمة حادة ومركزة والثانية: فترة التصعيد الحالي، والتي تمتد لفترة أطول نسبيًا، وتعكس نمطًا ممتدًا من الضغوط والتقلبات، بما يسمح برصد الفروق في سلوك السيولة والتدفقات عبر الزمن.

ويستند هذا الإطار إلى تحليل السلاسل الزمنية لمؤشرات السوق، بما يشمل قيم التداول، وسلوك المستثمرين، وتطورات سعر الصرف، بما يسمح بتقييم الفروق الهيكلية بين الصدمتين.

إخراج وتصميم

عبد المنعم أبوطالب

خلل هيكلية في السيولة: لماذا لم تعد أسواق المال المصرية تتعافى كما في السابق؟

لا يمكن تفسير تراجع أسواق المال المصرية مع كل صدمة جيوسياسية باعتباره انعكاسًا مباشرًا لطبيعة الحدث ذاته، بل يرتبط بدرجة أكبر بكيفية استجابة هيكل السيولة داخل النظام المالي لهذه الصدمات.

فخلال حرب الـ12 يومًا، أظهرت السوق قدرة واضحة على امتصاص الضغوط، ليس من خلال ثبات الأسعار، بل عبر كفاءة إعادة توزيع السيولة بين الأصول المختلفة. فقد خرجت التدفقات من سوق الأسهم، لكنها أعادت التموضع داخل أدوات الدين، مدعومة بارتفاع العائد واستقرار نسبي في توقعات سعر الصرف، وهو ما سمح باحتواء الصدمة داخل النظام المالي دون انتقالها إلى اختلالات ممتدة.

أما في التصعيد الحالي (الحرب الأمريكية-الإسرائيلية / الإيرانية)، فيعكس سلوك السوق نمطًا مختلفًا، لا يرتبط فقط بخروج السيولة، بل بتراجع قدرتها على الحركة وإعادة التوزيع. لم تعد التدفقات تنتقل بكفاءة بين الأصول، بل أصبحت أكثر تحفظًا، تميل إلى التركز النقدي أو الخروج التدريجي، بما يشير إلى تآكل في كفاءة السيولة، وليس فقط في حجمها.

ويرتبط هذا التحول بشكل مباشر بتغير سلوك المستثمر الأجنبي، الذي لم يعد يتعامل مع السوق بمنطق التحركات التكتيكية قصيرة الأجل، بل بمنطق إعادة تقييم ممتدة لمستوى المخاطر. وقد انعكس ذلك في تراجع قابلية التدفقات الأجنبية للعودة، وتحولها من عنصر داعم للسيولة إلى عامل ضغط مستمر عليها.

غير أن العامل الحاسم في هذا التحول يتمثل في تغير دور سعر الصرف داخل معادلة القرار الاستثماري. فبعد أن كان متغيرًا تابعًا لتحركات التدفقات، أصبح محددًا رئيسيًا لها. ولم يعد العائد الاسمي المرتفع كافيًا لجذب الاستثمار، في ظل تزايد عدم اليقين بشأن قيمة العملة، وارتفاع تكلفة التحوط، بما أدى إلى تآكل العائد الحقيقي.

وقد انعكس ذلك بشكل مباشر على سلوك الأموال الساخنة، التي لم تعد تتحرك بحثًا عن فروق العائد، بل وفقًا لتقييم شامل للمخاطر؛ مما أدى إلى تحولها من تدفقات سريعة قابلة للعودة إلى تدفقات أكثر تحفظًا تميل إلى الخروج التدريجي أو التمركز خارج السوق.

وفي هذا السياق، فقدت أدوات الدين جزءًا من قدرتها على أداء دورها التقليدي كآلية لامتناس الصدمات؛ حيث لم يعد ارتفاع العائد كافيًا لتعويض مخاطر العملة، خاصة في ظل غياب المكون الأجنبي من السيولة. ونتيجة لذلك، لم تعد تمثل قناة فاعلة لإعادة توزيع التدفقات داخل النظام المالي، بل أصبحت في بعض الأحيان تعكس الضغوط الكامنة فيه.

وتقود هذه العوامل مجتمعة إلى نمط مختلف من التعافي، لا يعكس استعادة حقيقية للتوازن، بل تماسكًا ظاهريًا مدفوعًا بالسيولة المحلية، في ظل استمرار ضعف التدفقات بالعملة الأجنبية. وهو ما يخلق فجوة بين استقرار المؤشرات وهشاشة هيكل السيولة.

وبالتالي، فإن ما تواجهه أسواق المال المصرية في المرحلة الحالية لا يمكن اعتباره مجرد دورة هبوط تقليدية، بل يعكس تحولًا هيكليًا في طبيعة السيولة داخل النظام المالي؛ حيث أصبحت أقل قدرة على الامتناس، وأضعف في إعادة التوزيع، وأكثر حساسية للصدمات الخارجية.

وفي هذا الإطار، لم يعد استقرار السوق يتحدد بحجم السيولة، بل بهيكلها؛ إذ قد يبدو السوق نشطًا بالجنيه، لكنه يظل هشا في غياب سيولة مستقرة بالعملة الأجنبية، وهو ما يضع استدامة التعافي محل تساؤل.

أولاً:

حركة السيولة داخل النظام المالي تحت الصدمات

تكشف المقارنة بين حرب الـ12 يومًا والتصعيد الحالي أن الاختلاف الجوهرى بين الصدمتين لا يكمن في شدتهما، بل في كيفية تحرك السيولة داخل أسواق المال المصرية، وما إذا كانت قادرة على إعادة التموضع بين الأصول المختلفة، أم أنها تتآكل تدريجيًا دون إيجاد بدائل داخل النظام المالي.

ففي حالة حرب الـ12 يومًا، اتسمت الصدمة بطابع مفاجئ أدى إلى خروج سريع للسيولة من سوق الأسهم، مدفوعًا بارتفاع حاد في درجة عدم اليقين. إلا أن هذه السيولة لم تغادر النظام المالي بالكامل، بل أعادت التموضع داخله؛ حيث اتجه جزء منها إلى أدوات الدين الحكومية التي قدمت مستويات عائد مرتفعة نسبيًا، بينما استقر جزء آخر في صورة سيولة نقدية مؤقتة في انتظار وضوح الرؤية.

وقد ساهم هذا التحرك في احتواء أثر الصدمة؛ حيث ظل النظام المالي قادرًا على إعادة توزيع السيولة بين مكوناته؛ مما سمح بظهور طلب انتقائي أعاد التوازن إلى سوق الأسهم خلال فترة زمنية قصيرة، دون الحاجة إلى إعادة تقييم جوهرية للأساسيات الاقتصادية.

وعلى النقيض، يعكس التصعيد الحالي نمطًا مختلفًا؛ حيث لم تعد السيولة تتحرك داخل النظام المالي بالكفاءة نفسها، بل بدأت في التآكل التدريجي، نتيجة تزايد المخاطر المرتبطة بسعر الصرف وارتفاع تكلفة التمويل. فلم يعد الانتقال من الأسهم إلى أدوات الدين كافيًا لاحتواء الصدمة، في ظل تراجع جاذبية العائد الحقيقي مقارنة بمخاطر العملة؛ مما أدى إلى خروج جزء من السيولة خارج النظام المالي ككل.

وفي هذا الإطار، لا يعكس تراجع السيولة نقصًا في الأموال بقدر ما يعكس ضعف قدرة السوق على استيعاب أوامر التداول بكفاءة، وهو ما يتضح من تراجع متوسط قيم التداول اليومية من مستويات تراوحت بين 6.5 إلى 7 مليارات جنيهه إلى نحو 5 مليارات جنيهه خلال فترات التصعيد، بانخفاض يقرب من 18%.

كما يعكس هذا التراجع انخفاضاً في سرعة دوران السيولة داخل السوق؛ حيث لم تعد التدفقات تنتقل بكفاءة بين الأسهم وأدوات الدين، وهو ما يحد من قدرة السوق على إعادة التوازن في الأجل القصير.

كما انعكس ذلك على سلوك الأموال الساخنة؛ حيث لم يعد التخارج يتخذ شكل موجات حادة يعقبها عودة سريعة، بل تحول إلى عملية إعادة تموضع تدريجية تقلل من الانكشاف على السوق، وهو ما حدّ من قدرة السوق على استعادة السيولة في الأجل القصير.

ويشير هذا التباين إلى انتقال أسواق المال المصرية من نمط يعتمد على إعادة توزيع السيولة داخل النظام المالي، إلى نمط يتسم بخروج تدريجي للسيولة منه، وهو ما يعكس ضعف القدرة على امتصاص الصدمات، ويضعه في مسار إعادة تسعير ممتد يرتبط بعوامل هيكلية تتجاوز الحدث الجيوسياسي ذاته.

ثانيًا:

إعادة توزيع السيولة بين الأصول (الأسهم - أدوات الدين - النقد / العملة)

لا تقتصر أهمية تحليل حركة السيولة على رصد خروجها أو بقائها داخل النظام المالي، بل تمتد إلى فهم كيفية إعادة توزيعها بين الأصول المختلفة، ومدى قدرة السوق على توجيهها بكفاءة في مواجهة الصدمات.

ففي حالة حرب الـ 12 يومًا، اتسمت عملية إعادة توزيع السيولة بدرجة عالية من الكفاءة النسبية؛ حيث انتقلت التدفقات الخارجة من سوق الأسهم إلى أدوات الدين الحكومية، مدفوعة بارتفاع العائد واستقرار نسبي في توقعات سعر الصرف. وقد ساهم هذا التحرك في احتواء الصدمة داخل النظام المالي؛ حيث ظلت السيولة متداولة بين الأصول المختلفة، دون أن تتحول إلى خروج واسع النطاق من السوق.

كما لعبت أدوات الدين دورًا محوريًا كبديل استثماري مؤقت؛ حيث استوعبت جزءًا من الضغوط البيعية في سوق الأسهم، وهو ما دعم قدرة السوق على استعادة التوازن خلال فترة زمنية قصيرة، دون حدوث اختلالات ممتدة في السيولة.

وعلى النقيض، يعكس التصعيد الحالي تراجعًا ملحوظًا في كفاءة إعادة توزيع السيولة بين الأصول؛ حيث لم يعد الانتقال من الأسهم إلى أدوات الدين كافيًا لاحتواء الصدمة. فعلى الرغم من استمرار ارتفاع العائد على أدوات الدين، فإن تصاعد المخاطر المرتبطة بسعر الصرف حدّ من جاذبيتها، خاصة لدى المستثمرين الأجانب؛ مما أدى إلى ضعف قدرتها على استيعاب التدفقات الخارجة من سوق الأسهم.

وفي هذا السياق، لم تعد السيولة تتحرك داخل النظام المالي بحثًا عن أفضل عائد، بل أصبحت أكثر تحفظًا، تميل إلى التركز في صورة نقدية أو الخروج التدريجي من السوق، وهو ما انعكس في تراجع النشاط عبر مختلف الأصول، وضعف القدرة على تعويض الضغوط البيعية.

كما يشير هذا التحول إلى تغيير في سلوك المستثمرين؛ حيث لم يعد الانتقال بين الأصول يعكس إعادة تموضع داخل السوق، بل يعبر في كثير من الأحيان عن تقليص عام للانكشاف، وهو ما يضعف من كفاءة السوق في امتصاص الصدمات، ويحد من قدرته على استعادة التوازن في المدى القصير.

ويكتسب هذا التحليل بعدًا أكثر عمقًا عند التمييز بين السيولة بالعملية المحلية والسيولة بالعملية الأجنبية؛ ففي حين قد يحتفظ السوق بمستوى من النشاط بالجنيه المصري، فإن تراجع التدفقات بالعملية الأجنبية -المرتبطة بشكل رئيسي بالأموال الساخنة- يحد من كفاءة إعادة توزيع السيولة بين الأصول، ويضعف قدرة النظام المالي على احتواء الصدمات.

وبالتالي، فإن الفارق بين الصدمتين لا يقتصر على حركة السيولة، بل يمتد إلى كفاءة إعادة توزيعها؛ ففي حين نجح النظام المالي في الصدمة الأولى في إعادة توجيه التدفقات بين الأصول المختلفة، يعكس التصعيد الحالي تراجعًا في هذه القدرة، بما يشير إلى ضعف هيكلي في آلية امتصاص الصدمات داخل السوق.

وفي هذا السياق، لا يمكن فصل كفاءة إعادة توزيع السيولة عن سلوك المستثمرين الأجانب، الذين يمثلون أحد المحددات الرئيسية في توجيه هذه التدفقات بين الأصول المختلفة.

ثالثاً:

سلوك المستثمر الأجنبي وتأثيره على هيكل السيولة

تمثل تحركات المستثمرين الأجانب أحد المحددات الرئيسية لكفاءة السيولة داخل السوق؛ حيث لا يقتصر تأثيرها على اتجاهات الأسعار، بل يمتد ليؤثر بشكل مباشر على هيكل التدفقات بين العملة المحلية والعملة الأجنبية.

وفي هذا السياق، سجل المستثمرون الأجانب صافي بيع يُقدّر بنحو 2.87 مليار جنيه خلال فترة التصعيد، وهو ما يعكس تحولاً في اتجاه التدفقات نحو تقليل الانكشاف على السوق المصري.

وعلى عكس ما شهدته حرب الـ12 يوماً؛ حيث اتسمت تحركات المستثمرين الأجانب بتخارج سريع يعقبه عودة تدريجية مع استقرار الأوضاع، يشير النمط الحالي إلى تحول أكثر عمقاً، يتسم بالتخارج التدريجي واستمرار تقليص المراكز الاستثمارية، بما يعكس إعادة تقييم ممتدة لمستوى المخاطر.

ويكشف هذا التحول أن قرار المستثمر الأجنبي لم يعد قائماً فقط على فروق العائد بين الأسواق، بل أصبح يعتمد بشكل متزايد على تقييم العائد الحقيقي بعد احتساب مخاطر سعر الصرف، وهو ما يفسر تراجع جاذبية السوق رغم استمرار ارتفاع العوائد الاسمية على أدوات الدين.

وفي هذا الإطار، لا يقتصر تأثير تخارج المستثمرين الأجانب على الضغط على الأسعار، بل يمتد ليؤثر على جودة السيولة داخل السوق؛ حيث يؤدي تراجع المكون الأجنبي إلى اختلال التوازن بين السيولة المحلية والسيولة بالعملة الأجنبية، وهو ما يحد من كفاءة إعادة توزيع التدفقات بين الأصول المختلفة.

كما يعكس هذا التغيير في سلوك المستثمرين الأجانب انتقال السوق من بيئة تعتمد على تدفقات سريعة قابلة للعودة، إلى بيئة أكثر تحفظاً تتسم بانخفاض قابلية التدفقات الأجنبية للعودة في الأجل القصير، وهو ما يزيد من حساسية السوق تجاه الصدمات، ويحد من قدرته على استعادة التوازن في الأجل القصير.

وفي هذا السياق، لا يمكن فهم هذا التحول في سلوك المستثمرين الأجانب بمعزل عن تطورات سعر الصرف، الذي أصبح أحد العوامل الحاكمة في تحديد اتجاهات التدفقات داخل السوق.

رابعًا:

سعر الصرف كقائد لحركة السيولة داخل أسواق المال

يمثل سعر الصرف في الاقتصادات الناشئة أحد أهم المحددات التي تعيد تشكيل اتجاهات السيولة داخل أسواق المال؛ حيث لا يقتصر دوره على كونه متغيرًا نقديًا يعكس التوازن بين العرض والطلب على العملة، بل يمتد ليؤثر بشكل مباشر على تقييم العائد الحقيقي، ومن ثمّ على قرارات المستثمرين بشأن توزيع استثماراتهم بين الأصول المختلفة.

وفي هذا السياق، لا تتحدد جاذبية كل من سوق الأسهم وأدوات الدين بمستوى العائد الاسمي فقط، بل بمدى استقرار قيمة العملة، وقدرة هذا العائد على تعويض مخاطر التذبذب في سعر الصرف. ومن ثمّ، فإن أي تغيير في توقعات العملة ينعكس بشكل فوري على إعادة تسعير الأصول المالية، وعلى اتجاهات التدفقات داخل السوق.

ففي حالة حرب الـ 12 يومًا، ظل سعر الصرف ضمن نطاق يمكن التنبؤ به نسبيًا، ولم يشهد ضغوطًا ممتدة تؤثر على تقييم المستثمرين للعائد الحقيقي. ونتيجة لذلك، استمرت أدوات الدين في أداء دورها كأداة جذب للتدفقات؛ حيث ظل العائد الاسمي قادرًا على تقديم قيمة حقيقية إيجابية عند تعديله بمخاطر العملة.

كما يعكس ذلك أن سعر الصرف في هذه المرحلة كان متغيرًا تابعًا لتحركات التدفقات؛ حيث تأثر بها أكثر مما أثر فيها، ولم يكن العامل الحاسم في توجيه قرارات المستثمرين، الذين ظلوا يركزون بشكل أساسي على فروق العائد بين الأصول.

وعلى النقيض، يشير التصعيد الحالي إلى تحول جوهري في دور سعر الصرف؛ حيث أصبح العامل الأكثر تأثيرًا في تحديد اتجاه السيولة داخل السوق، بعد أن تحوّل إلى مكون رئيسي في تقييم المخاطر. ومع تزايد عدم اليقين بشأن مسار العملة، لم يعد العائد الاسمي المرتفع كافيًا لجذب التدفقات، في ظل احتمالية تآكل هذا العائد بفعل تحركات سعر الصرف، وتحوله في بعض الفترات إلى عائد حقيقي محدود أو سلبي.

وقد انعكس ذلك بشكل مباشر على أدوات الدين؛ حيث تراجعت قدرتها على جذب الأموال الساخنة رغم استمرار ارتفاع العوائد، نتيجة ارتفاع علاوة المخاطر المرتبطة بالعملة. كما امتد هذا التأثير إلى سوق الأسهم؛ حيث أدت توقعات تراجع العملة إلى زيادة الضغوط البيعية، سواء نتيجة تخارج المستثمرين الأجانب أو إجماع المستثمرين المحليين عن بناء مراكز جديدة.

وفي هذا الإطار، أصبح سعر الصرف القناة الرئيسية التي تنتقل من خلالها الصدمات الجيوسياسية إلى النظام المالي؛ حيث يؤدي أي تغيير في توقعاته إلى إعادة تسعير متزامنة للأصول المختلفة، سواء عبر تأثيره على التدفقات الأجنبية، أو تكلفة التمويل، أو توقعات التضخم.

كما يعكس هذا التحول تغيراً في طبيعة العلاقة بين مكونات أسواق المال؛ حيث لم يعد الانتقال بين الأسهم وأدوات الدين يعتمد فقط على فروق العائد، بل أصبح مرتبطاً بشكل وثيق بتوقعات سعر الصرف، وهو ما أدى إلى تراجع كفاءة إعادة توزيع السيولة داخل السوق، وزيادة احتمالات خروجها خارج النظام المالي.

ويكشف هذا التباين أن الفارق بين الصدمتين لا يكمن فقط في حركة سعر الصرف، بل في موقعه داخل منظومة اتخاذ القرار الاستثماري؛ ففي حين كان عاملاً ثانوياً في الصدمة الأولى، أصبح في التصعيد الحالي المحدد الرئيسي لتوجيه السيولة، وهو ما يفسر ضعف قدرة السوق على استعادة التوازن، واستمرار الضغوط على مختلف مكوناته.

وفي ضوء هذا التحول في دور سعر الصرف، تنعكس هذه المتغيرات بشكل مباشر على سلوك الأموال الساخنة، التي تتحدد تحركاتها وفقاً لتقييم العائد الحقيقي المعدل بمخاطر العملة.

خامسًا:

سلوك الأموال الساخنة تحت الصدمات

تمثل تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل أحد الأعمدة الرئيسية التي تحدد اتجاه السيولة داخل أسواق المال المصرية؛ حيث لا تعكس فقط حجم التدفقات الداخلة والخارجة، بل تكشف عن طبيعة القرار الاستثماري للمستثمر الأجنبي، ومدى توازنه بين العائد والمخاطر، خاصة في بيئة تتسم بارتفاع حساسية سعر الصرف.

وفي هذا الإطار، لا يمكن تفسير سلوك الأموال الساخنة بمعزل عن مفهوم العائد الحقيقي، الذي لا يعتمد على مستوى الفائدة الاسمية فقط، بل يتحدد بمدى قدرة هذا العائد على تعويض المخاطر المرتبطة بالعملة والتضخم. ومن ثمّ، فإن أيّ تغيير في تقييم هذه المخاطر ينعكس بشكل مباشر على اتجاهات التدفقات، بغض النظر عن مستويات العائد الظاهرية.

ففي حالة حرب الـ12 يومًا، اتسمت تدفقات المستثمرين الأجانب بنمط سريع من التخارج، مدفوعًا بارتفاع مفاجئ في درجة عدم اليقين، وهو ما انعكس في ضغوط بيعية واضحة على سوق الأسهم. إلا أن هذا التخارج لم يكن مدفوعًا بإعادة تقييم جوهرية للعائد الحقيقي، بقدر ما كان استجابة تكتيكية قصيرة الأجل. فقد ظلت أدوات الدين تحتفظ بجاذبيتها النسبية؛ حيث استمر العائد الحقيقي في تقديم مستوى مقبول من التعويض عن المخاطر، في ظل استقرار نسبي في توقعات سعر الصرف.

وقد سمح ذلك بعودة تدريجية للتدفقات مع انحسار التوترات، كما ساهم في إعادة توزيع السيولة داخل النظام المالي؛ حيث انتقلت التدفقات بين الأسهم وأدوات الدين دون أن تغادر السوق بشكل واسع، وهو ما يعكس أن قرار المستثمر الأجنبي في هذه المرحلة كان قائمًا على استغلال فروق العائد، مع افتراض أن المخاطر تظل مؤقتة وقابلة للاحتواء.

وعلى النقيض، يعكس التصعيد الحالي تحولاً جوهرياً في طبيعة سلوك الأموال الساخنة؛ حيث لم يعد التخارج يعبر عن رد فعل لحظي، بل أصبح جزءاً من عملية إعادة تقييم ممتدة للعائد الحقيقي المعدل بالمخاطر. ومع تصاعد الضغوط على سعر الصرف، لم يعد العائد الاسمي المرتفع كافياً لجذب التدفقات، في ظل تزايد عدم اليقين بشأن قيمة العملة وارتفاع تكلفة التحوط.

وبناءً عليه، تراجعت قدرة أدوات الدين على أداء دورها التقليدي كملاذ نسبي داخل النظام المالي؛ حيث لم تعد تمثل بديلاً كافياً لاستيعاب السيولة الخارجة من سوق الأسهم، وهو ما أدى إلى تغيير في مسار التدفقات، من إعادة توزيع داخلية إلى تقليص عام للانكشاف على السوق.

كما انعكس هذا التحول على نمط حركة الأموال الساخنة؛ حيث لم تعد التدفقات تتسم بسرعة الدخول والخروج، بل أصبحت أكثر تحفظاً، تميل إلى الخروج التدريجي أو التمركز خارج السوق، في انتظار وضوح أكبر في مسار سعر الصرف والسياسة النقدية. ويعكس ذلك تحولاً في أفق القرار الاستثماري، من تحركات قصيرة الأجل قائمة على فروق العائد، إلى تقييم أوسع لمخاطر البقاء في السوق.

ويكشف هذا التباين أن الفارق بين الصدمتين لا يكمن فقط في حجم التدفقات أو سرعتها، بل في الأساس الذي تُبنى عليه قرارات المستثمرين؛ ففي حين كانت التدفقات في الصدمة الأولى تبحث عن توقيت مناسب للدخول والخروج، أصبحت في التصعيد الحالي تعيد تقييم جدوى الاستثمار في السوق من حيث المبدأ، وهو ما يفسر تراجع قابلية هذه التدفقات للعودة في المدى القصير.

وفي ضوء ذلك، لا يمكن تفسير ضعف السيولة في المرحلة الحالية باعتباره نتيجة مباشرة لخروج الأموال الساخنة فقط، بل يعكس تراجعاً في جاذبية السوق من منظور العائد الحقيقي المعدل بالمخاطر، وهو ما يمثل تحولاً هيكلياً في طبيعة العلاقة بين السوق والمستثمر الأجنبي.

وبالتالي، ينعكس هذا التحول في سلوك الأموال الساخنة بشكل مباشر على دور أدوات الدين داخل النظام المالي، وقدرتها على امتصاص الصدمات وإعادة توجيه السيولة.

سادسًا:

أدوات الدين بين امتصاص الصدمة ونقلها داخل النظام المالي

لا يمكن فهم ديناميكيات أسواق المال المصرية تحت الصدمات الجيوسياسية دون النظر إلى أدوات الدين الحكومية، ليس فقط كأداة استثمارية، بل كآلية لإدارة وتوجيه السيولة داخل النظام المالي. ويُقصد بذلك دورها في استيعاب التدفقات الخارجة من الأصول عالية المخاطر -وعلى رأسها الأسهم- وإعادة توجيهها نحو أدوات أقل تقلبًا، بما يساهم في الحفاظ على توازن السوق وتقليل حدة انتقال الصدمات بين مكوناته.

وفي هذا الإطار، لا تعمل أدوات الدين بمعزل عن باقي السوق، بل تشكل قناة رئيسية تنتقل من خلالها السيولة بين الأسهم والنقد؛ حيث تؤثر نتائج مزادات الأذون والسندات، وسلوك المؤسسات المالية -وعلى رأسها البنوك- في تحديد اتجاه هذه السيولة، سواء نحو البقاء داخل النظام المالي أو الخروج منه. كما تمثل نقطة التقاء بين السياسة النقدية وسلوك المستثمرين؛ حيث تعكس قدرتها على جذب السيولة مدى كفاءة النظام المالي في امتصاص الصدمات أو نقلها.

ففي الحالة الطبيعية، تعمل أدوات الدين كـ "صمام أمان" للنظام المالي؛ حيث تستوعب التدفقات الخارجة من الأصول عالية المخاطر، وتعيد توزيعها داخل السوق، بما يمنع تحول الصدمة إلى نزيف واسع في السيولة.

وقد تجلّى هذا الدور بوضوح خلال حرب الـ 12 يومًا؛ حيث انتقلت السيولة الخارجة من سوق الأسهم إلى أدوات الدين بشكل سريع، مدفوعة بارتفاع العائد واستقرار نسبي في توقعات العملة. ولم يكن هذا التحرك مجرد تغيير في التفضيلات الاستثمارية، بل كان انعكاسًا لثقة ضمنية في قدرة أدوات الدين على الحفاظ على القيمة، وهو ما سمح للنظام المالي بامتصاص الصدمة دون اختلالات ممتدة.

وعلى النقيض، يعكس التصعيد الحالي تراجعاً في هذا الدور الوظيفي لأدوات الدين؛ حيث لم تعد قادرة على أداء دور "صمام الأمان" بالكفاءة نفسها. فعلى الرغم من استمرار الطلب المحلي، فإن غياب أو ضعف التدفقات الأجنبية، إلى جانب تزايد المخاطر المرتبطة بسعر الصرف، حدّ من قدرتها على استيعاب الصدمة بشكل كامل.

وفي هذا السياق، لم يعد التحول من الأسهم إلى أدوات الدين يمثل إعادة توزيع فاعلة للسيولة، بل أصبح انتقالاً محدود الأثر لا يمنع استمرار الضغوط على السوق. كما أدى الاعتماد المتزايد على السيولة المحلية إلى إضعاف كفاءة السوق في استيعاب أوامر التداول عبر الأصول المختلفة، نتيجة تركيز المخاطر داخل النظام بدلاً من توزيعها.

ويكتسب هذا التحليل بعداً أكثر عمقاً عند التمييز بين السيولة بالعملة المحلية والسيولة بالعملة الأجنبية؛ حيث لا تتحرك كل التدفقات داخل السوق بالطبيعة نفسها أو التأثير نفسه. ففي حين يمكن للنظام المالي الحفاظ على مستوى معين من النشاط بالجنيه المصري، فإن تراجع التدفقات بالعملة الأجنبية -المرتبطة بشكل رئيسي بالأموال الساخنة- يحد من قدرة أدوات الدين على أداء دورها في جذب واستدامة الاستثمار.

ففي الصدمة الأولى، لم يكن الخلل في توفر السيولة بالعملة الأجنبية كبيراً؛ حيث سمحت عودة التدفقات الأجنبية بالحفاظ على توازن نسبي بين العملتين، وهو ما دعم قدرة أدوات الدين على امتصاص الصدمة. أما في التصعيد الحالي، فإن تراجع تدفقات العملة الصعبة أدى إلى اختلال هذا التوازن؛ حيث أصبحت السيولة المحلية غير كافية لتعويض غياب السيولة الأجنبية، وهو ما انعكس في ضعف كفاءة السوق ككل، رغم استمرار النشاط النسبي بالجنيه.

وفي هذا الإطار، لا تعكس قوة الطلب المحلي على أدوات الدين بالضرورة قوة النظام المالي، بل قد تخفي وراءها ضعفاً في جودة السيولة نتيجة غياب المكون الأجنبي. ويشير ذلك إلى أن فاعلية أدوات الدين لا ترتبط فقط بحجم السيولة داخل السوق، بل بطبيعتها؛ حيث يمثل تراجع السيولة بالعملة الأجنبية أحد العوامل الرئيسية التي تحد من قدرتها على جذب التدفقات واستيعاب الصدمات.

والأهم من ذلك، أن أدوات الدين لم تعد تعمل فقط كقناة امتصاص، بل بدأت في بعض الأحيان تعكس الضغوط الكامنة في السوق؛ حيث يؤدي ضعف جاذبيتها من منظور المستثمر الأجنبي إلى تقليل تدفقات العملة الأجنبية، وهو ما ينعكس بدوره على سعر الصرف، ويعيد تغذية الضغوط داخل النظام المالي في حلقة مترابطة.

ويكشف هذا التحول أن الفارق بين الصدمتين لا يكمن في مستوى العائد أو حجم الطلب، بل في الوظيفة التي تؤديها أدوات الدين داخل النظام؛ ففي حين كانت في الصدمة الأولى تمثل آلية فاعلة لامتصاص الصدمات، أصبحت في التصعيد الحالي أقل قدرة على احتوائها، بل قد تسهم في إعادة تمريرها داخل السوق

سابعًا:

نمط التعافي في أسواق المال المصرية

لا يقتصر تقييم أداء أسواق المال في فترات ما بعد الصدمات على رصد اتجاه المؤشرات أو مستويات الأسعار، بل يتطلب تحليل طبيعة التعافي ذاته، وما إذا كان يعكس عودة حقيقية للتدفقات واستعادة كفاءة السوق، أم مجرد تماسك ظاهري مدفوع بعوامل مؤقتة.

وفي هذا السياق، يصبح التمييز بين «التعافي الاسمي» و«التعافي الحقيقي» أمرًا ضروريًا لفهم الحالة الراهنة للسوق؛ حيث يشير التعافي الاسمي إلى تحسن المؤشرات أو استقرارها دون تحسن مواز في جودة السيولة أو تدفقات العملة الأجنبية، بينما يعكس التعافي الحقيقي عودة التوازن بين مكونات السوق، واستعادة القدرة على جذب تدفقات مستدامة، خاصة بالعملة الأجنبية.

ففي حالة حرب الـ12 يومًا، اتسم نمط التعافي بطابع سريع ومباشر؛ حيث استعادت السوق جزءًا كبيرًا من خسائرها خلال فترة زمنية قصيرة، مدعومة بعودة التدفقات الأجنبية واستقرار نسبي في توقعات سعر الصرف. وقد انعكس ذلك في تحسن متزامن في المؤشرات ومستويات السيولة، سواء بالجنيه المصري أو بالعملة الأجنبية، وهو ما يشير إلى أن التعافي في هذه المرحلة كان حقيقيًا، وليس مجرد ارتداد فني.

كما ساهمت كفاءة إعادة توزيع السيولة بين الأصول، واستمرار فاعلية أدوات الدين في امتصاص الصدمات، في دعم هذا التعافي؛ حيث ظل النظام المالي قادرًا على استيعاب الضغوط وإعادة التوازن داخليًا دون الحاجة إلى خروج واسع للسيولة.

وعلى النقيض، يعكس التصعيد الحالي نمطًا مختلفًا من التعافي، يتسم بالبطء وعدم الاستمرارية؛ حيث تظهر السوق فترات من الارتداد المحدود يعقبها تجدد في الضغوط البيعية، وهو ما يشير إلى غياب القوة الشرائية الكافية لدعم اتجاه صاعد مستدام.

وفي هذا الإطار، لا يعكس استقرار المؤشرات أو تحسنها النسبي تعافيًا حقيقيًا، بل يعكس في كثير من الأحيان تماسكًا ظاهريًا مدعومًا بالسيولة المحلية، في ظل استمرار ضعف التدفقات بالعملية الأجنبية. ويؤدي هذا التباين إلى خلق فجوة بين الأداء الظاهري للسوق وحالته الفعلية؛ حيث يبدو السوق مستقرًا من حيث الأسعار، لكنه يظل هشًا من حيث هيكل السيولة.

كما يرتبط هذا النمط من الأداء بتراجع فاعلية أدوات الدين في امتصاص الصدمات، وانخفاض قابلية الأموال الساخنة للعودة، وهو ما يحد من قدرة السوق على استعادة التوازن الكامل، ويجعل أي تحسن في الأداء عرضة للتراجع في ظل استمرار الضغوط المرتبطة بسعر الصرف.

ومع ذلك، لا يمكن إغفال أن السوق يظهر قدرًا من التكيف مع البيئة الحالية؛ حيث يحاول امتصاص الصدمات المتكررة من خلال الاعتماد على السيولة المحلية والحفاظ على حد أدنى من النشاط. إلا أن هذا التكيف يظل محدودًا بطبيعته؛ حيث لا يعكس استعادة حقيقية للتوازن، بل يمثل استجابة مؤقتة لبيئة غير مستقرة.

وفي هذا السياق، فإن ما يبدو كتوازن في السوق هو في جوهره توازن مؤقت قابل للاختلال مع أي تغيير في المعطيات الخارجية، سواء على مستوى تدفقات العملة الأجنبية أو تطورات سعر الصرف.

وبالتالي، فإن الفارق بين الصدمتين لا يكمن فقط في سرعة التعافي، بل في طبيعته؛ ففي حين كان التعافي في الصدمة الأولى مدعومًا بعودة التدفقات الأجنبية واستقرار التوقعات، يعكس التعافي الحالي نمطًا هشًا يعتمد على السيولة المحلية، ويفتقر إلى المكون الأجنبي اللازم لضمان استدامته.

الخلاصة:

إعادة تقييم هيكل السيولة في أسواق المال المصرية

تكشف المقارنة بين حرب الـ12 يومًا والتصعيد الحالي أن ما تواجهه أسواق المال المصرية لا يمكن اختزاله في كونه تقلبًا دوريًا ناتجًا عن صدمة جيوسياسية، بل يعكس تحولًا أعمق في هيكل السيولة داخل النظام المالي.

ففي حين نجحت السوق في الصدمة الأولى في امتصاص الضغوط من خلال إعادة توزيع السيولة بين الأصول المختلفة، مدعومة بعودة التدفقات الأجنبية واستقرار توقعات العملة، يعكس الوضع الحالي خللًا في هذا الهيكل، يتمثل في تراجع المكون الأجنبي من السيولة مقابل اعتماد متزايد على السيولة المحلية.

وقد أدى هذا التحول إلى إضعاف كفاءة أدوات الدين في امتصاص الصدمات، وتراجع قدرة السوق على استيعاب أوامر التداول بكفاءة، فضلًا عن انخفاض قابلية الأموال الساخنة للعودة، وهو ما انعكس في نمط تعافٍ هش يعتمد على التماسك الظاهري بدلًا من الاستعادة الحقيقية للتوازن.

وفي هذا السياق، لم تعد المشكلة في خروج السيولة فقط، بل في تغير طبيعتها؛ حيث أصبحت السيولة المحلية غير قادرة على تعويض غياب السيولة بالعملة الأجنبية، وهو ما يضع السوق في حالة توازن مؤقت قابل للاختلال مع أي تطور خارجي.

وفي حال استمرار هذا الخلل دون معالجة، تزداد احتمالات انتقال الضغوط من أسواق المال إلى استقرار سعر الصرف، ومنه إلى تكلفة التمويل والتضخم، بما يخلق حلقة ممتدة من الضغوط تؤثر على كفاءة الاقتصاد الكلي، وتحد من قدرة السوق على دعم النمو والاستثمار.

وعليه، فإن التحدي الرئيسي لا يتمثل في استعادة النشاط داخل السوق، بل في إعادة بناء هيكل سيولة متوازن يجمع بين الاستقرار المحلي والقدرة على جذب تدفقات أجنبية مستدامة، بما يحد من هشاشة النظام المالي أمام الصدمات.

- IMF. World Economic Outlook, October 2025, Chapter 1: Global Prospects and Policies <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/202501/10/world-economic-outlook-october-2025>
- <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2025/October/English/text.ashx>
- UNCTAD, Global Trade Update, 2025, Section: Maritime Transport Disruptions and Trade Routes
- https://unctad.org/system/files/official-document/ditcinf2025d1_en.pdf
- World Bank, Commodity Markets Outlook, October 2025, World Bank. Commodity Markets Outlook, October 2025, Chapter 1.
- <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/commodity-markets-outlook-october-2025.pdf>
- IMF, Goeconomic Fragmentation and the Future of Trade, 2024, Section 2: Trade Fragmentation Costs <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/SDN/2024/English/SDNEA2024001.ashx>
- Institute of International Finance (IIF), Capital Flows Report (2025–2026 editions) https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/Research/Capital_Flows_Tracker_Jan2026.pdf
- Egyptian Exchange (EGX), Monthly Trading Reports 2025–2026, Turnover & Liquidity Data EGX. Monthly Trading Reports. https://www.egx.com.eg/en/market-data/monthly-bulletin/EGX_Monthly_Report_Feb_2026.pdf
- IIF, Capital Flows Report, 2025–2026, Investor Behavior in Emerging Markets <https://www.iif.com>

لمزيد من القراءة

يمكنكم زيارة مكتبة المركز



مكتبة
المركز المصري
للفكر والدراسات الاستراتيجية