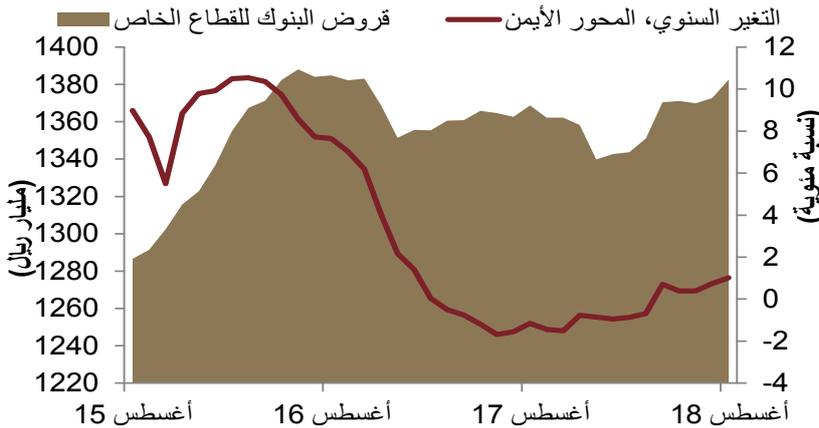




## انتعاش بطيء في القروض المقدمة إلى القطاع الخاص

- **السياسة النقدية - عالمياً:** رفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة الرئيسي في سبتمبر، ويُتوقع بدرجة كبيرة رفعه مرة واحدة إضافية هذا العام، مما يزيد من احتمال رفع سعر الفائدة أربع مرات بدلاً من ثلاث مرات عام 2018، إضافة إلى التوقعات برفعه على الأقل مرتين خلال النصف الأول لعام 2019.
- **السياسة النقدية - محلياً:** يتوقع أن ترفع "ساما" سعر الفائدة مرة واحدة إضافية هذا العام، ومرتين العام القادم، تماشياً مع قرارات الاحتياطي الفيدرالي بشأن سعر الفائدة الأمريكية.
- **عرض النقود:** خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، تراجع مؤشر عرض النقود الشامل (3ن) بدرجة طفيفة، بنسبة 0,2 بالمائة. وإذا نظرنا إلى جميع مؤشرات عرض النقود، (ن1، ن2، ن3)، نجد أن مؤشر عرض النقود الضيق (ن1)، سجل أكبر زيادة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، مدعوماً بالزيادة في النقد المتداول، والذي ارتفع بنسبة 7,2 بالمائة.
- **المطلوبات على القطاع الحكومي:** ارتفعت المطلوبات على القطاع العام، مدفوعة بالسندات الحكومية، بنسبة 12,2 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس. لكن، هذا الارتفاع جاء دون مستوى الارتفاع في عام 2017، حيث ارتفعت المطلوبات على الحكومة بنسبة 22,1 بالمائة، خلال نفس الفترة.
- **المطلوبات على القطاع الخاص:** ارتفعت مطلوبات البنوك على القطاع الخاص بنسبة 3,4 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، مدعومة بزيادة في القروض إلى القطاع الخاص، والتي ارتفعت بنسبة 3,2 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، مقارنة بنموها بنسبة 1,3 بالمائة خلال نفس الفترة من العام الماضي.
- **قروض الرهن العقاري:** تم اتخاذ عدد من الإجراءات بهدف تعزيز مستويات امتلاك المساكن من خلال تمويل عمليات تشييد السكن، مما أدى إلى نمو قروض الرهن العقاري بنسبة 5,8 بالمائة

### شكل 1: القروض المصرفية إلى القطاع الخاص (التغير السنوي)



## المؤشرات الرئيسية

نسبة مئوية؛ منذ بداية العام وحتى أغسطس

المؤشر	منذ بداية العام وحتى أغسطس 2017	منذ بداية العام وحتى أغسطس 2018
عرض النقود الشامل (ن3)	0,4	0,2
القروض إلى القطاع الخاص	1,3	3,2
مطلوبات القطاع العام	22,1	12,2
الودائع الخاص	2,3-	2,0
نسبة القروض إلى الودائع*	81,6	79,3

\* متوسط الفترة

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي  
كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث  
falturki@jadwa.com

د. نواف ناصر الشريف  
اقتصادي  
nalsharif@jadwa.com

الإدارة العامة:

الهاتف +966 11 279-1111

الفاكس +966 11 279-1571

صندوق البريد 60677، الرياض 11555

المملكة العربية السعودية

www.jadwa.com

جدوى للاستثمار شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية  
لأداء أعمال الأوراق المالية بموجب ترخيص رقم 37 /6034

للاطلاع على أرشيف الأبحاث لشركة جدوى للاستثمار،  
وللتسجيل للحصول على الإصدارات المستقبلية يمكنكم الدخول  
إلى موقع الشركة:

<http://www.jadwa.com>



خلال الفترة من بداية العام وحتى يونيو، مقارنة بـ 4 بالمائة لنفس الفترة من العام الماضي.

- أداء القطاعات: ارتفعت القروض الجديدة المقدمة للشركات في قطاعات التشييد، والتعدين، والنقل، والصناعة، بينما انخفضت تلك القروض للشركات في قطاعي التجارة، والمرافق، خلال الفترة من بداية العام وحتى يونيو.

## الملامح المستقبلية للأوضاع النقدية العالمية

منذ بداية عام 2018، رفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة الرئيسي ثلاث مرات، الأولى في مارس، والثانية في يونيو، والثالثة في سبتمبر، كل واحدة منها بمقدار 25 نقطة أساس. وهذه الزيادة الأخيرة التي تعتبر الثامنة منذ ديسمبر 2015، ارتفع سعر الفائدة الرئيسي إلى نطاق من 2 بالمائة إلى 2,25 بالمائة. وتشير بيانات أحدث استطلاع، إلى أن السوق يتوقع ارتفاعاً آخرًا هذا العام، في ديسمبر، مما يزيد من احتمال رفع سعر الفائدة أربع مرات بدلاً عن ثلاث مرات عام 2018 (شكل 2).

بالنظر إلى المستقبل، نرى احتمالات كبيرة لتسارع معتدل في وتيرة رفع سعر الفائدة الرئيسي، حيث يتوقع رفعه على الأقل مرتين في النصف الأول من عام 2019، بناءً على عدد من العوامل. أولاً، استمرار النمو القوي في التوظيف في سوق العمل الأمريكي خلال الشهور الأخيرة، وثانياً، زيادة الضغوط التضخمية، مدفوعة بارتفاع الأجور وزيادة الإنفاق الاستهلاكي، مما جعل معدل التضخم يتخطى المستوى الذي يستهدفه الاحتياطي الفيدرالي، وهو 2 بالمائة، عدة مرات هذا العام. ولكن، نعتقد أن التوترات التجارية بين الولايات المتحدة والصين ربما تشكل ضغطاً يؤثر على السياسة النقدية للولايات المتحدة في عام 2019، ولكن ذلك الأمر يعتمد على المفاوضات الجارية بين البلدين.

أما بالنسبة للاتحاد الأوروبي، فيتوقع أن يبقى البنك المركزي الأوروبي على سعر الفائدة دون تغيير هذا العام، حيث يقرب برنامجه للتيسير الكمي من نهايته في ديسمبر القادم. باستثناء إسبانيا وإيطاليا، تراجع معدلات البطالة في الاتحاد الأوروبي باتجاه المستويات التي كانت عليها قبيل الأزمة المالية عام 2008. بالإضافة إلى ذلك، شهد التضخم في الاتحاد الأوروبي مؤخراً ارتفاعات كبيرة، حيث ارتفع متوسط التضخم إلى 2,1 بالمائة. لكن، البنك المركزي الأوروبي، أشار إلى أن المخاطر الرئيسية التي تواجه النشاط تتمثل في الحمائية التجارية وخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي، ولذلك خفض توقعاته لمعدلات النمو في منطقة اليورو بدرجة طفيفة، إلى 2 بالمائة عام 2018 و1,8 بالمائة عام 2019.

في المملكة المتحدة، يظل خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي يمثل القضية الأكبر خلال العام. ومع اقتراب الموعد النهائي للخروج، المحدد له مارس 2019، فإن الحكومة في حاجة إلى التوصل إلى اتفاق مع الاتحاد الأوروبي بشأن التجارة، إضافة إلى قضايا أخرى. لكن، البيانات الأخيرة لبنك إنجلترا تشير إلى أن الاقتصاد نما

يتوقع الاحتياطي الفيدرالي رفع سعر الفائدة الرئيسي مرة واحدة إضافية هذا العام، ومرتين في النصف الأول لعام 2019.

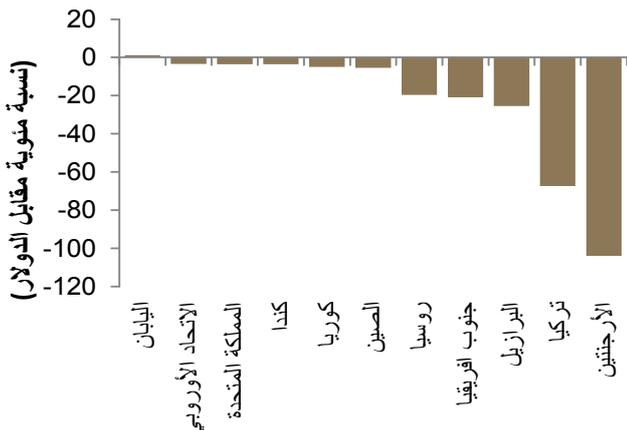
واصل التوظيف في سوق العمل الأمريكي نموه القوي في الشهور الأخيرة، واستمرت زيادة الضغوط التضخمية.

تُتوقع أن يبقى البنك المركزي الأوروبي على سعر الفائدة دون تغيير هذا العام.

أشار بنك إنجلترا إلى الحاجة إلى المزيد من الارتفاعات لكبح الضغوط التضخمية المتوقعة.

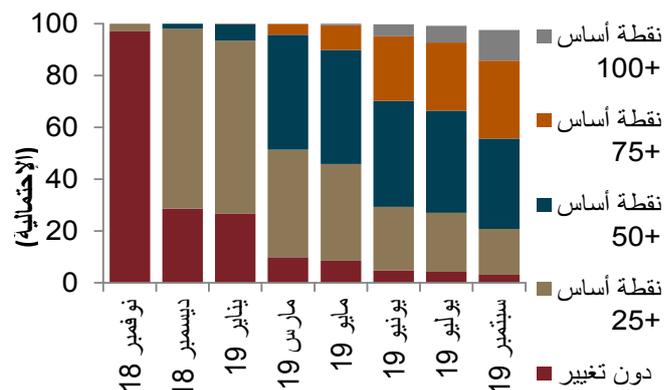
شكل 3: أسعار الصرف في دول مختارة

(من بداية العام وحتى تاريخه)



شكل 2: احتمالات رفع سعر الفائدة الأمريكية

(استطلاع للزيادة المتوقعة في سعر الفائدة الرئيسي محسوبة بنقاط الأساس، حسب التاريخ)





## نص مظلّل 1: ضغوط نقدية في الأسواق الناشئة

كما ذكرنا في تقريرنا حول **الاقتصاد السعودي عام 2018**، نمت ديون الأسواق الناشئة بسرعة منذ عام 2010. وكان التخوف الذي أشرنا إليه حينها، يتمثل في تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للأسواق الناشئة منذ عام 2010، حيث انخفض من 7,4 بالمائة عام 2010 إلى 4,9 بالمائة عام 2018، لكن لم يصحبه تراجع في نمو إجمالي الدين الخارجي. لقد ارتفع إجمالي الدين الخارجي للأسواق الناشئة إلى أكثر من 40 تريليون دولار منذ الأزمة المالية العالمية 2008-2009، كما ارتفع الدين المجمع لأكثر من 26 سوقاً ناشئة من 148 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي في نهاية عام 2008 إلى 211 بالمائة في نهاية عام 2017.

منذ بداية عام 2018، كانت المخاطر على الأسواق الناشئة تتصل بالحوالات المستمرة من الرسوم الجمركية التي فرضتها الولايات المتحدة على المنتجات الصينية، والتي ربما تخلق ضغوطاً على اليوان الصيني وتفاقم النزاع التجاري. مؤخراً، فرضت الإدارة الأمريكية رسوم جمركية على منتجات صينية إضافية بقيمة 200 مليار دولار بنسبة 10 بالمائة، يبدأ تطبيقها في 24 سبتمبر. ويتوقع أن تضغط هذه الرسوم الإضافية على المفاوضات التجارية بين الدولتين، وعلى تقييم (اليوان) الصيني.

بالنسبة للاقتصادات الناشئة أخرى، تراجع البيزو الأرجنتيني والليرة التركية بصورة حادة بالقيمة الفعلية، مما أدى إلى تقييم العملاتين بأقل من قيمتهما الحقيقية. في الأرجنتين، أقدم البنك المركزي على رفع أسعار الفائدة إلى 60 بالمائة، كما أعلنت الحكومة عن تخفيضات حادة في الميزانية للعام 2019. بالنظر إلى المستقبل، تتربح الأسواق معرفة حجم حزمة الدعم التي طلبتها الحكومة من صندوق النقد الدولي، ولتحديد ما إذا كان الدعم كبيراً بصورة كافية لانعاش الاقتصاد وإزالة المخاوف بشأن التمويل الخارجي المدى القصير.

من ناحية أخرى، رفض صناع السياسة النقدية في تركيا، حيث واجهت الليرة عمليات بيع واسعة وتم تقييمها بأقل من قيمتها الحقيقية، زيادة سعر الفائدة الأساسي، وبدلاً من ذلك، أعلنوا عن عدد من الإجراءات الفنية. في النهاية، أقدم البنك المركزي، وهو يواجه زيادة التضخم الذي ارتفع حتى بلغ 19 بالمائة، على رفع أسعار الفائدة إلى 24 بالمائة في اجتماعه الأخير في سبتمبر. وعلى الرغم من الإجراءات المتخذة، لكن يبدو أن الاقتصاد التركي تأثر بالعقوبات الأمريكية التي أعقبت التوتر السياسي في أغسطس. بالنظر إلى المستقبل، ينتظر المستثمرون بحذر قيام الحكومة بتطبيق خطتها الاقتصادية لثلاث سنوات التي أعلنت عنها في 20 سبتمبر.

على المدى القصير، رغم اضطراب العملات في الأرجنتين وتركيا، نجد أن الأسواق أكثر قلقاً بشأن اتساع النزاعات التجارية بين الصين والولايات المتحدة، والذي ربما يتسبب في مزيد من الخفض لقيمة اليوان الصيني، وبالتالي حدوث تداعيات وسط الأسواق الناشئة الأخرى.

نمت ديون الأسواق الناشئة بسرعة منذ عام 2010.

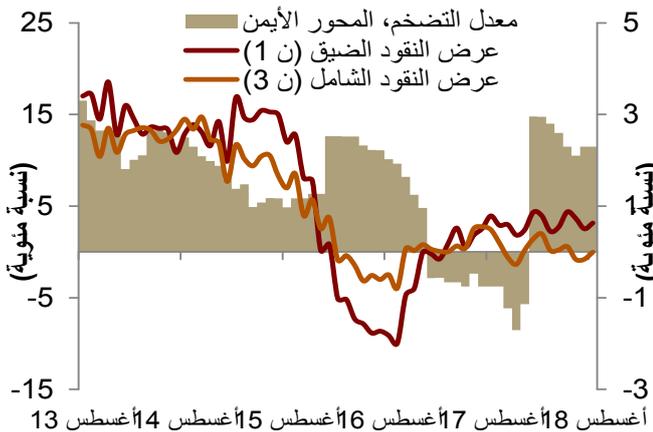
تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للأسواق الناشئة منذ عام 2010، لكن لم يصحبه تراجع في نمو إجمالي الدين الخارجي.

تراجع البيزو الأرجنتيني والليرة التركية بصورة حادة بالقيمة الفعلية.

على الرغم من الإجراءات المتخذة، لكن يبدو أن الاقتصاد التركي تأثر بالعقوبات الأمريكية.

على المدى القصير، نجد أن الأسواق أكثر قلقاً بشأن اتساع النزاعات التجارية بين الصين والولايات المتحدة.

شكل 5: عرض النقود (التغير السنوي)



شكل 4: أسعار الفائدة في المملكة العربية السعودية





مؤخراً بوتيرة أسرع مما كان متوقِعاً، مما شكّل مبرراً للبنك لرفع أسعار الفائدة في أغسطس. مع ذلك، أشار البنك إلى الحاجة إلى المزيد من الارتفاعات لكبح الضغوط التضخمية المتوقعة.

شهدت الأسواق الناشئة زيادة في معدلات التضخم خلال الشهور الأخيرة، متأثرة بارتفاع التضخم في الأرجنتين وتركيا، حيث تعرضت عملة كل من الدولتين لأزمة حادة (نص مظلّل 1). وهبطت قيمة عملتهما بمستوى كبير هذا العام (شكل 3). في غضون ذلك، تحاول الصين معالجة تأثير الرسوم الجمركية الأمريكية على بضائع صينية إضافية بقيمة 200 مليار دولار، مما يخلق مزيداً من الضغط على عملتها (اليوان).

### الملاحح المستقبلية للأوضاع النقدية والمالية في المملكة

منذ بداية العام، أقدمت مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) على زيادة سعر إعادة الشراء العكسي وسعر إعادة الشراء بـ 25 نقطة أساس ثلاث مرات، في مارس ويونيو وسبتمبر 2018 (شكل 4)، وجاءت هذه الزيادات تماشياً مع الارتفاعات في سعر الفائدة الأمريكية. وعليه، نتوقع أن نشهد زيادة واحدة إضافية هذا العام، وزيادتين أخريين العام القادم، وذلك اقتفاءً لأثر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بشأن أسعار الفائدة. إضافة إلى ذلك، زاد مؤخراً الفرق بين سايبور لأجل ثلاثة شهور ولايبور الأمريكي، بعد تراجع لعدة شهور في بداية العام.

### السيولة وعرض النقود والودائع

خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، تراجع مؤشر عرض النقود الشامل (ن3) بدرجة طفيفة، بنسبة 0,2 بالمائة. وإذا نظرنا إلى جميع مؤشرات عرض النقود، (ن1، ن2، ن3)، نجد أن مؤشر عرض النقود الضيق (ن1) سجل أكبر زيادة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، مدعوماً بالزيادة في النقد المتداول، والذي ارتفع بنسبة 7,2 بالمائة (شكل 5). ويبدو أن الودائع المصرفية، وهي أحد مكونات مؤشر عرض النقود الشامل (ن3)، قد تأثرت بانتهاء أجل استحقاق الودائع الحكومية.

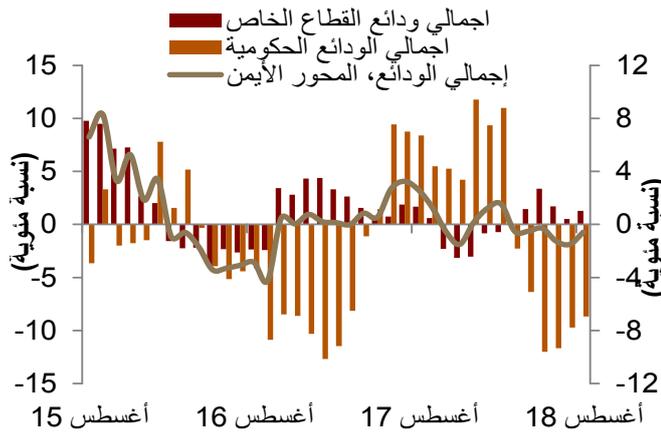
نتيجة لتعاظم السيولة خلال الشهور القليلة الأولى من عام 2018، أعلنت (ساما) في أبريل أنها ستسمح بإنهاء أجل بعض الودائع الحكومية الموجودة لدى البنوك التجارية، وتعيدها إلى البنك المركزي بدلاً عن ذلك. أدى ذلك إلى تراجع حجم الودائع الحكومية لدى البنوك التجارية بنسبة 8 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس. تراجع فائض السيولة في النظام المصرفي بدرجة طفيفة خلال الربع الثاني، مما أدى بدوره إلى زيادة أسعار السايبور خلال نفس الربع، وارتفاع نسبة القروض إلى الودائع (شكل 6). مع ذلك، تشير بيانات حديثة إلى أن نسبة القروض إلى القطاع الخاص تحسنت في يوليو وأغسطس، مما أدى إلى زيادة نسبة القروض إلى الودائع إلى 79,7 بالمائة في أغسطس، وتقل هذه النسبة بصورة كبيرة عن الحد الأقصى المسموح به من قبل "ساما" وهو 90 بالمائة.

تراجعت الودائع الحكومية بنسبة 8 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، بعد نموها بنسبة

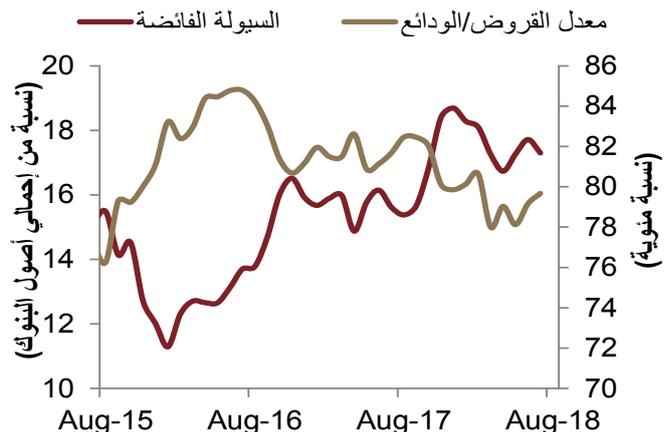
رفعت "ساما" سعر إعادة الشراء العكسي وسعر إعادة الشراء بـ 25 نقطة أساس ثلاث مرات هذا العام.

خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، تراجع مؤشر عرض النقود الشامل (ن3) بدرجة طفيفة، بنسبة 0,2 بالمائة.

شكل 7: الودائع المصرفية: الخاصة مقابل الحكومية (التغير السنوي)



شكل 6: فائض السيولة في النظام المصرفي





كبيرة بلغت 12,6 بالمائة خلال نفس الفترة من العام الماضي، ويرجع أن يكون لذلك التراجع بعض التأثير على مؤشرات عرض النقود. كذلك، انعكس تراجع الودائع الحكومية على زيادة حجم الإنفاق الجاري الحكومي، والذي شهد ارتفاعاً بنسبة 28 بالمائة. على أساس سنوي، خلال النصف الأول من عام 2018. وقد أشار صندوق النقد الدولي مؤخراً، إلى أن الحكومة حولت نحو 50 مليار ريال (ما يعادل 1,7 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي) من ودائعها لدى "ساما" إلى مؤسسات ائتمانية متخصصة لإقراضها. وكانت الحكومة قد أعلنت، كجزء من موازنة العام 2018، عن خطة لإنفاق مبلغ إجمالي قدره 133 مليار ريال خارج الميزانية في عام 2018، حيث سيتم إنفاق 50 مليار ريال عن طريق صندوق التنمية الوطني، و83 مليار ريال عن طريق صندوق الاستثمارات العامة، لاستخدامها في تمويل مشاريع القطاع الخاص.

أعلن صندوق التنمية الصناعية السعودي، أحد الصناديق الرئيسية في صندوق التنمية الوطني، مؤخراً زيادة تمويله إلى القطاع الخاص في النصف الأول لعام 2018 بنسبة 37 بالمائة، على أساس سنوي، ليصل إجمالي مبلغ التمويل إلى 4,3 مليار ريال. ويشكل صندوق التنمية الصناعية نحو 16 بالمائة من إجمالي القروض القائمة لصندوق التنمية الوطني، محتلاً المرتبة الثانية بعد صندوق التنمية العقاري (67 بالمائة من إجمالي القروض القائمة لصندوق التنمية الوطني).

في نفس الوقت، ارتفعت ودائع القطاع الخاص خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس بنسبة 2 بالمائة، مقارنة بتراجعها بنسبة 2,3 بالمائة خلال نفس الفترة من العام الماضي. تشكل ودائع القطاع الخاص نحو 78 بالمائة من إجمالي الودائع، ولذلك لها التأثير الأقوى على حركة الودائع (شكل 7).

بالنظر إلى توزيع الودائع الزمنية والادخارية (الزمنية) والودائع تحت الطلب، نجد أن إجمالي الودائع الزمنية شهد مساراً متراجعاً منذ أكتوبر 2017، منخفضاً بنسبة 5 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس. ويعود هذا المسار النازل بالدرجة الأولى، إلى تراجع الودائع الزمنية الحكومية، والتي تشكل نسبة 43 بالمائة من إجمالي الودائع الزمنية، والتي انخفضت بنسبة 8,7 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس. في ذات الوقت، تراجعت أيضاً الودائع الزمنية للقطاع الخاص، ولكن بمعدل أقل، بنسبة 2 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس (شكل 8). في غضون ذلك، ارتفعت الودائع تحت الطلب بنسبة 1,7 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، مدعومة بارتفاع الودائع تحت الطلب الخاصة بنسبة 2,3 بالمائة خلال نفس الفترة. وجاء الارتفاع على الأرجح نتيجة للمدفوعات الحكومية من خلال "برنامج حساب المواطن"، الذي انطلق في 20 ديسمبر 2017. وكما أشار بيان الميزانية للربع الثاني من عام 2018، زادت مصروفات "الدعم الاجتماعي" والتي تشمل حساب المواطن، بدرجة كبيرة، بنسبة 91 بالمائة، خلال الفترة من بداية العام وحتى يونيو، وقد بلغت قيمتها 25 مليار ريال.

مع ذلك، يأتي التراجع في الودائع الزمنية متناقضاً مع ارتفاع أسعار الفائدة، والذي كان يجب أن يؤدي نظرياً إلى جذب المزيد من الودائع الزمنية. لكن، وكما أوضحنا أعلاه، فإن حصة كبيرة من إجمالي الودائع الحكومية يُتوقع أن يكون قد تم تحويلها إلى بنك التنمية الوطني لإقراضها، مما انعكس على إجمالي الودائع الزمنية.

ارتفع تمويل صندوق التنمية الصناعية إلى القطاع الخاص في النصف الأول لعام 2018 بنسبة 37 بالمائة، على أساس سنوي، ليصل إجمالي مبلغ التمويل إلى 4,3 مليار ريال.

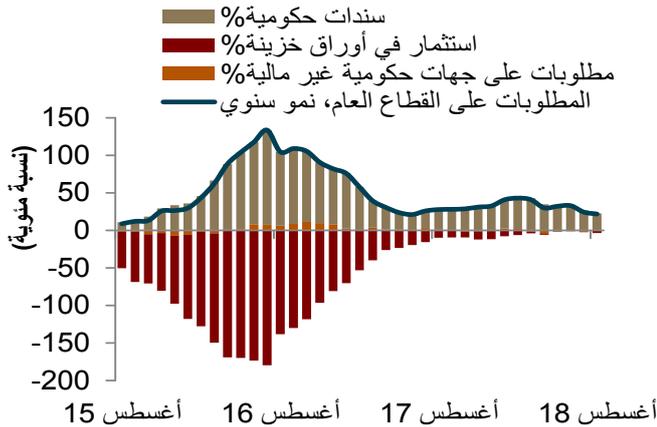
ارتفعت ودائع القطاع الخاص خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس بنسبة 2 بالمائة، مقارنة بتراجعها بنسبة 2,3 بالمائة خلال نفس الفترة من العام الماضي.

شهد إجمالي الودائع الزمنية مساراً متراجعاً منذ أكتوبر 2017، منخفضاً بنسبة 5 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس...

...ويعود هذا الانخفاض بالدرجة الأولى، إلى تراجع الودائع الزمنية الحكومية.

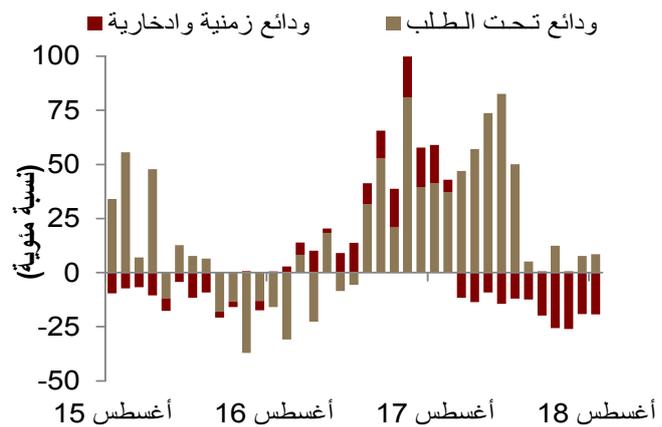
شكل 9: مطلوبات البنوك على القطاع العام

(تفاصيل فئات المطلوبات: كنسبة مئوية)



شكل 8: تفاصيل الودائع الحكومية

(التغير السنوي)





## مطلوبات البنوك

ارتفعت المطلوبات الإجمالية للبنوك بنسبة 5 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، مدعومة بارتفاع المطلوبات على القطاع الحكومي بنسبة 12,2 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، وتمثل المطلوبات على الحكومة نسبة 19 بالمائة من إجمالي مطلوبات البنوك. وشهدت جميع فئات مطلوبات البنوك على القطاع الحكومي نمواً منذ بداية العام، لكن السندات الحكومية سجلت النمو الأعلى، مرتفعة بنسبة 14,2 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس (شكل 9). مع ذلك، جاءت وتيرة نمو المطلوبات على القطاع الحكومي أقل من مستواها في عام 2017، حيث كانت المطلوبات قد زادت بنسبة 22 بالمائة خلال نفس الفترة (شكل 10).

حتى سبتمبر 2018، بلغت قيمة الدين الحكومي القائم 551 مليار ريال (جدول 1). في الربع الأول لعام 2018، صدرت صكوك محلية بقيمة 18 مليار ريال، إضافة إلى إعادة تمويل قرض مشترك بقيمة 60 مليار ريال، والتي أدت إلى زيادة القرض الأصلي بـ 22,5 مليار ريال. في الربع الثاني لعام 2018، أعلنت الحكومة عن إصدار سندات دولية بقيمة 42 مليار ريال، إضافة إلى صكوك محلية بقيمة 12 مليار، (للمزيد حول هذا الموضوع، الرجاء الاطلاع على تقريرنا حول ميزانية الربع الثاني للعام 2018). في الربع الثالث لعام 2018، تم إصدار صكوك محلية أخرى بقيمة 3,5 مليار ريال، أعقبها صكوك دولية بقيمة 7 مليار ريال. بلغت القيمة الإجمالية للدين الحكومي الذي تم إصداره خلال الفترة من بداية العام وحتى سبتمبر 2018، نحو 109 مليار ريال، ولا نتوقع أن تتجاوز إصدارات الدين للعام 2018 ككل 117 مليار ريال، وذلك حسب تقديرات الميزانية العامة للدولة. بناءً عليه، نتوقع إصدار سندات محلية بقيمة 8 مليار ريال خلال الفترة المتبقية من العام، مما يرفع إجمالي الدين الحكومي إلى 560 مليار ريال في نهاية عام 2018، أو ما يعادل 19 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي.

في ذات الوقت، ارتفعت مطلوبات البنوك على القطاع الخاص (81 بالمائة من إجمالي مطلوبات البنوك) بنسبة 3,4 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، مدعومة بزيادة في القروض إلى القطاع الخاص، والتي ارتفعت بنسبة 3,2 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، مقارنة بنموها بنسبة 1,3 بالمائة خلال نفس الفترة من العام الماضي. وفي الواقع، بقي النمو السنوي للقروض المصرفية إلى القطاع الخاص في الخانة الإيجابية لخمسة شهور متتالية حتى أغسطس. علاوة على ذلك، أيضاً ساهمت زيادة الاستثمارات الخاصة في الأوراق المالية، والتي ارتفعت بنسبة 8,5 بالمائة منذ بداية العام وحتى أغسطس، في نمو مطلوبات البنوك على القطاع الخاص.

ارتفعت القروض طويلة الأجل بدرجة كبيرة، بنسبة 9,3 بالمائة، خلال الفترة من بداية العام وحتى يوليو، كما تشير البيانات الشهرية إلى زيادة القروض طويلة الأجل في يوليو بنسبة 4,7 بالمائة، على أساس سنوي، مسجلة

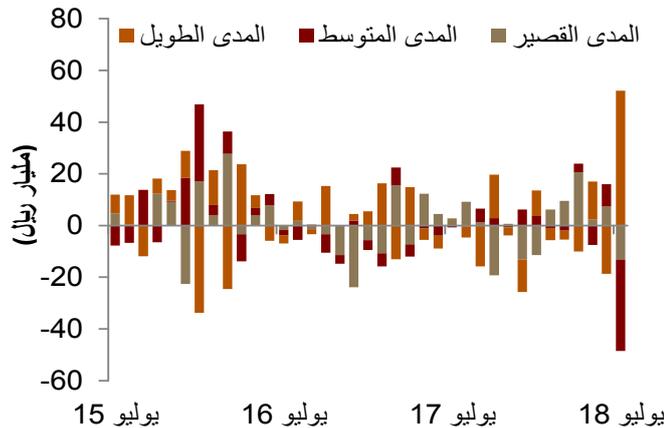
ارتفعت المطلوبات الإجمالية للبنوك بنسبة 5 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس، مدعومة بارتفاع المطلوبات على القطاع الحكومي...

...والتي ارتفعت بنسبة 12,2 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس.

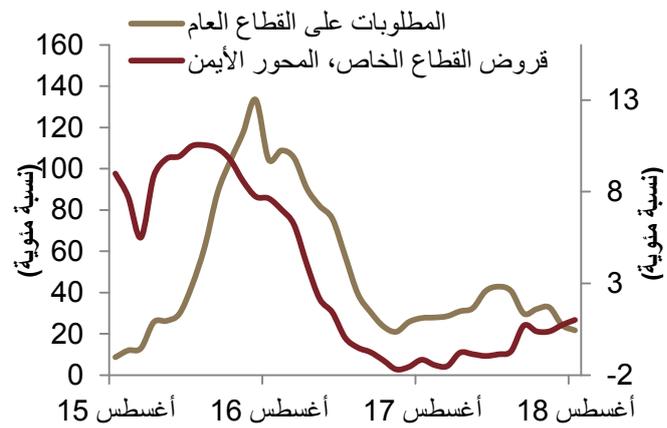
في ذات الوقت، ارتفعت مطلوبات البنوك على القطاع الخاص بنسبة 3,4 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أغسطس.

ارتفعت القروض طويلة الأجل بدرجة كبيرة، بنسبة 9,3 بالمائة، خلال الفترة من بداية العام وحتى يوليو.

شكل 11: القروض المصرفية، حسب آجال الاستحقاق (التغير الشهري)



شكل 10: مطلوبات البنوك التجارية (التغير السنوي)





أول زيادة سنوية لها منذ نوفمبر 2017. في العادة، تعتبر القروض طويلة الأجل مؤشراً ائتمانياً هاماً لقروض الشركات والأعمال الخاصة، لذلك فإن ارتفاعها يشير إلى أن أنشطة القطاع الخاص ستشهد نمواً خلال الشهور القادمة (شكل 11).

### قروض الرهن العقاري:

نمت قروض الرهن العقاري المقدمة من البنوك التجارية عام 2018 بنسبة 5,8 بالمائة منذ بداية العام وحتى يونيو، مقارنة بـ 4 بالمائة لنفس الفترة من العام الماضي (شكل 12). إضافة إلى ذلك، تخطت نمو قروض الرهن العقاري مستوى نمو إجمالي القروض المقدمة إلى القطاع الخاص (2,2 بالمائة من بداية العام وحتى يونيو)، كما ارتفعت حصة قروض الرهن العقاري من إجمالي القروض المقدمة إلى القطاع الخاص من 14,3 بالمائة في الربع الثاني لعام 2016 إلى 16,4 بالمائة عام 2018.

وفي الحقيقة، ظل رفع نسبة امتلاك المواطنين للمساكن يمثل منذ فترة طويلة أولوية بالنسبة للمملكة، لكن الإجراءات لمعالجة المستوى المنخفض نسبياً لامتلاك المساكن تسارعت وتيرة في السنوات القليلة الماضية. وكما أوضحنا في تقريرنا [حول برنامج تطوير القطاع المالي](#)، فإن بعض الإجراءات الأخيرة تم اتخاذها لمساعدة حاملي الرهون الجديدة والقائمة على حدٍ سواء، وذلك بهدف تعزيز مستويات امتلاك المساكن من خلال تمويل بناء السكن. على سبيل المثال، أعلنت "ساما" عام 2017، عن إعفاء حاملي الرهون القائمة من المصاريف الإدارية الخاصة بالتحول من الأسعار الحرة للرهن إلى الأسعار الثابتة. كذلك، حاولت "ساما" التسهيل على الأشخاص الذين يشترون مساكن لأول مرة، وذلك برفع النسبة القصوى للقرض الذي يأخذه المواطن إلى القيمة الكاملة لتمويل المسكن من 70 إلى 85 بالمائة، ابتداءً، ثم رفعها مرة أخرى إلى 90 بالمائة، في وقت لاحق.

إضافة إلى إجراء تعديلات على منتجات الرهن العقاري القائمة، تحقق عدد من التطورات لزيادة الخيارات المتاحة لتمويل المساكن في المملكة. على سبيل المثال، أصدرت "ساما" عام 2016 ترخيصاً لإنشاء شركة وطنية لتمويل المساكن باسم (بداية)، كما قدمت برنامج رهون بأسعار مناسبة بالتعاون مع وزارة المالية. وفي وقت لاحق، في نهاية عام 2017، أطلق صندوق الاستثمارات العامة، الشركة السعودية لإعادة التمويل العقاري، والتي من مهامها رفع مساهمة السوق العقاري في الاقتصاد وزيادة نسبة امتلاك المساكن بين المواطنين السعوديين إلى 52 بالمائة بنهاية عام 2020، مقارنة بالمستوى الحالي البالغ 47 بالمائة. وأخيراً، كذلك وزعت وزارة الإسكان من خلال برنامج "سكني" نحو 151 ألف من منتجات الرهن العقاري منذ انطلاقه في فبراير 2017.

وفي الختام، بقيت أسعار المنازل تتخذ مساراً نازلاً خلال السنوات الأخيرة. وتشير أحدث البيانات للبيئة العامة للإحصاء، إلى أن مؤشر العقارات السكنية ظل يتراجع منذ الربع الثالث لعام 2015، وقد انخفض بمتوسط

نمت قروض الرهن العقاري المقدمة من البنوك التجارية عام 2018، بعد تباطؤها في عام 2017.

تم اتخاذ عدد من الإجراءات لمساعدة حاملي الرهون الجديدة والقائمة على حدٍ سواء، وذلك بهدف تعزيز مستويات امتلاك المساكن من خلال تمويل تشييد السكن.

### جدول 2: صافي القروض الجديدة، حسب القطاع (التغير خلال الفترة من بداية العام وحتى يونيو)

من بداية العام وحتى يونيو	الوزن	القطاع
44,6 %	1,6 %	التعدين والمحاجر
21 %	1,1 %	الزراعة
11,5 %	7,2 %	التشييد
9 %	3,8 %	النقل
5,5 %	12,4 %	الصناعة
3,2 %	2,7 %	التمويل
0,4 %	3,7 %	المرافق
-9 %	21 %	التجارة

### جدول 1: الدين القائم للقطاع الحكومي (مليار ريال)

حتى سبتمبر 2018	
202	سندات محلية
60	قروض دولية
154	سندات دولية
41	صكوك دولية
96	صكوك محلية
551	إجمالي



6,2 بالمائة في عام 2017 وبنسبة 0,7 بالمائة في النصف الأول لعام 2018. وبناءً على ذلك، ربما يكون انخفاض أسعار المساكن قد تسبب كذلك في تحفيز الطلب على قروض الرهن العقاري.

#### تفاصيل القروض حسب نوع النشاط الاقتصادي:

تشير أحدث بيانات قروض الشركات، إلى أن القروض الجديدة المقدمة للشركات خلال الفترة من بداية العام وحتى يونيو، ارتفعت لقطاعات التشييد (7 بالمائة من إجمالي قروض الشركات)، والتعدين (2 بالمائة)، والنقل (4 بالمائة)، والصناعة (12 بالمائة)، والزراعة (1 بالمائة)، والتمويل (3 بالمائة)، وخدمات أخرى (41 بالمائة). ومن ناحية أخرى، انخفضت القروض الجديدة لشركات قطاعي التجارة (21 بالمائة)، والمرافق (4 بالمائة) (جدول 2- شكل 13).

أكدت البيانات الربعية الخاصة بالربع الثاني، نمو القروض إلى قطاعي التعدين والصناعة في النصف الأول من عام 2018، حيث ارتفعت القروض إلى قطاع الصناعة بنسبة 8 بالمائة ولقطاع التعدين بنسبة 41 بالمائة، على أساس ربعي، كدليل على زيادة النشاط، وذلك نتيجة لتركيز حزمة تحفيز القطاع الخاص التي تم الإعلان عنها في ديسمبر 2017 على هذين القطاعين. إضافة إلى ذلك، أيضاً شهدت القروض المقدمة إلى قطاع التشييد زيادة كبيرة، بنسبة 5 بالمائة، في الربع الثاني، على أساس ربعي، ويبدو أن القطاع استفاد من برامج الإسكان الجديدة التي تنفذها وزارة الإسكان، ومن زيادة الطلب على المساكن وقروض الرهن العقاري، كما أوضحنا أعلاه. من ناحية أخرى، شهدت القروض المقدمة إلى قطاع التجارة تراجعاً كبيراً، بنسبة 9,4 بالمائة، على أساس ربعي، عاكسة التباطؤ الذي يشهده القطاع، والذي تؤكدته آخر أرقام للناتج المحلي الإجمالي والخاصة بالربع الثاني لعام 2018، حيث تراجع هذا القطاع (تجارة الجملة والقطاعي) بنسبة 5 بالمائة، على أساس ربعي (شكل 14).

بالنظر إلى المستقبل، في اعتقادنا أن هناك مجموعة من العوامل ستضغط على القروض المقدمة إلى قطاع التجارة في المدى المتوسط. أولاً، نتوقع أن يتأثر الإنفاق الاستهلاكي بمغادرة الأجانب، حيث انخفض عدد الأجانب في سوق العمل السعودي بنحو 796 ألف منذ بداية عام 2017 وحتى نهاية الربع الأول من عام 2018. إضافة إلى ذلك، ستؤدي الموجة الجديدة من السعودية في عدد من قطاعات تجارة التجزئة إلى زيادة أعداد الأجانب المغادرين. (الرجاء الاطلاع على تقريرنا بعنوان: [تطورات سوق العمل السعودي - الربع الأول 2018](#)، وتقريرنا بعنوان: [أحدث التطورات في الاقتصاد الكلي للمملكة - الربع الثاني 2018](#)).

علاوة على ذلك، يرجح أن يتأثر قطاع التجارة بخفض الحد الأدنى للدخل الذي تنطبق عليه ضريبة القيمة المضافة ابتداءً من الربع الأول لعام 2019، من 1 مليون ريال عام 2018 إلى 375 ألف ريال في يناير 2019. وتعني هذه الخطوة إدخال نحو 300 ألف من المشاريع الصغيرة والمتوسطة تحت مظلة ضريبة القيمة المضافة، ينتمي معظمها إلى قطاع التجارة، لذا، فإننا نرى أن هناك إصلاحات جذرية يمر بها قطاع التجارة في المدى المتوسط، ويرجح أن تضغط على أنشطته المالية.

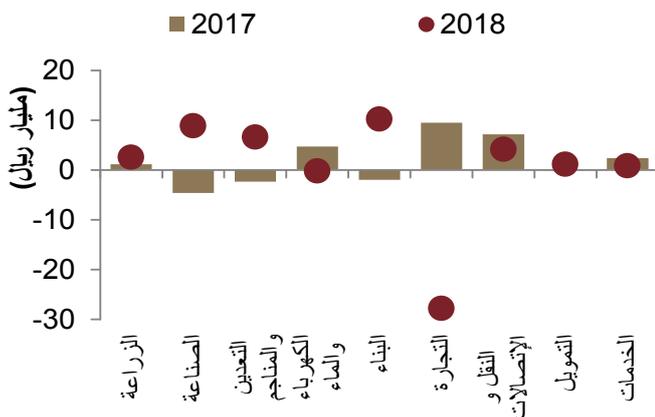
ربما يكون انخفاض أسعار المساكن قد تسبب كذلك في تحفيز الطلب على قروض الرهن العقاري.

ارتفعت القروض الجديدة المقدمة للشركات في الكثير من القطاعات.

نتوقع تواصل التباطؤ في القروض المصرفية المقدمة إلى قطاع التجارة.

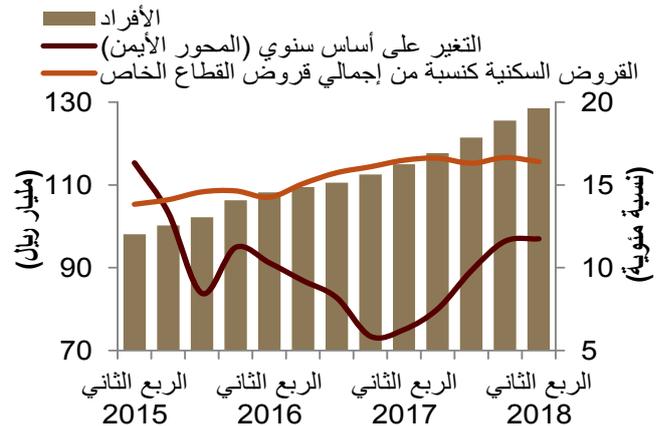
شكل 13: صافي القروض الجديدة، حسب القطاع

(التغير خلال الفترة من بداية العام وحتى يونيو)



شكل 12: قروض الرهن العقاري

(التغير السنوي)



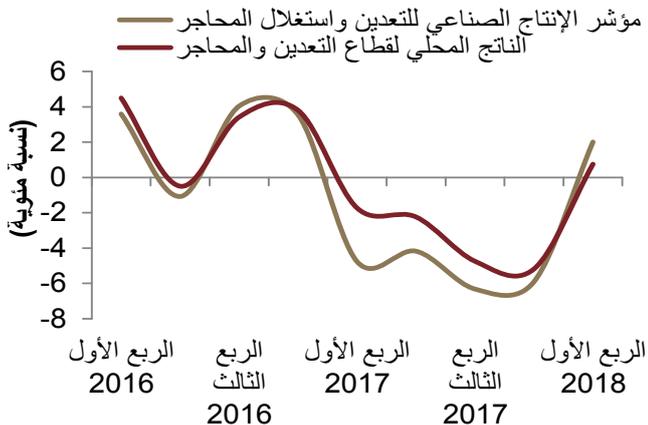


في نفس الوقت، نتوقع أن يشهد قطاعا الصناعة والتعدين انتعاشاً، حيث تشير أحدث الأرقام الخاصة بمؤشر الإنتاج الصناعي إلى زيادة المؤشر بنسبة 0,6 بالمائة، على أساس ربعي، وبنسبة 3,4 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الأول لعام 2018. وجاءت الزيادة بصفة أساسية نتيجة لنمو إنتاج قطاع المعادن والمحاجر، الذي يشكل 74 بالمائة من وزن مؤشر الإنتاج الصناعي، والذي ارتفع بنسبة 2 بالمائة، على أساس سنوي، وتحول إلى الخانة الإيجابية لأول مرة منذ الربع الرابع لعام 2016 (شكل 15).

في نفس الوقت، نتوقع أن يشهد قطاعا الصناعة والتعدين بعض الانتعاش.

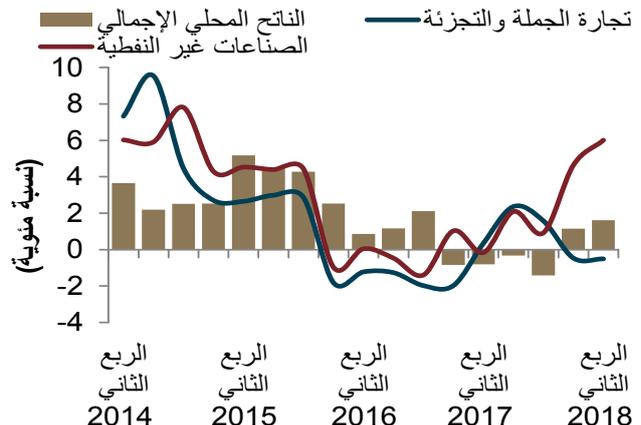
شكل 15: مؤشر الإنتاج الصناعي لقطاع التعدين

(التغير السنوي)



شكل 14: نمو الناتج المحلي الإجمالي في قطاعات مختارة

(التغير السنوي)





## إخلاء المسؤولية

ما لم يشر بخلاف ذلك، لا يسمح إطلاقاً بنسخ أي من المعلومات الواردة في هذه النشرة جزئياً أو كلياً دون الحصول على إذن تحريري مسبق ومحدد من شركة جدوى للاستثمار.

البيانات المالية الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من شركة تومسون رويترز، وشركة بلومبيرج، وصندوق النقد الدولي، ومؤسسة النقد "ساما"، وشركة "تداول"، ووزارة المالية، ومن مصادر محلية إحصائية أخرى، ما لم تتم الإشارة لخلاف ذلك.

لقد بذلت شركة جدوى للاستثمار جهداً كبيراً للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو ادعاءات أو تعهدات صريحة كانت أم ضمنياً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسئولية عن دقة أو اكتمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحتويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى استخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خياراً أو مشورة لاتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.