



ارتفاع تدريجي في القروض المقدمة إلى القطاع الخاص

- السياسة النقدية - عالمياً: رفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة الرئيسي في ديسمبر، وخفض توقعاته من ثلاث زيادات إلى زيادتين خلال عام 2019. وتشير أحدث البيانات إلى أن السوق لا يتوقع المزيد من الارتفاعات في عام 2019. لذا، نرى أن هناك تزايداً في مستوى عدم اليقين إزاء قرارات الاحتياطي الفيدرالي حول رفع أسعار الفائدة في عام 2019، مع التوقعات باتجاه نزولي، حيث أقر الاحتياطي الفيدرالي في أخر بيان له بتباطؤ نمو الاقتصاد العالمي.
- السياسة النقدية - محلياً: بناءً على ذلك، نتوقع أن تحذو "ساما" حذو الاحتياطي الفيدرالي، وتقوم برفع أسعار الفائدة مرتين خلال عام 2019 كحد أقصى، بدلاً من ثلاث مرات حسيماً كان يُتوقع سابقاً. وفي حال قرر الاحتياطي الفيدرالي المضي قدماً في خطته لرفع أسعار الفائدة مرتين خلال العام، فننتوقع أن يصل سعر إعادة الشراء (الريبو) إلى 3,5 بالمائة، وسعر إعادة الشراء العكسي (الريبو العكسي) إلى 3 بالمائة، بنهاية عام 2019
- عرض النقود: خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر، ارتفع مؤشر عرض النقود الشامل (3ن) بدرجة طفيفة، بنسبة 0,7 بالمائة. بقي فائض السيولة في النظام المصرفي مستقرًا إلى درجة كبيرة خلال الشهور الثلاثة الأخيرة، مما أدى بدوره إلى ارتفاع سعر السايبور.
- المطلوبات على القطاع الحكومي: ارتفعت مطلوبات البنوك على القطاع الحكومي بنسبة 16 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر، مدعومة بالسندات الحكومية. مع ذلك، جاء الارتفاع في المطلوبات على القطاع الحكومي أقل من مستواه في عام 2017، حيث كانت المطلوبات قد ارتفعت بنسبة 31 بالمائة خلال نفس الفترة.
- المطلوبات على القطاع الخاص: ارتفعت مطلوبات البنوك على القطاع الخاص بنسبة 4 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر، مدعومة بزيادة في القروض إلى القطاع الخاص، والتي ارتفعت بنسبة 3,7 بالمائة، مقارنة بنموها بنسبة 0,5 بالمائة خلال نفس الفترة من العام الماضي. منذ أبريل 2018، عاد النمو السنوي في القروض إلى القطاع الخاص إلى الخانة الإيجابية.

المؤشرات الرئيسية

نسبة مئوية؛ منذ بداية العام وحتى نوفمبر

المؤشر	منذ بداية العام وحتى نوفمبر 2017	منذ بداية العام وحتى نوفمبر 2018
عرض النقود الشامل (3ن)	1-	0,7
القروض إلى القطاع الخاص	0,5	3,7
مطلوبات القطاع العام	22,7	16
ودائع القطاع الخاص	2,3-	1,7
نسبة القروض إلى الودائع*	81,8	79,2

\* متوسط الفترة

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي

كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث  
falturki@jadwa.com

د. نوف 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

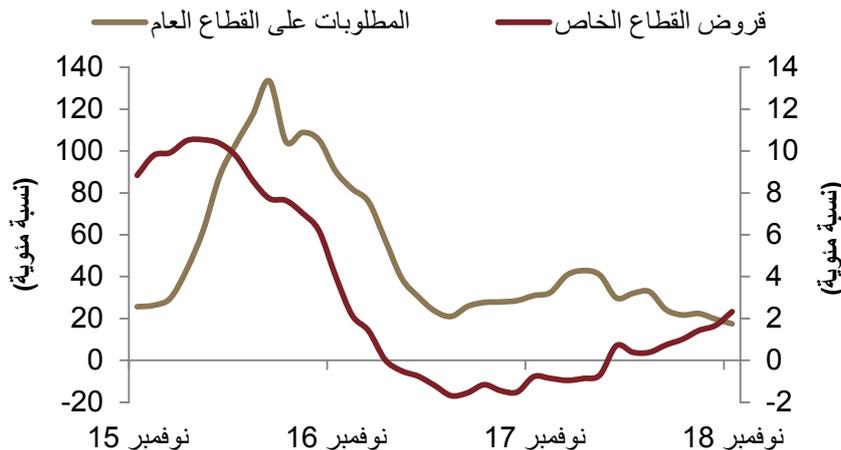
www.jadwa.com

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>

شكل 1: إجمالي مطلوبات البنوك  
(التغير السنوي)





- بالنظر إلى المستقبل، في اعتقادنا أن هناك العديد من العوامل التي ستؤثر على القروض إلى القطاع الخاص، كضريبة القيمة المضافة والإصلاحات المستمرة في سوق العمل. مع ذلك، يُتوقع أن يؤثر الإنفاق الحكومي الضخم الذي بلغ 1,1 تريليون ريال الذي أقرته ميزانية 2019، التي تعتبر أكبر ميزانية توسعية على الإطلاق، بصورة إيجابية على القروض المقدمة إلى القطاع الخاص وكذلك الودائع المصرفية.

### الملاحم المستقبلية للأوضاع النقدية العالمية

خلال عام 2018، رفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة الرئيسي أربع مرات: الأولى في مارس، والثانية في يونيو، والثالثة في سبتمبر، والأخيرة في ديسمبر، كل واحدة منها بمقدار 25 نقطة أساس. وبهذه الزيادة الأخيرة التي تعتبر التاسعة منذ ديسمبر 2015، ارتفع سعر الفائدة الرئيسي إلى نطاق من 2,25 بالمائة إلى 2,5 بالمائة. وقد أقر الاحتياطي الفيدرالي في بيانه الأخير، ببطء نمو الاقتصاد العالمي وضعف الأوضاع المالية، كما خفض توقعاته بشأن رفع الفائدة في عام 2019 من ثلاث مرات إلى مرتين. من ناحية أخرى، تشير بيانات أحدث استطلاع من رويترز وبلومبيرج، إلى أن السوق لا يتوقع أي زيادة في أسعار الفائدة خلال عام 2019، بل إن البعض يتوقع تراجعاً في أسعار الفائدة الأمريكية، بدلاً عن رفعها ثلاث مرات، حسب ما كان متوقعاً في السابق (شكل 2).

لذا، نرى أن هناك تزايداً في مستوى عدم اليقين إزاء قرارات الاحتياطي الفيدرالي حول رفع أسعار الفائدة في عام 2019، مع التوقعات بتجاه نزولي. والحال كذلك، نتوقع أن نشهد تباطؤاً في وتيرة رفع سعر الفائدة، حيث خفض الاحتياطي الفيدرالي كذلك متوسط توقعاته بشأن النمو والتضخم. مع ذلك، ترك الاحتياطي الفيدرالي الباب مفتوحاً أمام أي تغييرات ربما تحدث خلال العام.

أما بالنسبة للاتحاد الأوروبي، فقد مضى البنك المركزي الأوروبي قدماً في تنفيذ خطته لإنهاء برنامج التيسير الكمي بحلول ديسمبر 2018، رغم البيانات الأخيرة التي تؤكد تباطؤ نمو الاقتصاد في الاتحاد الأوروبي في الربع الثالث، وانكماش الاقتصاد الألماني لأول مرة في ثلاث سنوات (شكل 3). وأقر البنك المركزي الأوروبي في اجتماعه الأخير في ديسمبر، أن الاقتصاد العالمي مهيباً للتباطؤ في عام 2019 لكنه سيستقر بعد ذلك. وفي الوقت نفسه، يتوقع البنك المركزي الأوروبي حدوث بعض الضغوط التضخمية في الاتحاد الأوروبي، مما يزيد من احتمال رفع أسعار الفائدة لمرة واحدة خلال النصف الثاني من عام 2019.

في المملكة المتحدة، حيث يخيم الغموض بشأن خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي على الاقتصاد، أبقى بنك إنجلترا على أسعار الفائدة دون تغيير خلال اجتماعه الأخير في ديسمبر، رغم تحسن معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في الربع الثالث. ومع اقتراب الموعد النهائي للخروج، المحدد له مارس 2019، فإن البرلمان البريطاني في حاجة إلى التوصل إلى اتفاق مع الاتحاد الأوروبي بشأن التجارة، إضافة إلى قضايا أخرى. وفي حال "عدم إكمال صفقة خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي"، فمن المتوقع أن يخفض بنك إنجلترا أسعار الفائدة.

خفض الاحتياطي الفيدرالي توقعاته بشأن أسعار الفائدة من ثلاث زيادات إلى زيادتين خلال عام 2019.

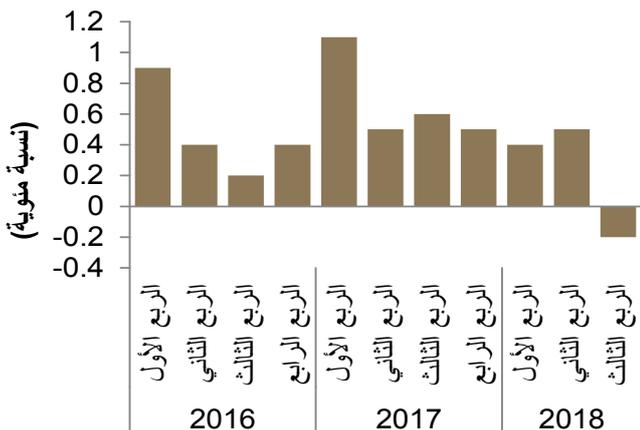
نعتقد أن هناك تزايداً في مستوى عدم اليقين إزاء قرارات الاحتياطي الفيدرالي حول رفع أسعار الفائدة في عام 2019.

مضى البنك المركزي الأوروبي قدماً في تنفيذ خطته لإنهاء برنامج التيسير الكمي بحلول ديسمبر 2018، رغم البيانات الأخيرة التي تؤكد تباطؤ نمو الاقتصاد في الاتحاد الأوروبي.

في حال "عدم إكمال صفقة خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي"، فمن المتوقع أن يخفض بنك إنجلترا أسعار الفائدة، وربما يطلق كذلك برنامجاً جديداً للتيسير الكمي لدعم الاقتصاد.

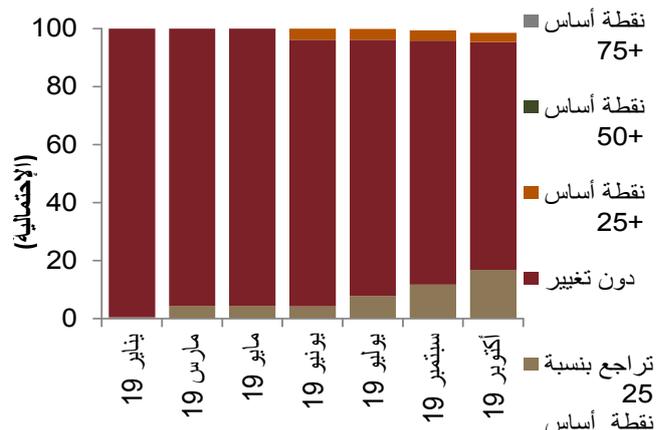
شكل 3: معدل النمو الربعي للناتج المحلي الإجمالي في ألمانيا

(التغير السنوي)



شكل 2: احتمالات رفع سعر الفائدة الأمريكية

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





وربما يطلق كذلك برنامجاً جديداً للتيسير الكمي لدعم الاقتصاد. لكن، البيانات الأخيرة تشير إلى أن الأجور تنمو بأسرع مما توقع بنك إنجلترا، رغم تباطؤ التضخم، والذي يرجح أن يكون ناجماً عن تراجع أسعار الطاقة.

يُتوقع أن تتأثر الأسواق الناشئة بدرجة كبيرة بالتباطؤ المتوقع في الاقتصاد العالمي، وذلك من خلال انخفاض حجم التبادل التجاري والاستثمارات الدولية. على سبيل المثال، خفّض صندوق النقد الدولي مؤخراً توقعاته لمعدلات النمو في الصين خلال عام 2019، من 6,4 إلى 6,2 بالمائة، حيث يُنتظر أن يؤثر تباطؤ الطلب العالمي، وزيادة الولايات المتحدة الرسوم الجمركية على البضائع الصينية، سلباً على صادرات الصين.

خفّض صندوق النقد الدولي مؤخراً توقعاته لمعدلات النمو في الصين خلال عام 2019، من 6,4 إلى 6,2 بالمائة.

## الملامح المستقبلية للأوضاع النقدية والمالية في المملكة

خلال عام 2018، أقدمت مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) على زيادة سعر إعادة الشراء العكسي (الريبو العكسي) وسعر إعادة الشراء (الريبو) بـ 25 نقطة أساس أربع مرات، في مارس، ويونيو، وسبتمبر، وديسمبر (شكل 4)، وجاءت هذه الزيادات تماشياً مع الارتفاع في سعر الفائدة الأمريكية عام 2018. لكن، وبما أن الاحتياطي الفيدرالي خفّض مؤخراً توقعاته لعام 2019 من ثلاث زيادات إلى زيادتين فقط، فإننا نرى أن هناك تزايداً في مستوى عدم اليقين إزاء قرارات الاحتياطي الفيدرالي حول رفع أسعار الفائدة خلال العام، مع التوقعات باتجاه نزولي. بناءً على ذلك، نتوقع أن تحذو "ساما" حذو الاحتياطي الفيدرالي، وتقوم برفع أسعار الفائدة مرتين خلال عام 2019 كحد أقصى، بدلاً عن ثلاث مرات حسبما كان يُتوقع سابقاً. وعليه، في حال قرر الاحتياطي الفيدرالي المضي قدماً في خطته لرفع أسعار الفائدة مرتين خلال العام، نتوقع أن يصل سعر إعادة الشراء (الريبو) لدى "ساما" إلى 3,5 بالمائة، وسعر إعادة الشراء العكسي (الريبو العكسي) إلى 3 بالمائة، بنهاية عام 2019.

نتوقع أن تحذو "ساما" حذو الاحتياطي الفيدرالي، وتقوم برفع أسعار الفائدة مرتين خلال عام 2019 كحد أقصى.

## عرض النقود، والسيولة، والودائع

خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر، ارتفع مؤشر عرض النقود الشامل (ن3) بدرجة طفيفة، بنسبة 0,7 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 نوفمبر، مدعوماً بالزيادة في النقد المتداول، والذي ارتفع بنسبة 4,5 بالمائة (شكل 5). بقي فائض السيولة في النظام المصرفي مستقراً إلى درجة كبيرة خلال الشهرين الثلاثة الأخيرة، مما أدى بدوره إلى ارتفاع سعر السايبور.

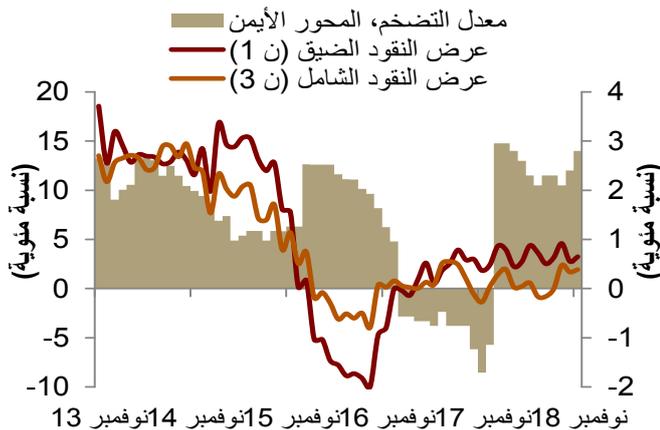
خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر، ارتفع مؤشر عرض النقود الشامل (ن3) بدرجة طفيفة، بنسبة 0,7 بالمائة.

وبالنظر إلى توزيع الودائع الزمنية (الودائع لأجل) مقابل الودائع تحت الطلب، نجد أن إجمالي الودائع الزمنية اتخذ مساراً نازلاً منذ أكتوبر 2017، متراجعاً بنسبة 6 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر. ويعود هذا المسار النازل بدرجة كبيرة إلى تراجع الودائع الزمنية الحكومية (43 بالمائة من إجمالي الودائع)، والتي انخفضت بنسبة 16 بالمائة، مقابل ارتفاع الودائع الزمنية الخاصة بنسبة 3 بالمائة، خلال الفترة من بداية

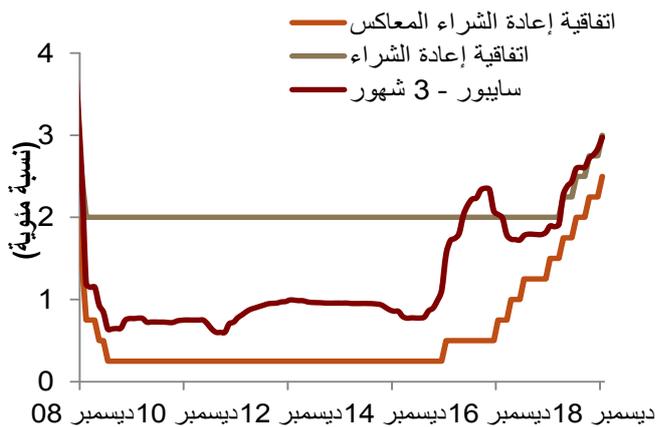
ظل إجمالي الودائع الزمنية (الودائع لأجل) في مسار نازل منذ أكتوبر 2017، متراجعاً بنسبة 6 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر.

شكل 5: عرض النقود

(التغير السنوي)



شكل 4: أسعار الفائدة في المملكة العربية السعودية





العام وحتى نوفمبر (شكل 6). في غضون ذلك، ارتفعت الودائع تحت الطلب بنسبة 2,6 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر، مدعومة بارتفاع في الودائع تحت الطلب الخاصة بنسبة 1,7 بالمائة خلال نفس الفترة.

#### مطلوبات البنوك:

ارتفعت المطلوبات الإجمالية للبنوك بنسبة 6 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر، مدعومة بارتفاع المطلوبات على القطاع الحكومي بنسبة 16 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر، وتمثل المطلوبات على الحكومة نحو 20 بالمائة من إجمالي مطلوبات البنوك. وسجلت السندات الحكومية أكبر ارتفاع بين فئات المطلوبات على القطاع الحكومي، مرتفعة بنسبة 19 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر. مع ذلك، جاء الارتفاع في المطلوبات على القطاع الحكومي أقل من مستواه في عام 2017، حيث كانت المطلوبات قد ارتفعت بنسبة 31 بالمائة خلال نفس الفترة (شكل 7).

في ذات الوقت، ارتفعت مطلوبات البنوك على القطاع الخاص (81 بالمائة من إجمالي مطلوبات البنوك) بنسبة 4 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر، مدعومة بزيادة في القروض إلى القطاع الخاص، والتي ارتفعت بنسبة 3,7 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر، مقارنة بنموها بنسبة 0,5 بالمائة خلال نفس الفترة من العام الماضي. منذ أبريل 2018، عاد النمو السنوي في القروض إلى القطاع الخاص إلى الخانة الإيجابية، بعد بقائه متباطئاً طوال عام 2017 والرابع الأول من عام 2018. وقد أدى التحسن الأخير في القروض إلى القطاع الخاص، إلى ارتفاع معدل القروض إلى الودائع إلى 79,2 بالمائة في نوفمبر، ويقل هذا المعدل كثيراً عن الحد المسموح به من قبل (ساما) وهو 90 بالمائة.

من حيث آجال الاستحقاق، ارتفعت القروض طويلة الأجل (وتشمل القروض متوسطة الأجل) بنسبة 5 بالمائة، خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر، في حين زادت القروض قصيرة الأجل بنسبة 2 بالمائة فقط خلال نفس الفترة. في العادة، تعتبر القروض طويلة الأجل مؤشراً ائتمانياً هاماً لقروض الشركات والأعمال الخاصة، لذلك فإن ارتفاعها يشير إلى أن أنشطة القطاع الخاص شهدت نمواً خلال الشهور الأخيرة (شكل 8).

#### خطابات الاعتماد الجديدة:

تراجعت خطابات الاعتماد الجديدة التي تصدرها البنوك التجارية لشركات القطاع الخاص بنسبة 11 بالمائة، خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر 2018، مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي. وبصفة عامة، شهدت جميع القطاعات انخفاضاً في عدد خطابات الاعتماد الصادرة لها عام 2018، باستثناء مواد البناء، التي ارتفع عدد خطاباتها بنسبة 3 بالمائة (شكل 9).

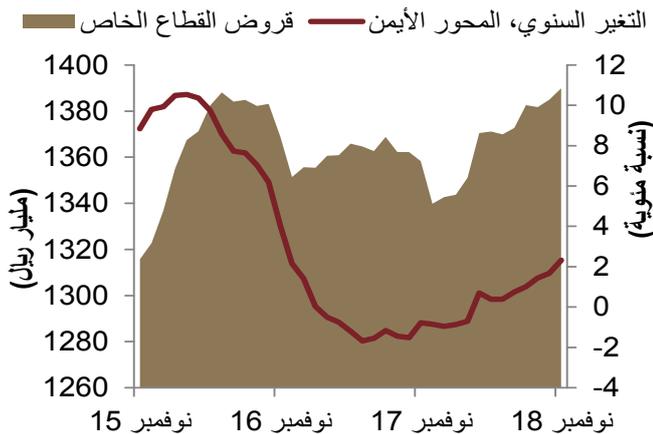
خلال عام 2018، شهدت معظم القطاعات تراجعاً في عدد خطابات الاعتماد الجديدة، نتيجة لتأثر قطاع تجارة الجملة والتجزئة بتطبيق ضريبة القيمة المضافة منذ يناير 2018، مما أدى إلى تغيير أنشطة الاستيراد لديه في محاولة لخفض التكاليف. إضافة إلى ذلك، وفي ظل تطبيق ضريبة القيمة المضافة ورسوم العمالة

جاء الارتفاع في المطلوبات على القطاع الحكومي أقل من مستواه في عام 2017.

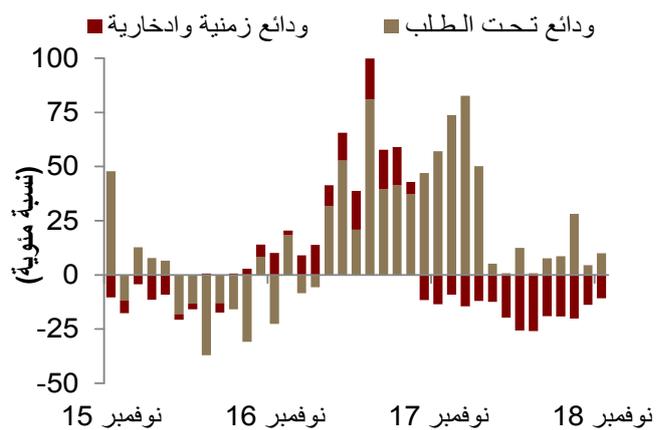
منذ أبريل 2018، عاد النمو السنوي في قروض القطاع الخاص إلى الخانة الإيجابية، بعد بقائه متباطئاً طوال عام 2017 والرابع الأول من عام 2018.

تراجعت خطابات الاعتماد الجديدة التي تصدرها البنوك التجارية لشركات القطاع الخاص بنسبة 11 بالمائة، خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر 2018.

شكل 7: القروض المصرفية إلى القطاع الخاص (التغير السنوي)



شكل 6: تفاصيل الودائع الحكومية (التغير السنوي)





الأجنبية، كان القطاع الخاص يتهياً لتراجع الاستهلاك المحلي الناجم عن ارتفاع الأسعار بعد ضريبة القيمة المضافة، وكذلك عن انخفاض عدد المستهلكين بسبب زيادة عدد الأجانب الذين غادروا المملكة نتيجة للإصلاحات في سوق العمل.

بالنظر إلى المستقبل، في اعتقادنا أن هناك العديد من العوامل التي ستؤثر على القروض المصرفية المقدمة إلى القطاع الخاص، ناجمة عن الإصلاح الهيكلي الذي يشهده قطاع تجارة الجملة والتجزئة، الذي يشكل النسبة الأكبر في القروض المصرفية إلى القطاع الخاص (20 بالمائة من إجمالي القروض المقدمة إلى القطاع الخاص)، ويرجع أن يضغط ذلك الإصلاح على الأنشطة المالية للقطاع. أولاً، نتوقع أن يتأثر الإنفاق الاستهلاكي بمغادرة الأجانب، حيث تراجع إجمالي عدد الأجانب في سوق العمل السعودي بحوالي 1,1 مليون منذ بداية عام 2017 وحتى نهاية الربع الثاني لعام 2018 (شكل 10). إضافة إلى ذلك، ربما تقود موجة السعود الجديدة التي شملت عدداً من قطاعات التجزئة إلى المزيد من مغادرة الأجانب (الرجاء الاطلاع على آخر تقرير لنا عن سوق العمل بعنوان: **تطورات سوق العمل في الربع الثاني لعام 2018**). نتيجة لذلك، تشير أحدث أرقام الناتج المحلي الإجمالي إلى أن قطاع تجارة الجملة والتجزئة بقي على حاله دون تغيير في المتوسط خلال الفترة من بداية العام وحتى سبتمبر 2018. في عام 2019، يرجح أن يتأثر قطاع الجملة والتجزئة أيضاً بخفض الحد الأدنى للدخل الذي تنطبق عليه ضريبة القيمة المضافة من 1 مليون ريال إلى 375 ألف ريال، والذي يبدأ في يناير عام 2019. هذه الخطوة ستؤدي إلى إدخال نحو 300 ألف منشأة صغيرة ومتوسطة تحت مظلة ضريبة القيمة المضافة، معظمها ينتهي إلى قطاع تجارة الجملة والتجزئة.

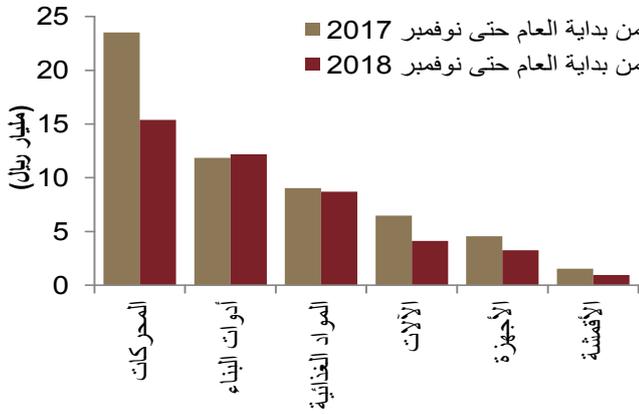
في نفس الوقت، نتوقع أن نشهد انتعاشاً في القروض المصرفية إلى عدد من القطاعات، كالصناعة غير النفطية والتعدين غير النفطي، حيث تشير أحدث أرقام الناتج الإجمالي إلى زيادة بمتوسط 5 و3 بالمائة في هذين القطاعين، على التوالي، خلال الفترة من بداية العام وحتى سبتمبر (شكل 11). إضافة إلى ذلك، يُتوقع أن يؤثر الإنفاق الحكومي الضخم الذي بلغ 1,1 تريليون ريال الذي أقرته ميزانية عام 2019، التي تعتبر أكبر ميزانية توسعية على الإطلاق، بصورة إيجابية على القروض المتاحة للقطاع الخاص وكذلك الودائع المصرفية.

بالنظر إلى المستقبل، في اعتقادنا أن هناك العديد من العوامل التي ستؤثر على القروض المصرفية المقدمة إلى القطاع الخاص.

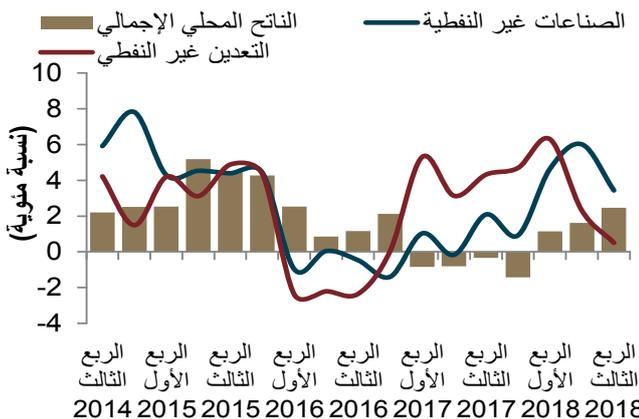
يتوقع أن يتواصل تأثير الإصلاحات في سوق العمل وضريبة القيمة المضافة، على أنشطة قطاع تجارة الجملة والتجزئة.

يُتوقع أن يؤثر الإنفاق الحكومي الضخم الذي بلغ 1,1 تريليون ريال الذي أقرته ميزانية عام 2019، بصورة إيجابية على القروض المقدمة إلى القطاع الخاص وكذلك الودائع المصرفية.

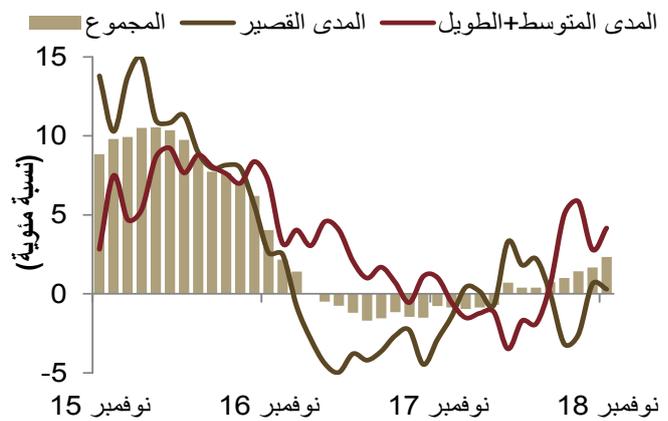
شكل 9: خطابات الاعتماد الجديدة المفتوحة لصالح القطاع الخاص (الإجمالي، من بداية العام وحتى نوفمبر)



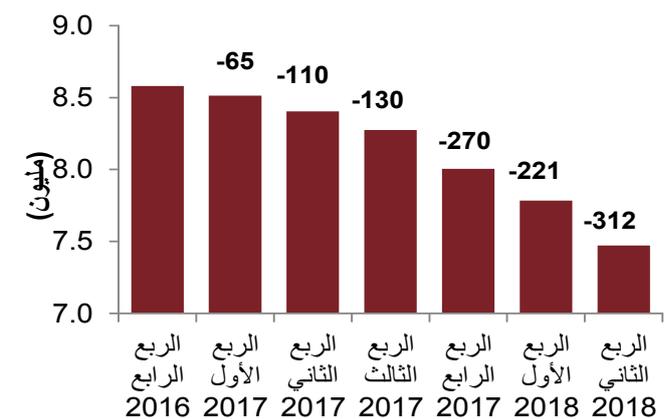
شكل 11: معدلات النمو (التغير الشهري)



شكل 8: القروض المصرفية، حسب آجال الاستحقاق (التغير الشهري)



شكل 10: عدد الأجانب في سوق العمل السعودي





## 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 صراحة 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.