



انتعاش في المؤشرات النقدية

• السياسة النقدية - عالمياً: يُتوقع على نطاق واسع أن يقوم الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي برفع سعر الفائدة بـ 25 نقطة أساس في الأسبوع القادم، وسيكون هو الارتفاع الثالث من نوعه خلال عام 2017، وسيؤدي إلى وصول سعر الفائدة إلى 1,50 بالمائة.

• السياسة النقدية - محلياً: اقتضت "ساما" أثر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، فقامت برفع سعر إعادة الشراء العكسي، لكنها أبقّت على سعر إعادة الشراء دون تغيير، عند 2 بالمائة. بالنظر إلى الفترة القادمة، وفي ظل احتمال إقدام الاحتياطي الفيدرالي على المزيد من سياسة التشديد، نتوقع زيادة تدريجية في سعر إعادة الشراء، بحيث يصل إلى 2,5 بالمائة بنهاية عام 2018.

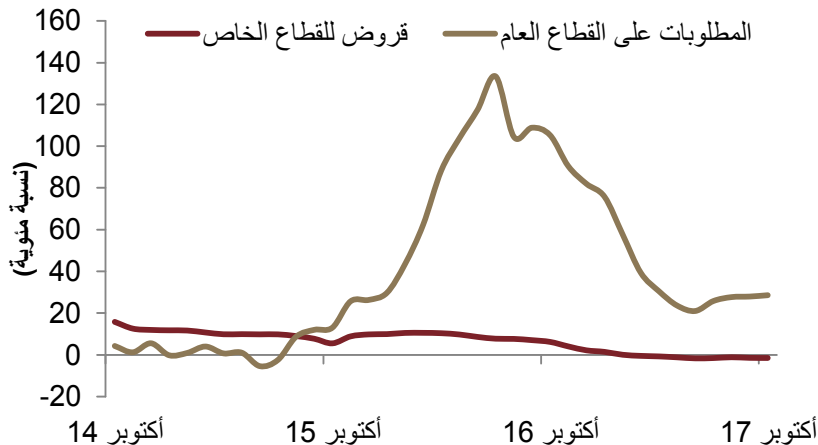
• السيولة: في الشهور الأخيرة، خفت الضغوط على السيولة وأسعار الفائدة بين البنوك، حيث تراجع سايبور (سعر الفائدة بين البنوك السعودية) لأجل ثلاثة شهور إلى 1,8 بالمائة في أكتوبر 2017، مقابل 2,3 بالمائة في أكتوبر 2016.

• عرض النقود والإنفاق الخاص: تشير أحدث البيانات الخاصة بعرض النقود الشامل إلى تراجع بدرجة طفيفة، بنسبة 0,6 بالمائة، على أساس سنوي، في أكتوبر، وذلك للمرة الأولى خلال عام 2017. لكن، البيانات أشارت إلى نمو تعاملات نقاط البيع والسحوبات من أجهزة الصرف الآلي.

• المطلوبات على القطاع العام: أدى إصدار عدد من الصكوك والسندات خلال الشهور القليلة الماضية، إلى ارتفاع مطلوبات البنوك على القطاع العام إلى 17,1 بالمائة من إجمالي المطلوبات بنهاية أكتوبر 2017، مقارنة بـ 13,6 بالمائة خلال نفس الفترة من العام السابق.

• القروض المصرفية إلى القطاع الخاص: رغم تراجع نمو القروض المصرفية إلى القطاع الخاص، على أساس سنوي، بنسبة 1,5 بالمائة في أكتوبر 2017، لكنها سجلت نمواً ملحوظاً، بنسبة 1 بالمائة، خلال الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر.

شكل 1: مطلوبات البنوك على القطاعين العام والخاص  
(التغير السنوي)



المؤشرات الرئيسية

نسبة مئوية (التغير السنوي)

المؤشر	أكتوبر 2016	أكتوبر 2017
عرض النقود الشامل (ن3)	0,4	0,6-
القروض إلى القطاع الخاص	6,2	1,5-
مطلوبات القطاع العام	105,3	28,6
إجمالي الودائع	0,5	0,5-
نسبة القروض إلى الودائع	0,9	0,9

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي

كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث

falturki@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

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

<http://www.jadwa.com>



## الملاح المستقبلية للأوضاع النقدية العالمية

حتى الآن في عام 2017، رفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة مرتين، الأولى في أبريل والثانية في يونيو، كل منهما بمقدار 25 نقطة أساس. ويُتوقع على نطاق واسع حدوث ارتفاع ثالث في اجتماع الاحتياطي الفيدرالي الأسبوع القادم، حيث ينتظر أن يصل سعر الفائدة إلى 1,5 بالمائة. وتشير بيانات أحدث استطلاع إلى أن السوق يتوقع ارتفاعاً شبه مؤكد بـ 25 نقطة أساس في منتصف ديسمبر، إضافة إلى ثلاثة ارتفاعات خلال عام 2018 بـ 25 نقطة أساس لكل واحد منها (الشكل 2). بالنظر إلى المستقبل، هناك تطورين رئيسيين يخيمنان على وتيرة ارتفاعات أسعار الفائدة في المدينين القريب والمتوسط. أولهما، استمرار التحسن في سوق العمل الأمريكي، حيث سجل معدل البطالة أدنى مستوى له في 16 عاماً، وثانيهما زيادة الضغوط التضخمية، حيث يقترّب معدل التضخم حالياً من المستوى الذي يستهدفه الاحتياطي الفيدرالي عند 2 بالمائة. كلا هذين العاملين ساهم في زيادة التوقعات بأن تتخذ زيادات أسعار الفائدة مساراً أكثر انحداراً. من ناحية أخرى، هناك قلق بشأن التطور البطيء لتشريعات الإصلاح الضريبي الأمريكي، حيث سيكون لنجاحها تداعيات على معدلات التضخم المستقبلية. وبالتالي، على وتيرة تشديد سعر الفائدة الأمريكي. نتيجة لذلك، فإن التوقعات بشأن أسعار الفائدة الأمريكية في المستقبل تتأثر بشدة بالتطورات السياسية الداخلية الأمريكية المرتبطة بإقرار الإصلاح الضريبي في الولايات المتحدة.

لا يزال تشديد أسعار الفائدة الأمريكية يمثل تحدياً كبيراً للاقتصادات الناشئة، الأمر الذي قد يؤدي إلى مزيد من التقلبات المالية في تلك الدول. ومن المرجح أن تكون الاقتصادات الناشئة، خاصة تلك التي تتحمل ديون كبيرة مقومة بالدولار، أكثر عرضة لخروج رؤوس الأموال بصورة كبيرة ومتذبذبة، وهو الأمر الذي لوحظ حدوثه جنباً إلى جنب مع ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية في نهاية عام 2015 ونهاية عام 2016 (شكل 3).

في نفس الوقت، وصل التضخم في الاتحاد الأوروبي إلى 0,9 بالمائة في الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر، وهو معدل يقل كثيراً عن المعدل المستهدف في المدى المتوسط وهو 2 بالمائة. قام البنك المركزي الأوروبي في أعقاب اجتماع عقده في أكتوبر 2017، بتقليص حجم التحفيز النقدي لمدة تسعة شهور أخرى، حتى سبتمبر 2018. وفي حال تم تخفيف التحفيز النقدي بعد سبتمبر 2018، فإن التحدي الرئيسي الذي يبقى يواجهه البنك المركزي الأوروبي هو ضمان "خروج سلس" من برنامج التحفيز، وتفادي حدوث اضطرابات قريبة من "انفجار نوبة الغضب" التي شهدتها الولايات المتحدة عام 2013، والتي أدت إلى ارتفاع عائدات سندات الخزنة الأمريكية بعد أن دب الذعر بين المستثمرين.

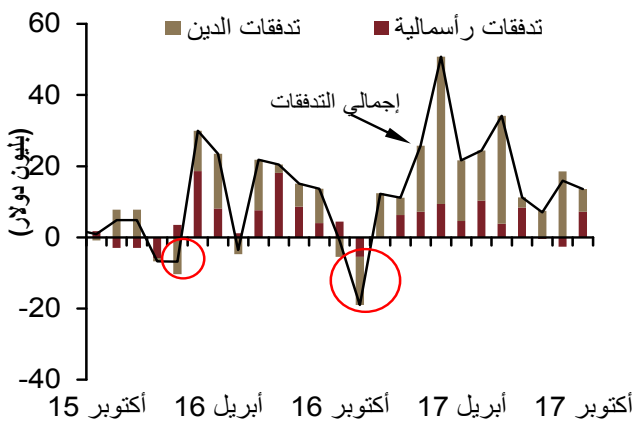
بقيت اليابان تسجل معدلات تضخم ضعيفة، حيث ارتفعت الأسعار بنسبة 0,5 بالمائة في الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر، ويقل هذا المعدل بدرجة كبيرة عن المستوى المستهدف لبنك اليابان وهو 2 بالمائة. ورغم احتمال أن يمثل الانكماش مخاطرة على الاقتصاد الياباني، إلا أنه من غير المحتمل أن يغير بنك اليابان سياسته في المستقبل القريب.

يُتوقع على نطاق واسع حدوث ارتفاع ثالث في سعر الفائدة في اجتماع الاحتياطي الفيدرالي الأسبوع القادم، حيث ينتظر أن يصل سعر الفائدة إلى 1,5 بالمائة.

لا يزال تشديد أسعار الفائدة الأمريكية يمثل تحدياً كبيراً للاقتصادات الناشئة، الأمر الذي ربما يؤدي إلى مزيد من التقلبات المالية في تلك الدول.

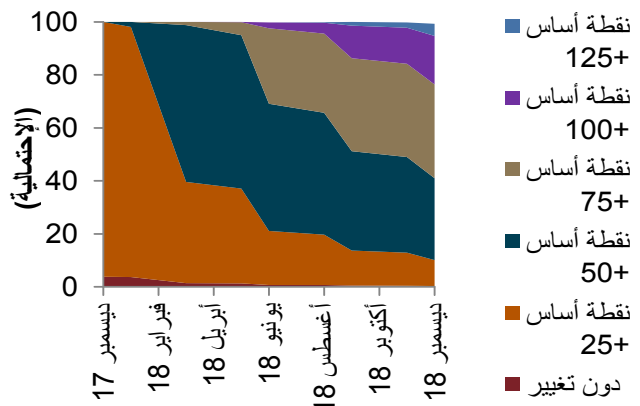
اختار البنك المركزي الأوروبي تقليص حجم التحفيز النقدي لمدة تسعة شهور أخرى، حتى سبتمبر 2018.

شكل 3: تدفقات المحافظ في الأسواق الناشئة



شكل 2: احتمالية رفع سعر الفائدة الأمريكية

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





## الملاحم المستقبلية للأوضاع النقدية والمالية في المملكة

في يونيو عام 2017، اقتضت مؤسسة النقد العربي السعودي "ساما" أثر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، فقامت بزيادة سعر إعادة الشراء العكسي بـ 25 نقطة أساس، ليصل إلى 1,25 بالمائة. لكن "ساما" أبقّت على سعر إعادة الشراء دون تغيير، عند 2 بالمائة، مما أدى إلى قطع استمرار فرق الـ 100 نقطة مئوية بين سعر إعادة الشراء وسعر إعادة الشراء العكسي الذي ظل سائداً على مدى 8 أعوام (شكل 4). ونعتقد أن هذا الإجراء هو جزء من سياسات "ساما" المستمرة لضمان مستويات معقولة من السيولة في النظام المالي المحلي، خاصة في سياق تباطؤ النمو الاقتصادي وزيادة تكلفة التمويل نتيجة لعدة أسباب.

أشار محافظ "ساما" مؤخراً إلى أنه يمكن استخدام عدد من الأدوات للتحكم في السيولة في السوق المحلي. تشمل هذه الأدوات، إنشاء ودائع طويلة الأجل في البنوك، واتفاقيات المبادلة، وكلاهما تم استخدامه في المملكة في أوقات سابقة، كذلك هناك اهتمام جاد باستخدام عمليات السوق المفتوحة. رغم ذلك، وفي ظل مواصلة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تشديد السياسة النقدية في العام القادم، إضافة إلى تقلص الفرق بين سعر إعادة الشراء وسعر إعادة الشراء العكسي، فإننا نتوقع رفع سعر إعادة الشراء إلى 2,5 بالمائة بنهاية عام 2018.

أدى إصدار عدد من الصكوك والسندات خلال الشهور القليلة الماضية، إلى ارتفاع مطلوبات البنوك على القطاع العام إلى 17,1 بالمائة من إجمالي المطلوبات بنهاية أكتوبر 2017، مقارنة بـ 13,6 بالمائة خلال نفس الفترة من العام السابق. أما مطلوبات البنوك على القطاع الخاص، والتي تشكل 83 بالمائة من إجمالي مطلوبات البنوك (تشمل القروض والاستثمارات الأخرى)، فقد ارتفعت بدرجة طفيفة، بنسبة 1 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر، بعد أن ظلت تسجل نمواً سلبياً على مدى ثمانية شهور متتالية حتى أكتوبر.

### تراجع عرض النقود لأول مرة عام 2017

في أكتوبر، عكس عرض النقود الشامل (ن3) مسار نموه الإيجابي الذي تواصل منذ بداية العام، متراجعاً بدرجة طفيفة، بنسبة 0,6 بالمائة، على أساس سنوي، وذلك للمرة الأولى خلال عام 2017. هذا الانخفاض المفاجئ أدى إلى تراجع نمو عرض النقود الشامل إلى -0,1 بالمائة، خلال الفترة من بداية العام وحتى تاريخه، مقابل نمو بنسبة 1,4 بالمائة خلال نفس الفترة من العام الماضي (شكل 5).

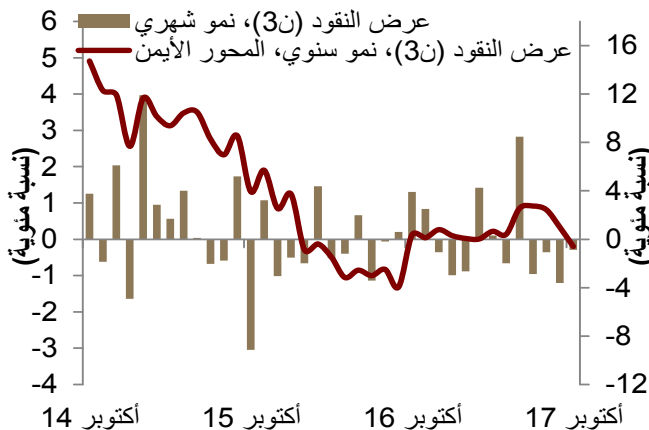
تأثر التحسن الذي شهدته المؤشرات النقدية عام 2017، مقارنة بعام 2016، بعدة عوامل. شملت تلك العوامل، زيادة الإنفاق الحكومي، الذي ارتفع بنسبة 5 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الثالث لعام 2017، حسب آخر [تقرير ربعي حول أداء الميزانية](#) أصدرته وزارة المالية. إضافة إلى ذلك، تمت إعادة بدلات موظفي الحكومة في الربع الثاني لعام 2017، بموجب مرسوم ملكي. كذلك، كان لإصدار سندات وصكوك

اقتضت "ساما" أثر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في يونيو، فقامت بزيادة سعر إعادة الشراء العكسي بـ 25 نقطة أساس، ليصل إلى 1,25 بالمائة.

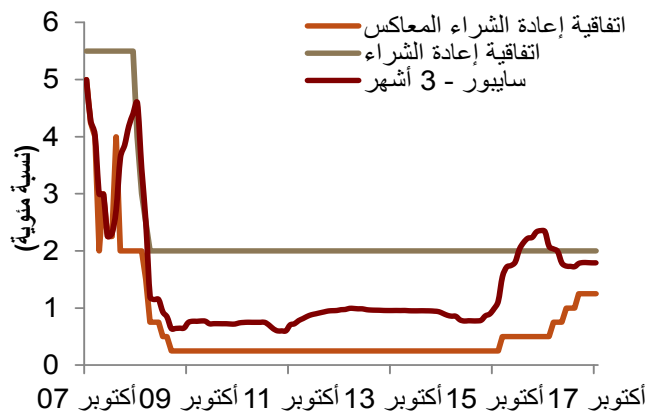
في ظل مواصلة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تشديد السياسة النقدية في العام القادم، إضافة إلى تقلص الفرق بين سعر إعادة الشراء وسعر إعادة الشراء العكسي، نتوقع رفع سعر إعادة الشراء إلى 2,5 بالمائة بنهاية عام 2018.

تراجع عرض النقود الشامل بدرجة طفيفة، بنسبة 0,6 بالمائة، على أساس سنوي، في أكتوبر، وذلك للمرة الأولى خلال عام 2017.

شكل 5: نمو عرض النقود الشامل (ن3)



شكل 4: أسعار الفائدة في المملكة





سيادية في السوق الدولية، والتي بلغ إجماليها خلال العام 81 مليار ريال، تأثير في المؤشرات النقدية. كذلك، انعكس هذا التحسن على تعاملات نقاط البيع والتي سجلت ارتفاعاً كبيراً، بنسبة 4,4 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر (شكل 6).

لكن، التراجع الأخير في عرض النقود بنسبة 0,6 بالمائة، على أساس سنوي، في أكتوبر، ربما يكون ناتجاً عن الاتجاه النازل الذي شهدته مؤخراً الودائع الزمنية والادخارية في النظام المصرفي (أنظر الفقرات أدناه).

#### زيادة في السيولة، مع انكماش في المدخرات:

سجلت الودائع البنكية الإجمالية أداءً مستقرًا، خلال الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر. بالنظر إلى تفاصيل الودائع في أكتوبر 2017، نجد أن المسار النازل خلال الفترة الأخيرة للودائع الزمنية والادخارية في النظام المصرفي ربما يكون قد أدى إلى التراجع الطفيف الذي سجله نمو عرض النقود مؤخرًا، والذي انخفض بنسبة 0,1 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر. ورغم تراجع الودائع الزمنية والادخارية بنسبة 6 بالمائة، خلال الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر، إلا أن هذا التراجع لم تقابله زيادة كبيرة في الودائع تحت الطلب، والتي نمت فقط بنسبة 1,5 بالمائة، خلال الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر. هذا المسار النازل للودائع الزمنية والادخارية تسبب في تراجع مؤشر عرض النقود الضيق (ن2)، والذي يتكون فقط من النقد والودائع الزمنية والادخارية. نتيجة لذلك، أثر التراجع في عرض النقود الضيق (ن2) بصورة سلبية على نمو عرض النقود الشامل (ن3) (شكل 7).

في الشهر الأخير، خفت حدة الضغوط على السيولة وأسعار الفائدة بين البنوك، حيث تراجع سعر سايبور (سعر الفائدة بين البنوك السعودية) لأجل ثلاثة شهور إلى 1,8 بالمائة في أكتوبر 2017، مقابل 2,3 بالمائة في أكتوبر 2016. وكما أشرنا أعلاه، نعتقد أن ذلك يعود إلى عدة عوامل تشمل: إبقاء الحكومة على مستويات مرتفعة من الإنفاق خلال عام 2017، وإصدار سندات دين خارجي، وإعادة البدلات إلى موظفي الحكومة في الربع الثاني لعام 2017، إضافة إلى سياسة "ساما" التي تهدف إلى ضمان توفير سيولة كافية (شكل 8).

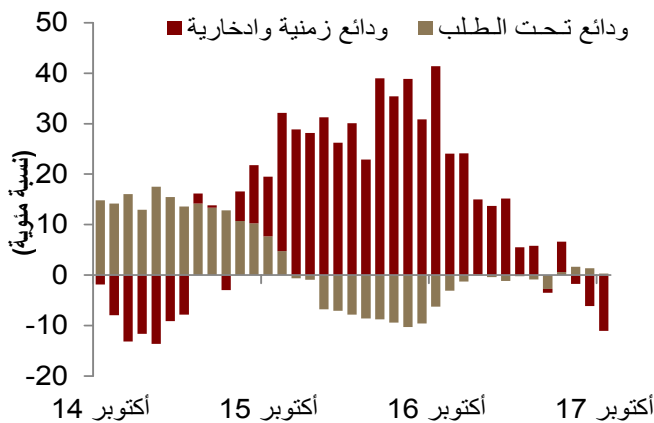
ظل معدل القروض إلى الودائع يسجل ارتفاعاً متواصلًا منذ بداية عام 2017، ليلعب 82,5 بالمائة في أكتوبر، ويقل هذا المعدل بدرجة كبيرة عن الحد الأقصى النظامي المقر من قبل "ساما" وهو 90 بالمائة (شكل 9) (أنظر الفقرات أدناه). بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن تؤدي زيادة الإنفاق الحكومي المنتظرة في الربع الرابع لعام 2017 (كما جاء في تقريرنا بعنوان: [أداء الميزانية في الربع الثالث 2017](#) الصادر في نوفمبر 2017)، إضافة إلى الانتعاش المتوقع في أعمال القطاع الخاص غير النفطي نتيجة لذلك الإنفاق، إلى دعم تحقيق نمو كافي في الودائع المصرفية خلال الفترة المتبقية من العام. علاوة على ذلك، يُتوقع أن يقود تقلص عجز الموازنة الذي شهدناه في الربع الثالث لعام 2017، والذي تراجع بنسبة 9,3 بالمائة، على أساس سنوي، إلى التقليل من الاعتماد على تمويل العجز بواسطة البنوك المحلية، مما يتيح المزيد من السيولة والقروض إلى القطاع الخاص. يتوقع أن يؤدي المسار الصاعد في القروض المصرفية إلى رفع معدل القروض إلى الودائع إلى مستوى أعلى في عام 2018.

المسار النازل خلال الفترة الأخيرة للودائع الزمنية والادخارية في النظام المصرفي، ربما يكون قد أدى إلى التراجع الطفيف الذي سجله نمو عرض النقود مؤخرًا.

في الشهر الأخير، خفت حدة الضغوط على السيولة وأسعار الفائدة بين البنوك، حيث تراجع سعر الفائدة بين البنوك السعودية لأجل ثلاثة شهور إلى 1,8 بالمائة في أكتوبر 2017، مقابل 2,3 بالمائة في أكتوبر 2016.

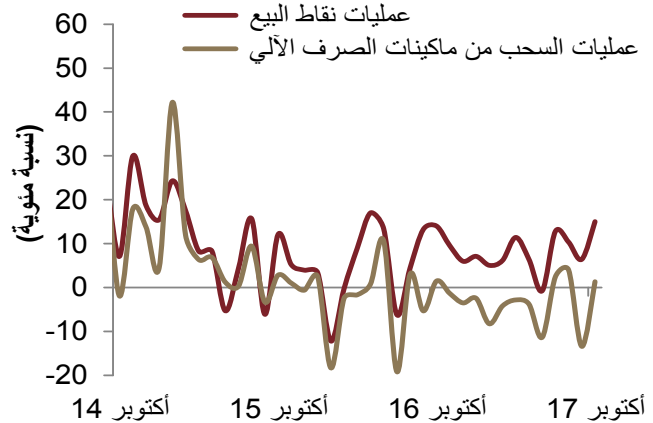
شكل 7: تفاصيل وداائع القطاع الخاص

(التغير السنوي)



شكل 6: تعاملات نقاط البيع والسحوبات النقدية

(التغير السنوي)





### القروض المصرفية إلى القطاع الخاص لا تزال ضعيفة، لكنها سترتفع على الأرجح:

رغم أن القروض المصرفية إلى القطاع الخاص، على أساس سنوي، تراجعت بنسبة 1,5 بالمائة في أكتوبر 2017، لكنها سجلت نمواً ملحوظاً، بلغت نسبته 1 بالمائة، على أساس مقارنة الفترة من بداية العام وحتى تاريخه بالفترة المقابلة من العام الماضي (شكل 10 وشكل 11).

شهدت القروض طويلة الأجل مستويات أعلى من النمو، حيث ارتفعت بنسبة 1,3 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر (شكل 12). ونعتقد أن هذه الزيادة تشير إلى تحسن الثقة في الاقتصاد المحلي، حيث يدل هذا النوع من الائتمان عادة على وجود ثقة في الاقتصاد على المدى الطويل، ويرتبط عموماً بالقروض التي تركز بصورة أكبر على الشركات والاستثمار. علاوة على ذلك، كان نمو القروض طويلة الأجل خلال الفترة من بداية العام وحتى تاريخه هو العامل الرئيسي وراء حماية إجمالي القروض من تراجع أكثر حدة في عام 2017، حيث شكلت تلك القروض نسبة 32 بالمائة من إجمالي القروض في أكتوبر 2017، مقارنة بـ 30 بالمائة قبل عام.

### أداء القطاعات:

تشير أحدث البيانات المتاحة والخاصة بقروض الشركات إلى ارتفاع صافي القروض الجديدة بنحو 12 مليار ريال خلال الفترة من بداية العام وحتى سبتمبر، مقارنة بـ 55 مليار ريال خلال نفس الفترة من عام 2016. وتشير بيانات قروض الشركات للربع الثالث، إلى أنه ضمن القطاع الخاص، ارتفع صافي القروض الجديدة، على أساس سنوي، للشركات في قطاعات التجارة، والنقل والمرافق. كذلك، جاء صافي القروض الجديدة إيجابياً لشركات الخدمات والتمويل، لكنه انخفض لشركات التعدين والصناعة (شكل 13).

نما صافي القروض الجديدة إلى شركات قطاع التجارة بنسبة 20 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى سبتمبر، عاكساً ضعف النمو في الناتج المحلي الإجمالي لقطاع الجملة والتجزئة، بنسبة 0,1 بالمائة خلال النصف الأول لعام 2017. في غضون ذلك، لم يشهد صافي القروض الجديدة إلى شركات قطاع التشييد أي تغييرات كبيرة خلال الفترة من بداية العام وحتى سبتمبر 2017. انعكس التباطؤ في قطاع التشييد في عدد من المؤشرات الأخرى. تراجع الناتج المحلي الإجمالي لقطاع التشييد بنسبة 2,4 بالمائة، على أساس سنوي، في النصف الأول لعام 2017. إضافة إلى ذلك، تراجعت خطابات الاعتماد الصادرة لاستيراد مواد البناء بنسبة 11 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر 2017، مقارنة بنفس الفترة من عام 2016 (شكل 14).

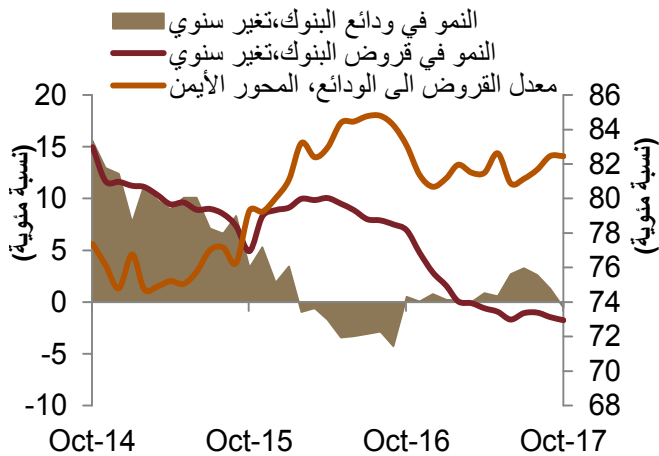
ارتفعت القروض المصرفية إلى القطاع الخاص، بنسبة 1 بالمائة، خلال الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر.

شهدت القروض طويلة الأجل مستويات أعلى من النمو، مرتفعة بنسبة 1,3 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر، في إشارة إلى تحسن مستوى الثقة في الاقتصاد المحلي.

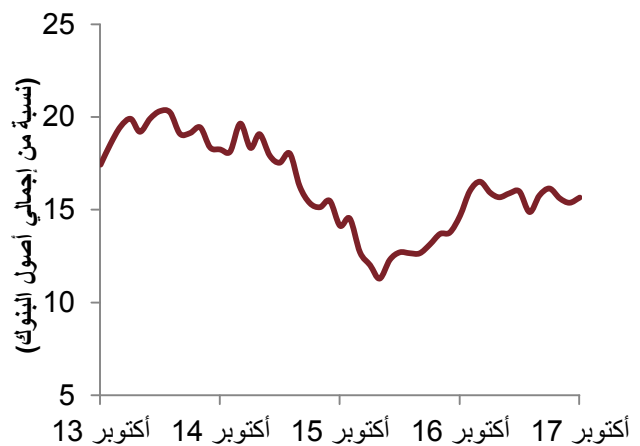
ارتفع صافي القروض الجديدة، على أساس سنوي، للشركات في قطاعات التجارة، والنقل والمرافق.

لم يشهد صافي القروض الجديدة إلى شركات قطاع التشييد أي تغييرات كبيرة خلال الفترة من بداية العام وحتى سبتمبر 2017.

شكل 9: معدل القروض إلى الودائع

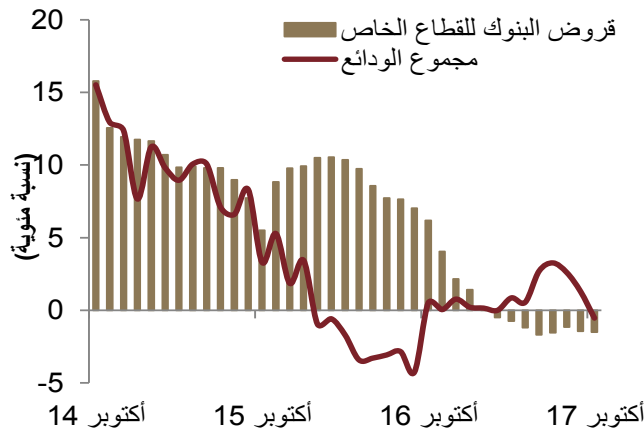


شكل 8: تقديرات فائض السيولة في البنوك المحلية

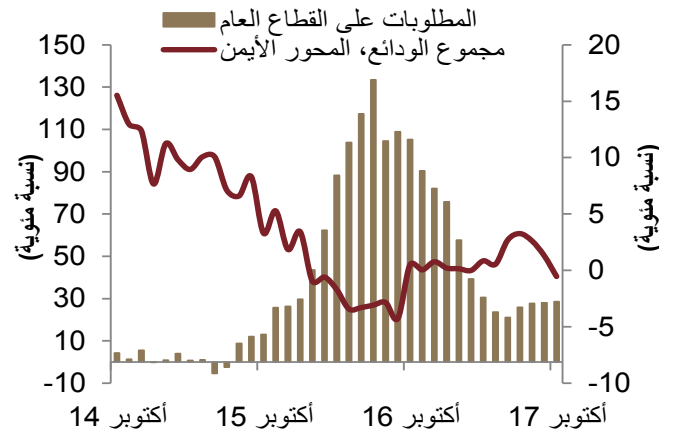




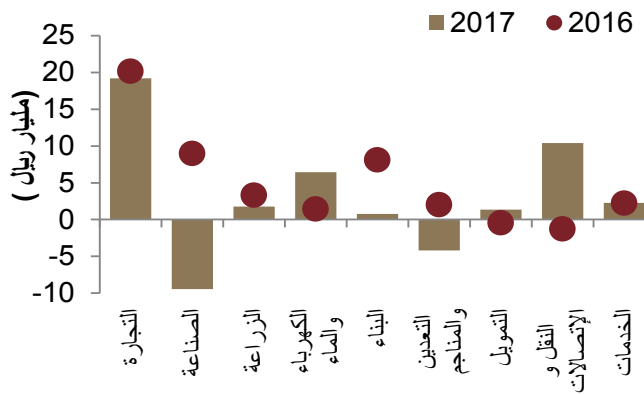
شكل 11: نمو القروض المصرفية إلى القطاع الخاص (التغير السنوي)



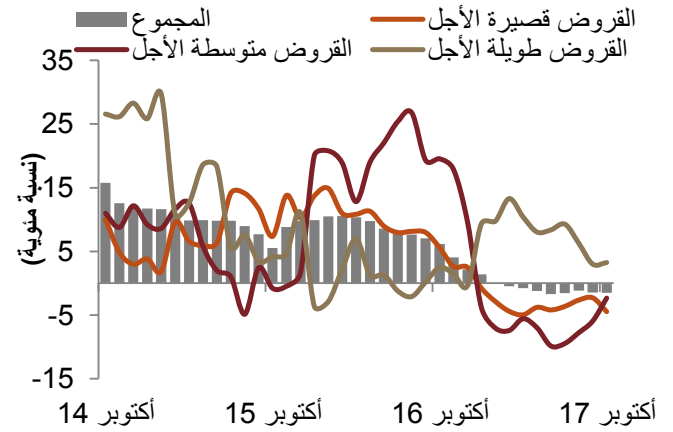
شكل 10: نمو مطلوبات البنوك على القطاع العام (التغير السنوي)



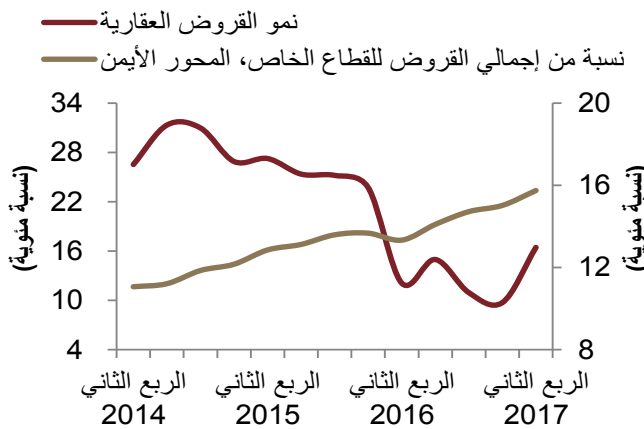
شكل 13: التغير في القروض المصرفية إلى القطاع الخاص (التغير من بداية العام وحتى سبتمبر)



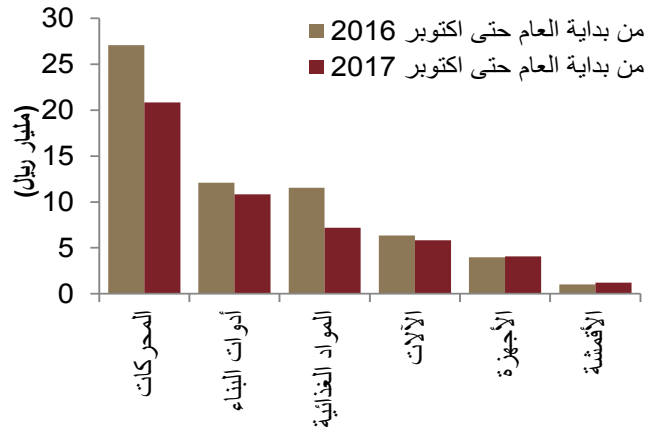
شكل 12: تصنيف القروض، حسب آجال الاستحقاق (التغير السنوي)



شكل 15: نمو القروض العقارية (التغير السنوي)



شكل 14: التغير في خطابات الاعتماد الصادرة من البنوك (التغير من بداية العام وحتى أكتوبر)





## 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 للإستثمار.

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

لقد بذلت شركة جدوى للإستثمار جهداً كبيراً للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو إعلانات 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.