

< شاكرا المصطفى  
اقتصادي  
+965 2259 5356, chakermostafa@nbk.com

< نمر كنفاني  
مدير الدراسات المصرفية والمالية  
+965 2259 5365, nemirkanafani@nbk.com

تطورات سوق أدوات الدين

## عوائد مختلطة في الربع الثاني من العام 2017، والسندات السيادية تتصدر نشاط الإصدار

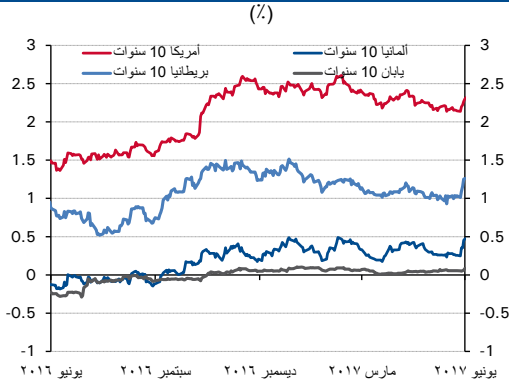
تباينت عائدات أدوات الدين العالمية والخليجية خلال الربع الثاني من العام 2017 وذلك على خلفية تفاعل الأسواق مع آفاق اقتصادية أكثر تفاؤلاً، وتراجع معدلات التضخم إضافة إلى المخاطر الجيوسياسية. وكانت الإصدارات الخليجية قوية إلى حد ما ولكنها أبطئ قليلاً مقارنة بالربع الأول من العام 2017، وجاءت الإصدارات السيادية في الصدارة. وانفردت كل من السعودية وعمان بإصدار أدوات دين عالمية. في حين أدى الخلاف الحالي مع قطر إلى رفع معدلات المخاطر في المنطقة مع وضع بعض الضغوط على السيولة القطرية. ومن المتوقع أن يكون نشاط سوق الدين الرئيسي جيداً خلال النصف الثاني من العام 2017.

وتم تداول العوائد العالمية الأساسية ضمن نطاق محدود تراوح ما بين 28-35 نقطة أساس خلال الربع الثاني من العام 2017. حيث وازن المستثمرون الضبابية الجيوسياسية وتطور التوقعات المتعلقة بالتضخم مقابل خلفية أكثر إيجابية للاقتصاد العالمي. وبصفة عامة، اتخذت العائدات اتجاهات تراجعياً خلال معظم الربع الثاني من العام 2017، وإن كانت قد شهدت ارتفاعين على الرغم من ذلك: أولهما في منتصف مايو وذلك على خلفية بيانات اقتصادية قوية، ومرة أخرى مع نهاية الربع نظراً للتصريحات المتشددة الصادرة عن البنوك المركزية الدولية (البنك المركزي الأوروبي، وبنك إنجلترا المركزي، وبنك الصين المركزي). هذا ولم تحدث خطوة رفع الاحتياطي الفيدرالي لأسعار الفائدة بشكل كامل تأثيراً يذكر على الأسواق، حيث تبعها في ذلك أغلبية البنوك المركزية الخليجية دعماً لارتباط عملاتها بالدولار الأمريكي، في حين لم تقدم البنوك المركزية الرئيسية الأخرى على أي تغيير.

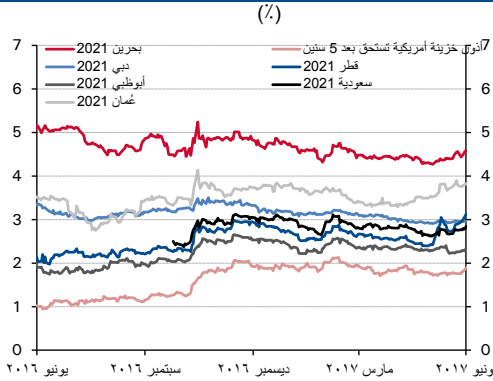
وانخفضت عوائد سندات الخزنة الأمريكية لأجل 10 سنوات خلال الربع الثاني من العام 2017، وأنتهت تلك الفترة على تراجع بواقع 9 نقاط أساس عند معدل 2.35% على الرغم من قيام الاحتياطي الفيدرالي برفع سعر الفائدة في يونيو. وقد برزت الضغوط التراجعية نظراً لتراوح البيانات الاقتصادية ما بين الضعف والاعتدال، ونظراً لقلّة التقدم في تطبيق إصلاحات المجال الصحي والضريبي، ونظراً للأشكالات السياسية والإعلامية المحيطة بالبيت الأبيض. وقد أدى ذلك إلى ترسيخ الشكوك المحيطة بزخم التضخم في المستقبل والسياسات الحكومية الداعمة للنمو على المدى القصير. وشهدت عوائد أدوات الدين الأمريكية أكبر تراجع يومي منذ عام تقريباً (11 نقطة أساس) في 17 مايو عندما ترددت انباء عن تدخل الرئيس ترامب في تحقيق مكتب التحقيقات الفيدرالي.

في حين ارتفعت عوائد السندات الألمانية لأجل 10 سنوات بواقع 14 نقطة أساس خلال الربع الثاني من العام 2017 وبلغت 0.47% في أعقاب الانتخابات الفرنسية والتصريحات المتشددة للبنك المركزي الأوروبي. وقد نتج عن انتخاب إيمانويل ماكرون رئيساً لفرنسا قيام المستثمرين بالتخلي عن استثماراتهم قليلة المخاطرة خلال الربع الثاني من العام 2017، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع عائدات السندات الألمانية لأجل عشر سنوات. إلا أن صدور بيانات تضخم أضعف مما كان متوقعاً، في صالح عدم اتخاذ البنك المركزي الأوروبي لأية

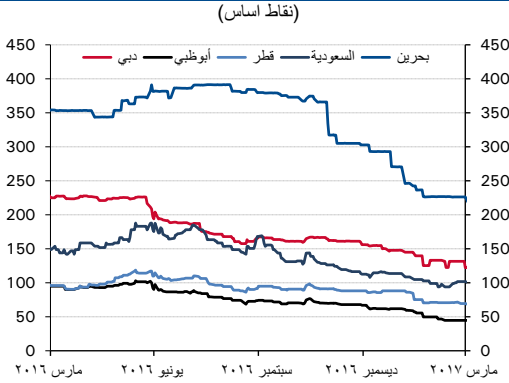
### الرسم البياني 1: العوائد السيادية العالمية



### الرسم البياني 2: العوائد السيادية في دول مجلس التعاون

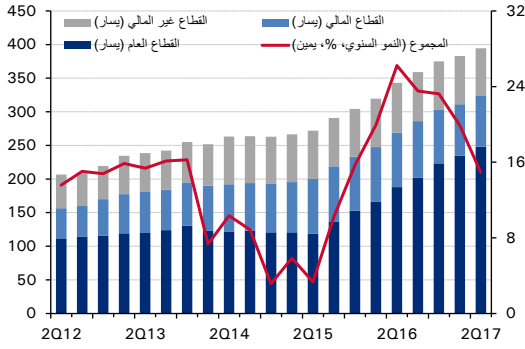


### الرسم البياني 3: مبادلات مخاطر عدم السداد في دول مجلس التعاون لـ 5 سنوات



الرسم البياني 4: مجموع الدين القائم في دول مجلس التعاون

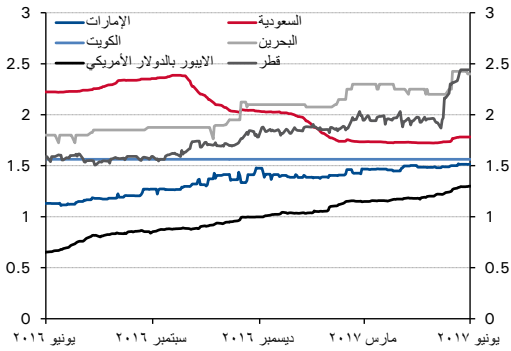
(مليار دولار)



المصدر: زاوية، تومسون رويترز إيكون

الرسم البياني 5: سعر فائدة الإنترنت

(%)



المصدر: تومسون رويترز داتاستريم

خطوات جديدة خلال الاجتماعات المنعقدة في الربع الثاني من العام 2017، قد أدت إلى الحد من ارتفاع العوائد والضغط على انخفاضهم. إلا أن عوائد السندات الألمانية لأجل 10 سنوات ارتفعت لاحقاً وسجلت أعلى معدلاتها منذ الانتخابات الرئاسية الأمريكية، وقفزت بواقع 10 نقاط أساس في 27 يونيو بعد تصريحات رئيس البنك المركزي الأوروبي دراغي. وقد فسرت الأسواق تعليقاته على أنها متشددة بشكل مفاجئ وتم تأكيد ذلك لاحقاً فيما نشهده حالياً من تغيرات في لهجة الافاق المستقبلية للبنك المركزي الأوروبي.

كما ارتفعت عوائد أدوات الدين القطرية والعمانية على خلفية ارتفاع المخاطر الجيوسياسية بالنسبة لقطر اضافة إلى المخاطر المالية لعمان. في حين سجلت عوائد أدوات الدين السيادية الخليجية للدول الأخرى تراجعاً أو تغييراً هامشياً حيث أنها حذت حذو سندات الخزنة الأمريكية.

حيث أدى النزاع القطري مع دول الجوار إلى ارتفاع عوائد السندات السيادية القطرية المستحقة في 2021 متخطية 3% وأنهت الربع الثاني من العام 2017 عند مستوى 3.12%، مرتفعة بواقع 45 نقطة أساس. كما أدت مقاطعة قطر إلى قيام وكالة موديز بمراجعة نظرتها المستقبلية للتصنيف السيادي لقطر وتخفيضها إلى "سلبية".

وقامت وكالة ستاندرد آند بورز بتخفيض التصنيف السيادي لسلطنة عمان إلى ما دون الدرجة الاستثمارية نتيجة لضعف الاحتياطات المالية، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع عوائد السندات العمانية المستحقة في 2021 بواقع 40 نقطة أساس خلال الربع الثاني من العام 2017. حيث تأثرت عمان بتراجع أسعار النفط خلال تلك الفترة مع ارتفاع مستوى العجز المالي في الوقت ذاته.

وظل الاحتياطي الفيدرالي هو البنك المركزي الرئيسي الوحيد الذي يشدد سياسته المالية، حيث قام برفع سعر الفائدة مجدداً في الربع الثاني من العام 2017. وقام الاحتياطي الفيدرالي برفع سعر الفائدة بواقع 25 نقطة أساس إلى 1.00-1.25% في يونيو. وتعد تلك المرة الثانية التي يقدم فيها الاحتياطي الفيدرالي على رفع أسعار الفائدة خلال العام الحالي، وذلك على الرغم من ضعف البيانات القومية إلى حد ما. أما فيما يتعلق بالنظرة المستقبلية لرفع أسعار الفائدة مرة أخرى من قبل الاحتياطي الفيدرالي، فلازلنا نتوقع إقدامه على رفعها مرة ثالثة خلال العام 2017. وتتوقع الأسواق حدوث تلك الخطوة في ديسمبر المقبل بنسبة يقين تصل إلى 50%.

وقد تحول موقف البنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا المركزي إلى التشدد بعد اعتماد نبرة تيسيرية في تصريحاتهم السابقة. حيث قامت التصريحات التيسيرية للبنك الأوروبي المركزي في الربع الثاني من العام 2017 بمساندة بيانات تضخم أضعف مما كان متوقعا، والتي جاءت متناقضة مع المستويات التاريخية لمؤشرات مديري المشتريات والنمو الجيد للناتج المحلي الإجمالي. إلا ان تصريحات البنك الأوروبي المركزي في اجتماع السياسة المنعقد في 8 يونيو وما تبعها من تصريحات محافظ البنك دراغي في 26 يونيو خلال مؤتمر للبنك المركزي الأوروبي قد أبدت قبولاً تدريجياً لافاق مستقبلية أكثر تفاؤلاً. وفسر المستثمرون النبرة الإيجابية الجديدة كتمهيد لسياسة نقدية أكثر تشدداً. من جهة أخرى، فإن بنك إنجلترا المركزي قدم مفاجئة باقتراحه من رفع أسعار الفائدة مع تصويت ثلاثة من أصل ثمانية أعضاء لصالح رفع الفائدة بدافع من تزايد الضغوط التضخمية. وقد دلل على ذلك لاحقاً التعليقات التشددية التي صرح بها السيد كارني، محافظ بنك إنجلترا المركزي .

وحدت البنوك المركزية الخليجية حذو الاحتياطي الفيدرالي ورفعت أسعار الفائدة بواقع 25 نقطة أساس، باستثناء عمان والكويت. وجاءت تلك الخطوة تماشياً مع الحاجة لدعم ارتباط عملاتها بالدولار الأمريكي. أما بالنسبة لعمان، فتعد تلك المرة الثالثة التي تتغاضي فيها عن رفع أسعار الفائدة على الرغم من ارتباط عملتها بالدولار، في حين تعد تلك المرة الأولى للكويت. إلا ان بنوكهم المركزية قد قامت برفع أسعار إعادة الشراء بهدف حماية الارتباط بالدولار بدون الاضرار بنمو الائتمان المحلي .

من جانب آخر، تراجعت إصدارات أدوات الدين الخليجية في الربع الثاني من العام 2017 نظراً لتزامنه مع شهر رمضان المبارك وإن ظلت قوية على الرغم من ذلك. وبلغ إجمالي الإصدارات 20 مليار دولار مقابل 26 مليار دولار في الربع الأول من العام 2017، بدافع من نشاط الإصدارات السيادية في الأساس. وكانت أنشطة القطاع الخاص قليلة إلى حد ما خلال الربع الثاني من العام 2017، وتعزى أغلبية تلك الأنشطة للبنوك. وارتفع إجمالي الديون المستحقة بمعدل 11 مليار دولار وبلغت 394 مليار دولار.

وظل نشاط الإصدارات السيادية قوياً خلال الربع الثاني من العام 2017 وبلغت قيمة الإصدارات الجديدة 18 مليار دولار بصدارة السعودية بصفة أساسية وبمساعدة كل من قطر وعمان والكويت. واقتصر التطرق إلى الأسواق العالمية على كل من عمان والسعودية فقط بإصدارهما صكوك بقيمة 2 مليار دولار وسندات بقيمة 9 مليار دولار على التوالي. وقد حظيت تلك الإصدارات بقبول حسن حتى على الرغم من تخفيض التصنيف الائتماني لعمان إلى ما دون الدرجة الاستثمارية بما يعكس قوة جاذبية أدوات الدين الخليجية. كما قامت قطر والكويت بإصدار سندات محلية بقيمة 3.5 مليار دولار و2 مليار دولار على التوالي.

وقد ارتفعت مخاطر الاستثمار في المنطقة في أعقاب النزاع القائم بين قطر وأربعة دول عربية متحالفة. وارتفعت أسعار مبادلة مخاطر الائتمان بصفة عامة مع محاولة المستثمرين استيعاب الموقف. وكانت قطر الأكثر تضرراً، حيث بلغت أسعار مبادلة مخاطر الائتمان 118 نقطة أساس، مرتفعة بواقع 48 نقطة أساس خلال الربع الثاني من العام 2017، فيما يعد أعلى معدلاتها منذ عام. أما بالنسبة لباقي الدول الخليجية الأخرى، فقد ارتفعت أسعار مبادلة مخاطر الائتمان الخاصة بها ما بين 5 نقاط و13 نقطة أساس.

كما أثر الخلاف على السيولة القطرية، مع ارتفاع معدلات سعر الفائدة بين البنوك لأجل ثلاثة أشهر بواقع 50 نقطة أساس في الربع الثاني من العام 2017، وابتعاد المؤسسات في الدول المعنية، سواء الخاصة منها أو المالية، عن التعامل مع البنوك القطرية. أما بالنسبة لأسعار الفائدة بين البنوك في باقي دول مجلس التعاون الخليجي فقد ارتفعت لاستيعاب رفع الاحتياطي الفيدرالي لأسعار الفائدة، وتراوحت الزيادة في حدود 5 نقاط إلى 18 نقطة أساس.

ومن المتوقع ان يبقى إصدار أدوات الدين الخليجية قوياً على مدار العام 2017، نظراً لاستمرار الدول التماس وسائل منخفضة التكلفة لتمويل عجز الموازنة إلا انها سوف تستمر في مواجهة مخاطر متزايدة. وقد أثرت الخلافات الجيوسياسية مع قطر بالفعل على ثقة المستثمر، وقد تعرقل نشاط الإصدارات الإقليمية في المستقبل لا سيما إذا تصاعدت حدة الخلافات أو طال أمدها. كما تشكل التقلبات الحالية في أسعار النفط عامل خطر آخر، مع عدم قدرة أسعار النفط على التعافي على الرغم من قيام الأوبك بتمديد اتفاقية خفض الإنتاج. إلى جانب ذلك، فان انتعاش النمو العالمي وتوقع رخص سعر الدولار نسبياً قد يؤدي إلى

## تحويل اهتمام المستثمرين إلى أسواق دين أخرى.

الجدول 1: الإصدارات الخليجية الجديدة حسب القطاع (مليار دولار)							
الربع الثاني 17	الربع الأول 17	الربع الرابع 16	الربع الثالث 16	الربع الثاني 16	الربع الأول 16	الربع الرابع 15	الربع الثالث 15
18.2	20.0	23.5	18.5	27.0	15.8	20.8	21.2
1.7	4.7	1.4	3.3	5.6	2.1	4.3	0.6
0.5	1.5	2.3	0.3	3.5	1.0	1.0	2.0
20.4	26.1	27.2	22.1	36.2	18.9	26.1	23.7

المصدر: زاوية، تومسون رويترز إيكون، بنك الكويت المركزي، الأخبار

الجدول 2: الإصدارات الخليجية الجديدة حسب الدولة (مليار دولار)							
الربع الثاني 17	الربع الأول 17	الربع الرابع 16	الربع الثالث 16	الربع الثاني 16	الربع الأول 16	الربع الرابع 15	الربع الثالث 15
0.0	1.1	2.8	0.8	1.2	0.0	1.5	1.5
3.2	11.6	4.4	2.5	4.6	2.1	0.9	1.2
2.9	5.0	0.3	2.0	3.3	0.4	0.9	0.9
3.5	5.1	1.0	4.3	12.6	1.7	3.0	2.9
9.5	0.0	17.5	11.5	6.4	12.8	18.1	17.2
1.3	3.4	1.3	1.1	8.1	2.0	1.6	0.2
20.4	26.1	27.2	22.1	36.2	18.9	26.1	23.7

المصدر: زاوية، تومسون رويترز إيكون، بنك الكويت المركزي، الأخبار

## Head Office

**Kuwait**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Abdullah Al-Ahmed Street  
P.O. Box 95, Safat 13001  
Kuwait City, Kuwait  
Tel: +965 2242 2011  
Fax: +965 2259 5804  
Telex: 22043-22451 NATBANK  
[www.nbk.com](http://www.nbk.com)

## International Network

**Bahrain**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Zain Branch  
Zain Tower, Building 401, Road 2806  
Seef Area 428, P. O. Box 5290, Manama  
Kingdom of Bahrain  
Tel: +973 17 155 555  
Fax: +973 17 104 860

National Bank of Kuwait SAKP  
Bahrain Head Office  
GB Corp Tower  
Block 346, Road 4626  
Building 1411  
P.O. Box 5290, Manama  
Kingdom of Bahrain  
Tel: +973 17 155 555  
Fax: +973 17 104 860

**United Arab Emirates**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Dubai Branch  
Latifa Tower, Sheikh Zayed Road  
Next to Crown Plaza  
P.O.Box 9293, Dubai, U.A.E  
Tel: +971 4 3161600  
Fax: +971 4 3888588

National Bank of Kuwait SAKP  
Abu Dhabi Branch  
Sheikh Rashed Bin Saeed  
Al Maktoom, (Old Airport Road)  
P.O.Box 113567, Abu Dhabi, U.A.E  
Tel: +971 2 4199 555  
Fax: +971 2 2222 477

**Saudi Arabia**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Jeddah Branch  
Al Khalidiah District,  
Al Mukmal Tower, Jeddah  
P.O.Box: 15385 Jeddah 21444  
Kingdom of Saudi Arabia  
Tel: +966 2 603 6300  
Fax: +966 2 603 6318

**Jordan**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Amman Branch  
Shareef Abdul Hamid Sharaf St  
P.O. Box 941297, Shmeisani,  
Amman 11194, Jordan  
Tel: +962 6 580 0400  
Fax: +962 6 580 0441

**Lebanon**  
National Bank of Kuwait  
(Lebanon) SAL  
BAC Building, Justinien Street, Sanayeh  
P.O. Box 11-5727, Riad El-Solh  
Beirut 1107 2200, Lebanon  
Tel: +961 1 759700  
Fax: +961 1 747866

**Iraq**  
Credit Bank of Iraq  
Street 9, Building 187  
Sadoon Street, District 102  
P.O. Box 3420, Baghdad, Iraq  
Tel: +964 1 7182198/7191944  
+964 1 7188406/7171673  
Fax: +964 1 7170156

**Egypt**  
National Bank of Kuwait - Egypt  
Plot 155, City Center, First Sector  
5th Settlement, New Cairo  
Egypt  
Tel: +20 2 26149300  
Fax: +20 2 26133978

**United States of America**  
National Bank of Kuwait SAKP  
New York Branch  
299 Park Avenue  
New York, NY 10171  
USA  
Tel: +1 212 303 9800  
Fax: +1 212 319 8269

**United Kingdom**  
National Bank of Kuwait  
(International) Plc  
Head Office  
13 George Street  
London W1U 3QJ  
UK  
Tel: +44 20 7224 2277  
Fax: +44 20 7224 2101

National Bank of Kuwait  
(International) Plc  
Portman Square Branch  
7 Portman Square  
London W1H 6NA, UK  
Tel: +44 20 7224 2277  
Fax: +44 20 7486 3877

**France**  
National Bank of Kuwait  
(International) Plc  
Paris Branch  
90 Avenue des Champs-Elysees  
75008 Paris  
France  
Tel: +33 1 5659 8600  
Fax: +33 1 5659 8623

**Singapore**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Singapore Branch  
9 Raffles Place # 44-01  
Republic Plaza  
Singapore 048619  
Tel: +65 6222 5348  
Fax: +65 6224 5438

**China**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Shanghai Representative Office  
Suite 1003, 10th Floor, Azia Center  
1233 Lujiazui Ring Road  
Shanghai 200120, China  
Tel: +86 21 6888 1092  
Fax: +86 21 5047 1011

## NBK Capital

**Kuwait**  
NBK Capital  
38th Floor, Arraya II Building, Block 6  
Shuhada'a street, Sharq  
PO Box 4950, Safat, 13050  
Kuwait  
Tel: +965 2224 6900  
Fax: +965 2224 6904 / 5

**United Arab Emirates**  
NBK Capital Limited - UAE  
Precinct Building 3, Office 404  
Dubai International Financial Center  
Sheikh Zayed Road  
P.O. Box 506506, Dubai  
UAE  
Tel: +971 4 365 2800  
Fax: +971 4 365 2805

## Associates

**Turkey**  
Turkish Bank  
Valikonagl CAD. 7  
Nisantasi, P.O. Box. 34371  
Istanbul, Turkey  
Tel: +90 212 373 6373  
Fax: +90 212 225 0353