

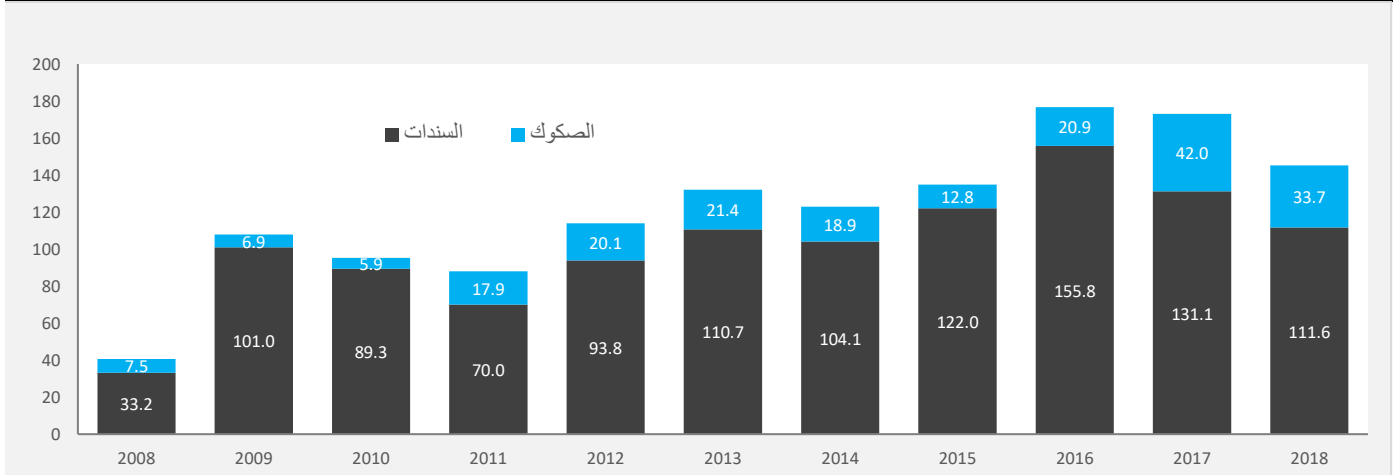
يناير 2019

سوق الدخل الثابت بدول مجلس التعاون الخليجي – العام 2018: العام الذي انقضى...

استمرار نشاط الشركات في سوق أدوات الدين الرئيسية في المنطقة، في حين هدأت وتيرة الإصدارات الحكومية في العام 2018...

بعد ثلاثة أعوام متتالية من النمو وارتفاع عدد الاصدارات إلى ارقام قياسية في العام 2017، هدأت وتيرة أنشطة سوق الدخل الثابت في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي مع تراجع اصدارات السندات والصكوك بنسبة 14.1 في المائة في العام 2018 لتصل إلى 105.9 مليار دولار أمريكي. وتراجعت الإصدارات الحكومية خلال العام بمعدل الثلث تقريباً وتم تعويضه جزئياً بزيادة إصدارات الشركات بنسبة قاربت 20 في المائة. كما انخفضت الإصدارات في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا على نطاق واسع خلال العام بنسبة 16 في المائة لتصل قيمتها إلى 145 مليار دولار أمريكي مقابل 173 مليار دولار أمريكي خلال العام 2017 فيما يعزى في المقام الأول إلى تراجع إصدارات السندات في دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا غير التابعة لمجلس التعاون الخليجي.

## اصدار السندات والصكوك في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (مليار دولار أمريكي)



المصدر: بلومبيرج وبيحوث كامكو

وكان لتوجهات سوق النفط تأثيراً واضحاً على كلا من إصدارات الحكومة والشركات في المنطقة، حيث ساهم النمو على اساس سنوي الذي سجله متوسط اسعار النفط في العام 2018 مقابل العام 2017 في دعم الخزائن الحكومية، مما أدى إلى تراجع الحاجة لمتطلبات التمويل الخارجي لدعم خطط الإنفاق الحكومية الكبرى التي لم يبدو عليها اي تأثير بالأوضاع، وإن كان التراجع الحاد بنهاية العام أدى إلى ظهور توقعات أكثر حذراً ونظرة مستقبلية متحفظة على المدى القريب. ووفقاً لحسابات بحوث "كامكو" وبيانات صندوق النقد الدولي، من المتوقع الآن أن تنقل مستويات عجز الموازنات الخليجية في العام 2018 إلى 14 مليار دولار أمريكي (-0.9 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي) اي بتراجع تصل نسبته إلى 82 في المائة مقارنة بعجز موازنات العام 2017 (79 مليار دولار أمريكي) وذلك وفقاً للتقديرات العامة للموازنة المالية الحكومية الصادرة عن صندوق النقد الدولي.

واحتفظت الشركات بصدارتها على صعيد نمو اصداراتها من السندات والصكوك خلال العام. حيث قامت الشركات الخليجية بجمع 47.2 مليار دولار امريكي في سوق السندات والصكوك خلال العام 2018 مقابل 39.5 مليار دولار أمريكي في العام 2017، مع تميز معظمها بنظرة "مستقرة" من وكالات التصنيف الائتماني. بالإضافة إلى ذلك، فإن تقلبات أسواق الأوراق المالية الإقليمية عززت التوجه نحو مزيداً من إصدارات السندات في سوق الدين. كما استفادت الشركات من انخفاض معدلات الفائدة حيث قام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي برفع أسعار الفائدة أربع مرات خلال العام 2018 وتمت تمرير زيادات مماثلة من قبل معظم الجهات التنظيمية الخليجية نظراً لارتباط عملات معظم تلك الدول بالدولار الأمريكي. من جهة أخرى، أدى ارتفاع أسعار الفائدة في كافة أنحاء العالم إلى انخفاض عائدات السندات للمستثمرين على الرغم من ضعف تأثير هذا العامل على ادوات الدين الخليجية بعد انضمامها لمؤشر جي بي مورجان لسندات الأسواق الناشئة خلال العام، الأمر الذي ساهم في تزايد الطلب على ادوات الدين الإقليمية من قبل المستثمرين الأجانب.

وفيما يتعلق بالتصنيفات السيادية، فقد استمرت أغلبية دول مجلس التعاون الخليجي في الاحتفاظ بتصنيفها الائتماني عند درجة الاستثمار بنهاية العام بصدارة كل من أبو ظبي والكويت. في حين قامت وكالة فيتش للتصنيف الائتماني مؤخراً بتخفيض التصنيف السيادي لسلسلة عمان إلى ما دون درجة الاستثمار بما يعكس اتساع فجوة العجز المالي إلى 10 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في العام 2019 تحت افتراض بلوغ سعر النفط إلى 65 دولار أمريكي للبرميل. كما تغيرت النظرة المستقبلية للبحرين من مستقرة إلى سلبية.

## رفع اسعار الفائدة الامريكية والخليجية

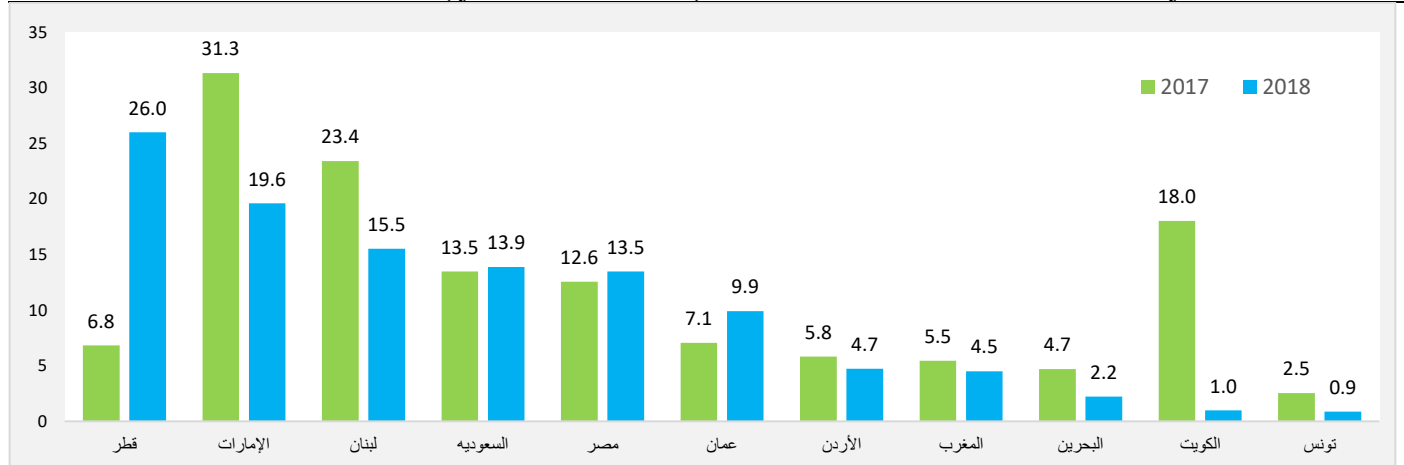
بعد قيام الاحتياطي الفيدرالي الامريكي برفع أسعار الفائدة ثلاث مرات في العام 2017، قام برفعها أربع مرات اخرى في العام 2018 بإجمالي 100 نقطة اساس بواقع 25 نقطة اساس كل مرة لتتراوح ما بين 2.25 في المائة و2.5 في المائة. حيث ان استمرار قوة المقومات الاقتصادية في الولايات المتحدة مع التوقعات الداعمة لتسارع وتيرة النمو الاقتصادي بفضل البيانات الداعمة لكل من معدلات العمالة والتضخم، كل ذلك ساهم في دعم رفع معدلات الفائدة خلال العام 2018. إلا ان توقعات العام 2019 قد تراجعت إلى حد ما مع الاعلان عن الارتفاعات الأخيرة لأسعار الفائدة حيث تتوقع اللجنة حالياً رفع أسعار الفائدة مرتين فقط في العام 2019 بدلاً مما كان متوقفاً في السابق برفعها ثلاث مرات. كما تم تخفيض توقعات معدل الفائدة على المدى الطويل من 3 في المائة في توقعات سبتمبر 2018 إلى 2.8 في المائة وفقاً لأحدث التوقعات. وتم خفض توقعات العام 2019 من 3.1 في المائة إلى 2.9 في المائة، في حين تم خفض توقعات عامي 2020 و2021 من 3.4 في المائة إلى 3.1 في المائة.

وكانت ارتفاعات أسعار الفائدة لدول مجلس التعاون الخليجي أكثر تنوعاً نظراً لاستخدام البنوك المركزية أدوات مختلفة رداً على رفع أسعار الفائدة الأمريكية. حيث أبقى بنك الكويت المركزي على سعر الخصم دون تغيير بعد رفعه في الربع الأول من العام 2018 من 2.75 في المائة إلى 3.0 في المائة بعد الاحتفاظ بنفس المعدل لمدة عام. في حين قام مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي، استجابة منه لرفع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة، برفع أسعار الفائدة على شهادات الإيداع ومعدل اتفاقية إعادة الشراء (الريبو) الذي ينطبق على اقتراض سيولة قصيرة الأجل بواقع 25 نقطة اساس. وقام مصرف البحرين المركزي برفع سعر الفائدة لمدة أسبوع وودائع الليلة الواحدة وسعر الفائدة على تسهيلات الإقراض لتصل إلى 2.75 في المائة و2.5 في المائة و4.5 في المائة، على التوالي. كما قامت السعودية أيضاً برفع معدل اتفاقية إعادة الشراء (الريبو) واتفاقيات إعادة الشراء المعاكس (الريبو العكسي) بواقع 25 نقطة اساس إلى 300 نقطة اساس و250 نقطة اساس، على التوالي.

وشهدت مؤشرات الدخل الثابت الإقليمية اتجاهًا إيجابيًا خلال العام، في حين تراجعت مؤشرات الدخل الثابت العالمية في العام 2018. حيث سجل مؤشر سندات وصكوك دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا نمواً - وان كان هامشياً - بنسبة 0.4 في المائة خلال العام

2018، في حين تراجع المؤشر العالمي لأدوات الدين المصنفة بدرجة الاستثمار ومؤشر الصكوك العالمية بنسبة 1.2 في المائة و4.1 في المائة، على التوالي.

## إصدار السندات في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (مليار دولار أمريكي)



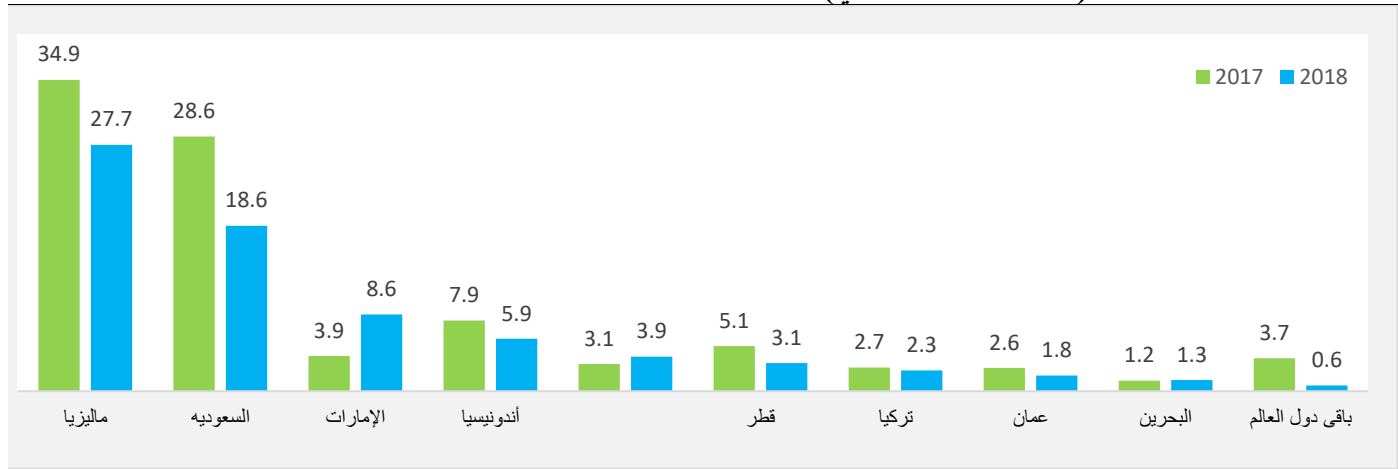
المصدر: بلومبيرج وبحث كامكو

تراجعت إصدارات السندات في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا للعام الثاني على التوالي في العام 2018 نظراً لتراجع الإصدارات في الدول التابعة وغير التابعة لمجلس التعاون الخليجي. فمن حيث نوع الادوات المصدرة، تراجعت الاصدارات الحكومية بحوالي الربع لتصل إلى 76.1 مليار دولار امريكي في العام 2018 بينما ارتفعت إصدارات الشركات بنسبة 19.8 في المائة حيث بلغت 35.5 مليار دولار امريكي. وبلغ إجمالي قيمة السندات الصادرة عن دول مجلس التعاون الخليجي 72.6 مليار دولار أمريكي، بتراجع بلغت نسبته 10.9 في المائة مقابل 81.4 مليار دولار امريكي في العام 2017. وكانت قطر هي أكبر الجهات المصدرة للسندات خلال العام، حيث ازداد إجمالي الإصدارات بنحو 300 في المائة وصولاً إلى 26 مليار دولار امريكي في العام 2018 مقابل 6.8 مليار دولار أمريكي في العام 2017. وتعزى تلك الزيادة لارتفاع الاصدارات الحكومية التي قفزت بنسبة 400 في المائة لتصل إلى 16.6 مليار دولار أمريكي في العام 2018 مقابل 3.5 مليار دولار امريكي في العام 2017. كما ارتفعت إصدارات الشركات في قطر بنسبة 180 في المائة حيث بلغت 9.4 مليار دولار امريكي في العام 2018 مقابل 3.4 مليار دولار امريكي في العام 2017. وكانت الإمارات ثاني أكبر جهة مصدرة لأدوات الدين والتي بلغت قيمتها 19.6 مليار دولار أمريكي خلال العام 2018، بتراجع حاد من 31.3 مليار دولار امريكي في العام 2017. ويعزى هذا التراجع في الامارات بصفة اساسية لانسحاب الحكومة بشكل كامل تقريباً من السوق الرئيسي، حيث لم تتخطى اصداراتها أكثر من 0.3 مليار دولار امريكي فقط خلال العام مقابل 10.0 مليار دولار امريكي في العام السابق. من جهة أخرى، ظلت الشركات نشطة على الرغم من تراجع الاصدارات بنسبة 9.5 في المائة إلى 19.3 مليار دولار امريكي في العام 2018 مقابل 21.3 مليار دولار امريكي في العام 2017. وكانت السعودية ثالث أكبر مصدر في دول مجلس التعاون الخليجي بإصدارها ادوات دين جديدة بلغت قيمتها 13.8 مليار دولار امريكي في العام 2018، أي بنمو هامشي بلغت نسبته 2.9 في المائة مقارنة بالعام 2017. في حين ارتفعت إصدارات عمان بنسبة 40 في المائة حيث اتجهت كلا من الحكومة والشركات على حد سواء لاتخاذ طريق الدخل الثابت لتمويل

الاستثمارات. أما على صعيد الدول غير الخليجية، فقد كان لبنان ثالث أكبر مصدر للسندات في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا حيث بلغ إجمالي الإصدارات اللبنانية 15.5 مليار دولار أمريكي في العام 2018 بانخفاض يقدر بحوالي الثلث مقابل 23.4 مليار دولار أمريكي في العام 2017. وارتفعت إصدارات مصر بواقع 7.2 مليار دولار أمريكي لتصل إلى 13.5 مليار دولار في حين بلغت قيمة إصدارات المغرب 4.5 مليار دولار أمريكي، بتراجع بلغت نسبته 17.4 في المائة مقارنة بالعام 2017.

لا تزال التوقعات الخاصة بإصدارات السندات الخليجية تتسم بالتفاؤل نظراً لمتطلبات الموازنات حيث تواصل أغلبية الحكومات الإنفاق على البنية التحتية بينما تظل أسعار النفط دون المستويات التاريخية. وأشارت السعودية إلى أنها ستقوم بإصدار أدوات دين بقيمة 32 مليار دولار أمريكي خلال العام 2019 في السوق الدولية لتمويل عجز الموازنة. وباعتبار التقلبات التي تشهدها أسواق الأوراق المالية، وفي ظل توقع استمرار تراجع أسعار النفط، نتوقع أن يزيد مصدري النفط في دول مجلس التعاون الخليجي من إصدارات السندات في العام 2019. وقد استمرت إصدارات الشركات في الارتفاع على مدى ثلاثة أعوام متتالية ومع توقع نمو سوق المشاريع وتزايد النشاط الاقتصادي في المنطقة، فإننا نتوقع تزايد إصدارات الشركات في المنطقة.

## إصدار الصكوك العالمية (مليار دولار أمريكي)



المصدر: بلومبيرج وبحث كامكو

بعد عامين متتاليين من النمو في عامي 2016 و2017، انخفضت الإصدارات العالمية من الصكوك بنسبة 21.6 في المائة في العام 2018 لتصل إلى 73.7 مليار دولار أمريكي مقابل 93.7 مليار دولار أمريكي في العام 2017. وجاء هذا التراجع الحاد في المقام الأول على خلفية الانخفاض بنسبة 20.8 في المائة في إصدارات ماليزيا والتي بلغت قيمتها 27.7 مليار دولار أمريكي في العام 2018 مقابل 34.9 مليار دولار أمريكي في العام 2017. في حين كان تراجع إصدارات الصكوك السعودية أعلى بنسبة 35.1 في المائة حيث بلغت قيمتها 18.6 مليار دولار أمريكي في العام 2018 مقابل 28.6 مليار دولار أمريكي في العام 2017. وكانت الإمارات هي المصدر الإسلامي الوحيد الذي شهد تزايد إصدارات الصكوك بأكثر من الضعف في العام 2018 بقيمة إجمالية بلغت 8.6 مليار دولار أمريكي مقابل 3.9 مليار دولار أمريكي في العام السابق. أما من حيث نوعية المصدرين، واصلت الجهات السيادية ريادتها كأكثر الجهات المصدرة

للسكوك في العام 2018. كما احتفظت اصدارات الشركات بقوتها مرة اخرى خلال العام، بنمو بلغت نسبته 4.2 في المائة بالنسبة لإصدارات السكوك التي بلغت قيمتها 28.5 مليار دولار امريكي في العام 2018 مقابل 27.4 مليار دولار امريكي في العام 2017. في المقابل، شهدت الإصدارات الحكومية تراجعاً حاداً في العام 2018 وتراجعت بمعدل الثلث تقريباً لتصل إلى 45.2 مليار دولار امريكي مقابل 66.3 مليار دولار امريكي في العام 2017.

ومن المتوقع أن تشهد إصدارات السكوك في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا ارتفاعاً على المدى القريب نظراً لزيادة شعبية الأدوات الإسلامية مع الرقابة التنظيمية والمتطورة والقوية. علاوة على ذلك، يعمل المنظمون أيضاً على توسيع نطاق وصول السكوك للمستثمرين الأفراد. على سبيل المثال، سهلت لجنة الأوراق المالية الماليزية على المستثمرين الأفراد شراء السندات والسكوك الصادرة في السوق المحلية وخففت متطلبات التوثيق للمصدرين. وبالمثل، تخطط ناسداك دبي أيضاً للسماح للمستثمرين الأفراد بالاستثمار في سوق السكوك في العام 2019 وإدخال سكوك التجزئة وفرض حد أدنى لقيمة الاستثمار وسعر فائدة متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية. كما ان إدراج اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي في مؤشر السندات العالمية سيكون له اثراً إيجابياً على سوق السكوك وسيجذب رؤوس الأموال من المستثمرين الدوليين ممن يبحثون عن فرص للاستثمار في السكوك السيادية الأعلى تصنيفاً.