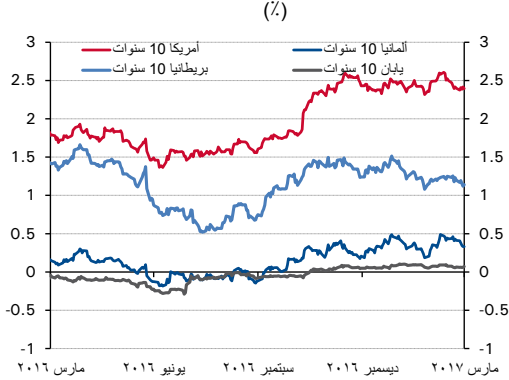


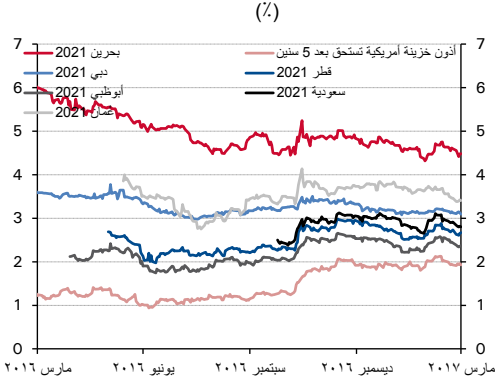
< شاكرا المصطفى  
إقتصادي  
+965 2259 5356, chakermostafa@nbk.com

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

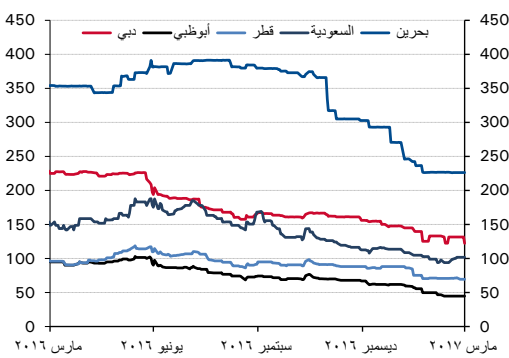
### الرسم البياني ١: العوائد السيادية العالمية



### الرسم البياني ٢: فارق العوائد السيادية في دول مجلس التعاون من أدون خزينة أمريكية تستحق في ٥ سنوات



### الرسم البياني ٣: مبادلات مخاطر عدم السداد في دول مجلس التعاون ل ٥ سنوات (نقاط أساس)



## تطورات سوق أدوات الدين

# عوائد أدوات الدين تنخفض في الربع الأول من العام، وانتعاش إصدار السندات بقيادة الكويت

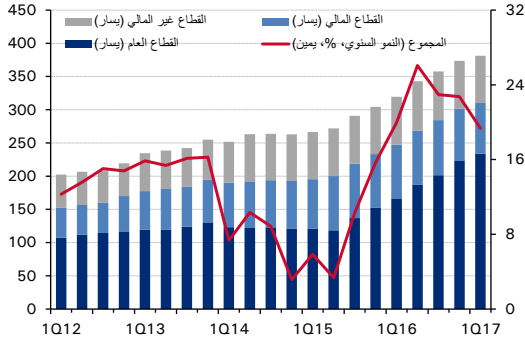
تحركت عوائد أدوات الدين العالمية ضمن نطاق ضيق خلال الربع الأول من العام ٢٠١٧ أثر تعديل الأسواق لأوضاعها وذلك ترقباً لأفاق مستقبلية أكثر تفاؤلاً إضافة إلى ارتفاع المخاطر السياسية، في حين تراجعت عوائد أدوات الدين الخليجية خلال هذا الربع. من جهة أخرى، انتعشت الإصدارات في دول مجلس التعاون الخليجي بقيادة أدوات الدين السيادية، بتصدر الكويت. كما ظلت الإصدارات العالمية قوية على الصعيد السيادي، الأمر الذي ساهم في تخفيف القيود على السيولة الإقليمية. ويتوقع أن يكون سوق أدوات الدين الأولي في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي قوياً خلال تسعة أشهر المتبقية من العام وخاصة في ضوء الحاجة لتمويل العجز الكبير في الموازنات.

حيث تم تداول السندات الحكومية المعيارية لأجل عشر سنوات ضمن نطاق ٣٠-٤٠ نقطة أساس خلال الربع الأول من العام ٢٠١٧، باستثناء السندات الحكومية اليابانية، وذلك على الرغم من رفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي لأسعار الفائدة بواقع ٢٥ نقطة أساس في شهر مارس الماضي، مستقبلاً بذلك كافة التوقعات. وقد قامت البنوك المركزية الخليجية هي الأخرى برفع أسعار الفائدة أسوة بقرار الاحتياطي الفيدرالي بهدف دعم ارتباط /أو شبه ارتباط عملاتها بالدولار الأمريكي، وذلك على الرغم من أن بعض البنوك المركزية الرئيسية لم تتحرك قيد أنملة.

وشهدت سندات الخزينة الأمريكية لأجل عشر سنوات تغيراً طفيفاً بنهاية الربع الأول من العام الحالي، متراجعة بواقع ٣,٧ نقطة أساس فقط، إلا أنها تراجعت من حد أدنى عند ٢,٣٪ وذلك إثر اتخاذها كملاذ آمن من المخاطر قبيل تصيب الرئيس الأمريكي دونالد ترامب إلى ٢,٦٪ بعد أن دفعت توقعات رفع الفيدرالي الأمريكي لأسعار الفائدة في شهر مارس إلى ارتفاع عمليات البيع. و أنهت عوائد السندات الأمريكية لأجل عشر سنوات الربع الأول من العام ٢٠١٧ عند مستوى ٢,٤٪. وكانت أغلبية التطورات التي شهدتها تلك الفترة مدفوعة بصفة أساسية بالأجندة السياسية للرئيس ترامب وقدرته على تنفيذ وعوده الانتخابية. حيث أن الإخفاقات التي شهدتها الساحة الأمريكية مؤخراً مثل المعارضة الموسعة ضد قرار حظر السفر والمحاولة الفاشلة لإصلاح نظام الرعاية الصحية قد دفعت الأسواق إلى إعادة النظر في التوقعات المتفائلة السابقة.

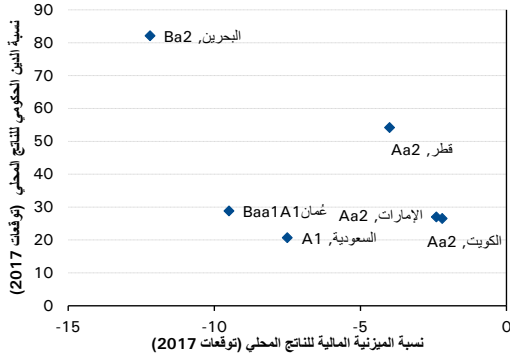
من جانب آخر، ارتفعت عوائد السندات الحكومية الألمانية خلال هذا الربع على واقع إجماع البيانات الكمية والنوعية على حدوث تحول في نمو منطقة اليورو بما أدى إلى تغذية التوقعات بقرب انتهاء برنامج التيسير الكمي للبنك المركزي الأوروبي. وجاء هذا الارتفاع على الرغم من تزامن الشكوك

الرسم البياني ٤: مجموع الدين القائم في دول مجلس التعاون  
(مليار دولار)



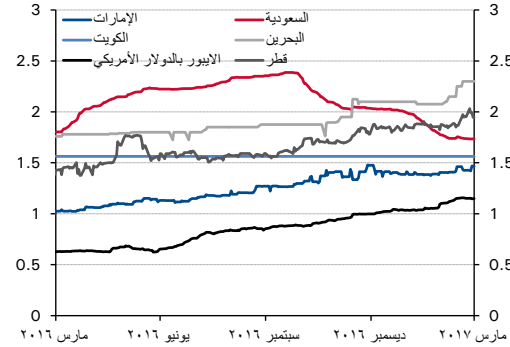
المصدر: زاوية، تومسون رويترز ايكون

الرسم البياني ٥: الدين الحكومي، الميزانية المالية، والتصنيف الائتماني  
(%)



المصدر: موديز

الرسم البياني ٦: سعر فائدة الإترينك  
(%)



المصدر: تومسون رويترز داتاستريم

السياسية خلال هذا الربع، ابتداء من أزمة البنوك الإيطالية ثم استئناف مفاوضات الديون اليونانية، ومروراً بالتركيز على نتائج الانتخابات الأوروبية الرئيسية التي تجري في خضم تعالي الأصوات المناهضة للأنظمة الحالية. وقد خبت المخاوف المتعلقة بهذا العامل الأخير بعد فوز حزب مؤيد للأنظمة الحالية في الانتخابات التشريعية الهولندية الأخيرة وتقدم مرشح مؤيد للاتحاد الأوروبي في الانتخابات الفرنسية المزمع إجرائها في ابريل/ مايو المقبل. وقد ارتفعت عوائد السندات الحكومية الألمانية بواقع ١٢,٣ نقطة أساس وبلغت ٠,٣٣٪ بنهاية الربع الأول من العام ٢٠١٧.

أما على صعيد عوائد السندات الخليجية، فقد شهدت تراجعاً خلال هذا الربع مستفيدة من استقرار أسعار النفط وتزايد الإقبال على أدوات الدين المرتبطة بها. كما تراجعت عوائد أدوات الدين الخليجية المستحقة في العام ٢٠٢١ بمعدل تراوح فيما بين ١٥ و ٣٥ نقطة أساس، وتراجعت عوائد السندات الكويتية المستحقة في العام ٢٠٢٢ بواقع ١٢ نقطة أساس منذ إصدارها بمنتصف مارس.

هذا وكان الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي هو البنك المركزي الوحيد بين البنوك الرئيسية الذي أقدم على تشديد سياساته المالية برفعه أسعار الفائدة مرة أخرى في الربع الأول من العام ٢٠١٧. حيث قام الاحتياطي الفيدرالي برفع أسعار الفائدة المستهدفة بواقع ٢٥ نقطة أساس إلى نطاق ٠,٧٥٪ - ١,٠٠٪. وتعد بذلك المرة الثانية التي يقوم فيها الاحتياطي الفيدرالي برفع أسعار الفائدة خلال الثلاثة أشهر الماضية وذلك على خلفية بيانات وطنية قوية تشير إلى تحسن الأوضاع الاقتصادية. وتشير التوقعات المستقبلية لأسعار فائدة الاحتياطي الفيدرالي في الوقت الحاضر إلى إقدامهم على رفع الفائدة ثلاث مرات خلال العام ٢٠١٧، إلا أن ذلك لا يشمل التحفيز المالي المرتقب للرئيس ترامب.

من جهة أخرى، قام البنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا المركزي وبنك اليابان المركزي بتثبيت أسعار الفائدة وفي انتظار مزيداً من المؤشرات. وعلى الرغم من القراءات القياسية لمؤشر مديري المشتريات والبيانات الجيدة للناتج المحلي الإجمالي والتضخم، إلا أن البنك المركزي الأوروبي استمر في تبني نظرة مستقبلية حذرة، حتى وإن كان بصفة رسمية فقط. إلا أن الملاحظات الصادرة مؤخراً عن بعض أعضاء المجلس تشير إلى الميل نحو تطبيق سياسات مالية أكثر تشدداً وأقرب مما كان متوقعا. فيما يتبع بنك إنجلترا المركزي سياسة أكثر تحفظاً حيث يترقب عن كثب تبعات الخروج من الاتحاد الأوروبي، في حين ينتظر بنك اليابان المركزي اشارات انتعاش اقتصاده الخامل.

وقامت البنوك المركزية الخليجية - باستثناء عمان - برفع أسعار الفائدة بواقع ٢٥ نقطة أساس أسوة بالاحتياطي الفيدرالي. وجاءت تلك الخطوة في سياق مساندة ربط العملات الخليجية بالدولار الأمريكي، وفي حالة الكويت شبه ارتباط الدينار الكويتي بالدولار الأمريكي. أما في عمان، فتعد بذلك المرة الثانية التي تتجنب فيها السلطنة رفع أسعار الفائدة على الرغم

من ربط عملتها بالدولار الأمريكي. إلا أن سعر إعادة الشراء (الريبو) للبنك المركزي العماني مستمر في الارتفاع، في انعكاس فعلي لرفع أسعار الفائدة.

وقد ارتفعت إصدارات أدوات الدين لدول الخليج خلال الربع الأول من العام ٢٠١٧ بصدارة الإصدارات السيادية مع ارتفاع أهمية تمويل الدين في أجندة الديون الإقليمية. وبلغ إجمالي الإصدارات ٢٦ مليار دولار أمريكي في الربع الأول من العام ٢٠١٧، تماثياً مع المتوسطات الفصلية للعام ٢٠١٦. وكانت الإصدارات السيادية في الصدارة بقيمة ٢٠ مليار دولار أمريكي، والتي استحوذت الكويت على أكثر من نصفها. وقد نتج عن ذلك ارتفاع حجم السندات الجارية بنسبة ١٩٪ على أساس سنوي، حيث بلغت ٣٨١ مليار دولار أمريكي.

كما شهد هذا الربع انتعاش الإصدارات السيادية الدولية، مع اتجاه كل من الكويت وعمان والبحرين نحو أسواق الدين في العملة الأجنبية لتغطية احتياجاتها التمويلية. وتعد السندات الدولية التي أصدرتها الكويت هي الأكبر حجماً بقيمة ٨ مليار دولار أمريكي وبسعر تنافسي مقارنة بالإصدارات السيادية الخليجية الأخرى، حيث بلغ العائد على السندات لأجل خمس سنوات ٧٥ نقطة أساس فوق سعر سندات الخزنة الأميركية (٢,٨٨٪) واستحقاق العشر سنوات عند ١٠٠ نقطة أساس فوق سندات الخزنة (٣,٦٢٪). ويعتبر هذا الهامش أقل من سندات أبو ظبي والتي تمثل في وقتنا الحاضر "المعيار الذهبي" للسندات السيادية لدول مجلس التعاون الخليجي. من جهة أخرى، أصدرت عمان سندات مقومة بالدولار الأمريكي بقيمة ٥ مليار دولار، في حين تطرقت البحرين لسوق السندات بإصدارات بلغت قيمتها ٦٠٠ مليون دولار أمريكي.

ويبيد المستثمرون اهتماماً متزايداً بأدوات الدين الأجنبية لدول الخليج، ناهيك عن تزايد إلمامهم في المنطقة. ويشار إلى ان الطلب على السندات المطروحة يفوق المعروض بحوالي ثلاث إلى أربع مرات بما يعكس شدة إقبال السوق وجاذبية أدوات الدين الإقليمية. إلى جانب ذلك، فإن معدلات مبادلة العجز الائتماني تعكس ثقة المستثمرين في المنطقة، مع تراجع المعدلات في كافة دول مجلس التعاون الخليجي فيما يتراوح ما بين ١١ نقطة أساس (السعودية) و٧٥ نقطة أساس (البحرين) في الربع الأول من العام ٢٠١٧.

هذا ويساعد انتعاش الإصدارات الدولية في السيطرة على قيود السيولة في دول مجلس التعاون الخليجي. وقد شهدت السعودية أعلى معدل تحسن مع تراجع معدلات الفائدة بين البنوك السعودية لأجل ثلاثة أشهر بواقع ٣٠ نقطة أساس في الربع الأول من العام ٢٠١٧، وبواقع ٦٥ نقطة أساس منذ إصدارها السيادي، وذلك على الرغم من رفع أسعار الفائدة بواقع ٥٠ نقطة أساس. أما بالنسبة لمعدلات الفائدة بين البنوك لأجل ثلاثة أشهر لكل من البحرين والامارات وقطر، فقد ارتفعت بمعدل تراوح فيما بين ١٥ و ٢٠ نقطة أساس خلال الربع، فيما يعد أقل بكثير من معدل رفع أسعار الفائدة بواقع ٥٠ نقطة أساس.

وكانت إصدارات القطاع الخاص أفضل خلال هذا الربع، واستغل القطاع المالي على أسعار الفائدة المنخفضة (كوبون) في وسط بيئة تتسم بارتفاع أسعار الفائدة. وأضاف القطاع المالي إجمالي ديون بقيمة ٥,١ مليار دولار أمريكي في الربع الأول من العام ٢٠١٧ متوقفاً بذلك على المتوسط الربع سنوي للعام ٢٠١٦ البالغ ٣,١ مليار دولار أمريكي. في حين بلغ إجمالي إصدارات القطاع غير المالي مليار دولار أمريكي في الربع الأول من العام ٢٠١٧.

ومن المتوقع أن تبقى إصدارات أدوات الدين الخليجية قوية خلال العام ٢٠١٧، مع سعي الجهات المصدرة للاستفادة من بيئة أسعار الخصم العالمية المواتية وبدعم من تحسن أوضاع الاستدامة المالية. هذا وتبقى الاحتياجات التمويلية لدول مجلس التعاون الخليجي كبيرة وتقدر بحوالي ٩٠ مليار دولار أمريكي للعام ٢٠١٧. وتتطلع السعودية لإصدار ضخم من الصكوك الدولية، في حين أصدرت شركة أرامكو شبه الحكومية مؤخراً صكوك في السوق المحلي بقيمة ٣ مليار دولار أمريكي كخطوة أولى من خطة تمويل كبيرة. في الوقت ذاته تدرس دبي التطرق إلى أسواق الدين الدولية. إلا أن المخاطر العالمية المتمثلة في تنامي قوة الدولار والسياسة التشددية للفيدرالي الأمريكي، بدافع من الشكوك المرتبطة بالسياسة الاقتصادية الأمريكية، قد تؤثر بدورها على عوائد السندات الخليجية.

الجدول ١: الإصدارات الخليجية الجديدة حسب القطاع (مليار دولار)							
الربع الثاني ١٥	الربع الثالث ١٥	الربع الرابع ١٥	الربع الأول ١٦	الربع الثاني ١٦	الربع الثالث ١٦	الربع الرابع ١٦	الربع الأول ١٧
٢,٥	٢١,٢	٢٠,٨	١٥,٨	٢٧,٠	١٨,٥	٢٣,٥	٢٠,٠
٧,٣	٠,٦	٤,٣	٢,١	٥,٦	٣,٣	١,٤	٥,١
٠,٩	٢,٠	١,٠	١,٠	٣,٥	٠,٣	٢,٣	١,٠
١٠,٧	٢٣,٧	٢٦,١	١٨,٩	٣٦,٢	٢٢,١	٢٧,٢	٢٦,١

المصدر: زاوية، تومسون رويترز ايكون، بنك كويت المركزي، الأخبار

الجدول ٢: الإصدارات الخليجية الجديدة حسب الدولة (مليار دولار)							
الربع الثاني ١٥	الربع الثالث ١٥	الربع الرابع ١٥	الربع الأول ١٦	الربع الثاني ١٦	الربع الثالث ١٦	الربع الرابع ١٦	الربع الأول ١٧
٠,٤	١,٥	١,٥	٠,٠	١,٢	٠,٨	٢,٨	١,١
٢,٢	١,٢	٠,٩	٢,١	٤,٦	٢,٥	٤,٤	١١,٦
١,٣	٠,٩	٠,٩	٠,٤	٣,٣	٢,٠	٠,٣	٥,٠
٠,٥	٢,٩	٣,٠	١,٧	١٢,٦	٤,٣	١,٠	٥,١
٢,١	١٧,٢	١٨,١	١٢,٨	٦,٤	١١,٥	١٧,٥	٠,٠
٤,١	٠,٢	١,٦	٢,٠	٨,١	١,١	١,٣	٣,٤
١٠,٧	٢٣,٧	٢٦,١	١٨,٩	٣٦,٢	٢٢,١	٢٧,٢	٢٦,١

المصدر: زاوية، تومسون رويترز ايكون، بنك كويت 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