

## هل نحن أمام تحول محتمل في دورة أسعار الفائدة؟

فيصل الجاسر  
٢٠٢١ ديسمبر

يبدو أنه حدث تغيير في النظرة عندما يتعلق الأمر بالظروف الاقتصادية في الآونة الأخيرة. بل إن زمن معدلات الفائدة العالمية شديدة الانخفاض أصبح قيد المناقشة. تشير كل من المؤشرات المتأخرة والرائدة في بعض الاقتصادات الرئيسية إلى مزيد من الرسائل المتضاربة. احتلت الضغوط التضخمية العالمية مؤخراً صدارة جداول أعمال البنوك المركزية والقوة الدافعة وراء الكثير من الجدل حول تطبيع السياسة النقدية.

أظهرت أحدث قراءة للرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) لشهر أكتوبر زيادة بنسبة ٦,٢٪ على أساس سنوي في الأسعار في الولايات المتحدة، وهي أعلى بكثير من النسبة المتوقعة ٥,٨٪، بالإضافة إلى ٤٪ في سبتمبر. كانت هذه القراءة السنوية هي الأعلى منذ ديسمبر ١٩٩٠. وفي منطقة اليورو، بلغ معدل التضخم السنوي للشهر نفسه ١,٤٪، وهو أعلى معدل منذ يوليو ٢٠٠٨. في المملكة المتحدة، كانت قراءة التضخم لشهر أكتوبر عند ٢,٤٪، ارتفاعاً من ١,١٪ في سبتمبر ويمثل أعلى مستوى في ١٠ سنوات. هذه قراءات تشد الانتباه. ومع ذلك، يجادل الكثيرون بأن ارتفاع التضخم يعكس حالات عدم التوافق المؤقتة بين العرض والطلب المرتبطة بالجائحة وارتفاع أسعار السلع الأساسية مقارنة بقاعدتها المنخفضة منذ عام مضى. ومع ذلك، باستخدام مقاييس بديلة للتضخم (مؤشر أسعار المستهلكين الأساسي)، وباستخدام فترة ٢٤ شهراً، وما إلى ذلك)، يرى العديد من المحللين أن هناك المزيد من المسببات لهذه الزيادة في الأسعار أكثر مما هو مذكور، ومن المرجح أن يستمر التضخم هذا العام حتى عام ٢٠٢٢.

أما بالنسبة لسوق الوظائف الأمريكية، فقد انخفض معدل البطالة إلى ٤,٦٪، وهو أدنى مستوى منذ مايو ٢٠٢٠. وقد تم إضافة أكثر من ١٨ مليون وظيفة مرة أخرى منذ بدء الارتفاع الاقتصادي، ولا يزال هذا الرقم ٤,٢ مليون وظيفة دون مستوى ما قبل الجائحة. في أوائل نوفمبر، أعلنت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة (FOMC) عن برنامجها المرتقب لتخفيف شراء الأصول، ومع هذا الإعلان انخفضت عوائد الخزانة عبر منحى العائد من أعلى المستويات الأخيرة التي شوهت في أواخر أكتوبر بالتزامن مع انخفاض توقعات السوق برفع أسعار الفائدة على الأموال الفيدرالية في النصف الأول من العام المقبل. لكن تذبذب أسعار الفائدة استمر بشكل رئيسي بسبب احتمالات ارتفاع في مؤشرات التضخم. في الوقت الحالي، انتقلت التوقعات الخاصة بالزيادة الأولى في النطاق المستهدف لبنك الاحتياطي الفيدرالي إلى يوليو ٢٠٢٢، حيث يتوقع السوق حالياً رفع سعر الفائدة مرتين بقدر ٢٥ نقطة أساس في كل مرة خلال عام ٢٠٢٢. ومع ذلك، لا يزال هناك عنصر قوي من عدم اليقين. تمت كتابة هذه المقالة مع ظهور متغير جديد من كوفيد-١٩ (Omicron)، حيث تم تأكيد حالات مبكرة في جنوب إفريقيا. قد يضيف هذا التطور مزيداً من الشكوك حول النمو الاقتصادي المستقبلي، وتوقعات أسعار الفائدة.

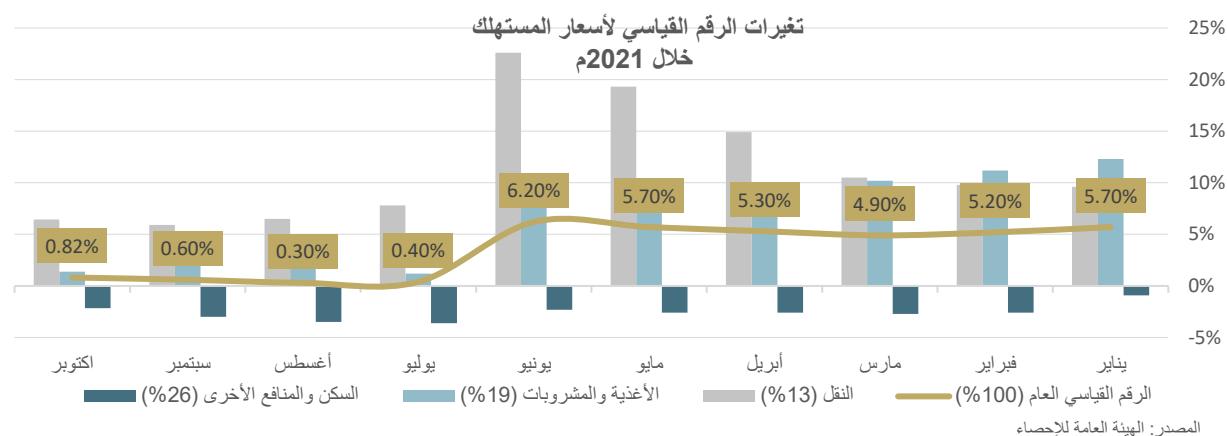
### المملكة العربية السعودية

للحفاظ على الاستقرار النقدي، يتحتم على البنك المركزي الحفاظ بشكل فعال على سعر صرف الدولار / الريال في إطار نظام سعر الصرف المرتبط. وبالتالي، تميل أسعار الفائدة المحلية إلى التأثر بنظيراتها في الولايات المتحدة. ومع ذلك تلعب عوامل السيولة المحلية دوراً في أسعار الفائدة المحلية. ولذلك نجد أن الأسعار المحلية كانت منخفضة نسبياً، حيث بلغ متوسط سعر الفائدة السائد بين البنوك المحلية بالي ريال السعودي (سايبور) لمدة ٣ أشهر حوالي ٨٧ نقطة أساس منذ الربع الأول من العام الماضي.

مؤخراً، كان هناك الكثير من التطورات التي يمكن أن تغير المشهد الاقتصادي المتعلق بحقيقة الجائحة. وفقاً لبعض من التقارير الرسمية، من المتوقع أن ينمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للمملكة، مدوماً بالقطاع غير النفطي، بنسبة ٦٪ في عام ٢٠٢١ و ٥٪ في عام ٢٠٢٢. ومن المتوقع أن يبلغ معدل التضخم مقاساً بواسطة مؤشر أسعار المستهلك (CPI) حوالي ٣,٣٪ في ٢٠٢١ و ١,٣٪ في ٢٠٢٢. ومع ذلك انخفض معدل التضخم السنوي بشكل كبير منذ يوليو من هذا العام بمتوسط ٥,٥٪ شهرياً حتى أكتوبر مع تلاشي تأثير سنة الأساس لرفع ضريبة القيمة المضافة. حالات الإصابة بفيروس كوفيد قليلة نسبياً ونسبة التحسين مرتفعة وفي زيادة.

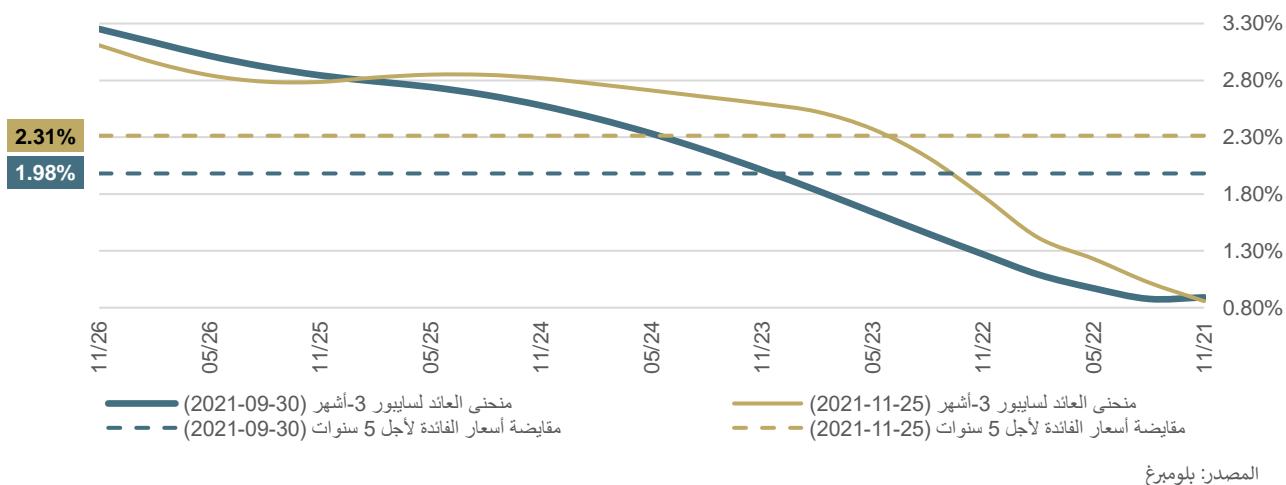
كان هناك الكثير من التطورات التي يمكن أن تغير المشهد الاقتصادي المتعلق بحقيقة الجائحة

يستمر الإنتاج اليومي من النفط في النمو منذ يونيو ٢٠٢١ ويقترب متوسط أسعار البرميل من خام برنت ٧٠ دولاراً في الأشهر الـ ١٢ الماضية. قامت وزارة المالية بتعديل التوقعات المالية للمملكة العربية السعودية صعوداً لعامي ٢٠٢١ و ٢٠٢٢ و ٢٠٢٣. ومن المتوقع أن ينمو رصيد الدين العام بمقدار ٨٣ مليار ريال في عام ٢٠٢١ و ٥٢ مليار ريال في عام ٢٠٢٢ وهو ما يمثل ٣٠٪ من الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠٢١ و ٣١٪ في عام ٢٠٢٢.



## تكلفة التحوط

بشكل عام، تكون أسعار الفائدة منخفضة نسبياً في بداية التوسعات الاقتصادية، ولكنها عادةً ما تمثل ارتفاعاً مع نمو الاقتصاد. في البداية، دعانا أولاً نلقي نظرة على التطورات في منحنى العائد بالريال السعودي كونه وسيلة لتوقع التدفقات النقدية المستقبلية ذات السعر العائم المستخدمة لحساب السعر الثابت في مقاييسة أسعار الفائدة. يعد وضع منحنى العائد ومدى انحرافه وتقليله من العوامل الرئيسية التي تحدد سعر المشتقات المالية ذات الصلة بمعدلات الفائدة.



من خلال النظر إلى الرسم البياني أعلاه، نجد أنه يتطلب الأمر دفع ما يقرب من ٢,٣١٪ للتحوط من خلال مقاييسة أسعار الفائدة العالمية بسعر ثابت لمدة خمس سنوات لمبلغ معين بالريال السعودي بحلول أواخر نوفمبر، في المقابل نجد أن هذا الرقم هو ١,٩٨٪ في نهاية سبتمبر. إن الزيادة بمقدار ٣٣ نقطة أساس ليست بالضور شيئاً غير عادي في سوق المقاييسة المحلي، ولكن ما يجب الانتباه إليه هو السرعة النسبية التي تغيرت فيها التوقعات. وبالمثل، بالنسبة لعقود الخيارات على معدلات الفائدة، زادت التقلبات الضمنية خلال الفترة التي تغطي السنوات الخمس المقبلة في المتوسط بنحو ١٧ نقطة أساس. هذا متوسط زيادة مذهلة قدره ٦٣٪ عبر منحنى الخمس سنوات في أقل من شهرين. كذلك بالمقارنة مع أواخر نوفمبر، يمكن قول الشيء نفسه عن الربع الثاني والربع الأول من هذا العام، حيث زادت هذه التقلبات بنحو ٢٨٪ و ٣١٪ على التوالي. تمثل التقلبات الضمنية التذبذبات المتوقعة للمؤشر الأساسي (سبيبور) على مدى عمر التحوط. إنها جزء لا يتجزأ من أسعار هذه الخيارات. ومع تغير التوقعات، تتفاعل قيم هذه الخيارات بالشكل الملائم. جميع المستويات المذكورة هي حتى وقت كتابة هذه المقالة وهي عرضة للتغيير حسب تطورات السوق.

## خطط مسبقا

لا تتعلق إدارة مخاطر أسعار الفائدة فقط بمدى التحكم في قيد تكلفة التمويل في بيان الأرباح والخسائر. بل أنها معنية بإدارة محفظة الديون بالكامل للشركة، بما في ذلك تاريخ استحقاقها وعملتها وكذلك المزيج المناسب في التعرض إلى أسعار الفائدة الثابتة والمتحركة للديون وتوقعات أسعار الفائدة المستقبلية. وفقاً لذلك، يجب أن يكون لدى المقرضين من الشركات فهم واضح لبعض العناصر الرئيسية التي تؤثر على مستوى المخاطر المطلوب.

يمكن أن يكون للتحول المحتمل في دورة أسعار الفائدة آثار كبيرة على ربحية ونمو أعمال الشركات. وبالتالي يتطلب على الشركات معرفة بعض العوامل الأساسية حول بيان مدى الرغبة في المخاطر، وهيكل محفظة الديون، والأجل، وتوقيت التدفق النقدي، وحساسية سعر الفائدة على الشركة. إضافة إلى ذلك فإن معرفة الأصول التي يمكن أن تخلق تأثيراً تعويضياً، مثل النقد الأساسي والثابت الذي يمكن استثماره من أجل الحصول على عائد، من المحتمل أن يحسن من أنشطة التحوط لدى الشركة. بعبارة أخرى، من خلال النظر إلى صافي الدين بدلاً من الحجم الكلي للدين بشكل مطلق، قد يتم حصر أنشطة التحوط عبر المشتقات المالية وهذا بدوره سيعمل على تقليل التكلفة المرتبطة بها.

رأينا في هذه المقالة كيف يمكن أن تتغير تكلفة التحوط مع تغيير النظرة الاقتصادية وتوقعات الأسعار. لذلك من المفيد فهم الطرق المختلفة التي يمكن بها تنفيذ برامج التحوط بفعالية. الاستراتيجيات التي تأخذ في الاعتبار تكلفة التحوط المتزايدة، ولكن في نفس الوقت، تحافظ على أهداف إدارة المخاطر المالية للشركة هي تلك التي تستحق المتابعة. كقاعدة عامة، يجب أن تكون جميع أنشطة التحوط مبررة بشكل موضوعي وبالتالي يكون لها تأثير مباشر على مؤشر أو مؤشرات الأداء الرئيسية للشركة.

لمزيد من المعلومات، يرجى التواصل مع الأستاذ فيصل الجaser، الشريك التنفيذي في شركة إحاطة المالية، على [Faisal.aljasir@ehata.com.sa](mailto:Faisal.aljasir@ehata.com.sa)، كما يمكنكم زيارتنا على موقعنا  [هنا](#).

## نبذة عن شركة إحاطة

إحاطة هي شركة استشارية متخصصة في إدارة مخاطر السوق، ومرخصة من قبل هيئة السوق المالية (ترخيص رقم ١٧١٨٣-٢٠). نحن ممارسون مستقلون يتمتعون بخبرة تغطي أسعار الفائدة والعملات الأجنبية والسلع والمشتقات المالية. نحن نعول على قدراتنا الفنية ومعرفتنا بالسوق لضمان حصول عملائنا على امتياز المشورة والرضا الذي يأتي معها.

## إخلاء المسؤولية

إحاطة هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية (ترخيص رقم ١٧١٨٣-٢٠). يجوز لشركة إحاطة المالية فقط القيام بأنشطة الخدمات المالية التي تقع ضمن نطاق ترخيص هيئة السوق المالية. مقر العمل الرئيسي في المملكة العربية السعودية: طريق الملك فهد، مبني أفينيو، الطابق الخامس ص.ب. ٦١١٠٢، الرياض ١١٣٢٢. أعدت شركة إحاطة المالية المعلومات الواردة في هذا المقال. وعلى الرغم من أنه يُعتقد أن المعلومات الواردة هنا موثوقة، فإن شركة إحاطة لا تقدم أي إقرار بدقتها أو اكتمالها. ينبغي ألا تعتمد على هذه المقالة عند اتخاذ قرار بشأن إبرام معاملة مشتقات أو استثمار من عدمه. إذا لم تكن تمتلك الخبرة في المشتقات المالية والتحوط والاستثمار، أو إذا لم تكن قادراً على فهم الشروط والمخاطر المتعلقة بمعاملات المشتقات، فيجب عليك الامتناع عن الدخول في هذه المعاملات. ينبغي لك استشارة الخبراء الاستشاريين في القانون والضرائب والمحاسبة فيما يتعلق بأي معاملة. ولا نتحمل، تحت أي ظرف من الظروف، نحن أو أي من شركائنا أو أي من المديرين أو المسؤولين أو الموظفين أو الوكلاء التابعين لشركائنا للمسؤولية عن الخسائر المباشرة، بما في ذلك عدم تحقيق أي أرباح أو مزايا أو فرص أو غير ذلك. لا ينبغي إعادة إنتاج المعلومات الواردة في هذه المقالة بأي شكل من الأشكال دون الحصول على موافقة صريحة من شركة إحاطة المالية. لا تعتبر المعلومات الواردة في هذه المقالة من المرسل نصيحة أو التماس لشراء أو بيع أي أوراق مالية.