



مشاكل الديون وخفض التصنيف الأمريكي وتداعياتها على المملكة

اتصف أغسطس حتى الآن بالتذبذب الحاد في أسواق المال في وقت تسود فيه المخاوف من عودة الكساد العالمي، ولم تنجح صفقة الديون في الولايات المتحدة في منع خفض التصنيف الائتماني لحكومة الولايات المتحدة ولا في الحد من تفاقم مشاكل الديون في أوروبا. وبينما تأخذ احتمالات عودة الكساد في الارتفاع إلا أن تداعياتها ستحصر في فترة من النمو الاقتصادي الضعيف. واغلب الظن أن يظل سوق الأسهم السعودي يتأرجح لكن لا تزال أسعار النفط عند مستوى يتيح دعم مستويات الإنفاق الكبيرة للدولة والتي ستدفع بعجلة الاقتصاد في السعودية.

أعلنت وكالة التصنيف الائتماني ستاندرد أند بورز "اس أند بي" ليلة الجمعة خفض التصنيف الائتماني للدين السيادي الأمريكي، الذي كان قد احتفظ قبل هذا الخفض بأعلى درجة في سلم التصنيف (AAA). ويعتبر التصنيف الائتماني معياراً للجدارة الائتمانية للمقترض ويقاس مقدراته على تسديد ديونه. فكلما انخفض التصنيف كلما ارتفع احتمال تعثر المقترض عن التسديد. وقد جاء قرار "اس أند بي" بسبب خيبة الأمل من الاتفاق الأخير بشأن رفع سقف الدين للحكومة الأمريكية. ورغم أنه تم التوصل إلى الاتفاق قبل أن يتأثر سقف الدين، ما يعني أن الحكومة الأمريكية كانت قادرة على الوفاء بجميع التزاماتها، إلا أن وكالة "اس أند بي" تعتبر أن الاتفاق لم يعالج مشكلة الديون بصورة جذرية. كذلك أكدت الوكالة أن المناخ السياسي في أمريكا، وهو الذي شكّل العقبة الرئيسية أمام رفع سقف الدين، قد أدى إلى تعقيد التوقعات المستقبلية بشأن التوصل إلى صيغة لحل مشكلة الدين على المدى البعيد.

هناك عامل آخر ساهم في التذبذب هو تزايد المخاوف بشأن اتساع مشكلة الديون في منطقة اليورو، حيث اضطرت إيطاليا وأسبانيا على وجه الخصوص إلى دفع أسعار فائدة مرتفعة مقابل الاقتراض من الأسواق المالية بسبب ضعف النمو الاقتصادي واستمرار ضغوط الميزانية وغموض الأوضاع السياسية. وربما ينهار الإطار الجديد الذي وضعته مؤسسات الاتحاد الأوروبي للتعامل مع مشاكل الديون السيادية لليونان وأيرلندا والبرتغال في أواخر يوليو إذا ما امتدت التغطية لتشمل إيطاليا وأسبانيا خاصة في ظل ضخامة حجم ديون هاتين الدولتين (بلغت الاحتياجات التمويلية لإيطاليا وأسبانيا خلال الأشهر الخمس الأخيرة من عام 2011 نحو 245 مليار يورو (350 مليار دولار))، ويفوق هذا المبلغ قيمة ديون اليونان المستحقة للسنوات الست القادمة قبل إعادة هيكلتها.

وقد تعززت المخاوف بشأن عدم توفر جرأة كافية لدى مؤسسات الاتحاد الأوروبي لمجابهة هذه المشكلة الأسبوع الماضي عندما اختار البنك المركزي الأوروبي أن يشتري (بهدف خفض تكاليف الاقتراض) فقط السندات اليونانية والإيرلندية والبرتغالية. وقد عقد صناع القرار الأوروبيين اجتماعاً طارئاً خلال عطلة نهاية الأسبوع عقبه إعلان البنك المركزي الأوروبي يوم الأحد أنه سيبدأ شراء السندات الإيطالية والأسبانية في محاولة لوقف انتشار الأزمة. علاوة على ذلك أعلنت إيطاليا نهاية الأسبوع الماضي عن خطط لخفض العجز في ميزانيتها، لكن تظل مشاكل الديون السيادية لمنطقة اليورو خطيرة رغم ذلك.

بالإضافة إلى ذلك، فقد المستثمرون رباطة جأشهم بسبب البيانات الاقتصادية الأخيرة التي تشير إلى أن الاقتصاد العالمي يعاني فعلاً من التباطؤ، حيث كشفت البيانات التي أعلنت في الولايات المتحدة خلال الأسبوعين الماضيين والمتعلقة بالنمو الاقتصادي والإسكان والنشاط الصناعي والتوظيف عن ظهور التباطؤ الاقتصادي. كذلك جاءت البيانات

مؤشر "تاسي"



المزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:
بول غامبل
رئيس الدراسات والأبحاث
pgamble@jadwa.com

أو
براد بورلاند، CFA
رئيس الدائرة الاقتصادية والأبحاث
jadwaresearch@jadwa.com

الإدارة العامة:
الهاتف +966 1 279-1111
الفاكس +966 1 279-1571
صندوق البريد 60677، الرياض 11555
المملكة العربية السعودية
www.jadwa.com



الواردة من أماكن أخرى في العالم ضعيفة، ويعود بعض هذا الضعف إلى تأثير الكارثة الطبيعية التي شهدتها اليابان والتي بدأت آثارها تتلاشى بصورة أسرع مما كان متوقفاً، بينما يعزى بعضه الآخر إلى ارتفاع أسعار السلع والتي بدأت مؤخراً في التراجع. لكن برزت عوامل أخرى يدوم تأثيرها لفترات أطول، فالخطوات الأخيرة لمعالجة مشاكل الديون في الاقتصاديات المتقدمة من خلال خفض الإنفاق ورفع الضرائب ستؤدي إلى كبح النمو الاقتصادي، كما أن النمو في الاقتصاديات الناشئة يشهد تباطؤاً بسبب ارتفاع أسعار الفائدة وغيرها من التدابير التي تتخذ لمعالجة التضخم. علاوة على ذلك فإن حالة الضبابية وعدم اليقين الاقتصادية عموماً وهبوط أسعار الأسهم قد أضرا بثقة المستهلك وثقة الشركات عبر العالم.

جاءت ردود فعل الأسواق على تلك التطورات عنيفة، حيث تراجعت أسواق الأسهم وأسعار السلع وارتفعت أسعار الذهب كما ارتفع سعر الدين الحكومي الأمريكي رغم خفض التصنيف. أما أسواق الأسهم العالمية فقد انهارت يوم الاثنين حيث هبط مؤشر إس أند بي 500 بنسبة 6,7 بالمائة مسجلاً أسوأ أداء يومي له منذ ديسمبر 2009، متراجعاً بما يفوق 16 بالمائة خلال آخر 10 أيام تداول في أكبر انخفاض له منذ أن ضرب الركود أسواق الأسهم في نهاية عام 2008. وقد سجلت الكثير من الأسواق الأوربية الرئيسية مستويات هبوط أكبر.

ارتفعت أسعار الأصول التي تعتبر ملاذات آمنة، وكان الذهب أكبر المنفعين حيث قفز بحوالي 7 بالمائة منذ بداية أغسطس وحوالي 16 بالمائة منذ نهاية يونيو. كذلك ارتفعت قيمة اللين الياباني والفرنك السويسري رغم تدخل البنوك المركزية في الدولتين بهدف خفض قيمة عملتيهما. لكن أكثر ما جذب الانتباه هو ارتفاع أسعار سندات الدين الحكومي الأمريكي ما يعكس حقيقة أن الولايات المتحدة لا تزال ملاذاً آمناً رغم خفض تصنيفها الائتماني.

ورغم قيام أحد وكالات التصنيف بخفض التصنيف الائتماني الأمريكي، لكن لا يزال الدين الأمريكي في قمة التصنيف بالنسبة لوكالات التصنيف الآخرين "مودي" و "فيتش"، ولم تشر أي منهما إلى أن هناك خفضاً وشيكاً. تصنف وكالة "إس أند بي" الولايات المتحدة في المرتبة رقم 25 من فئات التصنيف الـ 26 التي تستخدمها. كذلك يدعم عمق أسواق المال الأمريكية واتساعها وسيولتها وضع الولايات المتحدة كملاذ آمن، ولا توجد سوق مالية أخرى لها نفس الحجم أو نفس تنوع الأدوات المالية كما في السوق الأمريكية.

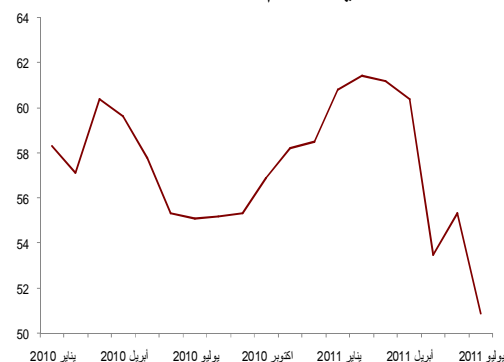
على الأرجح سنظل الأسواق تتذبذب على المدى القصير. ويتعين الامعان في البيانات الاقتصادية الجديدة وكذلك في الخطوات التي يتخذها صناع القرار الاقتصادي. وتتلخص المخاطر في ارتفاع احتمال تدهور الاقتصاد العالمي إلى خانة الركود، لكن لن يكون الوضع شبيهاً بعام 2008/2009 حتى وإن صدقت التكهانات لأن القطاع المصرفي يتمتع بوضع أفضل كثيراً في الوقت الحالي. لكننا نعتقد أن تأتي فترة يغلب عليها تباطؤ النمو الاقتصادي.

التداعيات على الاقتصاد السعودي

لا نعتقد أن الأحداث الجارية سيكون لها تأثير كبير على الاقتصاد السعودي، حيث أن زخم النمو يأتي من مستويات الإنفاق الحكومية المرتفعة التي يمكن تحملها بكل سهولة.

تظل أسعار النفط بمثابة حلقة الوصل بين الاقتصاد العالمي واقتصاد المملكة، وقد أدت التطورات الأخيرة إلى تراجعها بما يربو على 15 بالمائة خلال فترة أسبوع ونيف، حيث انخفض سعر خام برنت إلى دون مستوى 100 دولار للبرميل لأول مرة منذ فبراير، بينما هبط خام غرب تكساس إلى أدنى مستوى له منذ نوفمبر 2010. رغم ذلك، لا تزال الأسعار فوق مستوى 84 دولاراً للبرميل (سلة خام الصادر السعودي)، أي السعر الذي نعتقد أنه يضمن تجنب أي عجز في ميزانية المملكة هذا العام. ولا يزال متوسط سعر خام الصادر السعودي خلال الفترة منذ بداية العام وحتى تاريخه يفوق مستوى 100 دولار للبرميل بدرجة مريحة.

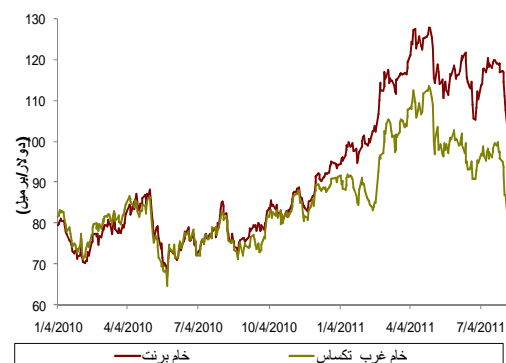
مؤشر آي إس إم للصناعة الأمريكية



سعر الذهب



أسعار النفط





المؤشرات المتزايدة بحدوث تدهور في أوضاع الاقتصاد العالمي ربما تؤدي إلى تراجع أكبر في أسعار النفط، لكن تراجع الاقتصاد الأمريكي إلى خاتمة الركود إذا تحقق فسوف يأتي في سياق دورة الاقتصاد العادية بالمقارنة بركود عام 2008، ما يعني أن التذبذب في أسعار النفط سيكون أقل حدة، ولن تنخفض الأسعار بطريقة دراماتيكية كما حدث في النصف الثاني من عام 2008 عندما هبطت من مستوى 150 دولاراً للبرميل إلى 30 دولاراً فقط، لكنها قد تتراجع إلى مستوى يتراوح بين 50 دولار إلى 60 دولار للبرميل. وحتى في حالة تحقق هذا السيناريو فإننا لا نعتقد أنه سيركث أثراً يذكر على مستوى إنفاق الحكومة السعودية، حيث تستطيع الحكومة السحب من احتياطاتها من الموجودات الأجنبية لتمويل نفقاتها كما فعلت عام 2009. وتبلغ صافي الموجودات الأجنبية لدى "ساما" نحو 492 مليار دولار كما في نهاية يونيو، مرتفعة 49 مليار دولار عن المستوى القياسي الذي كانت قد سجلته عام 2008.

نعتقد أن سندات الحكومة الأمريكية تشكل معظم صافي الموجودات الأجنبية لدى مؤسسة النقد "ساما"، لكن ليس بالإمكان تحديد قيمتها على وجه الدقة لأن المؤسسة لا تنشر تفاصيل حيازاتها من الموجودات عدا أن بيانات الحكومة الأمريكية تصنفها ضمن "دول مصدرة للنفط" وتشير إلى أن قيمتها الإجمالية بلغت نحو 221,5 مليار دولار في نهاية مايو تشمل فقط المشتريات المباشرة ولا تتضمن المشتريات التي تتم عبر وسطاء أجنبية لذا فهي تقل كثيراً عن القيمة الفعلية. وكانت "ساما" قد أعلنت أنها تعتمد على ثلاثة معايير لإدارة استثمار احتياطاتها هي: الأمان والسيولة والعائد طويل الأجل، إلا أن خفض التصنيف الائتماني للدين الأمريكي جعل المعيار الأول مثار تساؤل. لكن ليست هناك سوق خارج الولايات المتحدة توفر نفس المستوى من السيولة أو الكم من الأدوات المالية، لذا فإن "ساما" تراقب الوضع عن كثب ولا تتوقع حدوث تغيير كبير في سياستها الخاصة باعادة توزيع موجوداتها الأجنبية.

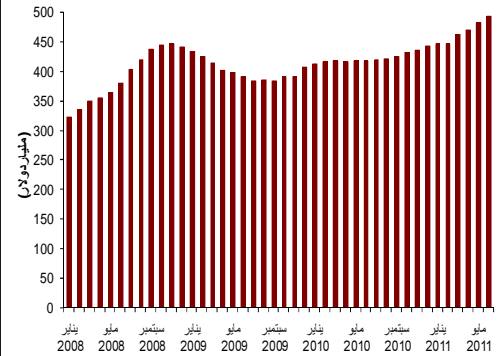
خفض التصنيف الائتماني سيكون سلبياً على الدولار وبالتالي الريال، لكنه لن يؤدي إلى هبوط كبير في الدولار على المدى القصير. خلال أيام التداول التي أعقبت خفض التصنيف مباشرة كان الدولار مستقراً بدرجة كبيرة، وذلك لثلاثة أسباب هي: أولاً، الاقتصاديات الكبيرة الأخرى تواجه هي الأخرى مشاكل خطيرة، وثانياً، الدول التي تتمتع بمعطيات اقتصادية قوية أو تلك التي تعتبر أكثر أمناً من أمريكا تعمل على التدخل لوقف الارتفاع في قيمة عملاتها، وثالثاً، لا زال يُنظر إلى الولايات المتحدة باعتبارها ملاذ آمن. لكن في ظل المشاكل التي يعاني منها الاقتصاد العالمي في أماكن متفرقة فإننا نرجح أن تسجل عملات الأسواق الناشئة الارتفاع الأكبر مقابل الدولار.

نستبعد أن يترتب على تخفيض التصنيف الائتماني للدين الأمريكي تداعيات على سياسة ربط سعر صرف الريال بالدولار. ويعتبر الربط منطقياً للمملكة في الوقت الراهن لأسباب اقتصادية تشمل الاعتماد على إيرادات النفط المقيمة بالدولار والضرر المحتمل الذي قد يحدثه أي تعديل على القدرة التنافسية للمنتجات غير النفطية والاستثمارات الخارجية. إضافة إلى ذلك، فإن قرار الربط مدعوم بالتزام استراتيجي قوي. وفي اعتقادنا أنه لن يكون هناك تفكير في فك الارتباط بين الريال و الدولار ما لم يحدث تراجع كبير في قيمة الدولار يستمر لعدة سنوات.

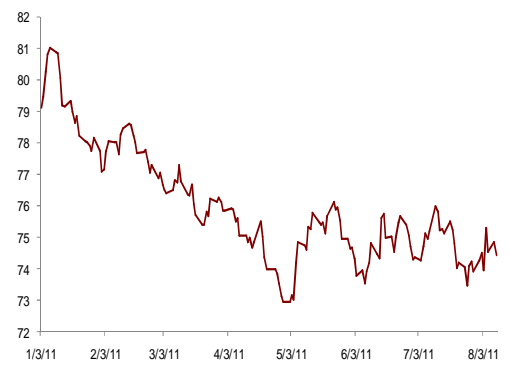
سيؤدي تراجع قيمة الدولار إلى زيادة الضغوط التضخمية في المملكة. وكانت واردات المملكة من الأسواق الناشئة قد شكلت ما نسبته 46 بالمائة من إجمالي وارداتها عام 2010، ومن المرجح أن تسجل عملات تلك الدول أكبر ارتفاع مقابل الدولار، حيث ازدادت قيمة عملات كوريا والهند والبرازيل بأكثر من 2 بالمائة مقابل الدولار منذ بداية أغسطس. لكننا نعتقد أن انخفاض أسعار السلع سيعوّض عن التأثير التضخمي لضعف الدولار. بالإضافة إلى الهبوط الحاد في أسعار النفط الذي يؤدي إلى خفض تكلفة نقل البضائع المستوردة، كذلك سجلت أسعار المواد الغذائية ومواد البناء انخفاضاً كبيراً، وقد تراجع مؤشر رويترز لأسعار السلع بنسبة تزيد على 7 بالمائة حتى الآن من الشهر الجاري.

يعني ربط سعر الصرف أن أسعار الفائدة في المملكة مرتبطة بدرجة كبيرة بنظيرتها في الولايات المتحدة، وهناك فهم سائد بأن خفض التصنيف الائتماني قد يكلف الحكومة بمرور الزمن نحو 100 نقطة أساس (نقطة مئوية واحدة) من حيث ارتفاع أسعار الفائدة

صافي الموجودات الأجنبية لدى "ساما"



القيمة التجارية المرجحة للدولار الأمريكي





على السندات، حيث يطلب المستثمرون عائداً أعلى مقابل المخاطر التي يتحملونها. وبالفعل فقد سجلت أسعار الدين الحكومي الأمريكي ارتفاعاً خلال الأيام القليلة الماضية. ولا يعتبر هذا الأمر غريباً في ظل ميزة الملاذ الآمن التي تتمتع بها السندات الأمريكية؛ وقد تعرضت اليابان لخفض تصنيفها الائتماني عدة مرات (حالياً يقل تصنيفها عن التصنيف الأمريكي بدرجتين)، لكنها لا تزال تدفع مقابل سندات أسعار فائدة ضمن الأدنى في العالم. بالإضافة إلى ذلك، ليس لحملة السندات الحكومية الأمريكية الأجانب (وخاصة البنوك المركزية لليابان والصين وأعضاء أوبك) بدائل كثيرة.

ارتفعت أسعار الفائدة بين البنوك الأمريكية في أغسطس، لكنها لا تزال تقل كثيراً عن مستوياتها في مطلع العام. وقد حدثت أسعار الفائدة بين البنوك السعودية حذو الأسعار بين البنوك الأمريكية طيلة الشهور القليلة الماضية، لكنها ظلت ثابتة عند أدنى مستوياتها على الإطلاق منذ منتصف يوليو. وبما أن لدى البنوك سيولة ضخمة (بلغ فائض الودائع لدى "ساما" في نهاية يونيو نحو 71 مليار ريال)، فلا نتوقع ارتفاعاً في معدل الفائدة الأساسي بين البنوك السعودية (سايبور) ما لم يسجل معدل الفائدة بين البنوك الأمريكية ارتفاعاً كبيراً، وهو أمر يبدو مستبعداً في ضوء السيولة المتوفرة لدى القطاع المصرفي الأمريكي. وقد تكون الملامح المستقبلية لأسعار الفائدة في المملكة جيدة خاصة وأن ضعف الاقتصاد الأمريكي قد أبعده احتمال رفع الاحتياطي الفيدرالي لأسعار الفائدة وبالتالي أسعار إعادة الشراء وإعادة الشراء العكسي في المملكة.

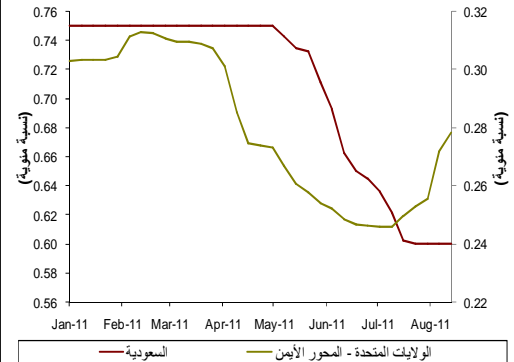
التداعيات على المستثمرين السعوديين

اقتفى سوق الأسهم السعودي أثر الأسواق العالمية في هبوط الأسعار متراجعاً 5,5 بالمائة يوم السبت باعتباره أول سوق يفتح للتداول بعد قرار خفض التصنيف وسجل اليوم انخفاضاً إضافياً بنسبة 0,8 بالمائة لتصبح إجمالي خسائره في أغسطس 6 بالمائة. أكبر الخاسرين كان قطاع البتروكيماويات باعتباره أكثر القطاعات انكشافاً أمام الاقتصاد العالمي. وقد أدى الهبوط إلى خفض مكرر الربحية إلى 12 مرة، وهو مستوى يعتبر مغرباً نسبياً خاصة وأنها نعتقد أن الإنفاق الحكومي لن يتأثر وسيضمن استمرار الأداء الاقتصادي القوي. مع ذلك، فإن احتمال حدوث المزيد من التذبذب بسبب حركة الأسواق العالمية وارد ولا يمكن أن نسقط من حساباتنا حدوث تراجع حاد.

في هذه البيئة التي تشوبها حالة الشك وعدم اليقين بالإضافة إلى سوق أسهم متذبذب ومرتبطة بشدة بالأسواق العالمية، فإن الاقتصاد الفعلي يمثل خياراً جذاباً للمستثمرين السعوديين. الحكومة تملك الموارد المالية وأعلنت بوضوح التزامها باتفاق مبالغ ضخمة على المشاريع الاستثمارية، خاصة في مجال تشييد المساكن. وبينما تعني الحاجة إلى أعمال ضخمة أن هناك تحدياً أمام شركات التشييد القائمة فإنها تخلق فرصاً للشركات الأخرى في مجال التشييد والمجالات ذات الصلة. وستكون الصناعات التي تزود قطاع التشييد بالمدخلات الرئيسية هي المستفيد الرئيسي من الإنفاق الحكومي. كذلك ستؤدي أعمال التشييد الضخمة المزعم القيام بها إلى خلق الحاجة إلى كميات ضخمة من المواد الخام.

أيضاً أمام المستثمرين فرص للكسب من الزيادة المتوقعة في الإنفاق الاستهلاكي، خاصة الأشخاص محدودي الدخل. فتأثير تطبيق نظام الحد الأدنى للأجور وإعانات الباحثين عن العمل وزيادة مدفوعات التأمينات الاجتماعية سيمتد إلى فترات أطول من تعزيز الإنفاق قصير المدى الذي نتج عن مكافأة راتب الشهرين، لأن تلك المدفوعات ستأتي بانتظام. بالإضافة إلى ذلك، فإن برنامج بناء المساكن سيؤدي إلى المزيد من تدفق الأجانب الذين لهم متطلباتهم الخاصة. ومعروف أن الأشخاص ذوي الدخل المحدود يميلون إلى إنفاق نسبة أكبر من مداخيلهم مقارنة بالأشخاص ذوي الدخل المرتفع، ويتعين أن يفيد هذا الأمر الجهات التي تنتج وتبيع بالتجزئة السلع مثل الأغذية والملابس وبعض الأدوات الكهربائية.

أسعار الفائدة بين البنوك لأجل ثلاثة شهور



مؤشر "تاسي"





إخلاء المسؤولية

ما لم يشر بخلاف ذلك، لا يسمح بإطلاقاً 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 رويتز وشركة بلومبيرغ وشركة تداول ومن مصادر محلية أخرى، ما لم تتم الإشارة لخالف 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 إعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية عن دقة أو إكتمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحتويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى إستخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خيار أو مشورة لإتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.