



السعودية والأزمة المالية العالمية

يشهد العالم حالياً أزمة مالية غير مسبوقه ساءت بسببها الأوضاع إلى درجة كاد عندها النظام المالي العالمي أن يتوقف تماماً عن العمل في مطلع أكتوبر. وقد تحسنت الأحوال منذ ذلك الحين ولكن بعد أن تبخرت ثروات طائلة في الهواء حيث اضطرت بعض البنوك إلى خفض قيمة أصولها بمئات البلايين من الدولارات وأعلنت مؤسسات مالية عملاقة إفلاسها وتم إنقاذ البعض الآخر بواسطة دعم من حكومات بلادها هذا عدا انهيار أسواق الأسهم.

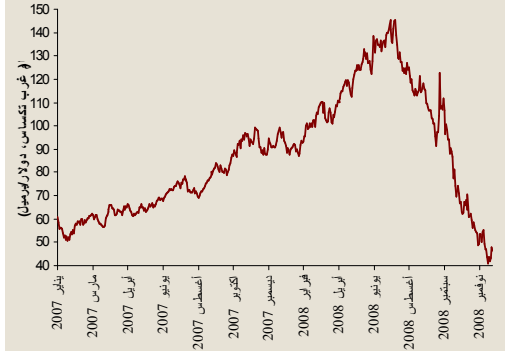
وكانت الأزمة قد تزامنت مع تباطؤ الاقتصاد العالمي مما عجل بدخول معظم الاقتصاديات في مرحلة الركود حيث يتوقع صندوق النقد الدولي انكماش اقتصاديات الدول الصناعية العام القادم لأول مرة منذ أربعينات القرن الماضي. وقد أدى انحسار الطلب إلى انهيار أسعار السلع وتذبذب أسعار الصرف نتيجة لتدافع المستثمرين في البحث عن الملاذ الآمن.

وليس من اقتصاد معصوم اليوم من آثار الأزمة المالية والركود العالمي الناتج عنها، أما في السعودية فقد تحول تركيز السياسة الاقتصادية من مكافحة التضخم إلى استعادة الثقة في القطاع المالي. ويمكن تلخيص تداعيات الأزمة المالية على اقتصاد المملكة فيما يلي :

- ستتنخفض أسعار النفط كثيراً عما كان متوقفاً في السابق وسيفاقم خفض حجم الإنتاج من تداعيات ذلك على إيرادات النفط.
- صعوبة الحصول على التمويل وارتفاع تكلفته بالنسبة للشركات المحلية والأجنبية التي تمارس أنشطتها في المملكة.
- سيبتأطأ النمو الاقتصادي حيث تؤدي العقوبات المتعلقة بتأمين التمويل بأسعار مناسبة وانخفاض أسعار النفط إلى إعاقة تنفيذ المشاريع وتراجع الثقة.
- سيعني انخفاض إيرادات النفط انتهاء عهد الميزانيات الضخمة وفوائض الحساب الجاري الهائلة التي شهدتها السنوات الأخيرة.
- سيؤدي الانخفاض الحاد في أسعار السلع وارتفاع قيمة الريال إلى تراجع كبير في معدلات التضخم خلال الاثني عشر شهراً القادمة.

ونتيجة لذلك سنأتي البيانات الاقتصادية الرئيسية ضعيفة جداً في عام 2009 مقارنة بالسنوات السابقة، لكن لن يعني ذلك انقضاء عهد الطفرة الاقتصادية حيث أن العوامل الاقتصادية الداخلية كانت وراء دفع الاقتصاد إلى الأمام طيلة السنوات القليلة الماضية ونعتقد أن الزخم الاقتصادي القوي الذي يتمتع به القطاع غير النفطي سيظل باقياً (وإن كان بمعدل أقل مما توقعناه سابقاً). ومن شأن تقلص قائمة المشاريع التي كان يخطط لتنفيذها أن يؤدي للإحجام عن تنفيذ بعض المشاريع الهامشية وتمديد تنفيذ البعض الآخر على فترات زمنية أطول مما قد يساعد في إزالة بعض الاختناقات التي حدثت في الاقتصاد.

أسعار النفط تهوي



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

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



جنور الأزمة

نشأت المشكلة من انهيار الطفرة في نشاط الانترنت مطلع العقد وما أعقبها من فترات من أسعار الفائدة المتدنية. وكانت أسواق الأسهم الأمريكية (مؤشر إس أند بي 500) قد ارتفعت خلال الفترة من نهاية 1982 إلى نهاية 1999 بمتوسط 14,7 بالمائة في العام حيث حققت أسعار الأسهم (خاصة شركات الانترنت) بنهاية 2000 مستويات ارتفاع قياسية ولكنها شرعت في الهبوط بعد فترة وجيزة من ذلك (انخفض مؤشر إس أند بي 500 بنسبة 42 بالمائة بين أغسطس 2000 و أكتوبر 2002 وأنهار مؤشر ناسداك لشركات التكنولوجيا بنسبة 78 بالمائة من أعلى إلى أدنى نقطة كان قد سجلها خلال تلك الفترة). وقد دفع انتهاء فترة طفرة شركات الانترنت وما نتج عنها من ركود خفيف مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى إجراء خفض كبير في أسعار الفائدة وإبقائها تحت مستوى 2 بالمائة لمدة تقارب ثلاث سنوات. وبدورها شجعت أسعار الفائدة المنخفضة وأسعار الأسهم المتدنية على خلق استثمارات ضخمة في صناعة العقار حيث ارتفع إجمالي قيمة رهون العقارات السكنية الأمريكية من 6 تريليون دولار عام 2001 إلى 11,2 تريليون دولار عام 2006.

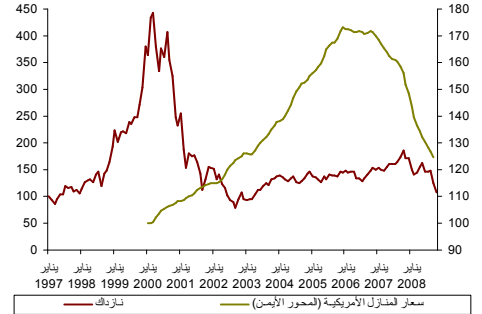
لقد شجعت أسعار الفائدة المنخفضة على تنفيذ عمليات إقراض ضخمة ومن ثم خلق مخاطر في القطاع المالي نتيجة للزيادة الهائلة في التمويل العقاري بنظام الرهن إلى المقترضين من ذوي التصنيفات الائتمانية المتدنية والدخل الضعيف وغير المنتظم (عرفت هذه الفئة من الرهون العقارية "بالقروض الرديئة") وقد شكلت قروض الرهن الرديئة هذه 15 بالمائة من سوق الرهن العقاري عام 2006 مقارنة بنسبة 3 بالمائة فقط عام 2003. ثم لجأت البنوك بعد ذلك إلى إعادة تدوير مخاطرها هذه في شكل منتجات مالية جديدة معقدة وصرفتها إلى مؤسسات مالية أخرى لجأ معظمها إلى الاقتراض كي يتمكن من تمويل شراء تلك المنتجات في الوقت الذي كانت تعوزها فيه الخبرة اللازمة لتفهم وإدارة المخاطر التي تنصوي عليها.

وعندما أخذت أسعار الفائدة ترتفع بدأت أعداد متزايدة من المقترضين في التخلف عن تسديد ديونهم العقارية مما خلق مخاوف بشأن الجدارة الائتمانية للمنتجات المالية ذات الصلة، وشرع المستثمرون في الابتعاد عن تلك المنتجات المالية وما شابهها مما أدى إلى تضيق مصادر التمويل. ونتيجة لاستخدام البنوك نظام المحاسبة الذي يقيم الأصول حسب الأسعار السائدة في السوق فقد اضطرت لخفض قيمة أصولها بمستوى كبير في الوقت الذي لم يتواجد فيه مشتريين، مما أدى لتفاقم عمليات خفض قيمة الأصول وإلى تراجع الثقة في المؤسسات المالية ونجم عنه بالتالي انهيارات حادة في أسعار أسهمها.

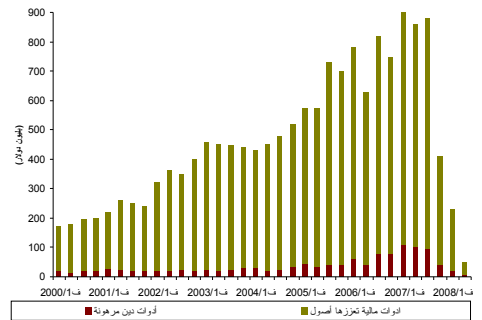
وكانت أول ضحية لقروض الرهن الرديئة هي الشركة الأمريكية نيو سينشري فاينانشيال التي انهارت في أبريل 2007 مؤذنة بانطلاق الأوضاع التي تطورت فيما بعد إلى الأزمة الراهنة. ثم شهد سبتمبر من العام الماضي تأميم الحكومة البريطانية لشركة قروض الرهن العقاري نورثرن روك ثم انهيار البنك الاستثماري بير ستيرنز في مارس 2008 نتيجة قروض الرهن الرديئة. وتم في مطلع سبتمبر الماضي تأميم عملاقي الرهن العقاري في أمريكا فاني ماي وفريدي ماك الذين تمثل دورهما هو شراء الرهون العقارية في السوق الثانوية وإعادة تدويرها وبيعها مرة ثانية إلى مؤسسات مالية أخرى وذلك بسبب الخسائر الكبيرة التي تكبداها جراء إخفاق المقترضين في تسديد ديونهم العقارية، وأعقب ذلك انهيار ليمان برادرز في 14 سبتمبر وكان وقتها رابع بنك استثماري في الولايات المتحدة وكان لهذا البنك حيازات كبيرة من مشتقات الرهن العقاري المتعثرة والأوراق المالية المرتبطة بالرهن العقاري.

أدى انهيار بنك ليمان برادرز (أكبر عملية إعلان إفلاس في تاريخ الولايات المتحدة) إلى تعميق الأزمة المالية حيث شهد المستثمرون تلاشي قيمة أسهمهم

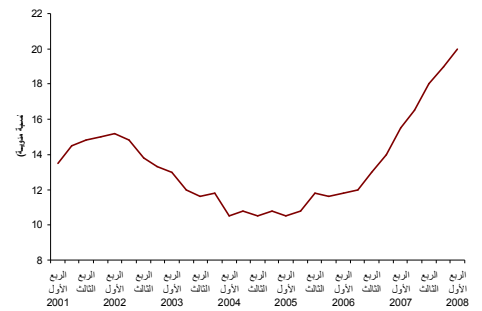
فقاعتين
(ناسداك، يناير 1997 = 100؛ مؤشر كيس-شيلر،
يناير 2000 = 100)



القروض العقارية تتحول إلى سندات
(إصدارات مشتقات الرهن العقاري عالمياً)



متأخرات القروض العقارية





وسنداتهم لدى البنك ولم يكن في استطاعتهم وقف الأوامر التي كان بنك ليمان طرفاً فيها. وقد عجز أحد أكبر صناديق إدارة السيولة في الولايات المتحدة وكان يمتلك حيازات كبيرة من سندات ليمان عن المحافظة على القيمة الدفترية للسهم التي تبلغ دولار واحد وهو معيار يعتبر أساسياً لتحديد مدى جدارة تلك الصناديق بالبقاء (حيث تشير قيمة السهم التي تقل عن دولار واحد إلى أن المستثمرين قد خسروا أموالهم). وقد نتج عن ذلك عمليات سحب كبيرة (تم سحب 65 بليون دولار من صناديق إدارة السيولة خلال سبتمبر) مما جعل تلك الصناديق تتردد في الاستثمار في أدوات الدين قصير الأجل التي تعتمد عليها الكثير من البنوك والشركات غير المالية في تمويل عملياتها اليومية (الأوراق التجارية) ومن ثم تقشفت الأزمة المالية في القطاعات الأخرى للاقتصاد المتهاك سلفاً.

عقب الرسالة التي أطلقتها الحكومة الأمريكية بأنها لن تتدخل لإنقاذ أي مؤسسة أياً كان حجمها، وعقب اتضاح مدى فداحة الخسائر جراء انهيار ليمان برانرز جددت فترة أصبحت فيها البنوك تهتم فيها فقط بحماية أوضاعها المالية وأحجمت عن تقديم القروض، ونتاج عن ذلك حرمان البنوك المتعثرة من الحصول على التمويل الذي تحتاج إليه مما أدى بالتالي إلى تعرض أسهم البنوك من شاكلة ليمان برانرز إلى ضغوط عالية جداً. وقد أعقبت تلك الفترة موجة متلاحقة من عمليات الاندماج واستحواد الحكومات على المؤسسات المالية.

لقد ساهمت خطط الإنقاذ الحكومية في خلق تحسن تدريجي في الأوضاع المالية العالمية من الضغوط القاسية التي تعرضت لها، وقد شملت تلك الخطط ضخ البنوك المركزية لمبالغ هائلة في أسواق المال وشراء الحكومات حصصاً في الشركات المالية وإجراء خفض كبير في أسعار الفائدة. لكن تظل الأوضاع المالية هشّة جداً ولا نرجح أن تعود الأمور إلى سابق عهدها إلا عقب انقضاء فترة من الزمن.

الملاح المستقبلي للاقتصاد العالمي

طرأت الضغوط في أسواق المال في ظل نمو هزيل في معظم اقتصاديات الدول المتقدمة حول العالم مما أدى إلى ضعف الملاح المستقبلية للاقتصاد العالمي. وتشير بيانات النمو الصادرة عن الفصل الثالث من العام الجاري، والتي لا تعكس بعد أسوأ تداعيات الأزمة المالية، تشير إلى حدوث انكماش في اقتصاديات الولايات المتحدة وأوروبا واليابان والمملكة المتحدة، ولم تأتي البيانات الاقتصادية اللاحقة إلا بما هو أسوأ.

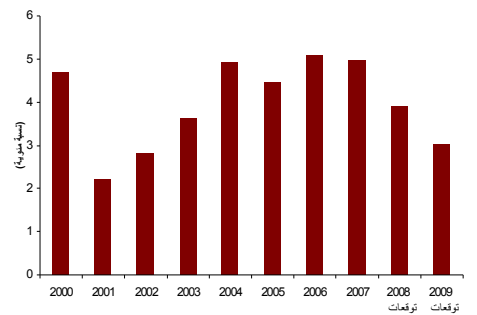
وقد حدث صندوق النقد الدولي في نوفمبر من توقعاته حول أداء الاقتصاد العالمي بحيث تضمنت خفضاً كبيراً في التقديرات التي أعلنها قبل شهر من مستوى 3,9 بالمائة إلى 3,7 بالمائة لهذا العام ومن 3 بالمائة إلى 2,2 بالمائة للعام القادم. والآن يتوقع أن يكون النمو في عام 2009 عند أدنى مستوى له منذ عام 2001 مع حدوث انكماش في الاقتصاديات المتقدمة لأول مرة منذ أربعينيات القرن الماضي.

كذلك تم خفض تقديرات النمو في الاقتصاديات الناشئة لتكون حوالي 5,1 بالمائة للعام القادم أي بأعلى من أي نسبة تم تحقيقها طيلة حقبة الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي. والآن تكبح الكثير من الأسواق الناشئة لشق طريقها في ظل انهيار أسعار السلع والتذبذبات الحادة في أسعار الصرف والهروب السريع لرؤوس الأموال الأجنبية بالإضافة إلى المشاكل في قطاع الخدمات المصرفية. وتبدو هذه المشاكل أكثر عمقا في دول أوروبا الشرقية فقد تضررت الإمكانيات التصديرية حتى بالنسبة للدول التي تتمتع بمعطيات اقتصادية أساسية محلية قوية. وبرغم ذلك ستوفر الأسواق الناشئة الديناميكية الرئيسية لتحريك الاقتصاد العالمي خلال العام القادم حيث يتوقع أن تحقق الصين على وجه الخصوص نمواً بنسبة 8,5 بالمائة ويبدو أن

الهروب إلى الأدوات الآمنة (العائد على أدوات الخزانة الأمريكية لأجل 3 شهور)



نمو الناتج الإجمالي الفعلي عالمياً





كثيراً من الدول الآسيوية الأخرى في وضع أفضل نسبياً يسمح لها بتحمل الأوضاع الخارجية المتدنية.

من الواضح جداً أن تحول الأوضاع الاقتصادية العالمية يحتاج إلى بعض الوقت حيث يجعل التذبذب المستمر من الصعوبة بمكان التنبؤ بعمق الركود ومدة بقائه ويرى معظم المحللين أن الاقتصاد الأمريكي سينهض من الركود خلال النصف الثاني من العام القادم بينما تبدأ دول الاتحاد الأوروبي الانتعاش بنهاية ذلك العام بينما يتوقع محللون آخرون فترات زمنية أطول لعودة الانتعاش. ولكن الشيء الواضح أن عام 2009 سيكون عاماً سيئاً للاقتصاد العالمي.

توقعات النمو حسب صندوق النقد
(نسبة مئوية)

2009	2008	2007	
2,2	3,7	5,0	العالم
-0,7	1,4	2,0	الولايات المتحدة
-0,2	0,5	2,1	اليابان
-0,5	1,2	2,6	منطقة اليورو
-1,3	0,8	3,0	المملكة المتحدة
8,5	9,7	11,9	الصين
5,1	6,6	8,0	الأسواق الناشئة
5,3	6,1	6,0	الشرق الأوسط

كيف أثرت تلك الأوضاع على المملكة

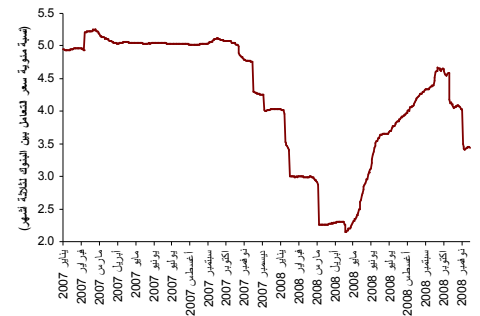
خلفت الأزمة المالية والركود الناتج عنها تداعيات كبيرة على المملكة العربية السعودية حيث سينخفض معدل النمو ويتأخر تنفيذ المشاريع وستسجل الميزانية بعض العجز كما ستثار بعض قضايا السياسة الاقتصادية بعيدة المدى فيما يتعلق بدور الدولة في تسيير القطاع المصرفي والتشريعات المالية وإدخال نظام الرهن العقاري الذي تحتاج الحكومة التفكير فيه ملياً قبل إجازته. ولن تكون جميع نتائج الأزمة المالية سلبية بل هناك بعض الإيجابيات، فعلى سبيل المثال سيساعد انخفاض أسعار السلع على خفض معدلات التضخم وخفض تكاليف المشاريع. ونعتقد أن الإصلاحات الاقتصادية والطفرة في الاستثمارات التي شهدتها السنين القليلة الماضية تعني أن المملكة في وضع جيد يمكنها من مقاومة آثار الأوضاع الاقتصادية المالية الصعبة بينما لا تزال المعطيات الأساسية للاقتصاد قوية. وستستعرض في الفقرات التالية أهم القضايا الناشئة عن الاضطراب الذي ساد خلال الشهور القليلة الماضية.

الأوضاع المالية المحلية تتدهور

تدهورت الأوضاع المالية في المملكة حيث ارتفعت أسعار الفائدة التي تقترض بها البنوك بعضها البعض (أسعار الفائدة بين البنوك) بشدة منذ نهاية مايو مما أدى إلى نزوب الاقتراض بين البنوك. وقد ارتفع سعر الاقتراض بين البنوك بالريال لأجل 3 شهور من 2,14 بالمائة في 4 مايو إلى 4,67 بالمائة في 12 أكتوبر ولكن سياسة مؤسسة النقد السعودي (ساما) ساعدت على خفض سعر الاقتراض بين البنوك بالريال لأجل 3 شهور إلى 3,45 بالمائة في 13 ديسمبر، إلا أن بيئة الاقتراض لا تزال تمثل تحدياً.

من المؤشرات التي تدل على صعوبة أوضاع الاقتراض الفرق بين سعر فائدة الاقتراض بين البنوك بالريال لأجل 3 شهور (السعر الذي تدفعه البنوك التجارية للدائع أجل 3 شهور من بنوك تجارية أخرى) وسعر إعادة الشراء العكسي الذي تطلبه ساما (السعر الذي تدفعه ساما مقابل ودائع البنوك التجارية). وكانت الفروقات بين السعرين قد سجلت خلال الثلاثة أشهر المنتهية في أبريل 0,02 نقطة مئوية في

سعر الاقتراض بين البنوك السعودية لثلاثة أشهر





المتوسط ثم قفزت إلى أعلى نقطة لها في 12 أكتوبر مسجلة 2,67 نقطة مئوية ثم تراجعت إلى 1,45 نقطة مئوية في 13 ديسمبر.

ورغم أن الارتفاع في أسعار الفائدة بين البنوك السعودية كان قد بدأ قبل تزايد الضغوط في أسواق الاقتراض بين البنوك على مستوى العالم إلا أنه يظل مرتبطاً بالاضطراب المالي العالمي. وهناك 3 عوامل تقف وراء الارتفاع في أسعار الاقتراض بين البنوك نستعرضها فيما يلي:

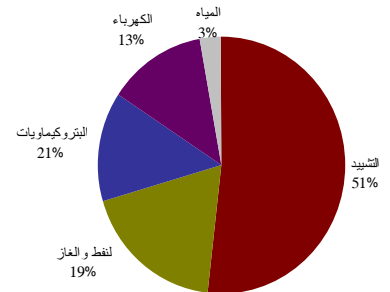
- فرض "ساما" رقابة صارمة على نمو الائتمان بهدف احتواء معدلات التضخم، حيث أن من أهم وسائل مراقبة نمو الائتمان شرط الاحتياطي الإلزامي المفروض على البنوك التجارية، وقد رفعت ساما تلك النسبة على الحسابات الجارية عبر سلسلة من الخطوات من 7 بالمائة في نوفمبر 2007 إلى 13 بالمائة في مايو من العام الجاري، كما تضاعفت الاحتياطات النظامية على الودائع لأجل وعلى المدخرات حتى وصلت إلى 4 بالمائة في مايو. وكانت نتيجة هذه التطورات سحب 36,4 بليون ريال من السيولة من القطاع المصرفي بين شهري أغسطس ونوفمبر.
- خروج الصناديق الأجنبية التي دخلت النظام المصرفي الإقليمي بناء على توقعات بإجراء تعديلات على سعر الصرف، حيث أصبح المستثمرين أكثر حذراً إزاء المخاطر عدا عن تأكيد الحكومات الخليجية التزامها بربط أسعار صرف عملاتها مع الدولار. وكانت جميع تلك الصناديق التي خرجت تستثمر بالدولار الأمريكي، وقد تسبب انسحابها في نقص كمية الدولارات مما عقد من مشاكل توفير التمويل للمشاريع لأن معظم المشاريع الكبيرة يتم تمويلها بالدولار.
- لجوء بعض البنوك لتجميع كميات كبيرة من العملة المحلية لشراء أصول استخدمت كضمان في إصدار أدوات مالية تأثرت بالأزمة المالية تحوز عليها تلك البنوك.

تعتبر أسعار الفائدة على عمليات الاقتراض بين البنوك محددًا أساسياً للأسعار التي تفرضاها البنوك على المقترضين من عملاتها. وعموماً، لا تعتبر أسعار الفائدة التي تفرضاها البنوك على المقترضين الأفراد شديدة التأثير بالتعديلات في أسعار الفائدة على الاقتراض بين البنوك، أما بالنسبة للمقترضين من الشركات الكبيرة فتعتبر أسعار الاقتراض بين البنوك عاملاً مهماً في تحديدها حيث تسعر حسب أسعار الاقتراض بين البنوك، ولذا فإن ارتفاع أسعار الاقتراض بين البنوك يرفع بصورة مباشرة من تكلفة الاقتراض بالنسبة للشركات المحلية.

أحد العوامل التي تدعو للاطمئنان على استدامة الطفرة الحالية الدور الكبير الذي يلعبه القطاع الخاص حيث يعتمد عليه تمويل معظم تكلفة المشاريع الجاري تنفيذها حالياً أو المخطط لتنفيذها في المملكة والتي تبلغ قيمتها 600 بليون دولار. ولكن نتيجة لقلّة استعداد البنوك لتقديم القروض وارتفاع تكلفة الاقتراض والنقص في الدولار وتضاؤل فرض الحصول على التمويل الخارجي أضحي توفير ذلك التمويل مشكلة قد تؤدي إلى إعاقة تنفيذ المشاريع.

لذا فقد شجع هذا الوضع "ساما" على اتخاذ بعض الإجراءات فقامت في 13 أكتوبر بخفض سعر إعادة الشراء من 5,5 بالمائة إلى 5 بالمائة (جاء ذلك بعد أيام قليلة من إقدام مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على إجراء خصم بنفس الحجم) كما قامت بخفض حجم الاحتياطي الإلزامي المفروض على ودائع الحسابات الجارية لدى البنوك التجارية من 13 بالمائة إلى 10 بالمائة. ويؤدي خفض سعر إعادة الشراء وهو سعر الفائدة الذي تتقاضاه "ساما" مقابل إقراض البنوك التجارية إلى زيادة اقتراض البنوك مما يؤدي بالتالي إلى تعزيز حجم المبالغ التي تخصصها تلك

الاستثمارات حسب القطاع
(كنسبة مئوية من مبلغ الـ 600 بليون دولار)





البنوك لإقراض عملائها، أما خفض الاحتياطي النظامي المفروض على البنوك التجارية فيؤدي إلى تحرير المبالغ التي كانت محجوزة سابقاً لدى "ساما" مما يتيح المزيد من المال للبنوك التجارية لعمليات الإقراض (في تقديرنا أن هذه الخطوات أدت إلى توفير مبلغ 10 بليون ريال إضافية لعمليات الإقراض). علاوة على ذلك ضخنت "ساما" مبلغاً يتراوح بين 2 إلى 3 بليون دولار في القطاع المالي (في هيئة ريالات ودولارات).

لجأت ساما مرة أخرى إلى خفض سعر إعادة الشراء في 30 أكتوبر ليصبح 4 بالمائة وذلك في أعقاب خفض إضافي في أسعار الفائدة الأمريكية، ثم أتبعته بخفض آخر في 23 نوفمبر ليصبح 3 بالمائة. وفي نفس التوقيت تم خفض الاحتياطي الإلزامي على ودائع الحسابات الجارية إلى 7 بالمائة فعاد إلى المستوى الذي كان عليه في نوفمبر الماضي قبل أن تبدأ "ساما" التشدد في شروط الإقراض.

تستطيع "ساما" ضخ السيولة في البنوك وخفض أسعار الفائدة التي تتقاضاها لتنفيذ سياستها ولكنها لا تستطيع إجبار البنوك على إقراض تلك الأموال إلى العملاء بدلاً عن استخدامها في دعم ميزانياتها. وبالرغم من تقننا بعدم وجود أي بنك سعودي مهدد بدرجة كبيرة جراء الاضطراب الاقتصادي والمالي الحالي، إلا أن الغموض بشأن سلامة الأوضاع لدى نظيراتها من البنوك وعدم الشفافية يعني أن البنوك المحلية ستنبني سياسة شديدة الحذر تجاه عمليات الإقراض خلال الفترة القادمة.

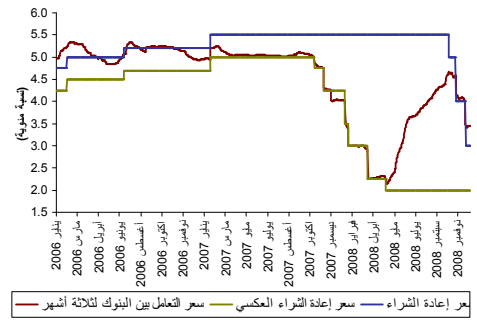
ولا يعني ذلك أن البنوك أوقفت الإقراض كلية، بل نجد أن قروض البنوك التجارية لشركات القطاع الخاص قد ارتفعت بمقدار 38,9 بليون ريال (نسبة 7,6 بالمائة) خلال الفصل الثالث وكان معظمها قروض قصيرة الأجل إلى القطاع الخاص تأتي غالباً في شكل تمويل تجاري. ولا يزال التمويل قصير الأجل للشركات المحلية التي تربطها علاقات قوية مع البنوك التي تتعامل معها متاحاً.

نتج عن الأوضاع المالية الصعبة محلياً وعالمياً تجميد فعلي لأسواق التمويل بالقروض حيث لم تصدر أي صكوك جديدة أو تتفد أي قروض كبيرة بواسطة تحالفات مصرفية منذ بداية الصيف. وفي ضوء تزايد ميل المستثمرين الأجانب نحو تقادي المخاطر سنتجه إصدارات الصكوك الجديدة إلى استهداف المستثمرين المحليين وستعرض بسعر يزيد كثيراً عن سعرها الذي كانت عليه قبل الأزمة (مما يجعلها أعلى تكلفة بالنسبة للمقترض). من المتوقع أن تعطي صكوك البنك السعودي الهولندي المرتقبة مؤشراً رئيسياً لكيفية تسعير الصكوك في هذه البيئة الجديدة.

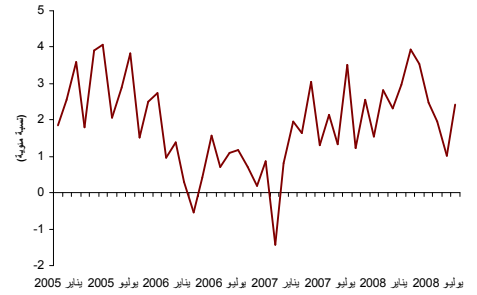
فقد أسلوب الحصول على التمويل من خلال السوق الأولية جاذبيته نتيجة لاستمرار الهبوط الحر لسوق الأسهم السعودي كغيره من كثير من الأسواق حول العالم منذ اشتداد الأزمة حيث انخفض بنسبة 48 بالمائة منذ نهاية يونيو وسجل أدنى نقطة له خلال خمس سنوات في 23 نوفمبر ويتم تداوله حالياً بمكرر ربحية يبلغ 9,3 مقارنة بمتوسط مكرر ربحية بلغ 20,6 خلال النصف الأول من العام الجاري و 16,7 لعام 2007. ومع اعتقادنا بأن الأسعار الحالية مغرية للمستثمرين (سنستعرض الملامح المستقبلية لسوق الأسهم في تقرير منفصل سيصدر قريباً) إلا أن الحافز لدى الشركات لمحاولة تعبئة الموارد المالية من خلال سوق الأسهم ضعيف جداً وذلك لأن الأسهم مقيمة بأقل من سعرها العادل وبالتالي لا تستطيع تلك الشركات تجميع مبالغ بنفس الحجم التي يمكنها تجميعها بها في الظروف الطبيعية للسوق. وقد أجلت حوالي 80 شركة سعودية الاكتتاب في أسهمها (الطرح العام الأولي) وهي اكتتابات تبلغ قيمتها الإجمالية حوالي 19 بليون دولار.

من الواضح أن النظرة المستقبلية لتلك الشركات التي تحتاج لزيادة رؤوس أموالها قاتمة، ولكن العديد من الشركات والمستثمرين في المملكة يتمتعون بسيولة عالية لذا فهم في وضع يسمح لهم بتلبية متطلباتهم التمويلية دون اللجوء إلى الاقتراض. وقد شهدت الأوضاع تحسناً بالنسبة لتلك الفئة الأخيرة من الشركات حيث يعني هبوط

أسعار الفائدة لدى ساما ولدى البنوك



النمو في الائتمان إلى القطاع الخاص (التغير الشهري)



مؤشر تداول الشامل "تاسي"





أسعار المواد الخام وتراجع حدة الاختناقات في العرض على مستوى العالم (أنظر أدناه) انخفاض تكلفة المشاريع بدرجة كبيرة. وعلى الرغم من أن انخفاض إيرادات النفط سيؤثر على مستوى الإنفاق الحكومي، إلا أن إيرادات الحكومة ستظل كبيرة بصورة استثنائية مدعومة بموجودات أجنبية ضخمة لدى "ساما" (بلغت الموجودات الأجنبية لساما بنهاية سبتمبر حوالي 433 بليون دولار). ولذلك تعتبر الحكومة وفي حيازتها كل تلك الموارد في وضع يمكنها ليس فقط من الوفاء بالتزاماتها بل التدخل ودعم القطاع الخاص في المشاريع الإستراتيجية الكبيرة.

إن الاحتياطي الضخم من الموجودات الذي تستطيع الحكومة أن تعول عليه يمنح المملكة ميزة على معظم الدول الأخرى في مواجهة تأثير الضغوط المالية الكبيرة. كذلك يعني هذا الاحتياطي أن المملكة تستطيع المضي قدماً في تنفيذ المشاريع الإستراتيجية مثل البنية التحتية الرئيسية والنفط والطاقة والمياه ودعم القطاع الخاص في حالة الضرورة، غير أن صعوبة الحصول على التمويل وارتفاع تكلفته ستحرم القطاع الخاص من النمو بالسرعة التي توقعناها سابقاً.

أسعار النفط تتهاوى

انهيار أسعار النفط أحد أبرز آثار الأزمة المالية وأكثرها انعكاساً على الاقتصاد السعودي. وكان خام غرب تكساس قد بلغ أعلى حد له تاريخياً عندما تخطى مستوى 145 دولار للبرميل في يوليو الماضي، إلا أن المخاوف حيال سلامة الاقتصاد العالمي وتراجع الاستثمارات المالية في صناعة النفط (جزئياً بسبب ارتفاع الدولار) شد أسعار النفط للأسفل ثانية إلى ما يقارب 40 دولار للبرميل في مطلع ديسمبر.

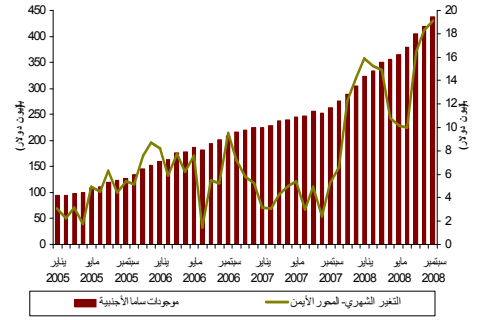
وكانت أسعار النفط المرتفعة على نحو غير عادي قد أخذت سلفاً تتسبب في إبطاء نمو الطلب عليه ثم جاءت الأزمة المالية والركود الاقتصادي ليضعفا الطلب بأكثر مما هو عليه. وكانت وكالة الطاقة الدولية قد خفضت في يونيو من توقعاتها بنمو الطلب العالمي في عام 2008 (من 800 ألف برميل في اليوم إلى 200 ألف برميل في اليوم) وفي عام 2009 (من 800 ألف برميل في اليوم إلى 500 ألف برميل في اليوم). وكان التراجع في الطلب على النفط أكثر وضوحاً في الولايات المتحدة أكبر مستهلك له في العالم حيث انخفض النمو في الطلب في أكتوبر بواقع 8 بالمائة مقارنةً بأكتوبر من عام 2007 أي ما يعادل 1,5 مليون برميل في اليوم.

وفي محاولة منهم للحفاظ على استقرار الأسعار اتفق أعضاء منظمة أوبك على خفض الإنتاج بواقع 1,5 مليون برميل في اليوم ابتداء من أول نوفمبر، وقد تم خفض حصة المملكة بواقع 466 ألف برميل في اليوم بموجب الاتفاق الجديد من 8,943 مليون برميل/يوم إلى 8,477 برميل/يوم. وكانت مستويات الإنتاج قد تخطت الحصص المقررة للدول بصورة مستمرة خلال فترة الاثني عشر شهراً الماضية رغم الخفض الحاد الذي أجري عليها في أكتوبر بينما تشير الدلائل إلى أن خفضاً آخر قادم قد تم تبنيه في نوفمبر.

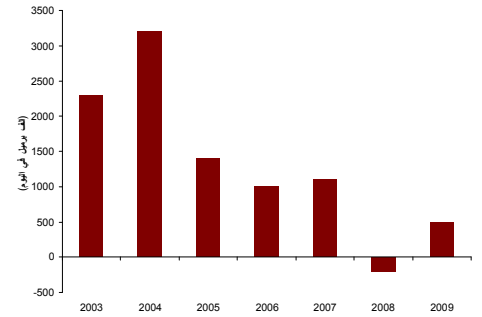
وتزايد الضغوط داخل أوبك حالياً للإعلان عن خفض آخر في الإنتاج خلال الاجتماع القادم للمنظمة في الجزائر بتاريخ 17 نوفمبر. ونعتقد أنه في ظل الأوضاع القائمة فإن معظم أعضاء المنظمة سوف يقعون بمستوى أسعار يتراوح بين 70 و80 دولار للبرميل. وما لم ترتفع الأسعار إلى تلك المستويات فنرجح أن تلجأ المنظمة إلى خفض الإنتاج مرة أخرى هذا العام وكذلك خلال النصف الأول من العام القادم.

من شأن خفض الإنتاج بالتصاف مع النمو في الطلب (رغم تواضعه) أن يؤدي في نهاية الأمر إلى استقرار أسعار النفط فوق المستوى الحالي، لكن لا يمكن الجزم بعدم استمرار تراجع الأسعار بأكثر مما هي عليه في الوقت الراهن. لكن نفس

صافي الموجودات الأجنبية لدى ساما



نمو الطلب على النفط (بيانات منظمة الطاقة الدولية)



أسعار النفط





العوامل التي تتخطى أساسيات العرض والطلب والتي ساهمت في دفع أسعار النفط إلى مستويات قياسية خلال صيف هذا العام هي التي تضغط على أسعار النفط لانتهاء بسرعة أكبر من تلك التي تيررها التوقعات المستقبلية للطلب.

ورغم تهاوي أسعار النفط خلال الأشهر القليلة الماضية إلا أن خام غرب تكساس سوف يسجل أعلى سعر له تاريخياً هذا العام عند مستوى 100 دولار للبرميل في المتوسط أي أعلى من متوسط عام 2007 بحوالي 38 بالمائة والذي كان رقماً قياسياً في حد ذاته. ونتوقع أن يسجل خام غرب تكساس 70 دولار في المتوسط لعام 2009 مما يعتبر ثاني أعلى مستوى له تاريخياً رغم أنه يأتي دون مستوى عام 2008، كما نتوقع أن تتعافى أسعار النفط تدريجياً خلال الأعوام القليلة القادمة عندما يستعيد الاقتصاد العالمي عافيته ويبدأ الطلب في الارتفاع.

وعلى الرغم من أن آفاق أسعار النفط قد ساءت جداً على المدى القصير إلا أن الملامح على المدى المتوسط قد تحسنت وذلك لأن صعوبة الحصول على الموارد التمويلية وارتفاع تكلفتها مع انخفاض أسعار النفط قد قلل من جاذبية الإمدادات من خارج منظمة الأوبك ومصادر الطاقة البديلة. وسوف تأتي معظم الزيادة في الإمداد من خارج أوبك من القطاع الخاص الذي يعاني حالياً من مشاكل تتعلق بتدبير الموارد الرأسمالية اللازمة. إضافة إلى ذلك، تقوض أسعار النفط المنخفضة الجدوى المالية لتطوير مصادر الإمداد مرتفعة التكلفة. وحسب تقديرات معهد كامبريدج لأبحاث الطاقة فإن السعر الأدنى المطلوب لإنتاج خام غرب تكساس من الحقول البحرية في غرب أفريقيا هو فوق 70 دولار للبرميل و 78 دولار للبرميل للخام الرملي الكندي و 114 دولار للبرميل بالنسبة للخام الرملي الفنزويلي. ويقدر معهد الأبحاث أن حوالي 45 بالمائة من النمو المحتمل في الإمدادات العالمية خلال السنوات الخمسة القادمة تتصف بالحرارة.

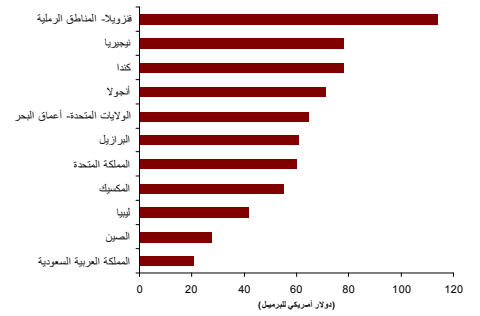
أما بالنسبة لشركة النفط الوطنية أرامكو السعودية فهي ليست في حاجة للاقتراض كي تمول خططها الاستثمارية (هناك خمسة مشاريع لتوسعة الطاقة الإنتاجية قيد التنفيذ في أرامكو حتى العام 2011 بتكلفة تبلغ 60 بليون دولار: انظر نشرة جدوى لشهر سبتمبر)، لكن بعض مقاولي أرامكو يعتمدون على الاقتراض لتمويل عملياتهم وربما يواجهون بعض العقبات في الوفاء بالتزاماتهم. وسوف تنتفع أرامكو وشركات النفط الوطنية الأخرى التي تتمتع بالسيولة من انخفاض أسعار المواد الخام وتكلفة المقاولات نتيجة تراجع أسعار المواد الأساسية وتأجيل تنفيذ بعض المشاريع المشابهة في مناطق أخرى والذي أضحى في حكم المؤكد. وقد تم فعلاً تعليق بعض المشاريع المحلية إلى حين إعادة طرحها واغتنام فرصة انخفاض تكلفة المشاريع، لكن من شأن ذلك أن يؤدي أيضاً إلى التأخر في تنفيذها.

أسعار السلع تنهار

رغم التداخات السلبية الواضحة لانتهاء أسعار النفط على الاقتصاد السعودي إلا أن أسعار سلع أخرى هامة تراجعت بنفس القدر في الوقت الذي أخذ فيه القلق بشأن الطلب في التزايد، حيث تراجع مؤشر رويترز لأسعار السلع منذ يونيو الماضي بواقع 51 بالمائة وشمل التراجع في الأسعار كافة أنواع السلع بما في ذلك المواد الخام الصناعية والمنتجات الغذائية والمعادن النفيسة.

وقد تراجعت أسعار معظم المواد البتروكيميائية بواقع الثلثين منذ يوليو في الوقت الذي يتم فيه تنفيذ أو التخطيط لمشاريع بتروكيميائية في منطقة الخليج بقيمة تتراوح في حدود 120 بليون دولار. وتثير الأسعار التي انهارت وتكاليف التمويل التي ارتفعت على نحو كبير والطلب الذي تراجع تساؤلات حول جدوى بعض تلك المشاريع، وتشير التقارير إلى أن مشاريع بتروكيميائية تبلغ قيمتها 20 بليون دولار قد تم تعليق تنفيذها في السعودية.

سعر خام غرب تكساس الأدنى للزرم لتنفيذ المشاريع الجديدة



مؤشر رويترز لأسعار السلع





كذلك انخفضت أسعار المعادن الأساسية بصورة حادة مما يؤثر على معظم المشاريع التي يتم تطويرها في المناطق الشمالية من المملكة، ويتم الآن إعادة تقييم مشروع مشترك لإنتاج الألمنيوم بين شركة معادن الحكومية وريو تانتو تبلغ قيمته 11 بليون دولار. وباعتبار أن البتروكيميائيات تشكل ما يربو على 30 بالمائة من صادرات المملكة غير النفطية وتشكل المعادن الأساسية 10 بالمائة من الصادرات بينما تشكل المواد البلاستيكية (التي تتأثر أسعارها بصورة أساسية بتكلفة المواد البتروكيميائية) 22 بالمائة فمن المرجح أن تنخفض الصادرات غير النفطية العام القادم فيما يعتبر أول تراجع لها منذ عقد من الزمان.

لكن من شأن انخفاض الأسعار أن يحمل بعض الحسنة للاقتصاد، مثال أسعار النحاس والحديد التي تستخدم كماد بناء أساسية والتي انخفضت أسعارها بواقع 57 بالمائة و 36 بالمائة على التوالي منذ يونيو الماضي. وكان الارتفاع الكبير في أسعار المواد الخام قد قوض من الجدوى المالية لبعض المشاريع الإنشائية مما يعني أن تراجع الأسعار يترجم في هيئة وفورات كبيرة للمشاريع التي كانت قد أمنت التمويل اللازم. أيضاً من شأن ذلك أن يساعد في المقطرة على بناء المساكن (أكثر من 90 بالمائة من المنازل يتم بناؤها من قبل أفراد) وأن يخفف من الضغوط على قطاع المساكن المستأجرة المصدر الرئيسي للتضخم في الوقت الحالي.

كذلك تراجعت أسعار المواد الغذائية بصورة ملحوظة والتي عكست مسارها الذي شهدته الأشهر الأولى هذا العام بحيث تراجع مؤشر صندوق النقد الدولي لأسعار السلع الغذائية العالمي إلى أدنى مستوى له منذ أغسطس 2007. وقد تراجع سعر الأرز البسمتي بواقع 45 بالمائة منذ نهاية يونيو وبواقع 31 بالمائة فقط خلال الشهرين الأخيرين.

النمو الاقتصادي يتباطأ

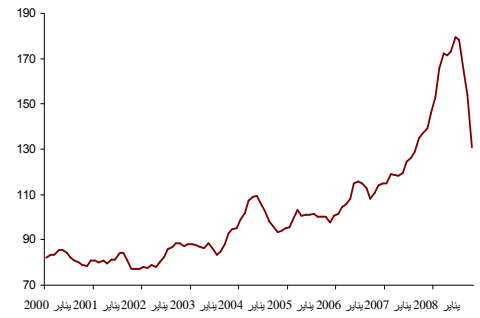
اضطررنا إلى خفض توقعاتنا بشأن النمو الاقتصادي إلى 5,7 بالمائة لعام 2008 وإلى 1,5 بالمائة لعام 2009. وسوف يشهد العام القادم أدنى نموٍ للنتائج الإجمالية الفعلي منذ عام 2002 كما سيشهد الاقتصاد انكماشاً يبلغ 17,4 بالمائة حسب المعيار الاسمي للنتائج الإجمالي في أول تراجع له منذ عام 2001. وبصورة عامة، نتوقع أن ينكمش الاقتصاد بما يعادل 325 بليون ريال، أي ما يعادل اقتصاد دولة كقطر برمتها.

وسينعكس التباطؤ في أوضح صورته على قطاع النفط حيث يتوقع أن يتراجع متوسط الإنتاج بمعدل 7,1 بالمائة في عام 2009 مقارنة بالعام الحالي وذلك نتيجة لعمليات خفض حصص الإنتاج التي تجريها أوبك. وكان أعلى مستوى وصل إليه إنتاج النفط السعودي هذا العام هو 9,7 مليون برميل في اليوم في شهر يوليو لكن تم خفضه منذ ذلك التاريخ ومن المتوقع أن ينهي العام عند مستوى 9,2 مليون برميل في اليوم في المتوسط. ولا يزال هناك احتمال خفض الإنتاج مرة أخرى هذا العام ومرة ثالثة العام القادم بحيث يبلغ الإنتاج 8,4 مليون برميل في المتوسط بنهاية عام 2009.

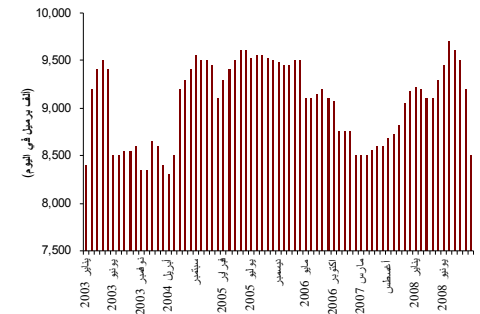
تولى القطاع الخاص غير النفطي دور المحرك الأساسي للنمو خلال السنوات الأخيرة منتقياً من الإصلاحات الاقتصادية والطفرة في الاستثمارات، لكننا نعتقد أن الملامح المستقبلية لمختلف أفرع القطاع غير النفطي قد تدهورت نتيجة تراجع ثقة المستهلك جراء انهيار أسعار النفط وسوق الأسهم. لم يتأثر الاقتصاد بصورة تذكر جراء انهيار سوق الأسهم عام 2006 حيث تزامن ذلك مع فترة ارتفاعت خلالها أسعار النفط. لكن التداخيات على ثقة المستهلك ستأتي أكثر وضوحاً هذه المرة في ضوء تلاشي الثروة لدى القطاع الخاص وتدني إيرادات القطاع العام.

وتبدو الصورة أكثر سوءاً للقطاعات الأكثر انكشافاً أمام الاقتصاد العالمي أو تلك

مؤشر صندوق النقد لأسعار المواد الغذائية



إنتاج النفط





التي تحتاج إلى التمويل مثل القطاع الصناعي الذي يعتمد أيضاً على الصادرات (لكننا لا نزال نتوقع نمواً لا بأس به في القطاع الصناعي نتيجة الطاقات الجديدة التي شرعت تدخل مرحلة الإنتاج الفعلي). بالمقابل لن تتأثر كثيراً القطاعات ذات التوجه الداخلي مثل قطاع تجارة التجزئة أو قطاع الاتصالات. ونتوقع أن يسجل قطاع الاتصالات أسرع معدلات النمو العام القادم عندما تشرع شركات الهاتف الثابت الجديدة في العمل وعندما تنعكس آثار دخول شركة الهاتف الجوال الثالثة بصورة كاملة.

وسوف تتواصل الآثار السلبية لما بعد العام القادم بكثير، حيث يتطلب التخطيط وتنفيذ المشاريع العديد من السنين (حتى 20 عاماً في حال المدن الاقتصادية)، لكن حتى هذه اللحظة لم يبدأ العمل إلا في حوالي الربع من المشاريع التي أعلن عنها والتي تتأخر قيمتها 600 بليون دولار. ونتوقع أن يتواصل العمل في العديد من المشاريع قيد التنفيذ حيث يتعذر وقف العمل في مشاريع كبيرة قطعت شوطاً في تنفيذها، عدا عدم جدوى ذلك من ناحية التكلفة المالية، لكن يظل احتمال تنفيذ البعض منها على مراحل وارداً. مثال ذلك تأجيل شركة أعمار للعمل في بعض الأجزاء ذات الأولوية المتدنية في مدينة الملك عبدالله الاقتصادية. أما بالنسبة للمشاريع التي لم يبدأ العمل فيها بعد فربما تؤدي العقبات المتعلقة بالتمويل أو تدهور أوضاع سوق الصادرات إلى لجوء الجهات القائمة عليها إلى التنفيذ على مراحل أو إلى تعليقها أو إلغائها بما ينصوي عليه ذلك من آثار على النمو الاقتصادي على المدى البعيد.

لكن تقليص قائمة المشاريع ليس بالضرورة أمراً سيئاً بالنسبة للاقتصاد حيث من شأن ذلك أن يمنع تنفيذ بعض المشاريع الهامشية مما يخفف الضغوط على المواد الخام والأيدي العاملة الماهرة، وأصدق مثال على ذلك توقف العمل في بعض المشاريع الإنشائية هذا العام نتيجة الارتفاع الكبير في أسعار بعض المواد الخام. والآن وفي ضوء التراجع الذي تشهده أسعار النحاس والحديد والأسمت نعتقد أن العمل في تنفيذ بعض المشاريع سوف يتسارع بالنسبة للمستثمرين الذين يتوفر لديهم التمويل اللازم، هذا عدا لجوء البعض لإعادة طرح العطاءات لاغتنام فرصة تكاليف التنفيذ الأقل.

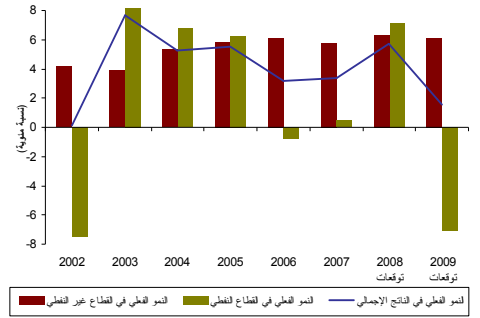
لم تتراجع تكاليف الأعمال الهندسية وتكاليف التوريد والتشييد (EPC) بنفس وتيرة تراجع المواد الخام بل لا تزال عند مستويات مرتفعة، لكن تراجعها يظل وارداً في ضوء احتمال تباطؤ تنفيذ المشاريع في بقية أجزاء العالم مما يؤدي إلى تراجع حدة المنافسة على الموارد. ومن شأن الاستقرار النسبي الذي يتمتع به الاقتصاد السعودي تشجيع انضمام أعداد متزايدة من العمالة الماهرة إلى القوى العاملة بالبلاد.

ورغم تدهور آفاق الاقتصاد السعودي للأعوام القليلة القادمة لكننا لا نزال عند رأينا بقوته في الإطار التاريخي، حيث من المنظور أن يتواصل نمو القطاع غير النفطي عند مستوى 6 بالمائة حتى العام 2010، أي أسرع من متوسط نموه خلال الأعوام الثلاثة المنتهية في 2007 ولو بنسبة ضئيلة وأسرع كثيراً من متوسط نموه خلال حقبة التسعينات البالغة 2,6 بالمائة. ويعزى ذلك إلى أن الكثير من المشاريع قيد التنفيذ ستدخل مرحلة الإنتاج الفعلي بينما سنتواصل الفوائد التي يجنيها الاقتصاد من عملية تحرير الاقتصاد المحلي وتبسيط تشريعات الأعمال.

الميزانية العامة للدولة تتعرض لضغوط

من شأن انهيار أسعار النفط وتراجع إنتاجه أن يخلفا تداعيات كبيرة على الميزانية العامة للدولة خصوصاً أن إيرادات النفط تشكل حوالي 85 بالمائة من إجمالي الدخل الحكومي. لكن نعتقد أن الزيادة في الإنفاق الحكومي ستواصل رغم ذلك في عام 2009 حتى وفي ضوء احتمال أن يؤدي ذلك إلى ظهور عجز ضئيل في الميزانية، والذي يمكن تغطيته بسهولة بالسحب من الاحتياطات الأجنبية للدولة.

توزيع نمو الناتج الإجمالي حسب القطاع





ومن المتوقع أن تأتي إيرادات النفط أقل بواقع 40 بالمائة في عام 2009 مقارنة بهذا العام لكن لن يدفع ذلك الحكومة كي تخفض من حجم الإنفاق حيث لا تزال إيرادات النفط تفوق ما أنفقته الدولة، حيث تقدر أن إنفاق الحكومة خلال الأشهر التسعة الأولى من هذا العام بلغ حوالي 60 بالمائة من عائدات النفط، كما نعتقد أن الحكومة سترفع من حجم إنفاقها بمعدل 10 بالمائة العام القادم.

وقد أوضحت الحكومة بجلاء عن التزامها بالمضي قدماً في الإنفاق على مشاريع البنية التحتية، ومن شأن انخفاض تكلفة المشاريع وتراجع أسعار المواد الأولية أن يدعمانه في ذلك. كذلك تستطيع الدولة التدخل لمساندة القطاع الخاص في تنفيذ المشاريع الكبيرة (ربما يأخذ ذلك هيئة قروض من صناديق الإقراض المتخصصة بدلاً عن الإنفاق المباشر). ولا يزال الهدف الرئيسي المعنن للدولة هو تطوير البنيات الأساسية المادية والاجتماعية. إضافة لذلك، سوف ترتفع فاتورة الأجور والمرتبات الحكومية نتيجة زيادة تبلغ 5 بالمائة سوف يتم تطبيقها في مطلع العام المالي الجديد في سياق خطة متعددة السنوات أعلن عنها في يناير 2008 (أنظر نشرة جدوى لشهر فبراير 2008). (سوف نعد تحليل مفصل عن الميزانية عند إعلانها قبل نهاية هذا الشهر).

الفوائض الخارجية تتراجع

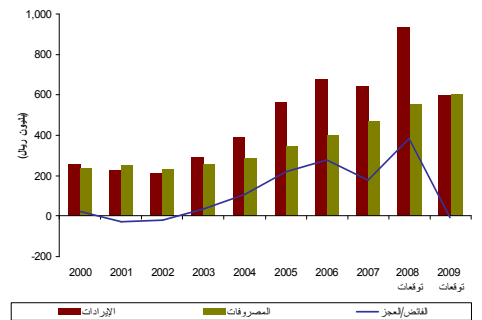
من شأن انخفاض إيرادات صادرات النفط التسبب في انخفاض كبير في فائض الحساب الجاري، لكن رغم ذلك سيظل الحساب الجاري سليماً بل سيؤمّن تواصل ارتفاع احتياطي المملكة من الموجودات الأجنبية. وسوف يؤدي تراجع أسعار النفط وانخفاض حجم إنتاجه مع ارتفاع مستويات الاستهلاك المحلي منه إلى تراجع إيراداته إلى 172 بليون دولار العام القادم، مما يعتبر أقل بواقع 41 بالمائة مقارنة بإيرادات عام 2008 لكنه يظل ضعف مستوى إيرادات عام 2003.

وسوف يؤدي الانخفاض الحاد في أسعار البتروكيميائيات والمعادن والمواد البلاستيكية إلى تراجع قيمة الصادرات غير النفطية عام 2009 لأول مرة في عقد من الزمان. ورغم انخفاض أسعار الواردات أيضاً إلا أن الاستمرار في تنفيذ المشاريع الحكومية وبواسطة الشركات التي لم تتأثر من الأزمة المالية سوف يؤدي إلى أن تسجل الواردات عاماً آخر يبلغ فيه النمو رقماً من خانيتين، لذا نتوقع أن يتقلص الفائض التجاري إلى 90 بليون دولار في عام 2009 من حوالي 225 بليون دولار هذا العام.

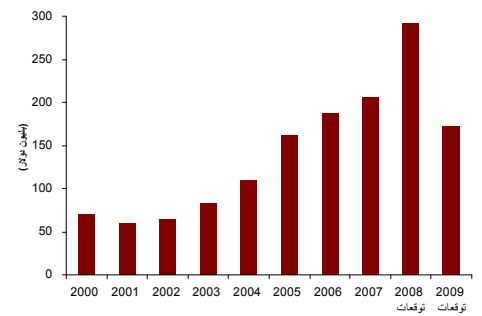
ولا نتوقع أن تشهد المدفوعات والمقبوضات الأجنبية تغييراً يذكر في اتجاهاتها. يمثل العائد على الموجودات الأجنبية لدى مؤسسة النقد المصدر الأساسي للإيرادات ونعتقد أن ساما تنتهج سياسة استثمارية غاية في التحفظ مما يعني أن قيمة استثماراتها لم تتأثر بصورة كبيرة من انهيار أسواق المال العالمية، لكن أسعار الفائدة العالمية المتدنية جداً تعني أن العائد الاستثماري عليها سيأتي متدنياً العام القادم. وسوف يؤدي التباطؤ في العمل في المشروعات إلى انخفاض المدفوعات الأجنبية إلى المقاولين الأجانب والتي تشكل أكبر نسبة من المدفوعات الخدمية.

وبصورة عامة نتوقع أن يسجل الفائض في ميزان الحساب الجاري 8,4 بالمائة من الناتج الإجمالي في عام 2009 متراجعاً من مستوى 32,6 بالمائة من الناتج الإجمالي لعام 2008. ويعتبر هذا الفائض جيداً بالمعيار التاريخي حيث شهد ميزان الحساب الجاري عجزاً في معظم حقبة التسعينات فيما سجل الفائض رقماً من خانيتين من الناتج الإجمالي حتى العام 2003. ومن المتوقع أن يتواصل الارتفاع في صافي الموجودات الأجنبية لدى مؤسسة النقد لكن بوتيرة تقل كثيراً مقارنة بالسنوات الأربعة الأخيرة.

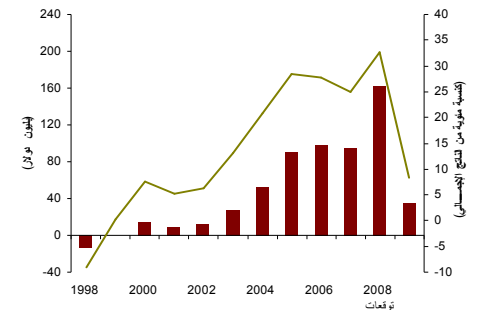
بيانات الميزانية



إيرادات صادرات النفط



ميزان الحساب الجاري





التضخم ينحسر

شكل التحكم في التضخم احد أهم أهداف صانعي القرار الاقتصادي على المدى القصير حتى سبتمبر الماضي عندما شرعت حدة الأزمة المالية العالمية في الاشداد. وقد تخطى التضخم 10 بالمائة هذا العام مقارنة بمتوسط تاريخي بلغ 0,1 بالمائة خلال الحقبة المنتهية في عام 2006. ومن شأن الإجراءات الرامية إلى حث البنوك على الإقراض أن تفاقم من الضغوط التضخمية إذا صادفت النجاح، لكن انهيار أسعار السلع والارتفاع الحاد في قيمة الريال ترجحان احتمالات تراجع التضخم بصورة عاجلة خلال الأثني عشر القادمة. إن انحسار التضخم هو إحدى أهم حسنات الأزمة المالية العالمية بالنسبة للسعودية.

تراجعت أسعار السلع بصورة ملحوظة كما أشرنا سابقاً، وعزز ارتفاع قيمة الدولار (وبالتالي الريال) من منفعتها على الاقتصاد. وقد ارتفعت قيمة الريال منذ يوليو بواقع 14 بالمائة مقابل سلة من عملات شركائه التجاريين الرئيسيين ومقابل أعلى مستوى سجله منذ عامين حسب الوزن التجاري المرجح. ويوضح الجدول أدناه حركة الريال السعودي مقابل عملات أهم الشركاء التجاريين للمملكة.

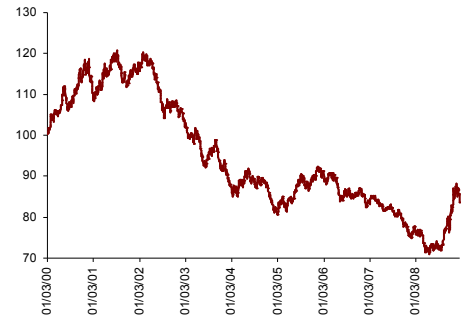
الدولة	حصة الواردات (نسبة مئوية)	التغير مقابل الريال منذ يوليو (نسبة مئوية)
منطقة اليورو	27,1	-14,3
الولايات المتحدة	13,6	0,0
الصين	9,7	-0,2
اليابان	8,7	15,5
كوريا الجنوبية	4,5	-35,3
المملكة المتحدة	3,9	-24,6

لقد استفاد الدولار من مكانته كعملة الملاذ الأخير وشهد تدفقات ضخمة من صناديق النحوظ الأمريكية والشركات الاستثمارية الأخرى التي لجأت إلى تسهيل محافظها الأجنبية والاحتفاظ بها في هيئة نقود (تظهر بيانات وزارة الخزانة الأمريكية عن شهري يوليو وأغسطس أن مبيعات المستثمرين في الولايات المتحدة من سندات وأسهم الشركات الأجنبية تفوق مشترياتهم منها بأكثر من 57 بليون دولار، وهي أعلى عملية توطين للدولار في التاريخ). كما استفاد الدولار أيضاً من الحالة النفسية للسوق التي تتوقع أن تنخفض أسعار الفائدة في الخارج أكثر منها في الولايات المتحدة وبن الاقتصاد الأمريكي سيكون أول من يخرج من حالة الركود باعتباره أول من ولج فيه.

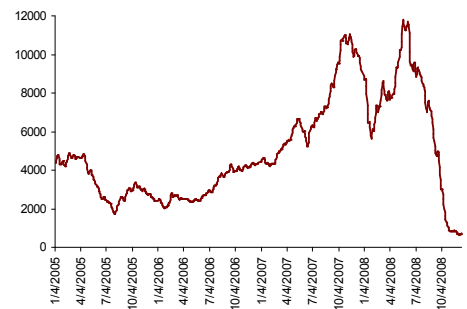
انخفاض تكاليف النقل من العوامل الأخرى التي سوف تترك أثراً في أسعار السلع المستوردة، حيث تراجع مؤشر البلطيق للشحن البحري الذي يعتبر أهم مؤشر لتكاليف الشحن عالمياً بحوالي 94 بالمائة من أعلى مستوى كان قد سجله في وقت سابق هذا العام ويعزى ذلك لانخفاض أسعار الوقود وتراجع الطلب على الشحن البحري. ويحتل الشحن البحري حوالي 90 بالمائة من إجمالي كمية واردات المملكة. علاوة على ذلك سيؤدي انخفاض أسعار الوقود في الدول التي تستورد منها المملكة إلى خفض تكاليف الشحن من وإلى موانئ تلك الدول.

بالإضافة إلى ذلك، سيأتي التضخم لدى أكبر شركاء المملكة التجاريين عند مستويات متدنية جداً العام القادم، حيث أشارت دراسة لصندوق النقد الدولي أجريت في وقت سابق هذا العام أن التضخم في الدول التي تتجر معها المملكة كان العامل الرئيسي للتضخم في المملكة. ومن شأن الضعف الكبير في الاقتصاد العالمي وانهيار أسعار السلع أن يعمل على تراجع مستويات التضخم العالمي بصورة كبيرة العام القادم. ويتوقع صندوق النقد أن يتراجع متوسط التضخم في اقتصاديات الدول الصناعية إلى 1,4 بالمائة في عام 2009 وذلك من مستوى 3,6 بالمائة هذا العام.

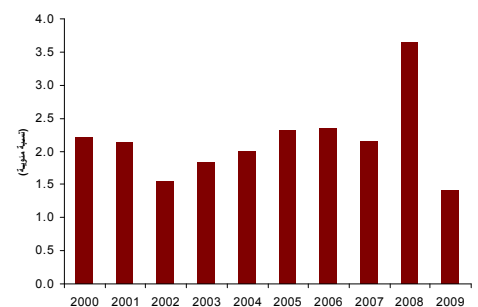
مؤشر الدولار حسب الترجيح التجاري



مؤشر شحن بحر البلطيق



التضخم العالمي
(توقعات صندوق النقد)





أسعار السلع وتقلبات أسعار الصرف كانت من العوامل الرئيسية في دفع معدلات التضخم خلال السنوات الأخيرة، لكنها سوف تكون من العوامل الرئيسية أيضاً في خفض مستويات التضخم خلال الأثني عشر شهراً القادمة. ومن شأن الارتفاع الحاد في قيمة الدولار أن يعمل على خفض أسعار استيراد العديد من السلع والخدمات في مختلف مناحي الاقتصاد السعودي. وسوف تنعكس أسعار السلع الأرخص بصورة محددة على الاقتصاد، كما يلي:

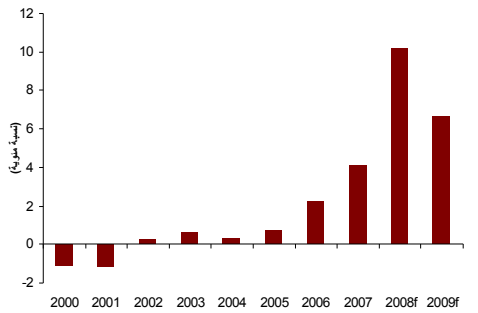
- التضخم في مجموعة المواد الغذائية وهي أكبر مكون في مؤشر تكلفة المعيشة ارتفع بأعلى من 15 بالمائة منذ إبريل لكن يتوقع انخفاضه بصورة متسارعة خلال الأشهر القادمة. وقد سجل مؤشر صندوق النقد لأسعار السلع الغذائية انخفاضاً بلغ 4,8 بالمائة بين أكتوبر هذا العام وأكتوبر العام الماضي وذلك مقارنة بارتفاع سنوي بلغ 41 بالمائة حتى يوليو هذا العام. فإذا ظلت أسعار المواد الغذائية عند مستواها الحالي سيأتي التضخم العالمي في أسعار المواد الغذائية أقل بواقع 20 بالمائة في سبع من الشهور الثمان الأولى العام القادم.
- كما يتعين أن تهتم الضغوط التضخمية على مجموعة "السلع والخدمات الأخرى" والتي تهيمن عليها أسعار المجوهرات التي يعتبر الذهب المحرك الرئيسي لها. وقد جاء التضخم من هذه المجموعة في مؤشر تكلفة المعيشة أعلى من 10 بالمائة حتى الآن هذا العام، لكن أسعار الذهب انخفضت بحوالي 12 بالمائة منذ نهاية يونيو رغم أن الذهب يستخدم تقليدياً كمخزن للقيمة خلال الأوقات العصيبة.

ولا نتوقع أن تتراجع مصادر التضخم المحلي بنفس السرعة، لكن يتعين أن يشجع انخفاض أسعار مواد البناء على المزيد النشاط في بناء المساكن والذي يتعين أن يحد بدوره من الارتفاع في الإيجارات التي هي المصدر الرئيسي للتضخم في كل المنطقة. وسيظل هناك عجزاً أساسياً في توفر العقار على الرغم من ذلك ولا نرى أي تراجع يذكر في الطلب عليه (لكن ربما يتباطأ الارتفاع في تعداد العمالة الأجنبية).

وربما يساهم الخفض في سعر الفائدة وفي الاحتياطي الإلزامي للبنوك التجارية في إزكاء الضغوط التضخمية على المدى المتوسط. وتظهر مستويات النمو في عمليات إقراض القطاع الخاص حتى نهاية سبتمبر أن البنوك التجارية استمرت في توفير التمويل قصير الأجل بصورة أساسية إلى الشركات المحلية. ومن شأن أسعار الفائدة المنخفضة أن تحفز الطلب على القروض بينما يؤدي خفض مستوى الاحتياطي الإلزامي إلى توفير أموال إضافية إلى البنوك كي تقوم بإقراضها؛ وقد بلغ معدل القروض للقطاع الخاص منسوباً إلى حجم الإيداعات 90,6 بالمائة للفصل الثالث هذا العام وهو أعلى مستوى له لعدة سنوات.

ونعتقد أن التضخم قد بلغ أعلى نقطة له عند مستوى 11,1 بالمائة في يوليو وسوف يشرع في التراجع بصورة متسارعة خلال عام 2009؛ بل نعتقد أنه سوف يراوح عند مستوى 6,7 بالمائة العام القادم. لكن العرض سيظل غير كافياً في سوق العقار لذا سنظل أليات التضخم المحلي تعمل في ضوء النمو المتوقع في القطاع غير النفطي. عليه نتوقع أن يتباطأ معدل تراجع التضخم في عام 2010 ليلبلغ 6,1 بالمائة في المتوسط وأن المملكة سنظل تعاني من ارتفاع التضخم بأعلى من النمط التاريخي المعتاد.

متوسط التضخم السنوي





البيانات الأساسية

2010 تقديري	2009 تقديري	2008 تقديري	2007	2006	2005	2004	2003	2002	
الناتج الإجمالي الاسمي									
1745	1543	1867	1431	1308	1183	939	805	707	(بليون ريال سعودي)
465.4	411.4	498.0	381.5	348.7	315.3	250.3	214.6	188.6	(بليون دولار أمريكي)
13.1	-17.4	30.5	9.4	10.6	26.0	16.7	13.8	3.0	(معدل التغير السنوي)
الناتج الإجمالي الفعلي									
(معدل التغير السنوي)									
5.1	-7.1	7.1	0.5	-0.8	6.2	6.7	17.2	-7.5	القطاع النفطي
6.1	6.1	6.3	5.8	6.1	5.8	5.3	3.9	4.1	القطاع الخاص غير النفطي
3.3	4.0	2.5	2.7	3.1	4.0	3.1	3.1	2.9	القطاع الحكومي
5.2	1.5	5.7	3.4	3.2	5.6	5.3	7.7	0.1	معدل التغير الكلي
المؤشرات النفطية (متوسط)									
80.0	70.0	100.0	72.3	66.1	56.6	41.5	31.1	26.2	خام غرب تكساس (دولار/برميل)
74.0	65.8	95.0	68.1	60.5	49.5	34.7	26.9	23.7	سلة الخام السعودي (دولار/برميل)
8.7	8.4	9.2	8.7	9.2	9.5	9.0	8.8	7.5	الإنتاج (مليون برميل/يوم)
مؤشرات الميزانية العامة									
(بليون ريال سعودي)									
687	598	935	643	679	564	392	293	213	إيرادات الدولة
666	605	550	466	398	346	285	257	234	منصرفات الدولة
21	-8	385	177	280	218	107	36	-21	الفائض/العجز المالي
1.2	-0.5	20.6	12.3	21.4	18.4	11.4	4.5	-2.9	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
240	230	250	267	366	475	614	660	660	الدين العام المحلي
13.8	14.9	13.4	18.7	28.0	40.2	65.4	82.0	93.3	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
المؤشرات النقدية (متوسط)									
6.1	6.7	10.2	4.1	2.3	0.7	0.3	0.6	0.2	التضخم (معدل التغير السنوي)
5.00	4.00	3.50	5.50	5.20	4.75	2.50	1.75	2.00	سعر الإقراض الأساسي لمؤسسة النقد (نسبة مئوية سنوية)
مؤشرات التجارة الخارجية									
(بليون دولار)									
199.8	172.5	292.7	205.5	187.7	161.1	110.4	82.0	63.6	عائد صادرات النفط
230.7	201.0	324.5	233.4	210.5	180.1	125.7	93.0	72.3	عائد الصادرات الإجمالي
124.2	110.9	99.1	82.5	63.8	54.6	41.1	33.9	29.6	الواردات
106.4	90.1	225.4	150.8	146.6	125.5	84.6	59.1	42.6	الميزان التجاري
57.3	34.6	162.4	95.0	98.9	90.0	51.9	28.0	11.9	ميزان الحساب الجاري
12.3	8.4	32.6	24.9	28.4	28.5	20.7	13.1	6.3	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
602.9	544.7	509.6	359.8	273.4	195.5	127.9	97.1	73.3	الاحتياطي الرسمي من الموجودات الأجنبية
المؤشرات الاجتماعية والسكانية									
26.6	25.8	25.0	24.2	23.7	23.1	22.5	22.0	21.5	تعداد السكان (مليون نسمة)
8.2	8.5	8.8	9.0	9.1	8.8	8.5	8.2	7.6	معدل البطالة (ذكور، فوق سن 15، نسبة مئوية)
17473	15919	19884	15736	14725	13640	11112	9745	8773	متوسط دخل الفرد

المصدر: توقعات جدوى للأعوام 2008 - 2010. مؤسسة النقد العربي السعودي لأرقام الناتج القومي والمؤشرات النقدية ومؤشرات التجارة الخارجية. وزارو المالية لمؤشرات الميزانية. مصلحة الإحصاءات العامة وتقديرات جدوى لأرقام النفط والمؤشرات الاجتماعية والسكانية.



إخلاء المسؤولية

ما لم يشر بخلاف ذلك، لا يسمح إطلاقاً بنسخ أي من المعلومات الواردة في هذه النشرة جزئياً أو كلياً دون الحصول على إذن تحريري مسبق ومحدد من شركة جدوى للاستثمار.

لقد بذلت شركة جدوى جهداً كبيراً للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات، لكن لا تقدم جدوى أية ضمانات أو إعلانات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية عن دقة أو اكتمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحتويها هذه النشرة. ولا تهدف هذه النشرة إلى استخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خيار أو مشورة لاتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.