



الموضوع الرئيسي: تداعيات ضعف الاقتصاد العالمي على السعودية

تدهورت أحوال الاقتصاد العالمي بدرجة كبيرة، حيث بدأ أن الاقتصاد الأمريكي وهو أكبر اقتصاديات العالم قد توقف عن النمو بينما تترنح الاقتصاديات العالمية الكبيرة الأخرى في الوقت الذي لجأت فيه البنوك إلى شطب مبالغ ضخمة من ديونها فضلاً عن التذبذب غير العادي الذي أصاب أسواق المال. عليه يمكن القول أن مستقبل الاقتصاد يتسم بالغموض وبات واضحاً أن معدلات النمو العالمي ستتباطأ مقارنة بالمستويات القوية التي حققتها في السنوات الأخيرة.

وقد تأثرت المملكة بعض الشيء بانكماش الاقتصاد العالمي رغم أن معظم التأثير جاء من خلال القنوات المالية وليست العلاقات التجارية، وأكثر ما تأثرت به وبصورة مباشرة هو اضطرار مؤسسة النقد (البنك المركزي السعودي) لتعقب خطوات مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بخفض أسعار الفائدة. ومن المتوقع إجراء تخفيضات أخرى في أسعار الفائدة رغم تداعياتها السلبية على التضخم، إلا أننا لا نعتقد أن ربط سعر صرف الريال بالدولار معرض لأي تهديد.

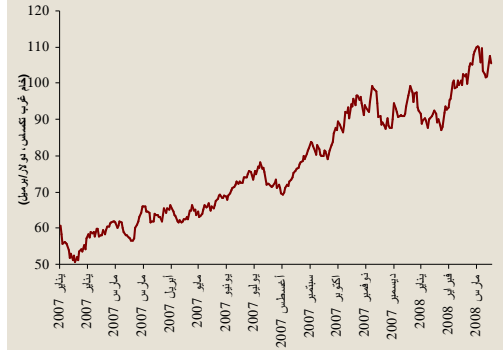
وعلى خلاف النمط المعتاد أثناء فترات التباطؤ الاقتصادي فقد تواصل الإرتفاع في أسعار النفط، إلا أننا نتوقع انخفاضها إلى مستويات ليس من شأنها تهديد الملاح الاقتصادية المستقبلية. ولا مرية أن الزخم الاقتصادي داخلياً من القوة بحيث أن أحوال الاقتصاد العالمي ربما تؤثر على وتيرة النمو لكن لن تعوقه بالتأكيد.

من الواضح أن سوق الأسهم السعودي ليست محصنة بالكامل ضد ما يحدث في الأسواق العالمية. ورغم أن علاقتها مع أسواق الأسهم العالمية كانت عكسية حتى وقت قريب إلا أن تحركات السوق في الأشهر الأخيرة أضحت أكثر ارتباطاً وصارت أسعار الأسهم السعودية تتفاعل عندما يكون هناك هبوط كبير في الأسعار في الأسواق العالمية. وعلاوة على ذلك فقد أدت المخاوف بشأن أداء الأسواق العالمية إلى تراجع كبير في كمية الأسهم المتداولة. وسوف تحافظ أسعار الأسهم السعودية على زيادة درجة ارتباطها بأسواق الأسهم العالمية ومن شأن الشركات التي تحقق معظم إيراداتها من السوق الخارجية أن يتأثر أدائها.

موجز سوق الأسهم: أكدت بيانات جديدة صادرة عن تداول الدور الكبير الذي يلعبه المستثمرون الأفراد في سوق الأسهم السعودي حيث شكل المستثمرون السعوديون الأفراد ما يقارب 95 بالمائة من تعاملات السوق حسب القيمة خلال الشهرين الأول والثاني من عام 2008. ورغم أن تفعيل مشاركة المستثمرين المؤسساتيين من شأنها التخفيف من حدة تذبذب أسعار الأسهم، إلا أن ذلك أمر غير مرجح في الوقت الراهن حيث يقتصر الاشتراك في معظم الاكتتابات الأولية على المستثمرين الأفراد.

الموجز الاقتصادي: قفز التضخم مرة أخرى إلى 8,7 بالمائة في فبراير لكن أجرت مؤسسة النقد خفضاً إضافياً في سعر إعادة الشراء العكسي. كما تواصل النمو في المعروض النقدي مسجلاً أعلى مستوى له في 30 عاماً في يناير الماضي.

أسعار النفط غير عابئة بالمناخ الاقتصادية



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:
براد بورلاند
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



تداعيات ضعف الاقتصاد العالمي على السعودية

تدهورت أحوال الاقتصاد العالمي بدرجة كبيرة، حيث بدأ أن الاقتصاد الأمريكي وهو أكبر اقتصاديات العالم قد توقف عن النمو بينما تترنح الاقتصاديات العالمية الكبيرة الأخرى في الوقت الذي لجأت فيه البنوك إلى شطب مبالغ ضخمة من ديونها فضلاً عن التذبذب غير العادي الذي أصاب أسواق المال. عليه يمكن القول أن مستقبل الاقتصاد يتسم بالغموض وبات واضحاً أن معدلات النمو العالمي ستبتاطاً مقارنة بالمستويات القوية التي حققتها في السنوات الأخيرة.

وقد تأثرت المملكة بعض الشيء بانكماش الاقتصاد العالمي رغم أن معظم التأثير جاء من خلال القنوات المالية وليست العلاقات التجارية. وعلى خلاف النمط المعتاد أثناء فترات التباطؤ الاقتصادي فقد تواصل الارتفاع في أسعار النفط، إلا أننا نتوقع انخفاضها إلى مستويات ليس من شأنها تهديد الملامح الاقتصادية المستقبلية. ولا مرية أن الزخم الاقتصادي داخلياً من القوة بحيث أن أحوال الاقتصاد العالمي ربما تؤثر على وتيرة النمو لكن لن تعوقه بالتأكيد. ونتوقع أن تحافظ أسعار الأسهم السعودية على التقارب المستعد في علاقتها مع أسواق الأسهم العالمية كما نرجح أن يتأثر أداء الشركات السعودية التي تجني معظم عائداتها من الخارج.

مشاكل الاقتصاد العالمي

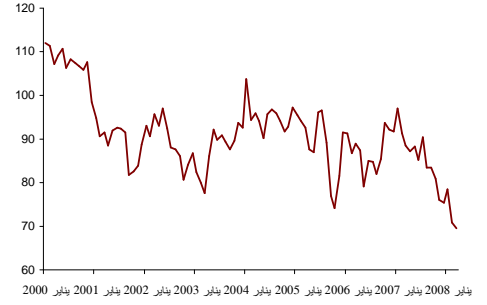
عندما نظرنا للمرة الأولى إلى المشاكل الناجمة عن أزمة الرهونات العقارية الأمريكية وتأثيراتها على المملكة العربية السعودية لم نكن نعتقد أن الاقتصاد الأمريكي يتجه نحو حالة الانكماش (أنظر تقريرنا لشهر سبتمبر 2007). ولكن الأحوال تغيرت بدرجة كبيرة حيث كانت أسواق المساكن بحلول الربع الثالث من العام الماضي تعاني منذ فترة بينما تراجعت أسعار المنازل وتضاءلت الحصص الاستثمارية للمساكن كنسبة من الناتج الإجمالي الأمريكي. وتعزى تلك التغيرات بالدرجة الأولى إلى تزامن نهاية حقبة شهدت انخفاضاً كبيراً في أسعار الفائدة في أواخر عام 2004 مع توفر أعداد ضخمة من الوحدات السكنية.

ومن أجل المحافظة على مستويات الطلب على القروض لجأت الجهات المقرضة إلى تخفيف معايير وشروط الإقراض بهدف توفير التمويل العقاري للمقترضين ذوي السجل الائتماني الضعيف من ذوي الدخل غير المنتظمة (تعرف القروض إلى هذه الفئة من المقترضين بالقروض "متدنية الجودة") ويكون ذلك غالباً من خلال قروض تتضمن فترة أولية تكون فيها أسعار الفائدة منخفضة. وقد تم تجميع تلك القروض مع بعضها البعض ثم إعادة تركيبها وتشكيلها بطرق مختلفة لتكوين أدوات دين تم تداولها بين البنوك على نطاق واسع.

ونتيجة لارتفاع أسعار الفائدة وانقضاء الفترة الأولية التي عادة ما تقل فيها أسعار الفائدة عن بقية فترة السداد ارتفع عدد المقترضين الذين فشلوا في سداد قروضهم العقارية مما أثار المخاوف بشأن مصداقية أدوات الدين المقترنة بتلك القروض. ثم تعمقت تلك المخاوف بسبب الانتشار الواسع لأدوات الدين تلك وتعقدتها مما جعل البنوك ذاتها غير ملزمة بمدى انكشافها أو انكشاف الأطراف المرتبطة معها أمام مخاطر أدوات الدين المتأثرة. ونتيجة لهذا الغموض أصبحت البنوك مترددة في إقراض بعضها البعض وتحول اهتمامها إلى التخلص من حيازاتها من الأوراق المالية الأخرى الصادرة بضممان الأصول والتي انخفضت قيمتها بصورة حادة.

وبانتشار بوادر أزمة الائتمان وظهور المزيد من حالات الانكشاف تعاظمت عمليات شطب الديون، حيث فاقت الديون المرتبطة بالرهون الرديئة التي شطبها البنوك العالمية 175 بليون دولار بحلول منتصف مارس. وقد تراجعت أرباح البنوك الأمريكية إلى 5,8 بليون دولار في الربع الأخير من عام 2007 من مستوى 36,7 بليون دولار في الربع الثاني من العام (وهو أدنى مستوى لها منذ عام 2001)

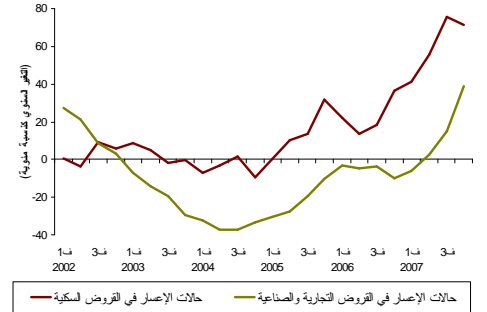
ثقة المستهلك الأمريكي تتضعع...



...بينما تتراجع أسعار المنازل...



...وتنتشر حالات الإعسار نتيجة الأزمة العقارية

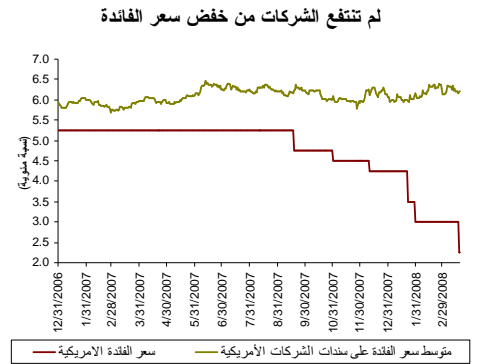




نتيجة لتأثير حالات الإعسار في سداد الديون وارتفاع التوقعات بالمزيد من الخسائر.

وتتضح هشاشة القطاع المالي من خلال المصير الذي آل إليه بنك الاستثمار الأمريكي بير ستيرنز (Bear Stearns) الذي استحوذ عليه بنك جي بي مورغان (JP Morgan) في 16 مارس وسط مخاوف بانهيار ذلك البنك. وكان ذلك البنك قد أعلن قبل أربعة أيام فقط أن وضعه من حيث السيولة قوي، إلا أن البنوك الأخرى كانت قد فقدت الثقة فيه وقطعت العلاقات الائتمانية معه. وقد دفع بنك جي بي مورغان ما قيمته 2 دولار مقابل سهم بير ستيرنز أي ما يعادل حاصل قسمة 15/1 من قيمته حسب آخر يوم تداول له، ورغم تعديل سعر ذلك السهم لاحقاً ليصبح 10 دولارات إلا أن هذا السعر يظل ضئيلاً جداً مقارنة بأعلى سعر له على الإطلاق وهو 173 دولار كان قد سجله العام الماضي.

وقد سعى مجلس الاحتياطي الفيدرالي (البنك المركزي الأمريكي) إلى تخفيف آثار الأوضاع الائتمانية المتدهورة من خلال خفض أسعار الفائدة وضخ سيولة إضافية (غالباً بالتنسيق مع بنوك مركزية كبيرة أخرى). وكان آخر إجراء له في هذا الصدد هو قيامه في 18 مارس بخفض سعر الفائدة بواقع 75 نقطة أساس (0,75 نقطة مئوية) إلى 2,25 بالمائة من 5,25 بالمائة في منتصف سبتمبر. لكن لم تحقق تلك الإجراءات النتيجة المرجوة، حيث تواجه العديد من الشركات الآن تكاليف اقتراس أعلى مما كان قبيل الخفض الأخير الذي أجراه مجلس الاحتياطي الفيدرالي إذ أن العلاوة التي يتوجب عليها دفعها فوق سندات الدين الحكومية كي تتمكن من الاقتراض ارتفعت بدرجة أعلى من الخفض الذي أُجرى على سعر الفائدة.

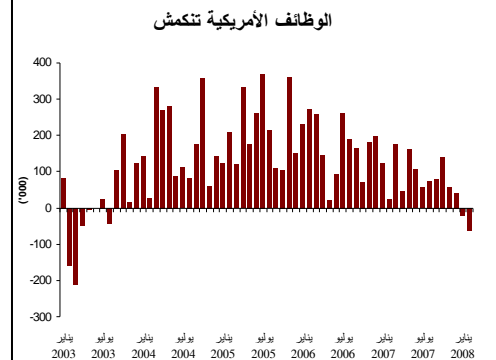


ما هو الانكماش؟

رغم أن مصطلح الانكماش من أكثر المصطلحات الاقتصادية شيوعاً إلا أنه لا يوجد تعريف واضح لمهية الانكماش. يعرف معظم الاقتصاديين الانكماش بأنه حدوث تراجع في الاقتصاد أو نمو سلبي في الناتج الإجمالي خلال فترتين ربع سنويتين متتاليتين. إلا أن هذا القياس لا يأخذ في حسابه الفترات التي يتذبذب فيها النمو الاقتصادي حول الصفر لكنه لا يبقى تحته فترتين ربع سنويتين متتاليتين. ويأخذ المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية وهو الجهة المسؤولة عن تحديد توقيت حدوث الانكماش الاقتصادي في الولايات المتحدة في اعتباره قبل إصدار حكمه مستويات الدخل والوظائف والإنتاج الصناعي ومبيعات الجملة والتجزئة.

إن التحقق من دخول الاقتصاد في حالة الانكماش أو خروجه منها ليس بالأمر السهل وذلك لأن البيانات الاقتصادية يتم تعديلها بانتظام. وكمثال على ذلك لم يكن بالإمكان تحديد آخر فترة انكماش شهدتها الولايات المتحدة بصورة قاطعة إلا بعد سنتين تقريباً من انتهائها. وعليه فليس من الممكن الجزم بأن الاقتصاد الأمريكي يشهد حالياً حالة انكماش ولكن حتى وإن لم ننتيقن من حدوث هذا الانكماش فمن المؤكد وجود تباطؤ كبير في النشاط الاقتصادي سينعكس تأثيره على كافة أنحاء العالم.

ثم انتقلت آثار العزل في قطاع المساكن إلى بقية مناحي الاقتصادي، حيث تشير تقديرات معهد الشركات الأمريكي (American Enterprise Institute) إلى أن انخفاض أسعار المساكن بنسبة 10 بالمائة سيؤدي إلى تقليل الثروة في الولايات المتحدة بما قيمته 2,25 تريليون دولار (15 بالمائة من إجمالي الناتج الإجمالي)؛ كما انخفض مؤشر كيس-شيلر القياسي لأسعار المساكن الأمريكية (Case-Shiller Index) بنسبة 10,7 بالمائة سنوياً في يناير الماضي مقارنة بشهر يناير السابق. وقد ساهم تناقص قيمة ثروة المساكن في هبوط مبيعات التجزئة في شهرين من الشهور الثلاثة الماضية كما تدنت ثقة المستهلك الأمريكي إلى أدنى مستوى لها منذ 16 عاماً. ويعتبر تراجع الوظائف لأول مرة منذ منتصف 2003





وهبوط ناتج قطاع الإنتاج والخدمات الصناعية وزيادة حالات العجز عن سداد القروض التجارية والصناعية بأسرع وتيرة لها منذ عام 2001 دلائل على دخول الاقتصاد الأمريكي في مرحلة الانكماش.

وليس من الواضح ما الذي سيحدث لاحقاً للاقتصاد الأمريكي، إلا أن هناك إجماعاً على أن النمو سيرتفع في الربع الثالث نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة (تحتاج قرارات خفض أسعار الفائدة فترة 9 أشهر حتى تؤثر على الاقتصاد الحقيقي) وأيضاً بسبب تخصيص دعم مالي بقيمة 168 بليون دولار توفر تعويضاً ضريبياً قيمته 600 دولار لكل فرد دافع ضرائب و 1200 دولار لكل زوجين. وبما أن الميزانيات العمومية للشركات لا تزال قوية في الوقت الذي تستفيد فيه الصادرات من ضعف الدولار فهناك بعض عناصر القوة الأساسية في الاقتصاد الأمريكي.

ولكن هناك شكوك كثيرة تحوم حول هذه النظرة المستقبلية إذ لا توجد دلائل تشير إلى انتهاء المشاكل في أسواق الائتمان كما يرجح أن تعيق مشكلة المساكن الاقتصاد لفترة قادمة (تفوق الأسعار الحقيقية للمساكن مستوياتها التي سجلتها بعد الحرب بنسبة الثلثين)، فضلاً عن أن المخاوف من التضخم تمنع مجلس الاحتياطي الفيدرالي من الإبقاء على أسعار الفائدة منخفضة لفترة طويلة من الزمن. وعليه، فإننا نتوقع بقاء معدل النمو الاقتصادي الأمريكي دون المتوسط لعدة سنوات.

مما لا شك فيه أن تباطؤ الاقتصاد الأمريكي سينعكس على مختلف أنحاء العالم ولكن ليس هناك احتمال لانكماش عالمي حيث من شأن الأداء القوي للاقتصادات الناشئة الحفاظ على متوسط معدل النمو العالمي عند مستواه التاريخي البالغ 3,5 بالمائة سنوياً. كما أن صندوق النقد الدولي يتنبأ حالياً بأن ينمو الاقتصاد العالمي بوتيرة جيدة عند مستوى 4,1 بالمائة هذا العام.

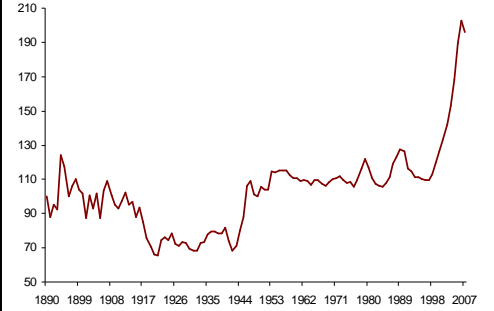
وبالنسبة للدول الأوروبية واليابان فيرجح أن يضعف الأداء الاقتصادي فيها هذا العام لأن القطاع المالي يعاني من المشاكل التي نشأت في الولايات المتحدة بينما تراجعت مبيعات الشركات المصدرة بسبب ضعف الدولار فضلاً عن أن المخاوف من الآثار التضخمية للأسعار المرتفعة للسلع حالت دون قيام البنوك المركزية بتخفيض أسعار الفائدة. لكن هذه الاقتصادات ليست مهددة بالانكماش رغم ذلك، حيث نجد أن قطاعي التمويل والمساكن في وضع أفضل مما هو عليه الحال في الولايات المتحدة كما أن أداء الشركات والاستثمارات غير المالية يتواصل على نفس التوتيرة.

أما الاقتصادات النامية فقد تأثرت سلباً بأي ضعف في الاقتصادات المتقدمة على مر التاريخ، لكن يرجح أن تكون هذه المرة أكثر قدرة على التكيف مع الأوضاع وذلك نتيجة لاستفادتها من الارتفاع المستمر في أسعار السلع من جهة وبسبب الإصلاحات الاقتصادية التي حررت التجارة وزادت المنافسة وخففت الإجراءات البيروقراطية من جهة أخرى. أما بالنسبة لأسرع الاقتصادات نمواً في العالم "الصين والهند" فيتمثل التحدي الاقتصادي في إبطاء النمو وليس في تسريعه. ولكن برغم ذلك سيؤثر التباطؤ في الاقتصاد العالمي على النمو الاقتصادي في تلك الاقتصادات الناشئة، كما أن الظروف المالية السلبية ستمثل مشكلة خاصة لتلك الدول التي تعتمد على تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إليها.

تداعيات التباطؤ الاقتصادي على الاقتصاد السعودي

تمتع الاقتصاد السعودي خلال السنوات القليلة الماضية بقوة دفع داخلية كافية مما جعله في وضع قوي رغم من ضعف التوقعات حول أداء الاقتصاد العالمي. ونتوقع أن يساهم ازدهار الاستثمارات التي ستستفيد من التمويل من عائدات النفط الضخمة التي تحققت في السنوات الأخيرة بالتضافر مع سياسات التحرير الاقتصادي المستمرة في إرساء قاعدة قوية لدعم النمو الذي يشهده القطاع غير النفطي. ومن شأن الأوضاع الاقتصادية العالمية التأثير في وتيرة النمو لكنها لن توقف مسيرته.

هل ستتزلق أكثر مما هي عليه؟
(أسعار المنازل الأمريكية الفعلية، عام 1890 = 100 نقطة)





القناة الرئيسية التي تتعكس من خلالها أوضاع الاقتصاد العالمي على إقتصاد المملكة هي سعر النفط، حيث يؤدي تباطؤ النمو الاقتصادي إلى تراجع الطلب على النفط وبالتالي انخفاض أسعاره، وخير مثال على ذلك انخفاض أسعار النفط بنسبة 15 بالمائة خلال انكماش الاقتصاد الأمريكي الأخير في عام 2001. أما هذه المرة فقد حدث العكس حيث قفزت أسعار النفط إلى أعلى مستوياتها على الإطلاق متجاوزة حاجز الـ 110 دولار للبرميل في منتصف مارس ومرتفعة عن مستوى 70 دولار للبرميل الذي كانت قد بلغته منتصف العام الماضي بالرغم من تباطؤ الاقتصاد الأمريكي.

لقد ارتفعت أسعار النفط خلال السنوات القليلة الماضية بسبب زيادة الطلب بمعدل أعلى من الزيادة في العرض. وعلى الرغم مما يحدث في الولايات المتحدة فمن المتوقع أن يفوق نمو الطلب نمو العرض مرة أخرى هذا العام بسبب انتعاش الاقتصاديات الناشئة (يتوقع أن تكون الصين والشرق الأوسط هما أكبر المساهمين في نمو الطلب). ويقتضي معدل نمو اقتصادي عالمي يبلغ 3,5 بالمائة سنوياً زيادة المتوسط السنوي للطلب العالمي على النفط بمقدار حوالي مليون برميل يومياً. وقد تلقت أسعار النفط في الآونة الأخيرة دعماً إضافياً من صناديق الاستثمار التي تبحث عن ملاذ آمن نسبياً هروباً من اضطراب أسواق الأسهم وانخفاض قيمة الدولار.

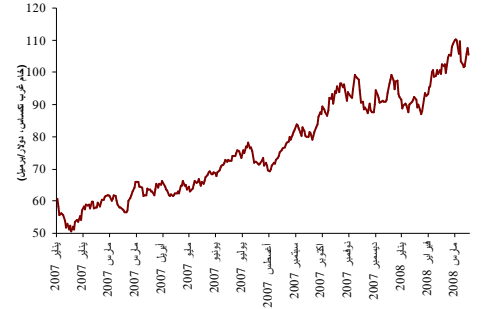
نعتمد أنه لا توجد مبررات قوية لارتفاع أسعار النفط بما يقارب 20 بالمائة منذ نهاية يناير لذا نتوقع تراجعها تمسحاً مع انخفاض حجم الطلب. وبناءً على توقعاتنا بأن يبلغ متوسط سعر خام غرب تكساس القياسي 76 دولار للبرميل هذا العام (ما يعادل 72 دولار للبرميل من الخام السعودي)، حيث سجل 96 دولار للبرميل حتى اليوم من هذا العام، يتعين أن يراوح متوسط السعر للفترة المتبقية من العام عند مستوى 70 دولار للبرميل حتى يتحقق المتوسط السنوي المذكور. وبما أن الميزانية السعودية قد صيغت على أساس متوسط سعر للخام يبلغ 45 دولار للبرميل فإن الانخفاض المتوقع في أسعار النفط لن يؤثر كثيراً على ميزانية الدولة أو الاحتياطيات الأجنبية.

وعلى الأرجح ستبقى أسعار النفط مرتفعة رغماً عن توقعاتنا بفترة طويلة من التباطؤ في نمو الاقتصاد العالمي وذلك لأن كميات النفط الجديدة المتوقع إضافتها إلى العرض ستكون في الغالب محدودة. لقد أدى النقص في القوى البشرية الماهرة وضعف التقنية وارتفاع تكاليف الإنتاج إلى تأخر بعض المشاريع النفطية مما أدى إلى تدني متواصل في التوقعات بشأن الطاقات الإنتاجية المرتقبة وخاصة من خارج دول أوبك. وتتوقع وكالة الطاقة الدولية نمو إجمالي العرض من خارج دول منظمة أوبك بواقع 2,5 مليون برميل يومياً خلال الفترة من 2008 إلى 2010 أي ما يزيد قليلاً عن نصف الزيادة المتوقعة في الطلب خلال نفس الفترة.

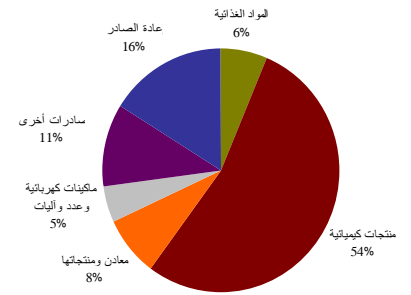
أما القناة الاقتصادية الرئيسية الأخرى التي سيؤثر من خلالها ضعف الاقتصاد العالمي على المملكة فتتمثل في الصادرات غير النفطية وهي منتجات البتروكيماويات والبلاستيك التي أخذت أسعارها تنخفض بسبب تباطؤ نمو الطلب عليها من جهة ونتيجة للزيادة الكبيرة في الطاقة الإنتاجية العالمية لهذه المواد من جهة أخرى. ولكن برغم ذلك ستبقى أسعار تلك المنتجات أعلى بكثير من متوسط أسعارها التي ظلت عليها لفترة طويلة، فضلاً عن أن التكاليف المنخفضة للمواد اللقيم تعني أن الشركات السعودية المنتجة تستطيع بسهولة التأقلم مع انخفاض أسعار تلك الصادرات. ونعتقد أن تأثير انخفاض أسعار تلك الصادرات على الاقتصاد السعودي يمكن معالجته بسهولة نسبة لأن الصادرات غير النفطية لا تمثل أكثر من 10 بالمائة من إجمالي الصادرات.

تعتبر التداعيات المالية غير المباشرة جراء ضعف الاقتصاد الأمريكي هي الأكثر انعكاساً على المملكة، وأهمها هو اضطراب مؤسسة النقد (البنك المركزي السعودي) لتعقب خطوات مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي واللجوء إلى خفض

أسعار النفط غير عابئة بالمتعاب الاقتصادية



توزيع الصادرات السعودية غير النفطية (2006)





أسعار الفائدة بسبب ارتباط سعر صرف الريال بالدولار. وقد قامت مؤسسة النقد منذ سبتمبر بخفض سعر فائدة الشراء العكسي (سعر الفائدة الذي تدفعه مؤسسة النقد على إيداعات البنوك التجارية) بواقع 275 نقطة أساس في 6 مناسبات، مما ساهم في نمو عرض النقود وهو إجراء يتناقض مع ما يحتاجه اقتصاد يواجه تضخماً متزايداً، وأدى كذلك إلى التشكك بشأن جدوى سياسة الربط كما شجّع المضاربة على ارتفاع قيمة الريال.

ورغم خفض الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أسعار الفائدة إلى مستوى 2,25 بالمائة لا تزال هناك فرصة للمزيد من الخفض (الحد الأدنى لسلسلة خفض لسعر الفائدة الأمريكي كانت 1 بالمائة) إلا أن المخاوف بشأن التضخم ستحد على الأرجح من هامش المناورة المتاح للاحتياطي الفيدرالي لمثل ذلك الخفض. ونتيجة لارتفاع التوقعات بشأن التضخم بسبب ارتفاع أسعار السلع وضعف الدولار، ترجح التوقعات أن تنخفض أسعار الفائدة بواقع 50 - 75 نقطة أساس دون مستوياتها الحالية ما لم تحدث هزة رئيسية أخرى داخل النظام المصرفي.

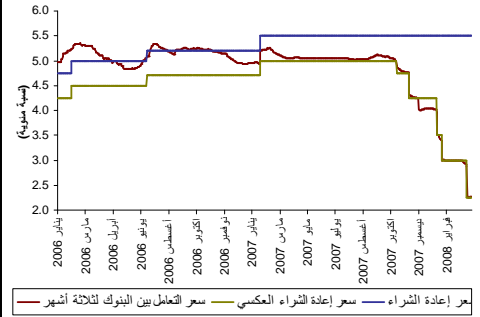
ونتوقع أن تستمر مؤسسة النقد في خفض أسعار فائدة الشراء العكسي لديها تبعاً لخطوات الاحتياطي الفيدرالي كما نتوقع لجوئها إلى رفع معدل الاحتياطي النظامي الذي تفرضه على البنوك فوق مستواه الحالي البالغ 10 بالمائة بهدف كبح مستوى الإقراض في البنوك وامتصاص بعض آثار التضخم، وإن كان هذين الإجراءين وحدهما ليسا كافيين لاحتواء التضخم. كذلك نتوقع تواصل الضغوط على الريال.

لقد أعلنت الحكومة السعودية بوضوح أنها ملتزمة بسياسة الربط ولن تفكر في فك هذا الارتباط إلا في حالة حدوث انخفاض مريع في قيمة الدولار. ودون ريب فقد تراجعت قيمة الدولار على نحو واضح خلال الشهر الماضي (وصل الأسبوع الماضي إلى أدنى مستوى له على الإطلاق مقابل اليورو وأدنى مستوى له خلال 13 عاماً مقابل اللين)، إلا أننا نعتقد أنه لم يصل بعد إلى المستوى الذي يمكن أن تفكر عنده مؤسسة النقد بجدية في التغيير. ظاهرياً تشير الدلائل إلى احتمال المزيد من الانخفاض في قيمة الدولار، إلا أننا نعتقد أن بنوك مركزية أخرى ستتدخل في السوق قبل هبوط الدولار إلى المستوى الذي لا تتقبله مؤسسة النقد.

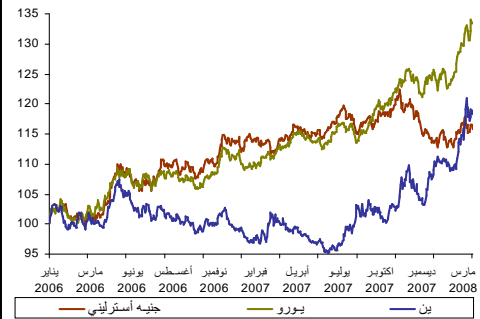
لم تؤدي أسعار الفائدة المتدنية إلى تخلي البنوك عن الحذر الشديد الذي تنتهجه عند صياغة خططها التمويلية للمشروعات. وقد خفضت البنوك من درجة انكشافها لكن تكلفة التمويل المطلوب للمشاريع الرئيسية في المملكة سنظل مرتفعة رغم حالة عدم الوضوح التي تنتاب القطاع المصرفي. ورغم السيولة المرتفعة نسبياً للبنوك المحلية وعدم تأثيرها كثيراً بالمشاكل التي ضربت العديد من نظيراتها العالمية إلا أنها لا تمتلك القدرة على استيفاء حجم التمويل المطلوب حالياً. ومن شأن ارتفاع تكاليف التمويل مقروناً مع ارتفاع تكاليف المدخلات ونقص العمالة الماهرة أن يؤدي إلى تأخير تنفيذ بعض المشاريع بل تأجيلها في نهاية الأمر. ولا يتعين تأثر تنفيذ المشاريع الحكومية لأنها قادرة على تمويل مشاريعها بكل سهولة من مواردها الذاتية.

ومن الوارد أن تتأثر تدفقات الاستثمارات الأجنبية نحو المملكة نتيجة لانكماش الاقتصاد العالمي ولكن نستبعد أن يكون ذلك التأثير كبيراً. وتفيد بيانات الهيئة العامة للاستثمار أن تدفقات الاستثمارات الأجنبية بلغت 14,3 بليون دولار في عام 2006 شكلت الاستثمارات الأمريكية والأوروبية الغربية واليابانية 68 بالمائة من إجماليها، وكانت أكثر من 60 بالمائة منها في قطاعات الغاز والبتروكيماويات وتكرير النفط وهي قطاعات ستبقى تنافسية بدرجة عالية على مستوى عالمي وستظل بالتالي جاذبة للمستثمرين الأجانب. واقتطع قطاعي المرافق والعقارات ما يعادل 15 بالمائة من تلك الاستثمارات حيث نتوقع أن يدعم الطلب المحلي القوي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المستمرة إليهما.

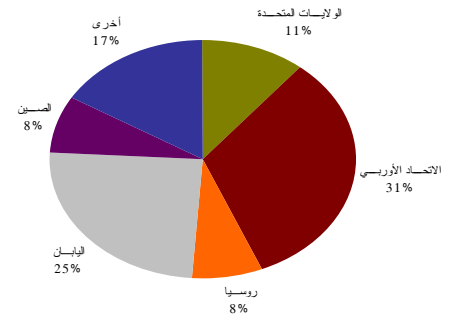
السعودية تتعقب أمريكا في خفض الفائدة



الدولار يستمر في الوهن
(1 يناير 2006 = 100)



مصادر الاستثمارات الأجنبية المباشرة في السعودية (2006)





وهناك عامل إيجابي لضعف الاقتصاد في أمريكا واضطراب القطاع المصرفي فيها يمثل في الفرصة للمستثمرين السعوديين والخليجيين الذين يملكون سيولة ضخمة، حيث شرعت بعض المؤسسات من المنطقة بالفعل في اغتنام الفرصة السانحة فقامت بشراء حصص في بنوك أمريكية كبيرة. وهناك العديد من الأصول الدولية تتراوح من العقارات إلى شركات المساهمة يتم تداولها بأسعار تعتبر الأفضل لها على الإطلاق وتمثل فرصاً سانحة للمستثمرين الخليجيين الذين تتوفر لديهم سيولة عالية. ونرجح أن هناك صفقات أخرى قادمة خصوصاً أن هؤلاء المستثمرين ليسوا في حاجة للاقتراض لتمويل استثماراتهم.

تداعيات التباطؤ الاقتصادي على سوق الأسهم

من الواضح أن سوق الأسهم السعودي ليست محصنة بالكامل ضد ما يحدث في الأسواق العالمية. ورغم أن علاقتها مع أسواق الأسهم العالمية كانت عكسية حتى وقت قريب إلا أن تحركات السوق في الأشهر الأخيرة أضحت أكثر ارتباطاً وصارت أسعار الأسهم السعودية تتفاعل عندما يكون هناك هبوط كبير في الأسعار في الأسواق العالمية. وعلاوة على ذلك فقد أدت المخاوف بشأن أداء الأسواق العالمية إلى تراجع كبير في كمية الأسهم المتداولة حيث بلغ متوسط الكمية المتداولة يومياً لشهر مارس 190 مليون سهم أي ما يعادل فقط 80 بالمائة من المتوسط السنوي للعام السابق وما يعادل أقل من نصف المتوسط لشهر مارس 2007 وذلك بالرغم من إدراج شركات جديدة في السوق مثل عملاق الاتصالات زين السعودية.

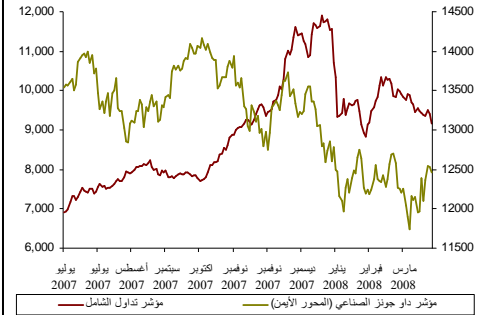
ليست هناك علاقة للاستثمارات الأجنبية بارتفاع درجة الارتباط مع السوق العالمية، حيث لا يزال الحظر قائماً على المؤسسات والأفراد من غير مواطني الدول الخليجية أو من غير المقيمين من امتلاك الأسهم إلا في عدد قليل من الصناديق الاستثمارية المشتركة. وتشير البيانات الصادرة عن شركة السوق المالية إلى أن المستثمرين السعوديين يمثلون 95 بالمائة من إجمالي قيمة التداول (بينما يمثلون 93 بالمائة حسب كمية الأسهم المتداولة) بالنسبة لشهر فبراير. لكن الوجود المتزايد للاستثمارات الأجنبية في الأسواق الأخرى في الخليج يؤثر على السوق السعودية (حالياً يمثل المستثمرون الأجانب 40 بالمائة من الصفقات في بورصة دبي).

وعلاوة على ذلك تعتبر معظم الشركات الكبيرة المدرجة في سوق الأسهم معرضة بصورة واضحة لمخاطر الاقتصاد العالمي، فمن بين أكبر 15 شركة من حيث القيمة السوقية (أي التي تزيد القيمة السوقية لرأس مالها عن 30 بليون ريال) هناك ثلاثة شركات فقط تعتبر معزولة نسبياً عن تطورات الأسواق العالمية هما شركة الكهرباء السعودية وشركة الاتصالات السعودية وشركة في مجال التطوير العقاري هي دار الأركان. وبالنسبة للشركات المنتجة للبتر وكيمويات (سابك وينساب وكيان وبترورايغ) وشركة إنتاج الأسمدة سافكو نجد أن الصادرات تشكل جزءاً أساسياً من مبيعاتها. ومن ناحية ثانية نجد أن شركة المملكة القابضة تجني معظم عائداتها من محفظتها المتنوعة التي تستثمر في مشاريع دولية.

أما البقية الباقية من أكبر 15 شركة فهي البنوك التي يكتنف الغموض مدى تعرضها لمخاطر أدوات الدين بضمن الأصول والتي في اعتقادنا لم يتأثر أي منها بصورة كبيرة. وبالرغم من ذلك فإن المخاوف الناجمة عن المشاكل في قطاع المصارف العالمية وانعدام الشفافية بشأن حيازات البنوك المحلية تثقل كاهل هذا القطاع كما تنقله الزيادة الشديدة في المنافسة في مجال الخدمات المالية في المملكة.

وعليه يتضح أن السوق السعودية ستظل تتأثر بالتذبذب الذي تنتسم به أسواق الأسهم العالمية في الوقت الحالي. ولكن يمكن القول أن المملكة في غمرة فترة من النمو الاقتصادي المحلي القوي المدعوم بالاستثمارات وسياسة التحرير مما يعكس هذا الوضع الجيد على أداء الشركات ذات التوجه المحلي في سوق الأسهم.

علاقة أخذة في التقارب





قدّرنا في ديسمبر القيمة العادلة لمؤشر سوق الأسهم السعودي (تاسي) عند مستوى 8,500 نقطة، وحيث أن مؤشر السوق يراوح حالياً عند مستوى 9,200 نقطة نعتقد أنه قد ولج مرة أخرى في نطاق القيمة العادلة بعد أن تراجع عن مستوى يقارب 12,000 نقطة كان قد سجله في ديسمبر، ويعزى ذلك جزئياً لأسباب تتعلق بالافتصاد العالمي كما استعرضنا في الفقرات السابقة. ونعتقد أن السوق سيواصل الهبوط خلال الربع الثاني بسبب الاضطراب في الأسواق العالمية بالرغم من أن نتائج الكثير من الشركات ذات التوجه المحلي ستكون قوية وستكون هناك فرص لانتقاء بعضها للشراء.



مرصد سوق الأسهم

المستثمرون الأفراد يهيمنون على التداول

أكدت بيانات جديدة صادرة عن "تداول" الدور الكبير الذي يلعبه المستثمرون الأفراد في سوق الأسهم السعودي حيث شكل المستثمرون السعوديون الأفراد ما يقارب 95 بالمائة من تعاملات السوق حسب القيمة خلال الشهرين الأول والثاني من عام 2008. ورغم أن تفعيل مشاركة المستثمرين المؤسساتيين من شأنها التخفيف من حدة تذبذب أسعار الأسهم، إلا أن ذلك أمر غير مرجح في الوقت الراهن حيث يقتصر الاشتراك في معظم الاكتتابات الأولية على المستثمرين الأفراد.

وقد أثبتت الأرقام التي تنشرها "تداول" لأول مرة مصنفة حسب نوع المستثمر وحسب الجنسية بصورة لا تدع مجالاً للشك أن المستثمرين الأفراد يسيطرون على السوق. وحسب التصنيف وفقاً لحجم التداول جاءت التفاصيل كالتالي:

- شكل المستثمرون الأفراد السعوديون 94,5 بالمائة من إجمالي التعاملات (أورد التقرير أوامر البيع والشراء منفصلة).
- شكل المستثمرون الأفراد الخليجيون 1,7 بالمائة.
- شكل المستثمرون من العرب المقيمين والمستثمرون الأجانب المقيمين 1,2 بالمائة و 0,1 بالمائة على التوالي.
- شكلت الصناديق الاستثمارية والشركات فقط 1,8 بالمائة من حجم التداول الكلي خلال شهري يناير وفبراير والذي بلغ 11,6 بليون سهم.

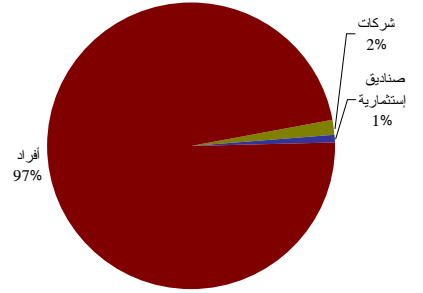
ولم تنشر "تداول" بيانات حول ملكية الأسهم لكننا نعتقد أن نسبة لا يستهان بها مملوكة من قبل شركات وصناديق استثمارية. وتتميز هاتان الفئتان بطول أو بعد الأفق الاستثماري لذلك فهما أقل نشاطاً في التداول من الأفراد. كما كشفت البيانات أن متوسط حجم الصفقة بالنسبة للشركات وصناديق الاستثمار يعادل تقريباً ضعفي حجم الصفقة بواسطة المستثمرون الأفراد.

ورغم المزايا التشريعية والتنظيمية لإنشاء شركات استثمار حقيقية إلا أننا نجد معظم مديري الأموال الخاصة يفضلون العمل من خلال حسابات فردية كي يتمكنوا من المشاركة في جميع الطروحات الأولية (يجوز للصناديق الاستثمارية وغيرها من شركات الاستثمار المشاركة فقط في الطروحات التي يتم تحديد سعر الاكتتاب فيها عبر عملية التسعير التفاوضي). وفي الواقع فإن المستثمرين الأفراد ليسوا بالضرورة صغاراً. ورغم أن إحصاءات "تداول" لم تكشف متوسط حجم المحافظ الفردية إلا أننا نعتقد أن العديد منها محافظ ضخمة حيث يدير بعض مديري الاستثمارات العائلية محافظ تقدر قيمتها ببلايين الريالات.

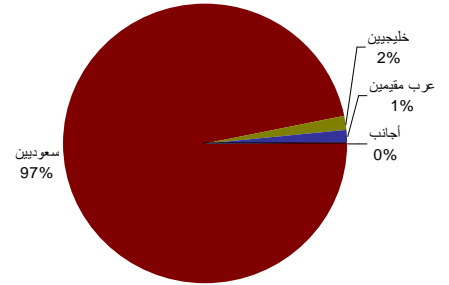
وهناك جدل قائم بأن الأسواق التي يهيمن عليها المستثمرون الأفراد أكثر عرضة للتذبذب من غيرها، إلا أن من شأن تلك الأسواق أن تصبح أكثر كفاءة وأقل تذبذباً في سياق تطورها واستيعابها لجميع فئات المستثمرين والدوافع والأهداف الاستثمارية. وهناك عامل آخر يتسبب في التشويش على سوق الأسهم السعودية وهو ميل المستثمرين إلى بيع أسهمهم بصورة متكررة بغرض المشاركة في الاكتتابات الجديدة مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار. وحيث أنه عادة ما تتم تغطية الاكتتابات مرات عديدة فإن إعادة مبالغ الاكتتابات الفائضة إلى المستثمرين الذين يقومون بضخها ثانية في السوق يؤدي إلى تذبذب أسعار الأسهم مرة بعد مرة. ونتوقع استمرار تلك التشوهات بسبب تواصل عمليات الطرح الأولى.

ومن الأشياء الجديرة بالملاحظة في سوق الأسهم السعودية هو مدى ضآلة الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار. ونعتقد أنه كلما تعاضم الدور الذي تلعبه تلك المؤسسات الاستثمارية المتخصصة كلما كان السوق أكثر عمقاً ومنهجية. ونجد أن عدد الصناديق الاستثمارية أخذ في التزايد حالياً خصوصاً أن خمسة من شركات الاستثمار الجديدة أطلقت صناديقها الخاصة بها وهناك عدد آخر قادم في الطريق.

هيمنة الأفراد
التداول حسب الكمية، في يناير وفبراير



تمثيل ضئيل لغير السعوديين
(حسب حجم تداول الأفراد في يناير وفبراير)





موجز التطورات الاقتصادية

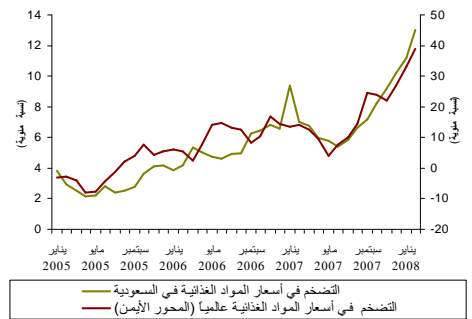
واصل معدل التضخم السنوي ارتفاعه حيث قفز إلى 8,7 بالمائة في فبراير مقارنة بمستوى 7 بالمائة لشهر يناير كما ظلت الإيجارات وأسعار الأغذية هما المصدران الرئيسيان للتضخم حيث ارتفعت معدلاتهما إلى 18 بالمائة و 13 بالمائة على التوالي ويعزى ارتفاع التضخم بالنسبة للإيجارات لأسباب محلية بينما يعود ارتفاعه بالنسبة للأغذية لضغوط في الأسواق العالمية. ويوضح الرسم البياني إلى اليمين أن أسعار الأغذية في السعودية تتحرك تبعاً لأسعار الأغذية في الأسواق العالمية (بناءً على مؤشر صندوق النقد الدولي لأسعار الأغذية). ونتيجة لارتفاع أسعار الأغذية بوتيرة أسرع مما توقعنا وتباطؤ ارتفاع الإيجارات بعض الشيء، فإننا نرفع توقعاتنا بشأن متوسط معدل التضخم لعام 2008 ليصبح 6,5 بالمائة.

لجأت مؤسسة النقد مرة أخرى إلى تعديل أسعار الفائدة عندما خفضت سعر إعادة الشراء العكسي (السعر الذي تدفعه المؤسسة مقابل ودائع البنوك لديها) بواقع 75 نقطة أساس في 18 مارس بحيث أصبح سعر الفائدة 2,25 بالمائة و هو خفض يساوي الخفض الذي أجراه مجلس الاحتياطي الفيدرالي. أما سعر إعادة الشراء فظل دون تغيير عند مستوى 5,5 بالمائة مما يشير إلى أن مؤسسة النقد لا تحبذ أن تخفض البنوك التجارية سعر فائدة الإقراض إلى عملائها مما يؤدي إلى تحفيز نمو الائتمان. ولقد جاء تأثير هذه السياسة متفاوتاً، فمن جهة لا يبدو أن معدلات الإقراض لدى البنوك التجارية استجابت لأسعار الفائدة المنخفضة، بينما ظلت أسعار الإقراض بين البنوك (الأسعار التي تستخدمها البنوك عند إقراض بعضها البعض أو إقراض الشركات الكبيرة) تقتفي أثر سعر إعادة الشراء العكسي.

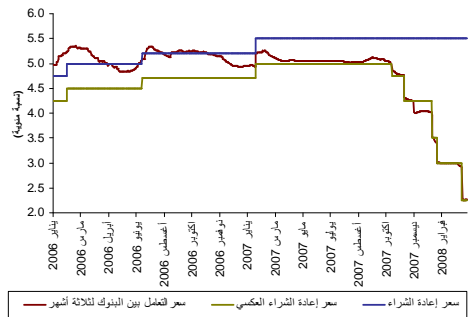
ولقد طرح خفض أسعار الفائدة المزيد من الشكوك في أوساط المستثمرين حول إمكانية استمرار ربط سعر صرف الريال بالدولار. وقد لامس سعر الفائدة المستقبلي لسنة، والذي يقيس سعر الفائدة الذي يتوقعه السوق خلال فترة زمنية مدتها سنة، حدود 3,66 ريال للدولار في منتصف مارس وهو أعلى سعر للفائدة منذ نوفمبر الماضي. وقد كررت مؤسسة النقد مراراً التزامها بالإبقاء على ربط سعر الصرف عند مستوى 3,75 ريال للدولار مما يجعلنا على ثقة بأن سعر الصرف سيظل عند مستواه الحالي لمدة سنة.

تساهم أسعار الفائدة المنخفضة في تغذية النمو السريع للمعروض النقدي، حيث سجل نمو المعروض النقدي الشامل (ن3) للسنة المنتهية في يناير أعلى معدل له منذ 30 عاماً عند مستوى 23,9 بالمائة، كما ارتفعت الودائع تحت الطلب والودائع لأجل وودائع الادخار بنسبة تفوق 30 بالمائة. ولا تعكس تلك البيانات التأثير الناجم عن الزيادة في معدل الاحتياطي النظامي المفروض على البنوك التجارية من 9 بالمائة إلى 10 بالمائة في يناير، ولكنها أظهرت أن الارتفاع الكبير في معدل الاحتياطي النظامي في الشهر السابق ليناير (من 7 بالمائة إلى 9 بالمائة) لم يكن قادراً على وقف الارتفاع في نمو المعروض النقدي.

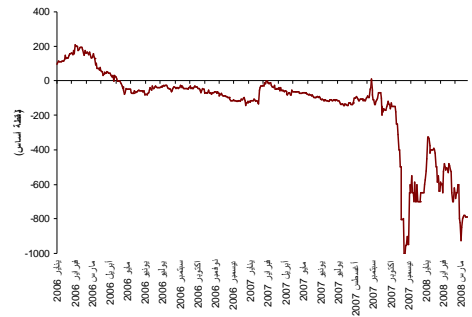
أسعار المواد الغذائية المحلية تعكس التطورات في العالم



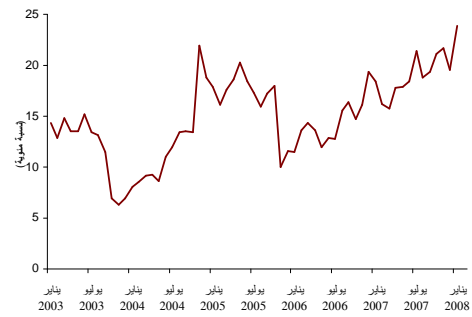
خفض آخر في أسعار الفائدة



الضغوط على الربط في تزايد



عرض النقود ينمو بأعلى معدل له في 30 عاماً





البيانات الأساسية

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	
توقعات	توقعات	توقعات	تقديري						
النتائج الإجمالية الاسمي									
1789	1688	1552	1414	1318	1183	939	805	707	(بليون ريال سعودي)
476.9	450.1	414.7	377.1	351.5	315.3	250.3	214.6	188.6	(بليون دولار أمريكي)
6.0	8.5	10.9	7.3	11.5	26.0	16.7	13.8	3.0	(معدل التغير السنوي)
النتائج الإجمالية الفعلي									
(معدل التغير السنوي)									
1.0	5.0	4.0	-1.5	0.2	7.8	6.7	17.2	-7.5	القطاع النفطي
7.8	8.0	7.6	5.9	6.4	5.8	5.3	3.9	4.1	القطاع الخاص غير النفطي
4.5	5.0	5.0	4.3	6.1	4.0	3.1	3.1	2.9	القطاع الحكومي
5.0	6.4	5.5	3.5	4.3	6.1	5.3	7.7	0.1	معدل التغير الكلي
المؤشرات النفطية (متوسط)									
76.0	76.0	76.0	72.3	66.1	57.2	41.5	31.1	26.6	خام غرب تكساس القياسي
									(دولار/برميل)
72.0	72.0	72.0	68.1	60.5	49.5	34.7	26.9	23.7	سلة الخام السعودي (دولار/برميل)
9.7	9.6	9.1	8.8	9.2	9.5	9.0	8.8	7.5	الإنتاج (مليون برميل/يوم)
مؤشرات الميزانية العامة									
(بليون ريال سعودي)									
718	710	678	622	674	564	392	293	213	إيرادات الدولة
627	576	509	443	393	346	285	257	234	منصرفات الدولة
91	134	168	179	280	218	107	36	-21	الفائض/العجز المالي
5.1	8.0	10.8	12.6	21.3	18.4	11.4	4.5	-2.9	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
240	230	250	267	366	475	614	660	660	الدين العام المحلي
13.4	13.6	16.1	18.9	27.8	40.2	65.4	82.0	93.3	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
المؤشرات النقدية (متوسط)									
التضخم (معدل التغير السنوي)									
4.0	5.0	6.5	4.1	2.3	0.7	0.3	0.6	0.2	
5.50	5.50	5.50	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)									
231.6	229.3	218.4	201.2	187.7	161.1	110.4	82.0	63.6	عائد صادرات النفط
267.4	262.5	248.0	229.7	210.5	180.1	125.7	93.0	72.3	عائد الصادرات الإجمالي
148.0	124.3	101.9	81.5	63.8	54.6	41.1	33.9	29.6	الواردات
119.4	138.1	146.1	148.2	146.6	125.5	84.6	59.1	42.6	الميزان التجاري
70.4	85.0	89.9	91.8	98.9	90.0	51.9	28.0	11.9	ميزان الحساب الجاري
14.8	18.9	21.7	24.3	28.1	28.5	20.7	13.1	6.3	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
559.3	526.3	444.9	359.8	273.4	195.5	127.9	97.1	73.3	الاحتياطي الرسمي من الموجودات الأجنبية
المؤشرات الاجتماعية والسكانية									
تعداد السكان (مليون نسمة)									
26.9	26.1	25.3	24.5	23.7	23.1	22.5	22.0	21.5	
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)
17680	17271	16497	15475	14843	13640	11112	9745	8773	متوسط دخل الفرد

المصدر: توقعات جدوى للأعوام 2007 - 2010. مؤسسة النقد العربي السعودي لأرقام الناتج القومي والمؤشرات النقدية ومؤشرات التجارة الخارجية. وزارة المالية لمؤشرات الميزانية. مصلحة الإحصاءات العامة وتقديرات جدوى لأرقام النفط والمؤشرات الاجتماعية والسكانية.



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.

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.