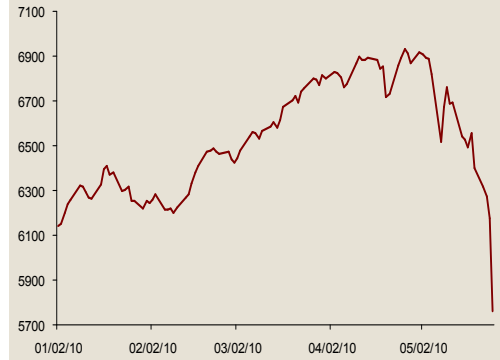




أزمة اليورو وتداعياتها على السعودية

- ولجت الأسواق العالمية مرحلة من التذبذب العنيف حيث أدت تداعيات مشاكل الديون في منطقة اليورو إلى رفع حدة المخاوف من تباطؤ النمو الاقتصادي مما تسبب في تغير مفاجئ في المزاج الاستثماري.
- تحول إنتباه الأسواق إلى عوامل أخرى مثل السياسة الجديدة للحكومة الصينية الرامية إلى إبطاء النمو وارتفاع درجة المخاطر السياسية في كوريا الجنوبية وتايلاند، رغم أن البيانات الاقتصادية الجديدة الصادرة من مختلف أرجاء العالم تشير إلى أن التعافي الاقتصادي أخذ في ترسيخ أقدامه.
- التطورات الراهنة بعيدة كل البعد عن التهديد الحقيقي الذي شكلته الأزمة المالية على الاقتصاد العالمي التي انطلقت عقب انهيار عدد من المؤسسات المالية الضخمة وتوجها انهيار مصرف ليمان برانرز في سبتمبر من عام 2008.
- على المدى القصير سيغلب على حركة اليورو طابع التذبذب وسوف تتحكم فيها الحالة المزاجية للمستثمرين، أما على المدى الطويل فهناك عوامل كثيرة تشير إلى تراجع في قيمة اليورو.
- رغم حدة تراجع أسعار النفط حالياً إلا أنها تظل أقرب إلى المستوى الذي وصفه وزير النفط السعودي "بالسعر المثالي" البالغ 75 دولاراً للبرميل مقارنة بمستواها في أوائل الشهر، ونعتقد أنه من المستبعد تراجع أسعار النفط إلى ما دون 60 دولاراً للبرميل لفترة طويلة.
- لا يعتبر الرأي الذي يرجح تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي لاحقاً هذا العام عندما تلجأ الحكومات لسحب الدعم بالأمر الجديد وتم سلفاً أخذه في الاعتبار في تقديرنا. لذا نتوقع أن يرتفع النمو الاقتصادي في السعودية وأن تعود ميزانية الدولة لتحقيق فوائض وأن يسجل مؤشر تاسي قيمة عادلة تبلغ 7,400 نقطة بنهاية العام.
- يعتبر التأثير المباشر لتباطؤ النمو في منطقة اليورو على صادرات المملكة ضئيلاً كما أن ضعف اليورو سيساعد على خفض معدلات التضخم. نال تدهور أسعار النفط والأسهم من ثقة المستثمر ومن شأن استمرار تدهور تلك الأسعار إعاقه النمو وقد يحدو بنا ذلك في النهاية إلى خفض توقعاتنا.
- لم يتأثر القطاع المصرفي السعودي كثيراً بالأحداث العالمية ولا نزال نتوقع حدوث انتعاش في الإقراض من البنوك المحلية خلال الفترة المتبقية من العام. لكن الحصول على تمويل من البنوك الأجنبية سيصبح على الأرجح أكثر صعوبة.

مؤشر تداول في 2010



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

رئيس الدائرة الاقتصادية
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

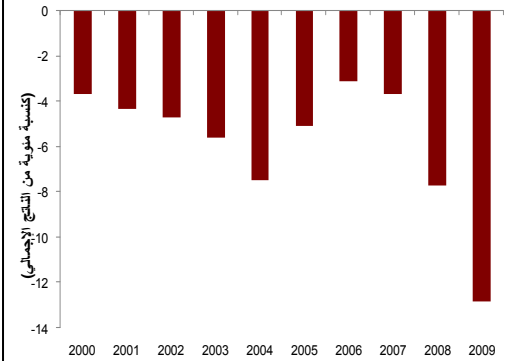


ما الذي يحدث في منطقة اليورو؟

أصبحت منطقة اليورو محور الاهتمام الرئيسي للأسواق وتحولت مشاكل الميزانية في اليونان إلى إعصار من أزمات الديون والعملات سحب معه بقية الدول الأوروبية وعرض العلاقات السياسية الرئيسية في المنطقة إلى اختبار فيما يتعلق بجوهر العملة الأوروبية الموحدة في حد ذاته. وكانت مشاكل اليونان قد برزت العام الماضي عندما كشفت حكومة تشكلت حديثاً آنذاك أن بيانات الميزانية التي نشرتها الحكومة السابقة لم تظهر العجز بحجمه الحقيقي، لذا فقد سرت المخاوف في الأسواق المالية بشأن مقدرة اليونان على تدبير الدين اللازم لتمويل العجز في ميزانيتها مما دفع الأسواق إلى رفع أسعار الفائدة التي يتوجب على اليونان دفعها مقابل الاقتراض وارتفع بالتالي احتمال تعثر اليونان عن السداد.

ورغم أن اليونان واحدة من أصغر الدول في منطقة اليورو (حيث تشكل 2,6 بالمائة فقط من الناتج الإجمالي للمنطقة)، إلا أن تعثرها يمثل مشكلة خطيرة للمنطقة برمتها لأن من شأن ذلك ضعفة الثقة في العملة الموحدة وخلق ضغوطاً على الدول المشابهة من حيث خصائص المديونية والميزانية خاصة البرتغال وأسبانيا وأيرلندا، عدا التسبب في مضاعفات خطيرة على بنوك الاتحاد الأوروبي التي تعود إليها 49,2 مليار يورو (62 مليار دولار) من ديون اليونان (35,1 مليار يورو منها عائدة إلى بنوك فرنسية وألمانية). نتيجة لذلك، ورغم أن ميثاق الاتحاد الأوروبي ينص على رفض مبدأ التدخل، فقد اتفق الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي على خطة إنقاذ بقيمة 110 مليار يورو.

عجز ميزانية اليونان



بيانات اقتصادية مقارنة (2009)

الدولة	الناتج الإجمالي الاسمي (بليون دولار)	نمو الناتج الإجمالي (%)	عجز الميزانية (نسبة من الناتج الإجمالي)	التصنيف الائتماني
منطقة اليورو				
النمسا	381,9	3,6-	3,6	Aaa
بلجيكا	470,4	3,0-	5,8	Aa1
قبرص	23,6	1,7-	6,1	Aa3
فنلندا	238,1	7,8-	2,4	Aaa
فرنسا	2675,9	2,2-	7,9	Aaa
ألمانيا	3352,7	5,0-	3,3	Aaa
اليونان	330,8	2,0-	12,9	A3
أيرلندا	227,8	7,1-	11,4	Aa1
إيطاليا	2118,3	5,0-	5,3	Aa2
لوكسمبرج	51,7	4,2-	1,1	Aaa
مالطا	8,0	1,9-	4,1	A1
هولندا	794,8	4,0-	4,9	Aaa
البرتغال	227,9	2,7-	9,3	Aa2
سلوفاكيا	88,2	4,7-	6,3	A1
سولفينا	49,2	7,3-	6,1	Aa2
أسبانيا	1464,0	3,6-	11,4	Aaa
أخرى				
المملكة المتحدة	2183,6	4,9-	10,9	Aaa
الولايات المتحدة	14256,3	2,4-	12,5	Aaa
المملكة العربية السعودية	369,2	0,1	3,3	Aa3

لكن أسواق السندات اعتبرت أن الخطة غير كافية وواصلت هجومها على الدول المتأثرة. فقرر الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد بعد فترة وجيزة طرح ضمانات للقروض بقيمة 750 مليار يورو لتمكين الحكومة اليونانية وغيرها من الحكومات التي قد تحتاجها من الاقتراض دون دفع الفائدة المرتفعة التي تتطلبها أسواق السندات. ثم اجتازت خطة حزمة الضمانات تلك إحدى العقبات الرئيسية بمصادقة البرلمان الألماني عليها بتاريخ 21 مايو.



وقد أدى حجم وهيكلة حزمة الضمانات إلى تخفيف حدة المخاوف بشأن التعثر في سداد الدين، فانصرفت أنظار المستثمرين بعدها نحو التركيز على مدى صرامة الإجراءات الاقتصادية التي تضمنتها الخطة. ولا شك أن الخفض الكبير في الإنفاق وزيادة الضرائب تعتبر العناصر الأساسية لتقليص عجز الميزانية ليس لليونان فقط بل لجميع دول الاتحاد الأوروبي تقريباً. ووفقاً لصندوق النقد الدولي، فقد شهدت جميع دول منطقة اليورو عجزاً في الميزانية عام 2009، حيث فاق العجز لـ 8 من دول المجموعة السنة عشر 6 بالمائة من الناتج الإجمالي وتجاوز مستوى 10 بالمائة في حالات أيرلندا وأسبانيا واليونان. وكان إجمالي العجز في الميزانية للمنطقة ككل قد سجل نسبة 6,3 بالمائة من الناتج الإجمالي العام الماضي مرتفعاً بنسبة 2 بالمائة عن مستواه عام 2008. ويتوقع صندوق النقد الدولي، حتى بعد إجراء بعض التعديل في السياسات هذا العام، ارتفاع إجمالي عجز الميزانية لمنطقة اليورو إلى 6,8 بالمائة من الناتج الإجمالي للعام الحالي وكذلك بفاته فوق مستوى 6 بالمائة من الناتج الإجمالي للعام 2011.

وكان عجز الميزانية قد تضخم بسرعة خلال العام الماضي نتيجة لهبوط الإيرادات الحكومية بسبب حالة الركود مما أدى لزيادة الإنفاق الحكومي. لكن خفض النمو في العجز يتطلب زيادة إيرادات الضرائب وخفض الإنفاق وهي سياسات تحد من النمو الاقتصادي المتهاك أصلاً. أما في حالة اليونان وبموجب البرنامج الاقتصادي الذي صاحب خطتها الأولى للإنقاذ فقد كان من المتوقع أن يهبط النمو الاقتصادي بمعدل 4 بالمائة بالقيمة الفعلية عام 2010 وبنسبة 2,6 بالمائة في عام 2011 وألا يرتفع معدل البطالة حتى عام 2012 بحيث يبلغ 14,8 بالمائة كحد أقصى، لكنه سيظل مرتفعاً جداً في عام 2015 مقارنة بمستواه في عام 2009. ورغم أن تطبيق تلك السياسات بالكامل وفي كل الحالات لا يزال أمراً يتطلب وقتاً إلا أن المخاوف من تأثيراتها المحتملة قوضت الثقة لدى المستهلك والشركات وأدت إلى موجة عارمة من التظاهرات؛ حيث سجلت ثقة المستهلك في منطقة اليورو في مايو الجاري ثاني أدنى مستوى لها خلال ما يقارب 20 عاماً.

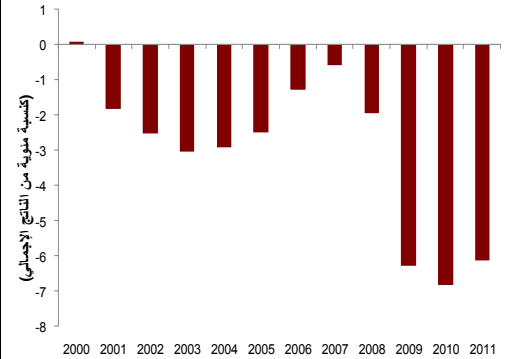
بالإضافة إلى المخاوف بشأن الملامح المستقبلية للنمو الاقتصادي، كشفت الأحداث الأخيرة الكثير من أوجه الضعف في هياكل المؤسسات وفي الإرادة السياسية وهما عنصران مهمان لدعم العملة الموحدة. وشملت أوجه الضعف تواضع مستوى هياكل المؤسسات وضعف تطبيق القوانين الاقتصادية والمالية وتباين السياسات المتبعة حتى وسط أكبر دول الاتحاد الأوروبي بالإضافة إلى انعدام هيئة مالية مركزية وكذلك عدم وجود نظام تحويلات مالية عبر الدول.

من الناحية الرسمية يتعين أن تخضع الدول التي يتجاوز عجز ميزانيتها 3 بالمائة من الناتج الإجمالي لعقوبات مالية، لكنها نادراً ما تطبق وليس هناك أحساس بضرورة التشدد حيالها، فدولة مثل اليونان تجاوزت العجز المستهدف في 9 سنوات بين عامي 1999 و2009 وتجاوزته إيطاليا 6 مرات وفعلت كل من فرنسا وألمانيا والبرتغال 4 مرات.

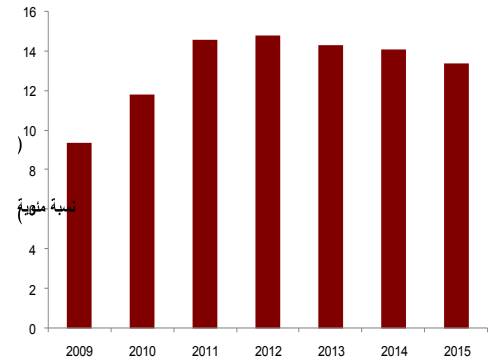
تتناقض خطة الإنقاذ التي تمت المصادقة عليها مع التزام نص عليه ميثاق الاتحاد الأوروبي بعدم التدخل لإنقاذ أي من اقتصادات المجموعة كما أنها تهدد بتقويض استقلالية البنك المركزي الأوروبي من خلال مطالبته بشراء سندات حكومية (رغم تعهداته السابقة بعدم فعل ذلك). علاوة على ذلك، ورغم أن الأزمة كشفت حاجة حكومات الاتحاد الأوروبي للعمل سوياً لحل مشاكل المنطقة إلا أنه كانت هناك توترات واضحة بين كبرى الاقتصادات في المنطقة، أي ألمانيا وفرنسا على وجه التحديد. وقد تبدى الاختلاف في استعداد فرنسا لتبني حزمة ضمانات القروض حتى مع التأييد الضعيف من قبل ألمانيا. وفي إجراء من طرف واحد لجأت الحكومة الألمانية الأسبوع الماضي إلى حظر "البيع على المكشوف" بالنسبة لفئات أصول معينة تشمل بعض أسهم البنوك والسندات الحكومية (حيث يقوم المستثمر ببيع أصول ليست في حوزته). وعموماً تشير الطريقة التي اتخذ بها قرار حزمة الضمانات إلى صعوبة الوصول إلى اتفاق سريع في حالة الأزمات عندما تكون صلاحية اتخاذ القرارات بأيدي الكيانات التي تمثل المنطقة بدلاً عن الحكومات الوطنية.

وتكشف هذه القضايا غياب المؤسسات المركزية التي تتمتع بصلاحيات كافية وبالأخص انعدام السلطة المالية المركزية. ويعزى نجاح الدولار الأمريكي في خدمة الاقتصاد الأمريكي برغم ضخامته وتنوعه إلى وجود نظام يتيح تحويل الأموال بين مختلف

ميزانية منطقة اليورو
(عامي 2010 و2011 تقديرات صندوق النقد)



معدل البطالة في اليونان





الولايات من خلال الإنفاق الحكومي الفيدرالي وهو نظام يفتقده الاتحاد الأوروبي. وفي الواقع يصعب على دافعي الضرائب قبول فكرة استخدام أموالهم لدعم دول أخرى تنفق بإسراف ويتمتع مواطنوها بظروف عمل أكثر رخاءً. ويعتبر إنشاء هيئة رسمية كبيرة لتحصيل الضرائب من جميع دول الإقليم تتمتع بصلاحيات إعادة توزيع الإيرادات الضريبية على جميع الدول الأعضاء أمر ضروري لضمان أداء جيد لليورو، لكن يبدو أن هذا الهدف بعيد المنال وغير واقعي في الوقت الحالي باعتباره يؤثر جدلاً سياسياً كبيراً.

وقد تدهورت قيمة اليورو بصورة حادة في ظل هذه الظروف، حيث تدنت قيمته حتى هذه اللحظة من العام بنسبة 9,5 بالمائة وذلك مقابل سلة مرجحة تجارياً من عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين في المنطقة، وبنسبة 4,2 بالمائة حتى نهاية أبريل. وجاء هبوط اليورو مقابل الدولار بمستوى أكبر حيث تراجع بنسبة 14,3 بالمائة و7,7 بالمائة على التوالي، بل وسجل في منتصف الأسبوع الماضي أدنى قيمة له في 4 سنوات قبل أن يحقق بعض الانتعاش الطفيف. ويشير ضعف أداء اليورو مقابل الدولار والارتفاع في أسعار سندات الخزانة الأمريكية إلى أن المستثمرين دأبوا على شراء الدولار والأصول الآمنة المسعرة بالدولار في الأوقات التي تسود فيها أجواء الحذر حتى وإن لم تكن المعطيات الأساسية للاقتصاد الأمريكي قوية.

على المدى القصير سيغلب على حركة اليورو طابع التذبذب وسوف تتحكم فيها الحالة المزاجية للمستثمرين. وبالرغم من جميع المشاكل الحالية في منطقة اليورو، فقد تعززت قيمة العملة الموحدة الأسبوع الماضي. ونتوقع في ضوء المخاطر التي تواجه العملة الأوروبية الموحدة أن يشهد اليورو اتجاهاً تنازلياً متذبذباً خلال الأشهر القليلة القادمة.

أما على المدى الطويل فهناك عوامل كثيرة تشير إلى تراجع في قيمة اليورو، حيث أن الاتحاد الأوروبي هو المنطقة الوحيدة في العالم التي ربما تشهد ركوداً مزدوجاً حيث كانت عودته إلى النمو ضعيفة (ارتفع الناتج الإجمالي لمنطقة اليورو بنسبة 0,5 بالمائة فقط على أساس سنوي في الربع الأول) فضلاً عن أن من شأن إجراءات التقشف أن تضعف الأداء الاقتصادي. كذلك لن تكون الفروقات في أسعار الفائدة في صالح العملة الأوروبية الموحدة حيث يبدو الآن أن البنك المركزي الأوروبي لن يلجأ إلى الأرباح إلى رفع الأسعار لبعض الوقت. وقد ظل البنك المركزي الأوروبي باعتباره الجهة المنوط بها ضبط التضخم متابراً على إبقاء أسعار الفائدة أعلى من نظيرتها في أمريكا حيث ينادى بالاحتياطي الفيدرالي ضبط التضخم ودعم النمو في الاقتصاد. وفي حالة عمليتي اليورو والدولار يلعب الفرق الحقيقي في أسعار الفائدة والتغيرات المتوقعة في هذه الفروقات دوراً مهماً في التأثير على تغير قيمة العملة. وفي ظل الضعف الاقتصادي في أوروبا فإن الاحتياطي الفيدرالي قد يلجأ إلى استباق البنك المركزي الأوروبي في رفع أسعار الفائدة وهي خطوة من شأنها المساهمة في إضعاف اليورو على نحو أكبر.

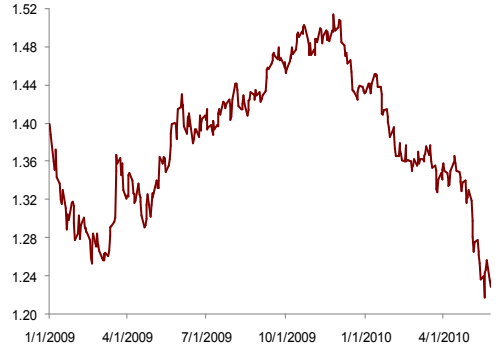
وستظل المشاكل المؤسسية والسياسية تثقل كاهل اليورو خاصة وأن تشديد السياسات المالية قد يؤدي إلى بعض الاضطرابات الاجتماعية. علاوة على ذلك يتوقع أن تتوَصَّ المشاكل الحالية من تنامي دور اليورو كعملة احتياطي مما يجعل البنوك المركزية حول العالم أقل رغبة في رفع احتياطياتها منه. وهناك مشكلة هيكلية عويصة أخرى يصعب معالجتها قريباً تتمثل في غياب التنافسية بين العديد من دول منطقة اليورو، وقد نشأت هذه المشكلة بسبب صرامة أسواق العمل التي امتنعت عن إجراء تعديلات في نظام الأجور. وتلجأ الكثير من الدول إلى معالجة هذه المشكلة عادة من خلال خفض قيمة عملتها عندما تكون غير مرتبطة بعملة أخرى، لكن المعالجة داخل منظومة العملة الموحدة تتطلب إجراء إصلاحات داخلية صارمة.

توقع المحللون قبل أقل من عام أن يعاني الدولار من ضعف هيكلي على المدى البعيد وأن الحالة المزاجية في أسواق العملات يمكن أن تتغير بسرعة. وبافتراض صواب هذه التحليلات فإن الكثير من حكومات منطقة اليورو سترحب بخفض قيمته بحسبان أن ذلك سيؤدي إلى تحسين القدرة التنافسية لصادراتها. ورغم أن اليورو لأمس أدنى مستوى له منذ 4 سنوات إلا أن متوسط سعره مقابل الدولار منذ انطلاقة في عام 1999 والبالغ 1,18 لا يزال يتفوق عليه بل ويقترب من القيمة التي يراها كثير من المحللين عادلة. لذا نرجح أن يكون المسار المستقبلي لليورو هو الاستمرار في التذني طالما بقيت سياسة الاتحاد الأوروبي مشتتة ولم تقدم تلميحات كافية للأسواق. لكننا لا نعتقد أن منطقة اليورو

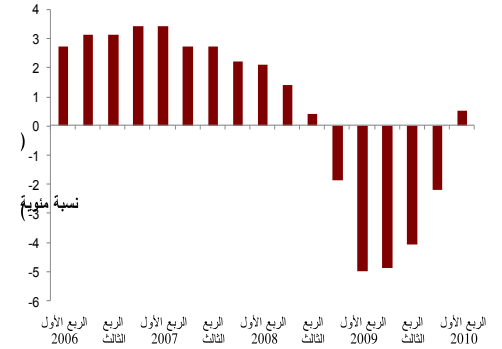
سعر صرف اليورو المرجح تجارياً



الدولار مقابل اليورو



نمو الناتج الإجمالي الفعلي في منطقة اليورو



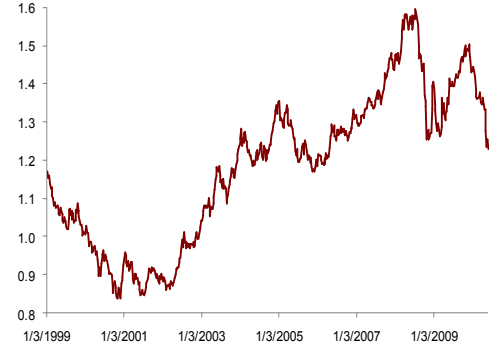


ستتفكك حيث لا تزال العملة الموحدة تحظى بدعم سياسي قوي.

ما هو أثر الأزمة الراهنة على بقية دول العالم؟

لا تقتصر المخاوف من احتمال حدوث تباطؤ في النمو الاقتصادي على أوروبا وحدها، حيث تثار الشكوك في مختلف أنحاء العالم حول سلامة التعافي الاقتصادي وقدرته على الاستمرار. ومن شأن تجدد الركود في الاتحاد الأوروبي أن ينعكس على بقية دول العالم لأن المنطقة تمثل سوقاً ضخمة للواردات، حيث بلغت القيمة الإجمالية للواردات إلى

الدولار مقابل اليورو



ليست بتكرار لتجربة الأزمة المالية العالمية

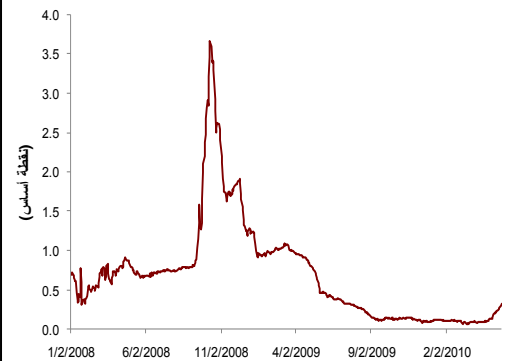
أدخلت الأحداث الأخيرة الانتعاش الاقتصادي العالمي في اختبار قاس ومن الجلي أن بإمكانها تقويض الزخم الذي تحقق خلال الفترة الماضية. لكن الأحداث لا تزال بعيدة كل البعد عن أن تشكل تهديداً جدياً للاقتصاد العالمي بمستوى الخطر الذي شكلته الأزمة المالية التي اندلعت بسبب انهيار العديد من المؤسسات المالية الضخمة والتي بلغت ذروتها بانهيار بنك ليمان براذرز في سبتمبر 2008. ولا مرية أن ردة الفعل الأولى فيما يتعلق ببعض المتغيرات التي تعتبر الأهم بالنسبة للمملكة كان أكثر حدة من الأزمة السابقة، حيث هبط مؤشر تاسي خلال ثلاثة أسابيع منذ نهاية أبريل الماضي بنسبة 16,1 بالمائة كما هبط سعر النفط (خام غرب تكساس) بنسبة 24 بالمائة بينما لم يتعدى تراجع تاسي خلال الأسابيع الثلاثة الأولى التي أعقبت انهيار ليمان براذرز ما نسبته 3,9 بالمائة وانخفض سعر النفط بنسبة 1,7 بالمائة فقط.

أما على المستوى العالمي فقد كان التأثير أقل بكثير، حيث نجد أن الفترة التي أعقبت انهيار ليمان مباشرة شهدت اضطراب البنوك المركزية عبر العالم إلى ضخ سيولة ضخمة في الأسواق كما شهدت عمليات لإنقاذ أو تأميم العديد من المؤسسات المالية الكبيرة. وقد بلغت قيمة الحزم المالية العديدة التي خصصت لدعم وتحفيز القطاع المالي في الولايات المتحدة وحدها عدة تريليونات من الدولارات ونفذت العديد من الدول الأخرى برامج إنفاق حكومي ضخمة. في المقابل، لم تلجأ أي دولة حتى الآن إلى تخصيص دعم لنظامها المالي أو الاقتصادي خارج منطقة اليورو.

ويتمثل الفرق الأساسي بين الحالتين في أن الميزانيات العامة للبنوك في الوقت الحالي تعتبر في وضع أكثر راحة مما كانت عليه في سبتمبر 2008 كما أن البنوك المركزية تعتبر في وضع أفضل للتعاطي مع أية مشكلة، حيث شهدت الفترة التي أعقبت انهيار ليمان جمود أسواق المال وتوقف القروض بين البنوك ناهيك عن طالبي القروض في القطاع الخاص وهي ليست الحال خلال الأزمة الراهنة. ويعتبر الفرق بين سعر الليبور (سعر الفائدة ما بين بنوك لندن) لمدة ثلاثة أشهر وسعر المبادلة اليومي المرجح لثلاثة أشهر أحد المقاييس الرئيسية للضغط في القطاع المالي ومستوى خوف البنوك من إقراض بعضها، حيث لا يتجاوز هذا الفرق حالياً 30 نقطة أساس مقارنة بأكثر من 350 نقطة أساس في أوج أزمة سبتمبر 2008. كذلك لا تزال مؤشرات المخاطر المالية الأخرى مثل فروقات السندات ومبادلة العقود الائتمانية تقل كثيراً عن المستويات التي شهدتها خلال فترة ما بعد انهيار ليمان، باستثناء المؤشرات لدى دول الاتحاد الأوروبي المتأثرة مباشرة بأزمة الديون.

إن الأحداث التي تشهدها منطقة اليورو هي في الواقع فصل جديد من التداعيات التي خلفتها الأزمة الاقتصادية التي شهدتها العالم خلال السنوات القليلة الماضية وليست ببوادر أزمة جديدة. وتتنحصر القضية في جوهرها في أن ديون القطاع الخاص المتمثلة في قروض الرهن العقاري الكبيرة على الأفراد ومديونية البنوك المفرطة خلال الأزمة السابقة قد حل محلها مستويات مرتفعة من الإنفاق الحكومي والمديونية السيادية بهدف منع حدوث ركود عالمي بعد انهيار ليمان.

سعر لايبور مقابل مؤشر المبادلات اليومية



الاتحاد الأوروبي عام 2008 نحو 2,1 تريليون دولار جاء معظمها من الصين والولايات المتحدة وروسيا بنسبة 14 بالمائة و13 بالمائة و12 بالمائة على التوالي. وبالإضافة إلى تأثير الأزمة المباشر على الدول المعنية، تشير المشاكل الحالية التي ضربت اليونان إلى



أن هناك اقتصادات أخرى ستعرض لفترات مشابهة من التشفير حتى تستطيع ميزانيتها العامة العودة إلى الوضع المناسب. وبصفة عامة ونتيجة للتغير الحاد المفاجئ في الحالة المزاجية تركز الأسواق حالياً على الأخبار السيئة حتى مع وجود أخبار جيدة وبيانات قوية.

وينطبق هذا الوضع بصفة خاصة على الولايات المتحدة، حيث تشير البيانات الحديثة إلى تسارع التعافي الاقتصادي لكن الأسواق تتجاهل ذلك بصورة واضحة. وقد انتعش التوظيف في أبريل بأسرع معدل له منذ فبراير 2006 وارتفعت مبيعات التجزئة لنفس الشهر بنسبة 0,4 بالمائة، أي ضعف توقعات المحللين، كما ارتفع الناتج الصناعي بنسبة 1 بالمائة وهي نسبة فاقت كذلك معظم التوقعات بينما بلغت ثقة المستهلك أعلى مستوياتها منذ مارس 2008. وتدل كل هذه البيانات على أن الإنفاق الاستهلاكي يسجل بعض الزخم مما يساعد على دفع الاقتصاد برغم تقلص برامج التحفيز.

وأكثر ما يؤثر في الحالة المزاجية في السوق حالياً هو القلق بشأن وتيرة وقوة الانتعاش، حيث يعتبر الانتعاش الحالي أضعف بكثير مقارنة بالانتعاش الذي أعقب ركود الفترة 1982-1980 (أطول فترة ركود بعد الحرب الثانية حتى اليوم). وكما يبين الرسم البياني على اليمين، أعقبت نهاية ذلك الركود وبصورة سريعة خمسة فصول تجاوز فيها النمو نسبة 6 بالمائة (على أساس سنوي معدل موسمياً) وبلغ النمو في الفصل الثالث 9 بالمائة. بالمقابل، كان الانتعاش خلال عام 2009 وحتى الفترة الحالية من عام 2010 بطيئاً ولم يتجاوز النمو في الفصل الثالث 3,2 بالمائة. ويأتي هذا التباطؤ رغم الإنفاق الحكومي الضخم وأسعار الفائدة المنخفضة بصورة استثنائية.

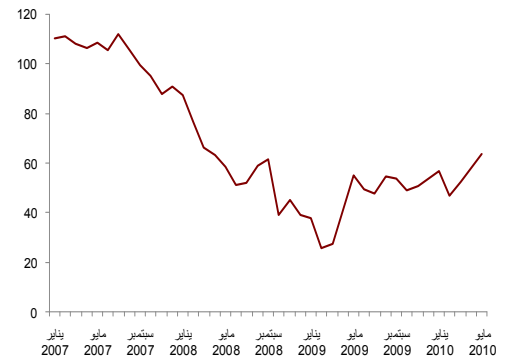
إن السحب الحتمي لبرامج التحفيز يربح تباطؤ نمو الاقتصاد الأمريكي في النصف الثاني من العام. وبالرغم من أن أسعار الفائدة ستبقى منخفضة جداً لكن إجراءات التحفيز سوف تنتهي. بالإضافة إلى ذلك، لن تظل المكاسب المتحققة حديثاً من إعادة بناء مخزونات الشركات تساهم في عملية النمو بصورة رئيسية وسيؤدي ضعف معدل استخدام الطاقات الإنتاجية إلى كبح مستويات الاستثمار بينما تستمر عملية خفض المديونية. علاوة على ذلك، ستظل التحديات التي تواجه الاقتصاد الأمريكي كبيرة بسبب اقتراب معدل البطالة من نسبة 10 بالمائة فضلاً عن الصعوبات التي تعانيها الشركات في سبيل الحصول على القروض.

سجلت آسيا حتى الآن أداءً اقتصادياً أقوى من أي منطقة أخرى منذ الأزمة المالية، ويعود ذلك جزئياً إلى عدم تأثر البنوك الآسيوية بالأزمة المالية مقارنة ببنوك المناطق الأخرى كما أن الحاجة إلى برامج التحفيز كانت أقل. كذلك كان الأداء الاقتصادي فيها قوياً نتيجة لضخامة الطلب من قبل الاقتصاد الصيني الذي نما بنسبة 8,7 بالمائة العام الماضي وبلغ نموه في الفصل الأول من عام 2010 نحو 11,9 بالمائة على أساس سنوي معدل موسمياً.

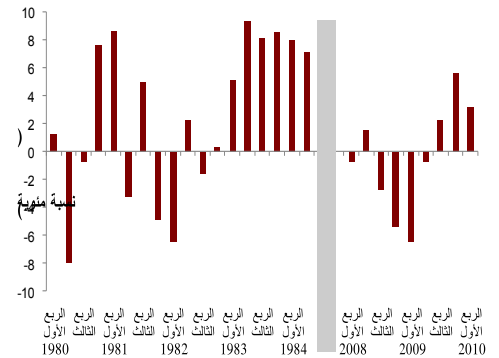
ورغم أن الاقتصاد الصيني يواصل أداءه القوي (حيث ارتفع كل من مبيعات التجزئة والإنتاج الصناعي في أبريل بنسبة 18 بالمائة على أساس سنوي)، إلا أن هناك مخاوف من أن تؤدي سهولة الحصول على القروض المصرفية إلى تضخم كبير في أسعار الأصول وخاصة العقارات. وقد اتخذت الحكومة الصينية عدة خطوات لتهدئة سوق العقار (مثل زيادة معدلات الاحتياطي القانوني للبنوك وبالتالي تقليص المبالغ المتاحة لها لعمليات الإقراض) لكن تأثيرها يكاد لا يذكر حتى الآن. وتشعر الأسواق بالقلق إزاء احتمال المزيد من الإجراءات التي قد تضر بالنمو الاقتصادي والطلب على السلع. وقد تأثرت الحالة المزاجية في آسيا سلباً الأسبوع الماضي جراء تقادم الأوضاع السياسية في تايلاند (نتيجة الاضطرابات المحلية) وشبه الجزيرة الكورية.

ولن تتمكن الأسواق الناشئة الأخرى من تقادي آثار التباطؤ في الاقتصادات المتقدمة في النصف الثاني هذا العام، وسوف يتمثل أوضح أثر لتجدد التباطؤ في تناقص الطلب على صادرات دول الأسواق الناشئة وكذلك انخفاض أسعار السلع. ونعتقد أن أداء الاقتصادات الناشئة سيظل متفوقاً على الاقتصادات المتقدمة طيلة العامين الحالي والقادم، لكن من الواضح أن نموها سيأتي أقوى في حال كانت الأحوال أفضل مما هي عليه في

مؤشر ثقة المستهلك في الولايات المتحدة
(حسب معيار مجلس المؤتمر)



نمو الناتج الإجمالي الفعلي في الولايات المتحدة
(بيانات ربع سنوية معدلة على أساس سنوي)



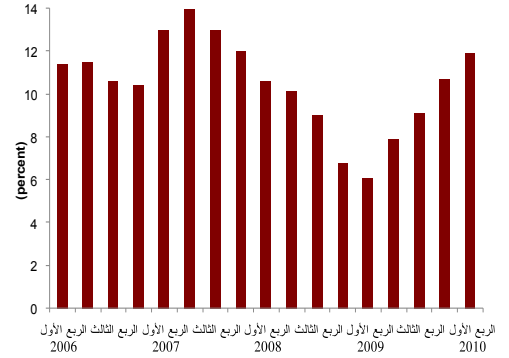


الاقتصادات العالمية الكبيرة.

إصلاح القوانين المالية

أدت الضغوط على اليورو من قبل المستثمرين إلى تعزيز الإرادة السياسية من أجل تبني قوانين مالية أكثر تشدداً. لكن المخاوف في الأسواق قد ارتفعت خشية أن تتسبب القوانين المفرطة في التشدد في إعاقة التعافي الاقتصادي وفي كفاءة الأسواق المالية وفي ربحية المؤسسات المالية. وقد تم الربط بين قرار الحكومة الألمانية بحظر عمليات البيع على المكشوف وبين التحرك باتجاه تبني إجراءات واسعة النطاق لإصدار قوانين صارمة ربما تشمل على فرض ضرائب على إيرادات وعمليات المؤسسات المالية. وقد جعلت الحكومة البريطانية الجديدة إصلاح القطاع المصرفي إحدى أهم أولوياتها السياسية، كما أجاز الكونجرس الأمريكي الأسبوع الماضي مشروع لإصلاح القطاع المالي يهدف إلى منع تكرار الأزمات المالية العالمية تتم معالجته ضمن مشروع آخر أجازته مجلس النواب سابقاً بحيث تتحول الوثيقة النهائية إلى قانون ملزم بحلول نهاية العام الجاري. ويحتفل أن هناك جهود مماثلة تهدف للتنسيق من أجل إصلاح القطاع المالي على مستوى دول مجموعة العشرين التي تعتبر المملكة عضواً فيها.

نمو الناتج الإجمالي الفعلي في الصين
(بيانات ربع سنوية معدلة على أساس سنوي)



أما العناصر الرئيسية للمشروع الأمريكي فتتضمن التالي:

- نقل التداول في المشتقات المالية ضمن عمل البورصات النظامية؛
- الحد من عمليات "الاستثمارات الخاصة" أي حجم استثمارات البنوك لرؤوس أموالها في أسواق الأسهم؛
- تطوير إجراء للإفلاس المنظم للمؤسسات المالية غير المصرفية (على سياق شركتي أيه آي جي وليمان) والبنوك التي كانت تعتبر "غير قابلة للإفلاس لكبر حجمها"؛
- إنشاء مجلس من الجهات التنظيمية مسئول عن "إجراءات احترازية على المستوى الكلي" (يرصد المخاطر الكبيرة التي من شأنها التأثير في مجمل النظام المالي، مثل النمو المفرط في الرهن العقاري الرديء) بدلاً عن "إجراءات احترازية على المستوى الجزئي" (التي ترصد سلامة الأوضاع المالية للبنوك منفردة)؛
- إنشاء هيئة جديدة لحماية المستهلك يعهد إليها التأكد من سلامة وأهلية المنتجات المالية.

ولا نعتقد أن الإصلاحات المقترحة هذه ستسبب في تغييرات كبيرة للمصارف السعودية إذا تم تطبيقها في المملكة، حيث أن مؤسسة النقد تتبني سلفاً الإجراءات الاحترازية على المستوى الجزئي ولن تكون هناك دواعي لعمل تغييرات كثيرة. ورغم وجود مشتقات مالية لدى البنوك السعودية مثل عقود مبادلة الائتمان التي ربما تنتقل للتداول في الأسواق إلا أن أحجامها ليست بالضخامة التي قد تترتب عليها تداعيات. أما على المستوى العالمي فربما يتم وضع قيود على المضاربات في عقود النفط المستقبلية وهو هدف تسعى إليه المملكة كوسيلة للحد من التذبذب في أسعار النفط.

وربما يتم التعجيل في إدخال قوانين تتعلق بزيادة الشفافية حيال إفلاس البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية وكذلك إصدار قوانين جديدة لتنظيم مؤسسات مالية غير مصرفية معينة مثل شركات الإيجار. وبما أن النظام المصرفي السعودي والبيئة القانونية يتصفان سلفاً بالحبيطة والحذر فلم تشهد المملكة قط عملية إفلاس لأي من بنوكها ولن يكون لأي تغيير يتم إدخاله إلا أثر هامشي. ولا نتوقع فرض أي قيود من شأنها التأثير على عمليات إقراض البنوك الأجنبية في السعودية، التي تتأثر عملياتها حالياً من انسداد شهيتها تجاه تحمل المخاطر وليست القوانين المالية العالمية الجديدة.

ما الذي يحدث في الأسواق؟

رغم توقع كثير من المحللين، ونحن من بينهم، تباطؤ الاقتصاد العالمي خلال النصف الثاني من هذا العام وبقائه منكمشاً خلال عام 2011 جراء الأسباب التي أشرنا إليها أعلاه، فقد جاءت ردة الفعل من جانب الأسواق حادة مع تسجيل بعض حالات الهبوط الكبيرة. ولم تكن حدة ردة الفعل مستغربة في أسواق في منطقة اليورو، حيث أدى الانتشار السريع لتلك المشاكل والمعالجات الحكومية لآثارها إلى الإضرار بالأسواق رغم



أن المشاكل في اليونان كانت جلية ومنذ فترة إلا أن انتشارها السريع جاء مفاجئاً. أما بالنسبة لأسواق المناطق الأخرى، فإن السبب الرئيسي للتراجع هو التدهور الكبير في الحالة المزاجية للمستثمرين.

كنا نعتقد لبعض الوقت أن العديد من الأسواق قد تخطت المستوى الذي يجب أن تكون عليه في ظل هشاشة التعافي الاقتصادي العالمي، حيث تبدو أسواق الأسهم في الاقتصادات المتقدمة والناشئة مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية وكان واضحاً أنها قد اتخذت منحى تصحيحي منذ بداية العام، كذلك بدا أن أسعار النفط عند مستوى 86 دولاراً للبرميل مبالغ فيها في ظل الأوضاع الاقتصادية السائدة. لذلك يبدو أن الحالة المزاجية في الأسواق استبقت الأحداث على أرض الواقع، حيث لجأ الكثير من المستثمرين وبسرعة بمجرد تأكدهم من انتهاء المرحلة الأسوأ من الركود برفع أسعار العديد من الموجودات إلى مستويات أعلى مما تبرره المعطيات الأساسية للانتعاش. والآن فقد أدت الأحداث في منطقة اليورو إلى تذكير المستثمرين بضعف المعطيات الأساسية من خلال موجة عمليات التصحيح الحادة في الأسواق.

ويستعرض الجدول أدناه أداء أسواق الأسهم وأسعار الصرف في جميع أنحاء العالم الشهر الماضي وأيضاً خلال الفترة المنقضية منذ بداية العام. ويشير الجدول إلى أن جميع أسواق الأسهم الرئيسية هبطت الشهر الماضي وسجلت كلها تراجعاً حتى المرحلة الحالية من العام. ولم يكن مستغرباً أن يكون أكبر الخاسرين هذا العام السوق اليوناني يليه السوق الصيني حيث يشعر المستثمرون بالتلملل من تحرك الجهات المختصة تجاه ضبط النمو الائتماني. وقد سجلت أسواق ناشئة رئيسية الشهر الماضي أداءً دون مستويات دول الاتحاد الأوروبي بسبب تعريض مشاكل منطقة اليورو للاقتصاد العالمي كله للخطر ونتيجة لتراجع قابلية المستثمرين لتحمل المخاطر بصفة عامة.

أداء أسواق الأسهم والعملات حتى مايو 2010

سوق الأسهم (نسبة التغير)	سعر الصرف (نسبة التغير مقابل الدولار)	منذ بداية العام	آخر 30 يوم	منذ بداية العام	آخر 30 يوم
الولايات المتحدة	2,5-	9,8-	0,0	0,0	0,0
اليابان	7,2-	11,8-	3,2	3,4	3,4
ألمانيا	2,2-	6,4-	14,0-	6,5-	6,5-
المملكة المتحدة	6,5-	11,5	11,8-	6,5-	6,5-
فرنسا	12,8-	13,8-	14,0-	6,5-	6,5-
اليونان	27,4-	17,6-	14,0-	6,5-	6,5-
السعودية	4,6	4,9-	0,0	0,0	0,0
دبي	6,2-	2,2-	0,0	0,0	0,0
مصر	3,4	15,3-	3,0-	1,9-	1,9-
الصين	21,2-	14,8-	0,0	0,0	0,0
البرازيل	12,1-	13,1-	6,3-	5,7-	5,7-
روسيا	11,6-	19,4-			

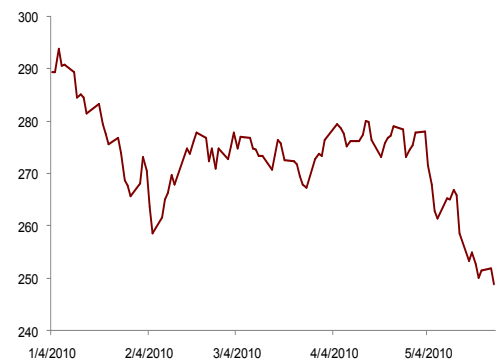
ويتضح ارتفاع مستوى توخي المستثمرين الحذر من حركة الأسعار الحالية للعملات. وكانت العملة الوحيدة التي تعززت قيمتها مقابل الدولار الشهر الماضي هي اللين الذي يعتبر أكبر ملاذ آمن على مستوى العالم. وعلى النقيض من أسواق الأسهم، فإن الضعف الذي أصاب اليورو ومعظم العملات الأخرى حتى اللحظة الحالية من العام حدث قبل الشهر الماضي. ويعود هذا الأمر إلى أن الضغوط على العملة كانت تتراكم طيلة العام بينما تأثرت أسواق الأسهم أكثر بالحالة الاقتصادية الشاملة الناتجة عن تعمق الأزمة. ولم تكن التغيرات في أسعار العملات المشار إليها في الجدول، باستثناء اليورو، ذات بال حيث المعطيات الاقتصادية في العديد من الأسواق الناشئة الرئيسية أقوى من معطيات منطقة اليورو.

التغيرات الأخيرة في الأسعار كانت أكثر حدة بالنسبة لمجموعة السلع، حيث هبط مؤشر رويترز لأسعار السلع بنسبة 10 بالمائة منذ نهاية أبريل. وكان الهبوط الأكبر من نصيب

مؤشر اس اند بي الأمريكي



مؤشر رويترز لأسعار السلع





أسعار المنتجات التي يتأثر الطلب عليها بقوة الاقتصاد العالمي، حيث انخفضت أسعار النفط بنسبة 24 بالمائة خلال الشهر الماضي وهبطت أسعار البتروكيماويات فانخفضت أسعار مادة الناфта بنسبة 20 بالمائة وتراجع سعر الألمونيوم بنسبة 14 بالمائة. وارتفعت أسعار الذهب مقيماً باليورو خلال الشهر الماضي مسجلة سلسلة من الارتفاعات تحققت لأول مرة، لكن في حالة تقييمه بالدولار نجد أن الزيادة ضئيلة لا تتعدى 2,4 بالمائة وذلك بسبب الأحداث الأخيرة.

من المرجح أن تظل أسعار الأسهم العالمية وأسعار الصرف وكذلك أسعار السلع معرضة للضغط خلال الأشهر القليلة القادمة حيث يراقب المستثمرون الأحداث في منطقة اليورو والبيانات الاقتصادية حتى تتضح الصورة حول النمو في الاقتصاد العالمي. وقد استخدمنا الرسم بياني على اليمين في العديد من تقاريرنا السابقة وهو يعتمد على بحث أجرته مجلة "كاييتال إيكونوميكس" ويوضح الرسم أن مؤشر اس أند بي 500 الأمريكي عادة ما يرتفع بنسبة 5 بالمائة فقط في المتوسط وذلك في السنة الثانية عقب كل فترة ركود. وبالنسبة للانخفاض الحالي فقد كانت أدنى نقطة لمؤشر اس أند بي 500 في مارس 2009 عقب مكاسب قوية جداً خلال السنة الأولى من الانتعاش، وتشير تحركات السوق الأخيرة إلى أن ذلك النمط التاريخي ربما يتكرر مع إنخفاض الأرباح في 2010. وعندما تتضح الرؤيا للمستثمر بشأن مسار التعافي فسوف تستعيد المعطيات المستقبلية الخاصة بكل دولة أهميتها وتستطيع الأسواق التي تتمتع بإمكانيات قوية كأسواق المملكة تسجيل أداء متميز.

ماذا يعني ما تقدم بالنسبة للسعودية؟

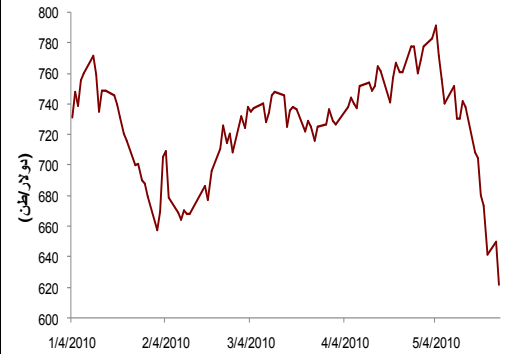
في الوقت الراهن ينبغي أن يصمد الاقتصاد السعودي أمام ما يحدث في الاقتصاد العالمي. وكنا قد توقعنا تباطؤ النمو العالمي خلال النصف الثاني من العام، ورغم عنف حركة أسعار الأصول إلا أنه وبناءً على مرئياتنا للمعطيات الأساسية لن نعد إلى تغيير توقعاتنا. لكن لا يعني ذلك أن المملكة لن تتأثر بما يحدث في الاقتصاد والأسواق العالمية، حيث أن تراجع أسعار النفط وأسعار الأسهم يقوضا من ثقة المستهلك ومن شأن استمرارهما عرقلة عملية النمو مما قد يدفعنا لمراجعة تقديراتنا. أما الأثر المباشر على صادرات المملكة من تراجع النمو في منطقة اليورو فيمكن للتعامل معه كما أن اليورو الأضعف يساعد من خلال خفض معدلات التضخم.

يأتي الأثر المباشر والأكثر وضوحاً على الاقتصاد وسوق الأسهم السعوديان من أسعار النفط، فقد هبطت أسعار النفط (خام غرب تكساس) من مستوى 86,2 دولار للبرميل في 3 مايو إلى 65,2 دولار للبرميل في 26 مايو، أي ما يعادل 24 بالمائة. وقد نتجت هذه الضغوط التنافسية على أسعار النفط من عوامل عدة تشمل المشاكل في منطقة اليورو وجهود الصين لإبطاء اقتصادها وارتفاع المخزونات النفطية حول العالم وارتفاع قيمة الدولار وانهيار أسواق الأسهم.

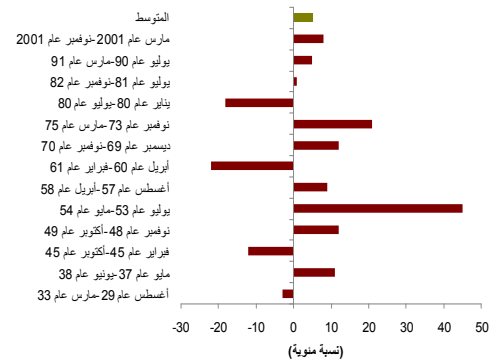
وكما أوضحنا أعلاه أضحت واردة أن النمو الاقتصادي وبالتالي الطلب على النفط سوف يتباطأ. وسوف يكون ذلك أكثر وضوحاً في أوروبا التي تشكل حوالي 18 بالمائة من الطلب العالمي على النفط، كما أن المخاوف من التباطؤ في الصين يلقي بتداعياته على أسواق النفط. ورغم أن نصيب الصين من الطلب العالمي على النفط لا يعدو 10 بالمائة أي أقل من حصة أوروبا إلا أنها أسرع مصادر الطلب على النفط نمواً. وحسب وكالة الطاقة الدولية فإن حوالي 40 بالمائة من حجم الزيادة اليومية في الطلب العالمي البالغ 1,6 مليون برميل هذا العام يحتمل أن تأتي من الصين.

كما تشكل الزيادة المستمرة في المخزونات في وقت قد يتراجع فيه الطلب مصدر قلق آخر للأسواق، حيث ارتفعت المخزونات التجارية من النفط الخام على مدى الأشهر القليلة الماضية في عدد من الدول المستهلكة الرئيسية خصوصاً الولايات المتحدة مما أدى لزيادة احتمال أن تتراجع أسعار مادة الجازولين خلال موسم العطلات الصيفية في الولايات المتحدة بدلاً عن ارتفاعها كما هو معهود. وحالياً تربع المخزونات في دول مجموعة التعاون الاقتصادي والتنمية عن استهلاك 60 يوماً من الطلب المتوقع حسب تقديرات وكالة الطاقة الدولية وذلك مقابل متوسط للخمسة أعوام السابقة قدره 55 يوماً، وكان أبريل الماضي قد شهد ارتفاعاً حاداً على نحو خاص في المخزون من مادة النفط الخام.

أسعار مادة الناфта (الشحنات إلى اليابان)



تغير مؤشر اس اند بي عقب كل مرحلة كساد (السنة الثانية عقب أدنى مستوى للمؤشر)





وفي ضوء احتمالات تراجع الطلب وارتفاع المخزونات فإن الطاقة الاحتياطية الفائضة لإنتاج النفط تضيف عبئاً آخر على أسعاره. عالمياً تبلغ الطاقة الفائضة لإنتاج النفط حوالي 6 مليون برميل في اليوم معظمها تقريباً لدى دول أوبك (حوالي 4,2 مليون برميل في اليوم لدى السعودية منفردة). وتنص السياسة البترولية المعلنة للمملكة على الاحتفاظ بفائض إنتاج قدره 2 مليون برميل في اليوم للتحوط ضد صدمات تناقص العرض التي تحدث من وقت لآخر. فلكي تتمكن الطاقة الفائضة من دعم الأسعار يتطلب الأمر تراجعها إلى ما دون مستوى 3 مليون برميل في اليوم لكننا لا نرجح حدوث ذلك خلال فترة وجيزة في ضوء النمو الضعيف في الطلب.

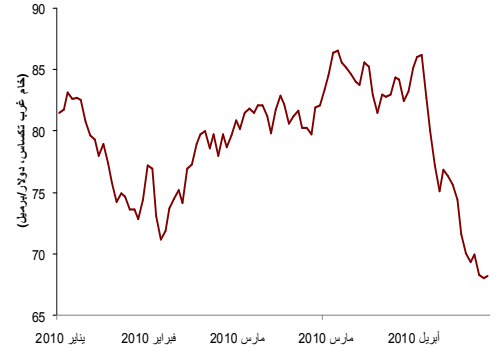
وبالإضافة إلى المخاوف من الطلب الفعلي على النفط فقد تراجع الطلب الاستثماري بمحاذاة الارتفاع في قيمة الدولار والانخفاض في أسواق الأسهم العالمية. وقد شهدت الأعوام الأخيرة في معظمها علاقة عكسية قوية بين حركة أسعار النفط والدولار؛ حيث ترتفع أسعار النفط عندما تتراجع قيمة الدولار. وتفسر أسعار النفط، الذي يتم التداول فيه بالدولار بصورة رئيسية قدر معين من تلك العلاقة، حيث يحافظ على قيمته الفعلية مقابل العملات التي تتذبذب. لكن هذه العلاقة مع الدولار وهنت العام الماضي واتخذت أسعار النفط مساراً مغايراً أكثر ترابطاً مع أسواق الأسهم الرئيسية ترتفع بارتفاعها وتهبط بهبوطها. وفيما يبدو فإن هذا التغير يعكس استخدام المستثمرين للنفط كمعيار على سلامة أوضاع الاقتصاد العالمي. وقد شهدت الأسابيع القليلة الماضية تعزيز قيمة الدولار وتراجع مؤشرات أسواق الأسهم بما يحمله ذلك من إشارة قوية بتضايفهما لجر أسعار النفط إلى الأسفل.

وكانت أسعار النفط قد تدهورت إلى مستوى 30 دولار للبرميل أوائل مارس 2009 في أعقاب أسوأ أزمة مالية لكنها سرعان ما استردت عافيتها لترتفع فوق مستوى 60 دولار للبرميل ثم ظلت عند ذلك المستوى لفترة عام. ورغم تضافر كل العوامل ضد أسعار النفط في الوقت الراهن إلا أننا نستبعد هبوطها دون مستوى 60 دولار للبرميل بصورة مستمرة وإلا فربما تدفع بمنظمة الأوبك لإتخاذ إجراء إن اقتربت الأسعار من ذلك المستوى (أقله تشديد الالتزام بحصص الإنتاج الحالية إن لم تلجأ إلى خفضها). مرة أخرى، وكما أشرنا أعلاه، فقد توقعنا تراجع مستوى النمو في الاقتصاد العالمي في النصف الثاني من عام 2010 وتم أخذ ذلك في الاعتبار عند تقديرنا أن يأتي متوسط سعر خام غرب تكساس عند مستوى 75 دولار هذا العام. ولا يزال متوسط سعر خام غرب تكساس فوق ذلك المستوى بصورة مريحة عند مستوى 79,3 دولار للبرميل رغم التراجع خلال الشهر الماضي. ولا نرى أن هناك تغييرات أساسية في أسواق النفط العالمية تبرر تعديل تقديرنا.

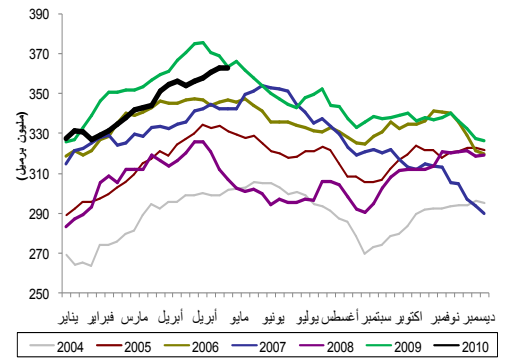
ورغم حدة تراجعها إلا أن أسعار النفط عند مستوى 65 دولار للبرميل حالياً تظل أقرب إلى المستوى الذي وصفه وزير النفط على النعيمي "بالسعر المثالي" البالغ 75 دولار للبرميل مقارنة بمستواها في أوائل الشهر. وتظل السعودية، عند مستوى الأسعار وحجم الإنتاج اليومي البالغ 8 مليون برميل، متقدمة كثيراً عن مستوى 53 دولار للبرميل المطلوبة لاستيفاء ميزانية الدولة لهذا العام، لذا لا نتوقع التراجع عن مستويات الإنفاق التحفيزي القوي الجاري حالياً. وحتى إذا ما تراجعت أسعار النفط بصورة أكبر فإن لدى الحكومة احتياطات ضخمة من الموجودات الأجنبية تستطيع السحب منها لتمويل الإنفاق. وقد استمرت موجودات مؤسسة النقد في الارتفاع معظم العام حتى بلغت 414 مليار دولار بنهاية أبريل.

وقد ساهم تدهور أسعار النفط بصورة كبيرة في الانهيار الذي تعرض له مؤشر تداول خلال الأسابيع القليلة الماضية. ورغم استبعادنا بأن يضعف تدهور أسعار النفط من التزام

أسعار النفط



مخزونات النفط في الولايات المتحدة





الدولة ببرامج الإنفاق إلا أن من شأنها الإضرار بتنافسية قطاع البتروكيماويات الذي يسجل الأداء الأسوأ بين قطاعات السوق حتى الآن هذا الشهر. إضافة، من شأن النمو الاقتصادي العالمي الضعيف الإضرار بالطلب. كما أنعكس الأثر النفسي لانهايات أسواق الأسهم العالمية على مزاج المستثمر المحلي وأعاد للذاكرة التجربة القاسية للأزمة المالية العالمية في أواخر عام 2008 عندما اختفى تماماً أي أثر لمعطيات السوق المحلية على حركة مؤشر تاسي. لكننا وفي ضوء المعطيات الأساسية لا نزال عند رأينا بأن القيمة العادلة المستهدفة بنهاية العام هي 7,400 نقطة، بارتفاع قدره 28 بالمائة فوق المستوى الحالي للمؤشر.

من الأهمية بمكان متابعة نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي لمحاولة التعرف على الكيفية التي سوف تؤثر بها موجة التذبذب الحادة الحالية في الاقتصاد. وبالنظر إلى أن السواد الأعظم من المواطنين يستثمرون في سوق الأسهم وباعتبار أن التغير في قيمة محافظهم الاستثمارية تنعكس على قراراتهم المتعلقة بالإنفاق فإن احتمال أن يؤدي انهيار السوق الأخير إلى ضعف الإنفاق الاستهلاكي يظل أمراً وارداً. ويظهر الرسم البياني العلاقة الوثيقة بين التغير السنوي في قيمة عمليات نفاط البيع (أقرب مؤشر لرصد مبيعات التجزئة) وبين التغير في مؤشر تاسي، حيث يظهر احتمال تراجع مستويات الإنفاق الاستهلاكي إذا لم يرتد المؤشر بصورة سريعة (الرسم البياني حسب إغلاق السوق في 25 مايو).

ونفترض أن لحركة أسعار النفط وأسعار الأسهم أثر أكبر يدعونا لتعديل توقعاتنا نزولاً أكثر من المشاكل المترتبة على العلاقات التجارية المباشرة، حيث لم يعدو نصيب اليونان من إجمالي صادرات المملكة 0,7 بالمائة عام 2008 و فقط 0,2 بالمائة من الصادرات غير النفطية عام 2009. أما اليونان والبرتغال وأسبانيا وأيرلندا مجتمعين فلم تعدوا حصتهم 3 بالمائة من إجمالي صادرات المملكة وأقل من 1 بالمائة من الصادرات غير النفطية في نفس الأعوام.

يعتبر الاتحاد الأوروبي أكبر الشركاء التجاريين للمملكة، لكن على النقيض من العلاقة مع بقية الشركاء التجاريين الرئيسيين فقد سجلت المملكة عجزاً تجارياً معه (حسب آخر البيانات) نتيجة المستوى المرتفع لوارداتها. ويتلقى الاتحاد الأوروبي 11 بالمائة من صادرات المملكة (حوالي 33 مليار دولار عام 2008) و9 بالمائة من الصادرات غير النفطية (حوالي 2,7 مليار دولار عام 2009). ومن شأن النمو الضعيف أن يؤدي لتراجع الطلب على الصادرات لكن نتيجة لهيمنة النفط على هذه العلاقة التجارية وبسبب أن أسعاره مرشحة للتماسك فلن يكون للنمو الضعيف أثر ملحوظ على المملكة. وربما يعاني مصدري السلع غير النفطية إلى دول الاتحاد الأوروبي من تراجع الطلب والأسعار ومن شأن اليورو الأضعف أن يعمل على خفض أرباح الشركات بالريال مقابل مبيعات الشركات في الاتحاد الأوروبي.

الشركاء التجاريين الرئيسيين

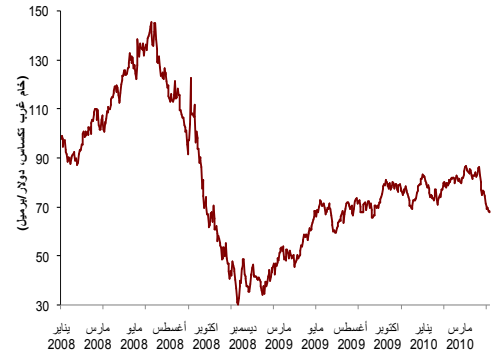
(مليار ريال)

مصدر الواردات	وجهة الصادرات					
	2009	2008	2007			
109	126	110	10	124	97	الاتحاد الأوروبي
51	59	46	3	196	147	الولايات المتحدة
27	35	30	1	179	134	اليابان
41	48	33	9	105	60	الصين
16	19	15	1	102	74	كوريا
18	19	14	42	83	71	دول مجلس التعاون الخليجي

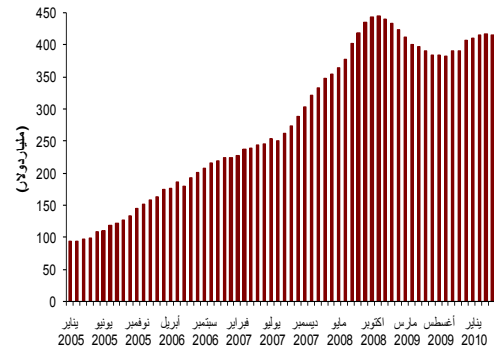
1 الصادرات غير النفطية

وعلى الرغم مما تقدم وبالنظر إلى الحجم الكبير من الواردات التي تأتي من دول المجموعة الأوروبية فإن من شأن اليورو الأضعف أن يأتي في صالح المملكة التي تستورد حوالي 25 بالمائة من وارداتها من المجموعة الأوروبية. ويعني ضعف اليورو أن تكلفة المنتجات الأوروبية سوف تكون أقل بالنسبة للمستوردين وربما إلى المستهلك النهائي عند تحويلها إلى الريال السعودي مما يخفض من مستوى التضخم. ومن شأن انخفاض أسعار

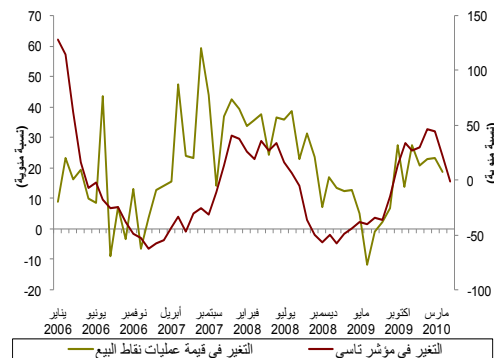
أسعار النفط



الموجودات الأجنبية لدى مؤسسة النقد



العلاقة بين مؤشر تاسي والإنفاق الاستهلاكي





السلع أن يعمل على التخفيف من آثار التضخم لكن ليس بنفس المستوى بالنسبة لأسعار المواد الغذائية التي تشكل النسبة الأكبر من مكونات مؤشر تكلفة المعيشة. وفي أغلب الأحوال فإن الواردات من المجموعة الأوروبية لا تتنافس بصورة مباشرة مع المنتجات المحلية لذا لا نتوقع أن تتضرر الشركات المحلية من الواردات الأرخص.

ولا نتوقع أن تتأثر عمليات الإقراض بواسطة المصارف المحلية. وكان التباطؤ في عمليات الإقراض أحد الأسباب الرئيسية التي حدثت من الأداء الاقتصادي على مدى الثماني عشرة شهرا الماضية. وليست للبنوك السعودية تعرض في اليونان والدول الأخرى التي تتوقع الأسواق تعثرها في السداد إلا في أضيق الحدود. وتعكس أسعار الفائدة بين البنوك (التي تستخدمها البنوك عند إقراض بعضها بعضاً) درجة الارتياح السائدة في القطاع المصرفي المحلي حيث كانت قد ارتفعت عندما تراجعت السيولة في النصف الثاني عام 2008 كما ففرت الفائدة بين البنوك لثلاثة أشهر مباشرة عقب انهيار مصرف ليمان براذرز إلى مستوى 4,67 بالمائة (267 نقطة أساس فوق سعر إعادة الشراء العكسي). بالمقابل لم تتغير الفائدة بين البنوك لثلاثة أشهر منذ منتصف مارس وتراوح حالياً عند مستوى 0,73 بالمائة (48 نقطة أساس فوق سعر إعادة الشراء العكسي). لذا لا نزال نتوقع نمواً تدريجياً في عمليات الإقراض بواسطة البنوك المحلية إلى مؤسسات القطاع الخاص هذا العام.

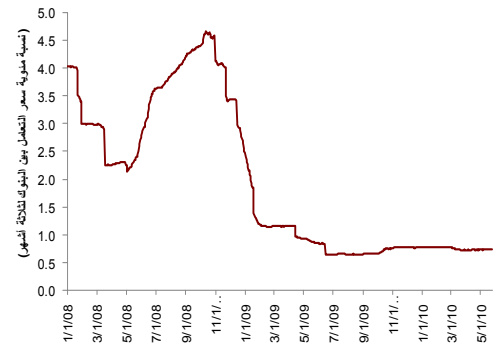
ومن المرجح أن تزداد صعوبة الحصول على التمويل من البنوك الأجنبية، خصوصاً أن العديد من البنوك الأوروبية سوف تصبح أكثر قلقاً من انكشافها أمام دول مجموعة اليورو ولن تتحمس كثيراً في التوسع في عمليات التمويل. وعموماً فإن الإقراض بواسطة البنوك الأجنبية إلى المملكة شهد تراجعاً خلال الأعوام القليلة الماضية نسبة لانخفاض قابليتها لتحمل المخاطر وبسبب المشاكل التي تعرضت لها بعض شركات القطاع الخاص وبسبب أزمة دبي. ورغم أن المؤسسات المقرضة قد وافقت على إعادة جدولة الديون على الأخيرة لكننا لا نعتقد أن في ذلك إشارة إلى عودة التوسع في الإقراض في ظل الأوضاع الراهنة. كما تعني أوضاع السوق الصعبة أن المستثمرين سوف يطالبون بعائد أعلى على إصدارات الصكوك والسندات مما قد يضطر الشركات التي بصدد إصدار أدوات دين أو إجراء طرح أولي إلى التأيي ريثما تتحسن الأوضاع.

التضخم





Title





البيانات الأساسية

2011 توقعات	2010 توقعات	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	
الناتج الإجمالي الاسمي									
1680	1554	1384	1782	1443	1336	1183	939	805	(مليار ريال سعودي)
448.0	414.4	369.2	475.1	384.7	356.2	315.3	250.3	214.6	(مليار دولار أمريكي)
8.1	12.2	-22.3	23.5	8.0	12.9	26.0	16.7	13.8	(معدل التغير السنوي)
الناتج الإجمالي الفعلي									
(معدل التغير السنوي)									
3.9	3.9	-6.4	4.2	-3.6	-0.8	6.2	6.7	17.2	القطاع النفطي
4.4	3.8	2.5	4.8	5.5	6.1	5.8	5.3	3.9	القطاع الخاص غير النفطي
3.4	3.6	4.0	3.7	3.0	3.1	4.0	3.1	3.1	القطاع الحكومي
4.0	3.8	0.1	4.3	2.0	3.2	5.6	5.3	7.7	معدل التغير الكلي
المؤشرات النفطية (متوسط)									
80.0	75.0	62.0	99.7	72.3	66.1	56.6	41.5	31.1	خام غرب تكساس القياسي (دولار/برميل)
74.8	71.3	60.5	93.4	68.1	60.5	49.5	34.7	26.9	سلة الخام السعودي (دولار/برميل)
8.5	8.3	8.1	9.2	8.7	9.2	9.5	9.0	8.8	الإنتاج (مليون برميل/يوم)
مؤشرات الميزانية العامة									
(مليار ريال سعودي)									
672	626	505	1101	643	674	564	392	293	إيرادات الدولة
621	603	550	520	466	393	346	285	257	منصرفات الدولة
51	23	-45	581	177	280	218	107	36	الفائض/العجز المالي
3.0	1.5	-3.3	32.6	12.2	21.0	18.4	11.4	4.5	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
215	220	225	237	267	366	475	614	660	الدين العام المحلي
12.8	14.2	16.3	13.3	18.5	27.4	40.2	65.4	82.0	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
المؤشرات النقدية (متوسط)									
3.4	4.5	5.1	9.9	4.1	2.3	0.7	0.3	0.6	التضخم (معدل التغير السنوي)
3.00	2.25	2.00	2.50	5.50	5.20	4.75	2.50	1.75	سعر الإقراض الأساسي لمؤسسة النقد
(نسبة مئوية سنوية)									
مؤشرات التجارة الخارجية									
(مليار دولار)									
198.5	192.6	162.6	281.0	205.3	188.2	161.6	110.4	82.0	عائد صادرات النفط
230.0	221.8	189.6	313.4	233.1	210.9	180.4	125.7	93.0	عائد الصادرات الإجمالي
97.0	88.2	81.6	100.6	81.5	63.0	53.8	41.1	33.9	الواردات
133.0	133.6	108.0	212.7	151.6	147.8	126.6	84.6	59.1	الميزان التجاري
40.0	45.3	26.5	132.3	93.3	98.9	90.0	51.9	28.0	ميزان الحساب الجاري
8.9	10.9	7.2	27.9	24.3	27.8	28.5	20.7	13.1	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
528.7	496.7	461.1	502.0	359.8	273.4	195.5	127.9	97.1	الاحتياطي الرسمي من الموجودات الأجنبية
المؤشرات الاجتماعية والسكانية									
26.9	26.1	25.4	24.8	24.2	23.7	23.1	22.5	22.0	تعداد السكان (مليون نسمة)
8.0	8.2	8.5	8.8	9.0	9.1	8.8	8.5	8.2	معدل العطالة (ذكور، فوق سن 15، نسبة مئوية)
16675	15871	14550	19151	15868	15041	13640	11112	9745	متوسط دخل الفرد



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 لخلاف 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 إدعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية عن دقة أو إكمال 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.