



رؤية الأسواق 2015

جدول المحتويات



اتجاه السوق.....26



الرؤية المستقبلية للاقتصاد الأمريكي 18



رؤية الأسواق - 2015.....4



الرؤية المستقبلية لمنطقة اليورو..... 21



نظرة عامة.....11



الرؤية المستقبلية للاقتصادات الناشئة 23



الرؤية المستقبلية لدول مجلس التعاون
الخليجي.....13



قد تكيفت مع الاعتقاد بأن اعتماد سياسة نقدية متساهلة لفترة طويلة لن يغطي على الأرجح على غياب الإصلاحات الهيكلية التي ألحقت الضرر بالقدرات الاقتصادية للبلاد لفترة زمنية طويلة. وكان الأداء متفاوتاً في الأسواق الناشئة. وبدأت تظهر بوادر إرهاق في الصين التي كانت تشكل العجلة الدافعة للنمو العالمي. وتنتشر اليوم مخاوف بشكل واسع بأن تباطؤ وتيرة التوسعة في الصين يمكن أن يؤدي إلى الإضرار بالنمو العالمي في المستقبل المنظور. وتسبب التراجع الحاد في أسعار الطاقة بتأثيرات سلبية حادة على القدرات الاقتصادية للدول التي تعتمد في اقتصادها على الموارد، كروسيا والبرازيل وجنوب إفريقيا. وفي المقابل، أدى التراجع في أسعار الطاقة إلى تعزيز اقتصادات الدول الناشئة التي تعتمد على الاستهلاك كاليهند وإندونيسيا وتركيا.

يمكن أن تشهد السنة القادمة استمراراً لهذه الاتجاهات، على الأقل خلال النصف الأول من العام 2015. ونحن نرى أن البنك المركزي الأوروبي سوف يعمل على تطبيق سياسة نقدية نشطة تركز استراتيجيتها على شراء السندات السيادية. وعلى الرغم من التوقعات بأن هذه التدابير تؤدي إلى ضمان استمرار تدفق السيولة إلى الأسواق العالمية، سوف يبقى التركيز على التغييرات التي يمكن أن يعتمدها المصرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في العام 2015. ومع ظهور بوادر مشجعة في الاقتصاد الأمريكي، فإننا نرى أن المصرف الاحتياطي الفيدرالي سوف يستغل هذه الفرصة للتوقف عن العمل بسياسته النقدية المتساهلة جداً التي بدأ بتنفيذها في أعقاب أزمة شح الائتمان. إلا أننا نرى أن المصرف المركزي الأمريكي سوف يلتزم الحيطه والحذر لضمان عدم عرقلة الانتعاش الاقتصادي الذي تشهده الولايات المتحدة بوضوح في الوقت الحاضر.

من المرجح أن تؤدي اتجاهات السياسات النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا إلى تأثيرات كبيرة على الإقبال العام على مخاطر الاستثمار، كما يمكن أن تؤثر على العوائد المتوقعة من فئات الأصول الرئيسية. غير أن هناك عوامل قليلة أخرى يتوجب أيضاً أن تتم مراقبتها عن كثب. ففي أعقاب التراجع الحاد في أسعار النفط، يمكن أن يؤدي الضعف المالي المتزايد في الدول المصدرة للنفط إلى تعريض النظام المالي العالمي لصدمات اقتصادية جديدة. وتشير تكاليف مبادلة مخاطر

”

يحقّق الاقتصاد الأمريكي انتعاشاً في جميع القطاعات، وتُظهر أحدث البيانات الاقتصادية الصادرة من الولايات المتحدة أن هناك قدرة على الصمود تفتقدها اليوم معظم اقتصادات العالم

“

يحقّق الاقتصاد الأمريكي انتعاشاً في جميع القطاعات، وتُظهر أحدث البيانات الاقتصادية الصادرة من الولايات المتحدة أن هناك قدرة على الصمود تفتقدها اليوم معظم اقتصادات العالم. وكان من الخصائص الرئيسية خلال النصف الثاني من العام 2014 الطبيعة غير المتكافئة للنمو العالمي، والتي تؤدي إلى تزايد الشكوك حول ما إذا كان الاقتصاد العالمي قد استطاع العودة إلى الأوضاع التي كانت سائدة قبل الأزمة المالية العالمية. وعلى الرغم من استمرار كبح المخاوف من تفشي العدوى المالية في منطقة اليورو خلال معظم العام 2014، أدت التطورات الفوضوية في الميدان السياسي والخلافات المستمرة بين صناع السياسات النقدية إلى الحيلولة دون اتخاذ خطوات جادة ومفيدة في الجانبين النقدي والمالي. وكانت الوتيرة البطيئة جداً للتوسعة الاقتصادية في منطقة اليورو خلال العام 2014 تمثل إلى حد كبير انعكاساً للفشل في اتخاذ خطوات سياسية إيجابية في الوقت المناسب. كما واصلت اليابان تجربتها لاقتصاديات آبي، ولكن كان من الواضح أنها



الائتمان الآخذة في الارتفاع في كل من فنزويلا وروسيا إلى احتمال أن يسود مثل هذا الاتجاه. وبينما تملك دول مجلس التعاون الخليجي الكبرى احتياطات عمالات أجنبية كافية لمواجهة العوامل المتغيرة في السوق النفطية. يمكن أن تؤدي الاتجاهات الأخيرة إلى التأثير سلبيًا على الطبيعة الهشة للاقتصادات أخرى تعتمد على الإيرادات النفطية. كما يمكن أن تلقي بالشكوك حول قدراتها الاقتصادية على المدى الطويل. وإلى جانب ذلك، فإن الضعف المالي يمكن أن يجبر صناديق الثروات السيادية في الدول الغنية بالنفط على خفض حجم استثماراتها في فئات الأصول المختلفة، ما يسهم بالتالي في حدوث تقلبات في النظام المالي العام. كذلك فإن الاقتصادات الناشئة التي تعتمد على الاستهلاك يمكن أن تحصد منافع من تراجع أسعار النفط.

في ظل التوقعات بتراجع معدل النمو الاقتصادي في الصين إلى حوالي 7% في العام 2015، فإن انتعاش الاقتصاد الأمريكي يمكن أن يعوض جزئيًا عن الضعف الحاصل في الصين. غير أن العام 2015 يمكن أن يشكل اختبارًا قاسيًا لاستقرار المناخ الاقتصادي العام في عدد من الاقتصادات العالمية الأخرى التي تجد نفسها أمام احتمالات حدوث تراجع هائل.

التوزيع الموصى به للأصول للعام 2015

الأسهم

الأسهم الأمريكية

↑ عوائد مستهدفة تتراوح ما بين 8% إلى 10%

- تزايد الثقة في قوة الاقتصاد الأمريكي
- ارتفاع أرباح الشركات، وارتفاع حجم الإنفاق الرأسمالي، ونشاط الاندماج والاستحواذ وإعادة الشراء
- الزيادة المدروسة في أسعار الفائدة التي يعتمدها المصرف الاحتياطي الفدرالي



أسهم منطقة اليورو

↑ عوائد مستهدفة تتراوح ما بين 6% إلى 8%

- القيمة المنخفضة في جميع القطاعات الصناعية
- التوقعات بقيام البنك المركزي الأوروبي بشراء السندات الحكومية مباشرة
- مخاطر انعدام آلية التنسيق الفعالة للإصلاحات الهيكلية



أسهم الأسواق الخليجية

↑ عوائد مستهدفة تتراوح ما بين 5% إلى 8%

بدون تغيير.. ولكن بدرجة تقلبات عالية

- بقاء أرباح الشركات قوية
- عودة القيم السوقية إلى مستويات واقعية
- يمكن أن تفرض أسعار النفط المنخفضة خفض الإنفاق في بعض الدول المعرضة للتأثر بها



أسهم الأسواق الناشئة

↑ عوائد مستهدفة تتراوح ما بين 0% إلى 12%

- عوائد السوق المحددة استثمارات انتقائية في الأسواق الآسيوية
- القيم السوقية أقل مقارنة بالأسواق المتقدمة
- مخاطر احتمال الارتفاع في أسعار الفائدة الأمريكية



زيادة الاستثمار: درجة ثقة عالية في فئات الأصول. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأعلى للأصول. بدون تغيير: المخاطر والعوائد متوازنة بشكل جيد. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأوسط للأصول. خفض الاستثمار: توقعات تدني أداء فئات أصول أخرى. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأدنى للأصول.



سندات الدخل الثابت

السندات السيادية الأمريكية لعشر سنوات

+ 50 نقطة أساس إلى + 75 نقطة أساس

- تزايد احتمالات ارتفاع أسعار الفائدة في العام 2015
- تحسن إقبال المستثمرين على تحمل المخاطر



منطقة القلب الأوروبي (السندات الألمانية لعشر سنوات)

+ 5 نقاط أساس إلى + 35 نقطة أساس

- يبدو التراجع في العوائد محدودًا



منطقة المحيط الأوروبي (السندات الإسبانية لعشر سنوات)

+ 10 نقاط أساس إلى + 50 نقطة أساس

- هناك مجال محدود للحصول على القيمة من سندات دول المحيط الأوروبي
- استمرار الضعف الهيكلي



اكتتاب الشركات

↑ عوائد مستهدفة تتراوح ما بين 4% إلى 6%

- أدوات الدين الاستثمارية حساسة لارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية
- أدوات الدين عالية العوائد جذابة عند مستويات معقولة القِيم السوقية، وانخفاض احتمالات العجز عن السداد
- الحذر عند الاستثمار في قطاع الطاقة عالي العوائد



زيادة الاستثمار: درجة ثقة عالية في فئات الأصول. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأعلى للأصول. بدون تغيير: المخاطر والعوائد متوازنة بشكل جيد. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأوسط للأصول. خفض الاستثمار: توقعات تدني أداء فئات أصول أخرى. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأدنى للأصول.



السلع

المعادن الثمينة

↑ عوائد مستهدفة تتراوح ما بين 0% إلى 5%

- سوف تتأثر الأسعار بارتفاع معدلات الفائدة الأمريكية وسعر صرف الدولار الأمريكي الأقوى
- غير أن الاحتياطي الفدرالي سوف يكون حذرًا في وتيرة زيادات معدلات الفائدة التي يقرها
- أدى تراجع الأسعار على مدى السنتين الماضيتين إلى استيعاب السلبيات، وهي تحتفظ بجاذبيتها كأصول آمنة في حالة حدوث أية حالات عدم يقين اقتصادية أو جيوسياسية



خام برنت

↑ 60 دولار إلى 70 دولار للبرميل

70 دولار أو أكثر.. ولكن مع تقلبات عالية

- التراجع العالمي في حجم الطلب وارتفاع حجم العرض سوف يؤديان إلى استمرار الضغط على سعر النفط
- يمكن أن تؤدي أسعار النفط المنخفضة إلى جعل الاستثمارات الجديدة غير جذابة وتقلص العمليات غير التقليدية لإنتاج النفط
- يمكن أن تؤدي المخاطر الجيوسياسية، أو خفض إنتاج الأوبك أو ارتفاع حجم الطلب إلى تدعيم الأسعار. توقع حدوث درجة عالية من التقلبات



زيادة الاستثمار: درجة ثقة عالية في فئات الأصول. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأعلى للأصول. بدون تغيير: المخاطر والعوائد متوازنة بشكل جيد. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأوسط للأصول. خفض الاستثمار: توقعات تدني أداء فئات أصول أخرى. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأدنى للأصول.



العملات

الدولار الأمريكي (مؤشر الدولار)

↑ 90 إلى 95

- البيانات الاقتصادية الإيجابية تعطي الثقة بالاقتصاد
- توقع ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة



اليورو مقابل الدولار الأمريكي

↓ 1.15 دولار إلى 1.20 دولار

- احتمالات اتخاذ البنك المركزي الأوروبي لتدابير تيسير كمي موسعة
- تراجع معدلات النمو وتحرك معدلات الفائدة في اتجاه معاكس، والضغط الناتجة عن انكماش الأسعار



الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني

↓ 120 ين إلى 125 ين

- من المرجح أن يستمر مصرف اليابان المركزي في سياسته النقدية المتساهلة
- المناخ الاقتصادي يبقى ضبابياً



الجنيه الاسترليني مقابل الدولار الأمريكي

↑ 1.55 دولار إلى 1.60 دولار

- تضاءلت توقعات ارتفاع أسعار الفائدة في المملكة المتحدة
- الضبابية السياسية
- من المرجح أن يبقى معدل النمو الاقتصادي قادراً على الصمود



زيادة الاستثمار: درجة ثقة عالية في فئات الأصول. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأعلى للأصول. بدون تغيير: المخاطر والعوائد متوازنة بشكل جيد. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأوسط للأصول. خفض الاستثمار: توقعات تندي أداء فئات أصول أخرى. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأدنى للأصول.

بيانات أداء فئات الأصول خلال العام 2014

فئة الأصول	التوزيع الموصى به من الخبير للعام 2014	العوائد 2014	أداء فئات الأصول بالمقارنة مع توزيع الخبير المالية المقترح للعام 2014
أسهم الأمريكية مؤشر ستاندرد آند بورز 500	زيادة الاستثمار	11.4%	
أسهم منطقة اليورو يوروفيرست 300	زيادة الاستثمار	4.0%	
أسهم الأسواق الناشئة مؤشر مورغان ستانلي كابيتال إنترناشونال للأسواق الناشئة	بدون تغيير	-4.6%	
أسهم الأسواق الخليجية بلومبرغ لدول مجلس التعاون الخليجي 200	بدون تغيير	0.4%	
الخزينة الأمريكية السندات السيادية الأمريكية لعشر سنوات	خفض الاستثمار	BPS 85-	
منطقة القلب الأوروبي السندات الألمانية لعشر سنوات	بدون تغيير	BPS 138-	
منطقة المحيط الأوروبي السندات الإسبانية لعشر سنوات	زيادة الاستثمار	BPS 254-	
اكتمان الشركات مؤشر بلومبرغ لأسهم الشركات عالية العوائد	زيادة الاستثمار	1.6%	
المعادن الثمينة الذهب	خفض الاستثمار	-1.5%	
النفط خام برنت	بدون تغيير	-48.3%	
مؤشر الدولار الأمريكي*	زيادة الاستثمار	90.26	
اليورو مقابل الدولار الأمريكي*	خفض الاستثمار	1.2098	
الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني*	خفض الاستثمار	119.78	
الجنية الاسترليني مقابل الدولار الأمريكي*	زيادة الاستثمار	1.5577	

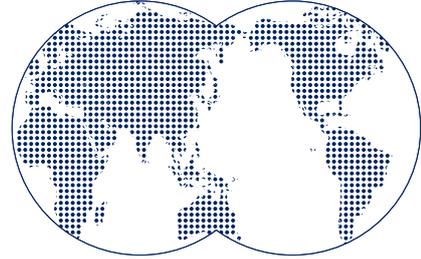
*زيادة الاستثمار: تشير إلى مستوى فئات الأصول وليس النسب المئوية للعوائد المصدرة، بلومبرغ

زيادة الاستثمار: درجة ثقة عالية في فئات الأصول. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأعلى للأصول. بدون تغيير: المخاطر والعوائد متوازنة بشكل جيد. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأوسط للأصول. خفض الاستثمار: توقعات تدني أداء فئات أصول أخرى. من المتوقع أن تكون العوائد في الربع الأدنى للأصول.



اقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي

تواجه دول مجلس التعاون الخليجي ضغوطًا ناتجة عن الانخفاض المستمر في أسعار النفط بدءًا من النصف الأخير من العام 2014. ونتوقع أن تقوم حكومات المنطقة إما بخفض الإنفاق أو بالسحب من احتياطاتها المالية الضخمة. وقد أكد وزراء في المملكة العربية السعودية والكويت والإمارات أن سياسات الإنفاق التوسعية سوف تستمر. غير أننا نتوقع أن يتراجع معدل نمو الإنفاق في السنة المقبلة. وتعتبر قطر والكويت الأقل عرضة للتأثر بتراجع أسعار النفط نتيجة لفوائضهما الضخمة وأسعار التعادل النفطي المنخفضة فيهما، بينما تعتبر البحرين وسلطنة عمان الأكثر عرضة للتأثر ويمكن أن تواجه تقلصًا في ميزانيتهما أو ارتفاعًا في حجم دينهما العام. وسوف يستمر تعزيز القطاع غير النفطي نتيجة لمشاريع البنية التحتية الرئيسية في قطر والإمارات والمملكة العربية السعودية في إطار التحضيرات لكأس العالم الفيفا، ومعرض أكسبو 2020 والمدن الاقتصادية. ونتوقع في العام 2015 أن يؤدي القطاع غير النفطي إلى تحفيز النمو في منطقة الخليج العربي، بينما يتراجع معدل النمو في القطاع الهيدروكربوني والذي يمثل نسبة كبيرة من الناتج المحلي الإجمالي.



الاقتصاد العالمي

اجتاز الاقتصاد العالمي العام 2014 مع تسارع النمو في الولايات المتحدة والذي ساعد على التعويض عن الكثير من التباطؤ الاقتصادي حول العالم. ومن المرجح أن يستمر هذا الاتجاه في العام 2015 مع استمرار ظهور بوادر قوة على الاقتصاد الأمريكي، بينما تعاني بقية دول العالم من النمو البطيء والانكماش العام في الأسعار. كذلك من المرجح أن تؤدي اتجاهات السياسات النقدية في الولايات المتحدة وأوروبا إلى تأثير كبير على الإقبال العام على المخاطر، كما يمكن أن تؤثر على تحديد اتجاه فئات الأصول الرئيسية. ويمكن أن تواجه منطقة اليورو مناخًا صعبًا مع استمرار اقتصادات دول القلب الأوروبي بإظهار علامات ضعف في النمو، وتبقى الاحتمالات كبيرة لدخول المنطقة في مرحلة انكماش في الأسعار. كذلك سوف يستمر التركيز على روسيا حيث يمكن أن تؤدي أزمة العملة التي أخذت تواجهها مؤخرًا إلى التأثير على بقية دول أوروبا والتي تعاني بدورها من تباطؤ في النمو الاقتصادي. ومن المتوقع أن تستفيد الدول المستوردة للنفط كالهند على سبيل المثال من تراجع أسعار النفط نتيجة انخفاض معدلات التضخم وتقليص العجز في الحساب الجاري والتخفيف من انعدام التوازن المالي. ومن المتوقع أن تشعر دول مصدرة كالبرازيل وروسيا وجنوب إفريقيا بالتأثير على عملاتها والعجز في ميزانياتها. وفي ظل هذا المناخ، سوف يستمر الترقب لمعرفة ما إذا كان الاقتصاد الأمريكي يستطيع إخراج الاقتصاد العالمي من حالة التباطؤ الراهنة، أو ما إذا كان التباطؤ في نمو الاقتصاد العالمي سوف يؤدي إلى تراجع نمو الاقتصاد الأمريكي.



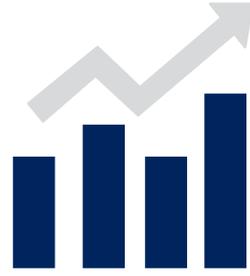
الدخل الثابت

من المرجح أن تسيطر سياسات البنك المركزي في العام 2015 على الاتجاهات في سوق أدوات الدخل الثابت. كذلك من المرجح أن تؤدي التوقعات بارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة إلى ارتفاع معدلات العوائد القياسية على سندات الخزينة الأمريكية. أما في منطقة اليورو، فإن احتمالات اعتماد المصرف المركزي الأوروبي لمزيد من تدابير السياسة النقدية تؤدي إلى تعزيز أداء السندات بشكل كبير. غير أننا نرى أن الإقبال على السندات في منطقة اليورو يمكن أن يكون قد بلغ أقصى مداه، ويبدو المجال محدودًا أمام حدوث مزيد من الانخفاض في العوائد على السندات.



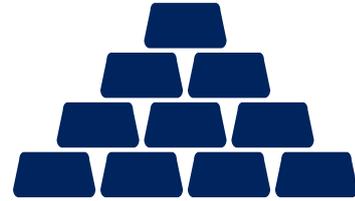
السلع

شهد النفط الخام أسوأ أداء مقارنةً بجميع فئات الأصول في العام 2014 بسبب الطلب الضعيف والفائض في الكمية المعروضة في الأسواق العالمية. غير أن المستوى الأدنى الذي يمكن أن تصل إليه أسعار النفط يعتبر قريبًا من المستويات الحالية، حيث إن أسعار النفط المنخفضة سوف تجعل الاستثمار في النفط الصخري أقل جاذبية وتؤدي إلى الحد من توظيف استثمارات إضافية في هذا القطاع. كما أن العوامل الجيوسياسية وارتفاع حجم الطلب في آسيا يمكن أن تؤدي أيضًا إلى دعم أسعار النفط. كذلك فقد شهدت أسعار الذهب تحسنًا كبيرًا على مدى السنتين الماضيتين ويمكن أن تثبت عند المستويات الحالية نتيجة تزايد الطلب الفعلي من الدول الآسيوية حتى ولو قام المصرف الاحتياطي الفدرالي برفع أسعار الفائدة.



الأسهم

كان أداء أسواق الأسهم العالمية متفاوتًا، حيث ارتفعت الأسواق الأمريكية إلى مستويات جديدة غير مسبوقة خلال العام 2014، بينما يمكن أن تؤدي معدلات النمو والتدابير السياسية التي يتخذها البنك المركزي إلى أداء متفاوت للأسهم في العام 2015. ونحافظ على نظرتنا الإيجابية للأسواق المتقدمة، مع ترجيح كفة الولايات المتحدة الأمريكية حيث من المرجح أن يؤدي التحسن في المناخ الاقتصادي وتوقعات النمو الأفضل لأرباح الشركات إلى إتاحة فرص جاذبة للمستثمرين. وعلى الرغم من الضبابية السائدة، تظهر نوافذ فرص مجزية في بعض الأسواق الناشئة للمستثمرين الذين يسعون إلى الاستثمار لأجل طويل.



العملات

إننا نرى تباينًا كبيرًا في السياسات النقدية هذه السنة في الولايات المتحدة من جهة وفي أوروبا واليابان من جهة أخرى. فقد وردت الإشارة في البيان الصادر عن الاجتماع الأخير للجنة المصرف الاحتياطي الفدرالي للأسواق المفتوحة إلى أن المصرف المركزي الأمريكي سوف ينهي سياسته النقدية المتساهلة جدًا ويقوم برفع أسعار الفائدة في العام 2015. كما أن الأداء القوي للاقتصاد الأمريكي سوف يساعد الدولار على تحقيق أداء أفضل مقارنة بعملة دول مجموعة السبع الأخرى. ومن جهة أخرى، فإن المناخ الاقتصادي والضغط الانكماشية في منطقة اليورو تبرر اتخاذ تدابير نقدية ومالية إضافية. وسوف يستمر التراجع في سعر صرف اليورو نتيجة لغياب الإصلاحات الهيكلية الضرورية والمناخ السياسي غير المؤاتي. كما أن احتمال استمرار تنفيذ برنامج التحفيز النقدي سوف يؤدي إلى استمرار الضغط على الين الياباني. ونتوقع أن يتعرض الجنيه الاسترليني لضغوط في مواجهة الدولار الأمريكي بسبب تراجع التوقعات بزيادة سعر الفائدة في المستقبل القريب والضبابية السياسية التي تسبق الانتخابات المقبلة وتضائل احتمالات نمو الأجور.



”

الاحتياطات المالية الضخمة تساعد على تجاوز تراجع أسعار النفط

“

النفط يملكون هامش أمان يتيح لهم القدرة على تحمل تأثيرات تراجع أسعار النفط حتى إلى ما دون الأسعار الحالية. غير أننا نتوقع أن ينخفض معدل نمو الإنفاق في السنة القادمة. فقد نما الإنفاق في ميزانية المملكة بمعدل 0.6% فقط مقارنة بالإنفاق في ميزانية العام 2014. ووفقاً لما أورده معهد التمويل الدولي، نما الإنفاق في الميزانية بمعدل منخفض بلغ 4% في السنة المالية الجارية في معظم دول مجلس التعاون الخليجي، مقارنةً بمتوسط نمو سنوي بلغ 15% على مدى الفترة من 2010 إلى 2013.

وتعتبر قطر والكويت الأقل عرضة للتأثر بتراجع أسعار النفط نتيجة لفوائضهما الضخمة وأسعار التعادل النفطي المنخفضة فيهما، تليهما المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة. غير أن الفائض في ميزان المدفوعات والحساب الجاري في دول مجلس التعاون الخليجي لا بد وأن ينضب إذا استمر تراجع أسعار النفط لفترة زمنية أطول. كذلك من المرجح أن تشهد اقتصادات البحرين وسلطنة عمان بأسعار التعادل المرتفعة فيهما واحتياطياتهما المالية المتدنية، تقلصاً في ميزانيتيهما أو ارتفاعاً في حجم دينهما العام. وتدرس بعض دول مجلس التعاون الخليجي أيضاً ترشيد الإعانات وزيادة الإيرادات من خلال زيادة الضرائب. وقد سبق وأن أعلنت سلطنة عمان عن نيته خفض الإعانات المقدمة للقطاع الصناعي.

أما في السنة القادمة، فإننا نتوقع أن يؤدي القطاع غير النفطي إلى دفع عجلة النمو في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي، بينما يتراجع نمو القطاع الهيدروكربوني والذي يمثل شريحة كبرى من الناتج المحلي

لقد حذرنا في أحد تقاريرنا السابقة (تحليل ميزانية دول مجلس التعاون الخليجي - المؤرخ في سبتمبر 2014) من تغيير عوامل العرض النفطي العالمي وتأثيره على المركز المالي العام لدول مجلس التعاون الخليجي. وتعتمد اقتصادات منطقة الخليج العربي بشكل كبير على الإيرادات الهيدروكربونية في خطط إنفاقها. وفي ضوء اتجاه أسعار النفط إلى الانخفاض، نتوقع احتمال اعتماد الحكومات في المنطقة لخيارين - الخيار الأول هو خفض الإنفاق، بينما الخيار الثاني هو الاستمرار في الإنفاق والسحب من الاحتياطات المالية الضخمة التي تكونت على مدى سنوات.

إننا نرى أن الخيار الثاني هو الخيار الأرجح بشكل عام حيث إن معظم اقتصادات منطقة الخليج العربي تملك احتياطيات ضخمة ونسب دين عام متدنية، ما يمكن أن يساعدها على تحمل العجز في ميزانيتها للسنوات القليلة القادمة. وتعزز ميزانية المملكة العربية السعودية للعام 2015 رؤيتنا، حيث من المتوقع أن يكون الإنفاق السعودي للعام 2015 بمستويات عالية غير مسبوقه على الرغم من العجز المتوقع في الميزانية والبالغ 145 مليار ريال سعودي. وقد أعرب وزراء من الكويت والإمارات أيضاً عن آراء مشابهة في الآونة الأخيرة. كما أن تصريح وزير الطاقة الإماراتي بتأييد قرار أوبك بعدم خفض الإنتاج حتى ولو تراجعت أسعار النفط إلى 40 دولار أمريكي للبرميل، يدعم حقيقة أن منتجي



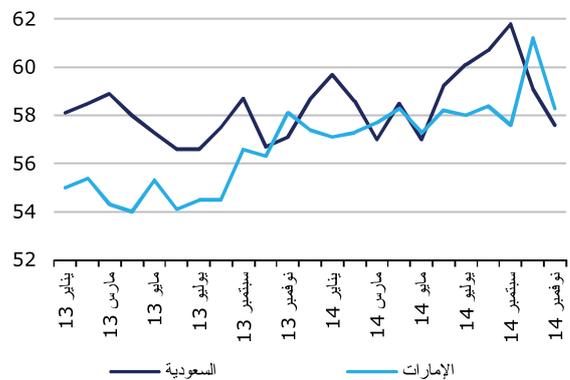
دول مجلس التعاون الخليجي وجهة جذابة للاستثمار في أسهم الشركات الخاصة

كما ورد في الأقسام السابقة، يمكن أن يؤدي القطاع غير النفطي إلى دفع عجلة النمو في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي، تعزز الاستثمارات الضخمة في البنية التحتية وسرعة النمو السكاني. وتدعم مخصصات الميزانية الأخيرة في المملكة العربية السعودية وديبي وسلطنة عمان التزام هذه الحكومات بمشاريع البنية التحتية والقطاع الاجتماعي، حتى في ظل مخاطر التعرض لعجز في الميزانية. وتمثل مخصصات الاستثمار في قطاعات كالتعليم والبنية التحتية والنقل والمواصلات والرعاية الصحية، نسبة هامة من الإنفاق. وبينما تستهدف هذه المبادرات الحكومية تحقيق هدف التنوع الاقتصادي الهام، من المتوقع أن تجتذب رؤوس أموال أجنبية كبيرة. فالمنطقة آخذة في التحول إلى وجهة جذابة للاستثمار في أسهم الشركات الخاصة حيث إن العوامل المشجعة المتمثلة في الإنفاق على البنية التحتية والتنمية البشرية، والإصلاحات الهيكلية التدريجية، تعطي الثقة فيها.

يمتاز قطاع الاستثمار في الأسهم الخاصة، وهو في مرحلة مبكرة من مراحل نموه في المنطقة، بقدرة كبيرة على أن يصبح جزءاً من موجة النمو في المنطقة. وقد أظهرت المؤسسات العالمية المتخصصة في الأسهم الخاصة اهتماماً كبيراً في النمو الناتج عن الاستهلاك في دول مجلس التعاون الخليجي. كما تتميز المنطقة بأسرع معدل نمو سكاني في العالم، وتميل كفة النمو نحو شريحة الشباب. ومن المتوقع أن يؤدي التطوير العمراني السريع وزيادة دخل الفرد وزيادة مشاركة المرأة في القوى العاملة إلى الاهتمام في الاستثمار في أسهم الشركات الخاصة في القطاعات الاستهلاكية والتعليمية والرعاية الصحية.

الإجمالي. وسوف يستمر تعزيز القطاع غير النفطي نتيجة لمشاريع البنية التحتية الرئيسية في إطار التحضيرات لكأس العالم الفيفا في قطر ومعرض أكسبو 2020 في دبي ومشاريع سكك الحديد الطموحة ومشاريع المدن الاقتصادية في المملكة العربية السعودية. وقد شهدت أرقام مؤشر مديري المشتريات للقطاع غير النفطي في الإمارات والمملكة العربية السعودية نمواً مستمراً في العام 2014، على عكس أرقام مؤشر مديري المشتريات في معظم الاقتصادات المتقدمة والناشئة.

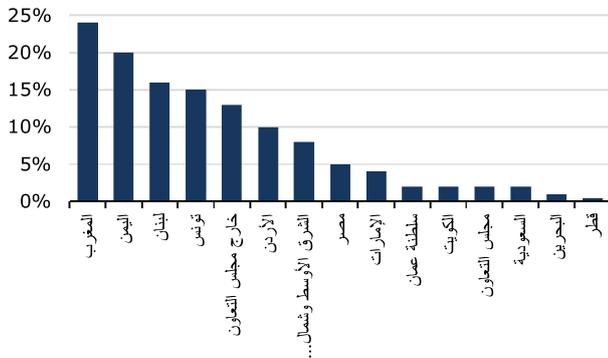
نشاط القطاع غير النفطي (مؤشر مديري المشتريات)



المصدر: بلومبرغ

إننا نبقى حذرين من التوترات الجيوسياسية في منطقة الشرق الأوسط وتزايد خطر الدولة الإسلامية. غير أن انتهاء الخلاف مؤخرًا بين قطر ودول مجلس التعاون الخليجي الرئيسية الأخرى المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة ومملكة البحرين والذي دام ثمانية أشهر، يعطي بارقة أمل.

إقراض الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم كنسبة مئوية من مجموع الإقراض المصرفي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

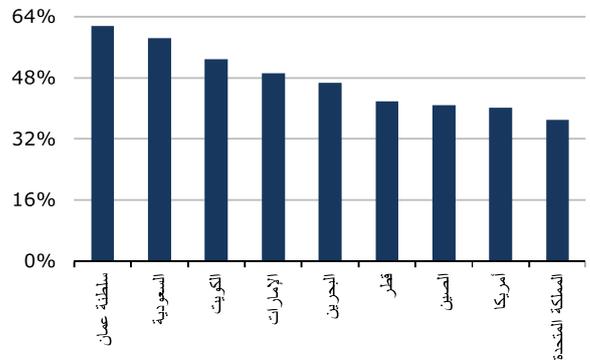


المصدر: اتحاد المصارف العربية، البنك الدولي

تعمل حكومات دول مجلس التعاون الخليجي أيضًا على تنفيذ إصلاحات رقابية وقانونية وهيكلية لجذب الشركات الأجنبية. وقد وافقت هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية مؤخرًا في إطار إصلاحاتها للسوق المالية، على فتح سوق الأسهم السعودية أمام الاستثمار المباشر لمؤسسات الاستثمار الأجنبية. ويمكن أن تؤدي هذه الخطوة إلى اهتمام كبير في الاستثمار في الأسهم الخاصة، وتمهد الطريق إلى تنوع أفضل للسوق وبالتالي تسهيل فرص التخارج من الاستثمارات. كذلك فإن تضمين قطر والإمارات العربية المتحدة في مؤشر مورغان ستانلي كابيتال إنترناشونال للأسواق الناشئة لا يسهم فقط في تشجيع مشاركة الشركات الأجنبية، ولكنه يمكن أن يؤدي أيضًا إلى تشجيع الشركات العالمية على الإدراج في السوق المالية. ولكن على الرغم من ذلك، فإن هناك أيضًا عددًا من الصعوبات والتحديات لدى بعض الأسواق ومنها على سبيل المثال التأخير الناتج عن الرتبة البيروقراطية، وانعدام الشفافية، وغياب الثقة في الإطار القانوني، وغياب قوانين الإفلاس المناسبة، والتي تشكل جميعها عوائق كبيرة.

في ضوء كل ذلك، وبعد التقارير الإخبارية الأخيرة عن اقتراب مجموعة أبراج وشركة تي بي جي كابيتال الأمريكية المتخصصة في الاستحواذ المعزز بالاقتراض، من إبرام صفقة للاستحواذ على سلسلة مطاعم كودو السعودية بمضاعف للأرباح يقارب 20 ضعفًا، ما يبرز حقيقة أنه نتيجة لوجود الاستثمارات الجذابة في المنطقة، فإن صناديق الاستثمار على استعداد للاستثمار فيها بمضاعفات أعلى. وقد حازت شركة تشغيل مطاعم المأكولات السريعة الكويتية أمريكانا على اهتمام كبير في الاستثمار فيها في الفترة الأخيرة. وبشكل عام، نتوقع أن يكون العام 2015 سنة واعدة للطروحات الأولية للاكتتاب العام بأداء أفضل مما كانت عليه في العام 2014. كما نتوقع أيضًا تزايد بيع الحصص في الشركات وتوسع أنشطة الاندماج والاستحواذ في المنطقة على مدى الفترة القادمة، ما يمكن أن يؤدي إلى تشجيع الاستثمارات في الأسهم الخاصة في دول مجلس التعاون الخليجي.

السكان دون سن الثلاثين



المصدر: مكتب الإحصاء الأمريكي

إننا نرى أن هناك إمكانية كبيرة للتحسين في نوعية الخدمات التعليمية ووسائل تقديمها من شركات القطاع الخاص. وعلى الرغم من ارتفاع الإنفاق الحكومي، فإن نوعية التعليم لا تزال دون المعايير الدولية. ووفقًا لتقرير أصدره بيت التمويل الكويتي، يقدر حجم سوق التعليم الخليجية بما مجموعه 36 مليار دولار أمريكي، حصة القطاع الخاص حوالي 14% من إجمالي حجم السوق. ونظرًا لحقيقة أن حوالي 50% من السكان هم من الفئة العمرية دون 30 سنة، يمثل هذا القطاع فرصة جذابة للمستثمرين في الأسهم الخاصة. كما يعتبر قطاع الرعاية الصحية أيضًا من القطاعات الأخرى التي تمتاز بإمكانيات هائلة، حيث إن تزايد الأمراض المرتبطة بالأنماط الحياتية، وانخفاض نسبة انتشار الرعاية الصحية، تبرز الإمكانيات المتاحة في السوق. ومن المتوقع أن يحصل قطاع الرعاية الصحية الذي كان في الماضي أدنى أداءً مقارنة بالقطاعات الأخرى، بسبب نقص الكفاءات من جهة ونتيجة للبيروقراطية من جهة أخرى، على فرص نمو جديدة بفعل زيادة الإنفاق الحكومي في ميزانيات الرعاية الصحية. وقد أدت التوعية بالرعاية الصحية وارتفاع دخل الفرد إلى جعل الناس أكثر إقبالاً على خدمات الرعاية الصحية ذات النوعية الجيدة. غير أن الحكومات لن تتمكن لوحدها من تلبية الطلب المتزايد، وبالتالي، من المتوقع أن يقوم القطاع الخاص بدور متزايد الأهمية في تقديم خدمات الرعاية الصحية. كذلك من المتوقع أن يؤدي تطوير مشاريع بنية تحتية كبرى في المملكة العربية السعودية وقطر والإمارات إلى تنامي الطلب على خدمات الرعاية الصحية ذات النوعية الجيدة من أعداد العمالة الوافدة المتزايدة.

هناك العديد من الفرص التي تحقق المنفعة للمستثمرين في الأسهم الخاصة وللشركات في المنطقة. وتواجه الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم التي تقوم بدور أساسي في اقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي وتسهم في إيجاد فرص العمل، الكثير من الصعوبات المالية والنقص في الخبرات لتوسعة نماذج أعمالها. وقد كانت المصارف في المنطقة متحفظة في إقراض الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم مقارنةً بنظيراتها في الدول الغربية وفي دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الأخرى عدا دول مجلس التعاون الخليجي. ويمكن أن تستفيد صناديق الاستثمار في الأسهم الخاصة من هذه الفرصة وأن تقدم التمويل الضروري والدراية الفنية للقطاع، ما يساعدها على تحقيق عوائد مجزية على استثماراتها.



تزايد تركيز المملكة على الصناعات الاشتقاقية، سوف تحظى شرائح العقار في منطقة الدمام والجبيل بالإقبال في السنوات القادمة. ولكن على صعيد أوسع، يستمر تأثير النقص في الوحدات السكنية المعروضة في المملكة. ومن المرجح أن يؤدي ارتفاع الطلب على العقارات السكنية إلى استيعاب الكميات الجديدة المعروضة في السوق في العامين 2015 و2016.

الإمارات العربية المتحدة

شهدت السوق العقارية الإماراتية انتعاشًا قويًا في السنوات القليلة الأخيرة وكان أداء جميع القطاعات الرئيسية جيدًا. وبعد ارتفاع ملحوظ خلال النصف الأول من العام 2014، شهد نمو أسعار الإيجارات وأسعار بيع الشقق والفلل في القطاع العقاري في دبي بعض التباطؤ في النصف الثاني من السنة. ومن المحتمل أن تكون أسعار السوق قد تكيّفت مع حجم العرض الجديد الوارد إلى السوق، والحد الأعلى لقروض الرهن العقاري الذي فرضه مصرف الإمارات المركزي، ورسوم العمليات الأعلى التي جعلت التكلفة أعلى للمشتريين المحتملين. ولكن على الرغم من الزيادة في الكميات المعروضة الجديدة وارتفاع نسب الشغور، بقيت أسعار إيجارات المكاتب مرتفعة في المواقع الممتازة. واستمرت شريحة مراكز تجارة التجزئة في تحقيق نمو قوي، غير أن حجم الكميات المعروضة الأكبر واصل التأثير سلبيًا على أسعار إيجارات المكاتب. وحقق قطاع الفنادق والمكاتب في أبوظبي أداءً أقوى نسبيًا.

إننا نتوقع في السنة الجارية مزيدًا من الاستقرار في الأسعار، ما يعكس تراجعًا في توقعات البائعين، ويمكن أن تشهد أسعار الإيجارات في بعض المناطق انخفاضًا مع بدء عرض الوحدات الجديدة. ومن المتوقع أن يبقى الطلب على الوحدات السكنية المتوسطة إلى منخفضة الجودة قويًا في المستقبل القريب نتيجة العرض المحدود وارتفاع حجم الطلب. ويمكن أن تشهد سوق أبوظبي السكنية بعض الإقبال من المستثمرين ما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار بوتيرة أسرع مقارنةً بسوق دبي. كما أن إلغاء الرقابة الحكومية على الإيجارات في أبوظبي واحتمال طرح كمية أقل من الوحدات السكنية في السوق، يمكن أن تؤدي إلى زيادة كبيرة في أسعار

لا يزال اتجاه القطاع العقاري قويًا

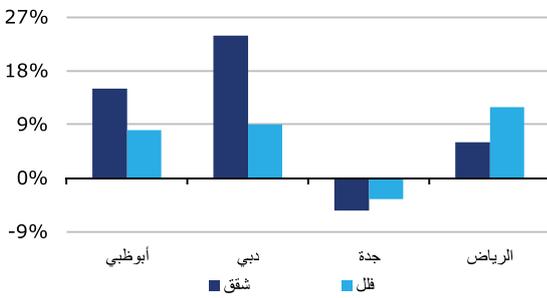
يعتبر العقار مجالاً آخر من المحتمل أن يجتذب المستثمرين في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي، ومن المتوقع أن يؤدي النمو السكاني إلى تحفيزه. ونحن نرى أن فرص الاستثمار العقاري تتفاوت بدرجات كبيرة في المنطقة. ففي الشريحة السكنية، نفضل أسواق المملكة العربية السعودية وقطر والإمارات للعوائد الجارية من الإيجارات. أما في المملكة العربية السعودية، تبدو العقارات السكنية جذابة نتيجة للنقص في الكمية المعروضة في الأسواق والنمو السكاني المحلي السريع. كذلك من المرجح أن تحظى أسواق العقارات التجارية والسكنية في قطر ودبي بدعم نتيجة لكأس العالم الفيفا 2022 في قطر ومعرض أكسبو 2020 في دبي. كذلك من المتوقع أن يؤدي إلى اجتذاب الوافدين الأجانب. وعلى الرغم من ذلك، فإن فائض المعروض في الإمارات يمكن أن يشكل صعوبة على المدى القصير، ومن المتوقع أن يستمر حذر المطورين. أما في الكويت، من المحتمل أن تشهد العقارات الاستثمارية نموًا في القيم الإيجارية نتيجة للنمو السكاني وضغوط التضخم. وسوف نتناول أدناه بعض العوامل الهامة الخاصة بدول مجلس التعاون الخليجي والتي يرجح أن تلعب دورًا في تحديد اتجاه أسواق العقار في الفترة القادمة.

المملكة العربية السعودية

أسهم ارتفاع الإنفاق الحكومي في تدعيم أداء السوق العقارية في المملكة. وقد أدى الطلب من العملاء الدوليين المشاركين في تنفيذ مشاريع البنية التحتية في المملكة العربية السعودية إلى المحافظة على تدني معدلات الشواغر وزيادة عوائد الإيجارات المكتبية. ومن المرجح أن يستمر هذا الاتجاه في المدن الكبرى كجدة والرياض تدعمه إلى حد كبير نية الحكومة في المحافظة على الإنفاق الرأسمالي عند مستويات مرتفعة. وقد أدى تأخير المشاريع إلى ارتفاع أسعار الإيجارات في الرياض في العام 2014. ويمكن أن يتراجع هذا التأثير عند إنجاز المشاريع الرئيسية، ما يؤدي بالتالي إلى زيادة معدلات الشواغر ويضع ضغطًا هبوطيًا على العوائد من الإيجارات، وعلى الأخص للعقارات من الدرجة (أ) الممتازة. ومع

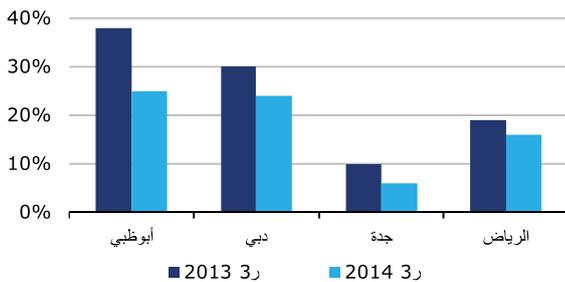


نمو الإيجارات السكنية للربع الثالث 2014 (مقارنة بالسنة السابقة)



المصدر: جونز لانغ لاسال

معدلات الشواغر المكتبية في الربع الثالث 2014



المصدر: جونز لانغ لاسال

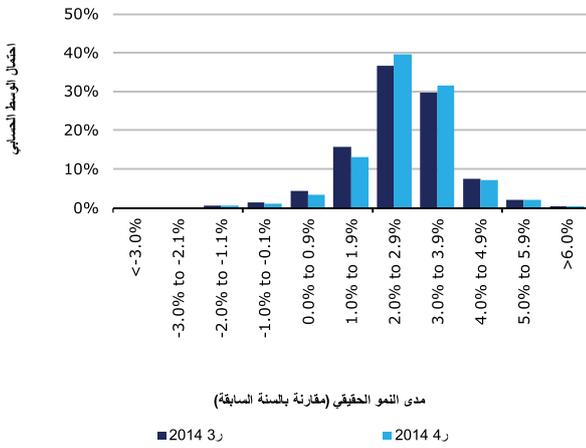
الإيجارات في أرباع السنة القادمة. أما على صعيد العقارات التجارية، فإن النقص في المساحات المكتبية ذات النوعية الجيدة والكفاءة المناسبة، إلى جانب مركز الإمارات كمحور للاقتصاد والأعمال للشركات في منطقة الخليج العربي، يمكن أن يؤدي إلى انعدام توازن كبير بين العرض والطلب في أرباع السنة القليلة القادمة. أما في أبوظبي، من المتوقع أن تبقى أسعار إيجارات العقارات التجارية قوية في المدى القصير وعلى الأخص للمساحات الممتازة. وعلى الرغم من النظرة الإيجابية، فإن التراجع الأخير في أسعار النفط يمكن أن يؤدي إلى تأثير كبير على القطاع العقاري. ومع أن الحكومة لا تزال ملتزمة بخطط إنفاقها، فإن استمرار انخفاض أسعار النفط لفترة طويلة يمكن أن يؤدي إلى تغييرات في توقعاتها.

قطر

لا يزال قطاع العقارات المكتبية يواجه فائضًا في الكمية المعروضة في الدوحة، وبالنظر إلى المشاريع التي يجري العمل على تنفيذها حاليًا، من المرجح أن يستمر فائض العرض في السوق لفترة من الزمن. ومع استقرار أسعار الإيجارات، يمكن أن تؤدي عوامل العرض والطلب إلى ضغط هبوطي على أسعار الإيجارات. غير أن الاحتمالات على المدى الطويل تبدو مشرقة في ضوء تنظيم كأس العالم الفيفا 2022 في قطر. وفي المقابل، شهدت الدوحة نموًا ثابتًا في المساحات التأجيرية السكنية في الفترة الأخيرة. ومن المرجح أن يبقى الطلب على العقارات السكنية قويًا، نتيجة لتوقع استمرار النمو السكاني. وإلى جانب ذلك، من المتوقع أن تستقطب المجمعات السكنية الفخمة في الدوحة اهتمامًا أكبر.

لقد كانت اتجاهات الأسواق العقارية في دول مجلس التعاون الخليجي مشجعة بشكل عام. غير أن الانخفاض الحاد في أسعار النفط في الفترة الأخيرة يضع تحديات جديدة أمام الأسواق العقارية في الخليج العربي. وقد تعرضت مؤشرات الأسهم الرئيسية في منطقة الخليج لانخفاض حاد بعد المستويات المرتفعة التي كانت قد وصلت إليها في العام 2014. ومع انحسار الإقبال العام للمستثمرين، من المرجح أن تشهد أسواق العقار أيضًا بعض الضغط على المدى القصير، بفعل الارتباط المنطقي بين مؤشرات الأسهم الرئيسية وبين أسعار العقارات السكنية.

احتمالات الوسط الحسابي لنمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في العام 2015



المصدر: المصرف الاحتياطي الفدرالي في فيلادلفيا. مسح خبراء وضع التوقعات، الربع الرابع 2014

مبررات قوية لرفع أسعار الفائدة

في ظل التطورات التي تتمثل في عودة انتعاش الاقتصاد الأمريكي، تعالت الأصوات المنادية بزيادة أسعار الفائدة. ومع إبقاء الاحتياطي الفدرالي على سعر الفائدة الأساسي قريبًا من مستوى الصفر لفترة طويلة من الزمن، أدى التحسن الكبير في المناخ الاقتصادي العام إلى تعزيز التوقعات بأن المصرف المركزي أصبح اليوم على وشك التخلي عن سياسته النقدية المتساهلة جدًا. ويسود الاعتقاد بأن السيناريو المرجح

”

نما الاقتصاد الأمريكي في الأشهر الستة الأخيرة بأسرع وتيرة له منذ الستة الأخيرة بأسرع وتيرة له منذ أكثر من عشر سنوات

“

توقعات تسارع انتعاش الاقتصاد الأمريكي

نما الاقتصاد الأمريكي في الأشهر الستة الأخيرة بأسرع وتيرة له منذ أكثر من عشر سنوات. وقد تمت مراجعة معدل النمو السنوي المتوقع للربع الثالث من السنة بزيادته إلى 5.0% مقارنة بالتقديرات السابقة البالغة 3.9%. ويبدو أن احتمالات التحسن الاقتصادي قد طغت على الضعف الذي ساد الاقتصادات العالمية الكبرى الأخرى. وكان الانتعاش ناتجًا بشكل رئيسي عن قوة الإنفاق الاستهلاكي في الولايات المتحدة والذي رافقه تحسن كبير في سوق العمل الأمريكية. ومع تراجع معدل البطالة إلى المستويات التي كان عليها قبل أزمة الركود الاقتصادي، وتقلص أعداد مطالبات البطالة إلى أدنى مستوياتها منذ عدة سنوات، كان التحسن الملحوظ في سوق العمل الأمريكية من العوامل الأساسية التي دعمت نمو الاقتصاد الأمريكي.



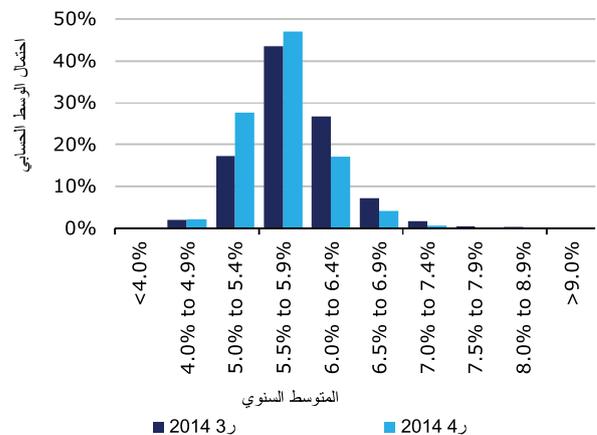
على الرغم من البوادر المشجعة للاقتصاد الأمريكي، لا يزال هناك الكثير من العوائق التي يمكن أن تمنع قيام الاحتياطي الفدرالي من إعادة السياسة النقدية إلى طبيعتها المعتادة في المستقبل القريب. ومع استمرار الصعوبات أمام النمو في الاقتصادات الكبرى حول العالم، يتخوف صناع السياسات النقدية من احتمال أن يتسبب التباطؤ في النمو العالمي في إلحاق الضرر بالاقتصاد الأمريكي. كما أكدت لجنة الأسواق المفتوحة هذه المخاوف في محضر اجتماعها الأخير. وتواصل المصارف المركزية العالمية الكبرى الميل إلى اعتماد تدابير سياسية متساهلة خلال العام 2015، ولذلك فإن تغيير الاحتياطي الفدرالي للسياسة النقدية يمكن أن يعتبر بمثابة إشارة إلى التباين الملحوظ في تنفيذ السياسات النقدية بين الاحتياطي الفدرالي والمصارف المركزية العالمية الكبرى الأخرى. وبالتأكيد يمكن أن يؤدي رفع سعر الفائدة الأساسي في الولايات المتحدة إلى تعزيز الاعتقاد السائد بأن الاقتصاد الأمريكي سوف يستمر في التفوق في أدائه على اقتصادات الدول المتقدمة الأخرى. غير أن هذا يمكن أن يجعل الشركات الأمريكية عرضة لتكاليف اقتراض أعلى بكثير مقارنة بما هو الحال عليه في الاقتصادات المتقدمة الأخرى، حيث من المتوقع أن يتم تثبيت معدلات الفائدة بما يقرب من المستويات المتدنية التي سادت في الفترة السابقة. وبينما أدى الانتعاش الأخير في النشاط الصناعي الأمريكي وتزايد استثمارات الشركات إلى تحسن كبير في النشاط الاقتصادي العام، غير أن ارتفاع أسعار الفائدة يمكن أن يشكل تهديدًا كبيرًا لدورة الانتعاش هذه.

سوف يتم تشديد السياسة النقدية في الولايات المتحدة بشكل تدريجي

إلى جانب ذلك، لا يزال معدل التضخم أقل من المعدل المستهدف الذي وضعه الاحتياطي الفدرالي. ومع تزايد ضغوط انكماش الأسعار بفعل تراجع أسعار الطاقة، من المرجح أن يستمر هذا الاتجاه لفترة طويلة من الزمن حيث تسود التوقعات بانخفاض أسعار النفط. وعلى الرغم من أن

هو زيادة أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية في أواخر العام 2015. ونحن نتوقع أن يستمر تقدم الاقتصاد الأمريكي خلال العام 2015 بخطى ثابتة على مسار الانتعاش الحالي وأن يبدأ الاحتياطي الفدرالي بتشديد سياسته النقدية خلال السنة. وإلى جانب ذلك، فإن اتجاه الاحتياطي الفدرالي إلى التخفيف من نظرتة الحمائمية في بيانه الأخير الذي أصدره بعد الإعلان عن سياسته النقدية، يبرز أيضًا تزايد نية المصرف المركزي في التخلي عن سياسته النقدية المستاهلة جدًا والتي يعمل على تنفيذها منذ الأزمة المالية. غير أن المصرف المركزي أعلن أنه سوف يكون صبورًا في العمل على تشديد سياسته.

احتمالات الوسط الحسابي لمعدل البطالة في العام 2015

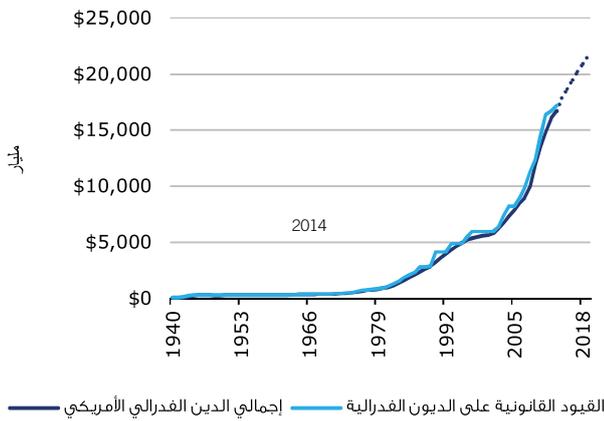


المصدر: المصرف الاحتياطي الفدرالي في فيلادلفيا. مسح خبراء وضع التوقعات، الربع الرابع 2014

الاقتراض الحكومي الحالي تنتهي في مارس 2015. ومن المحتمل أن تؤدي صلاحيات وزارة الخزانة لاعتماد تدابير غير عادية وجبايتها للضرائب الواردة إليها إلى تمديد تاريخ انتهاء الصلاحية لبضعة أشهر إضافية. ومع فوز الجمهوريين بغالبية المقاعد في مجلسي الشيوخ والنواب بعد انتخابات منتصف الولاية الرئاسية، من المرجح أن يسعى الحزب الجمهوري إلى الضغط لخفض الإنفاق الحكومي. ونظرًا للجمود في المواقف حول مسائل رئيسية منها قانون الرعاية الصحية الميسرة، يبدو أن الهدوء الذي شهده الوضع المالي في العام 2014 يمكن أن يتبخر قريبًا مع بروز المسائل الساخنة إلى الواجهة في إطار التحضيرات للانتخابات الرئاسية المقبلة.

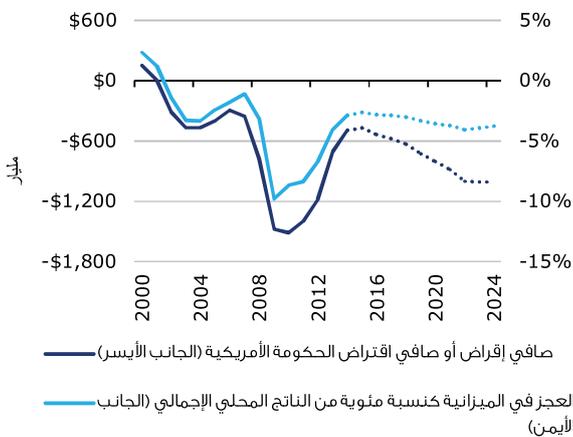
في هذه الأجواء، يمكن أن يصبح العام 2015 سنة حاسمة ويمكن أن يشهد تغيرات راديكالية في السياستين النقدية والمالية على السواء.

الدين الأمريكي



المصدر: مكتب الإدارة والميزانية

رصيد الميزانية الأمريكية



المصدر: مكتب الميزانية في مجلس النواب الأمريكي



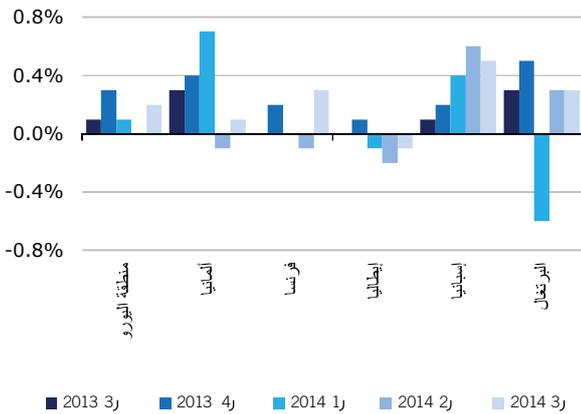
الاتجاهات الأخيرة في الاقتصاد الأمريكي يمكن أن تكون قد أدت إلى زيادة التوقعات بحدوث تغيير في السياسة النقدية للاحتياطي الفيدرالي، يمكن أن يؤدي الانخفاض المستمر في معدل التضخم إلى قيام الاحتياطي الفيدرالي بتأخير زيادة أسعار الفائدة. ونحن نرى أن عملية تشديد السياسة النقدية في الولايات المتحدة سوف تكون بطيئة وتدرجية حيث إن صناع السياسة النقدية ملتزمون بانتظار صدور بوادر اقتصادية أوضح للنمو والتضخم قبل تغيير موقفهم من السياسة النقدية.

بعد التطورات غير المسبوقة على الصعيد المالي في السنوات الأخيرة، كان العام 2014 سنة هادئة نسبيًا. وفي ظل تقليص برنامج شراء الأصول وتدابير التشديد المالي الأخرى، شهد العجز في الميزانية الأمريكية تراجعًا كبيرًا مقارنة بالسنوات التي تلت الأزمة المالية. غير أن مسألة الإنفاق المالي تبقى خارج التداول منذ فترة طويلة. ويمكن أن تتجه الأنظار مرة أخرى إلى مجلس النواب الأمريكي حيث إن صلاحية سقف



في العام 2014 مقارنةً بتقديراتها السابقة لمعدل نمو بنسبة 1.2%. كما كانت البيانات الاقتصادية مخيبة للتوقعات أيضًا، حيث شهدت الاقتصادات الثلاثة الأكبر تقلصًا في نشاطها الصناعي خلال السنة، ما يشير إلى أن الاقتصاد الأوروبي لم يخرج من أزمته حتى الآن.

نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (مقارنة بالربع السابق)



المصدر: بلومبرغ

يشير معدل التضخم البطيء وارتفاع معدلات البطالة والمناخ الاستثماري الراكد إلى استمرار الضعف في الطلب المحلي. وقد بدأ البنك المركزي الأوروبي بتنفيذ باقة واسعة من التدابير غير التقليدية، ومنها معدلات الفوائد السلبية على الودائع، وعمليات إعادة التمويل الموجهة طويلة الأجل، وشراء السندات المضمونة والأوراق المالية المدعومة بالأصول، من أجل تدعيم الاقتصاد الضعيف والسيطرة على ضغوط انكماش الأسعار. غير أن معظم التدابير المتخذة لم تحقق أي تأثير ملحوظ على الشركات

”

في تباين واضح مع النمو الذي تشهده اقتصادات دول متقدمة أخرى كالولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، واصلت اقتصادات منطقة اليورو في العام 2014 مصارعة تراجع اقتصادي يسود فيها منذ ست سنوات

“

شهدت الاقتصادات الكبرى بمنطقة اليورو أداءً دون التوقعات في العام 2014. ارتفاع احتمالات تنفيذ برامج تيسير نقدي إضافية

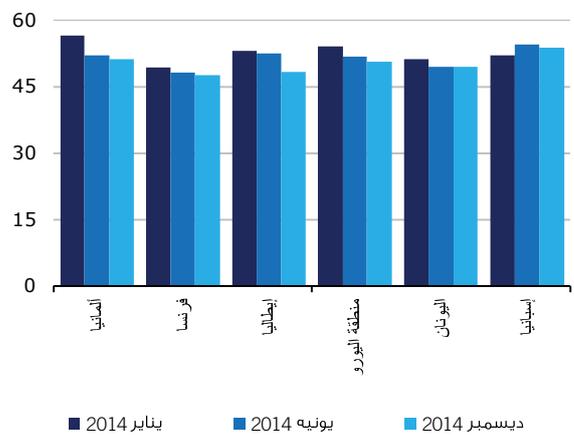
في تباين واضح مع النمو الذي تشهده اقتصادات دول متقدمة أخرى كالولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، واصلت اقتصادات منطقة اليورو في العام 2014 مصارعة تراجع اقتصادي يسود فيها منذ ست سنوات. وفي الربع الثالث من العام 2014، استطاعت الدولتان الأكبر اقتصاديًا في منطقة اليورو، ألمانيا وفرنسا، بالكاد أن تتفادى الانزلاق نحو الركود، بينما دخلت إيطاليا، ثالث أكبر اقتصاد في منطقة اليورو، في مرحلة ركود اقتصادي. وكانت بارقة الأمل الوحيدة تتمثل في بعض اقتصادات دول المحيط الأوروبي ومنها على سبيل المثال إسبانيا واليونان والبرتغال التي حققت انتعاشًا أفضل من المتوقع. وقامت الهيئة الأوروبية بخفض توقعاتها للنمو في المنطقة إلى 0.8% فقط

تواجه المنطقة أيضًا مشكلة البطالة والتي من غير المتوقع أن تتلاشى في المستقبل القريب. وقد أعربت ألمانيا عدة مرات عن عدم رضاها عن تدابير التحفيز الواسعة للبنك المركزي الأوروبي ويمكن أن تضع عقبة أمام تنفيذ تدابير تحفيزية مكثفة. وبالإضافة إلى ذلك، فإن هناك مخاطر سياسية لا يمكن توقع نتائجها، كما يتبين من التخوف في الأسواق بعد التطورات في اليونان وروسيا. وبالإجمال، فإن الأوضاع السائدة والبيانات الاقتصادية تشير إلى أنه بينما تحقق المنطقة انتعاشًا بوتيرة بطيئة جدًا، لا تزال الصعوبات قائمة.



وعلى الاقتصاد. واستمر معدل التضخم في منطقة اليورو في التراجع باتجاه الصفر، وكانت بعض الاقتصادات قد سبق وأن دخلت في مرحلة انكماش في الأسعار خلال السنة. ونرى أن الانخفاض الحاد في أسعار النفط سوف يؤدي إلى مزيد من الانكماش في الأسعار في العام 2015، ويجبر البنك المركزي الأوروبي على التدخل في مرحلة مبكرة. وأعرب بينوا كوربه، عضو مجلس البنك المركزي الأوروبي أيضًا عن استعداد صناع السياسة النقدية في البنك المركزي الأوروبي لتنفيذ مزيد من تدابير التيسير الكمي. وبالتالي أصبحت احتمالات تنفيذ تدابير تيسير كمي إضافية تعتبر الآن شبه مؤكدة، والجانب غير الواضح الوحيد المتبقي هو توقيت تنفيذ تلك التدابير وطريقة تنفيذها وإلى أي مدى.

مؤشر مديري المشتريات الصناعية



المصدر: بلومبرغ

التحديات الاقتصادية تعيق الانتعاش في منطقة اليورو في العام 2015

بينما تستمر الصعوبات التي تواجه نمو الاقتصاد، تراجع المخاطر النظامية بشكل كبير مقارنة بما كانت عليه في السنة السابقة. وأظهرت المراجعة الشاملة التي أجراها المصرف المركزي الأوروبي لجودة نوعية أصول أكبر 130 مؤسسة إقراض في منطقة اليورو نتائجًا إيجابية، وأنه فيما عدا 25 مصرفًا، تملك بقية المصارف رأسمال كاف لتجاوز أزمة مالية أخرى. ونحن نتوقع أيضًا أن يساعد انخفاض سعر صرف اليورو على زيادة أرباح الشركات والصادرات في العام 2015. وقد توقع منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وصندوق النقد الدولي معدلات نمو أفضل بقليل في العام 2015 مقارنة بالسنة السابقة، تقدر بحوالي 1.1% و 1.3% على التوالي. ولكن لا تزال هناك أجواء مشوبة بالحد، وينبغي أن نتذكر أنه قد تمت مراجعة معدلات النمو في المنطقة وتخفيضها مرارًا وتكرارًا عن التقديرات السابقة. وقام المصرف المركزي الألماني بتخفيض معدل النمو لألمانيا، والتي تعتبر العجلة الدافعة للاقتصاد في المنطقة، للعام 2015، حيث قام البنودس بنك بخفض توقعاته للنمو للعام 2015 إلى 1.0% مقارنة بتوقعاته البالغة 1.4% للعام 2014. وتستمر المسائل الهيكلية في منطقة اليورو حيث إن نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي لسبع دول أعضاء على الأقل تتجاوز علامة 100%، كما أن خطر انكماش الأسعار يمكن أن يؤدي إلى تفاقم الأمور في هذه الدول. كما

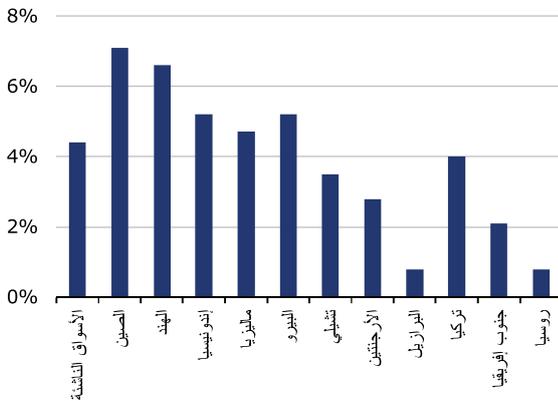


”

تأثر أداء الأسواق الناشئة إلى حد كبير بالاتجاهات النقدية العالمية على مدى السنوات القليلة الأخيرة

“

توقعات النمو الاقتصادي للعام 2015

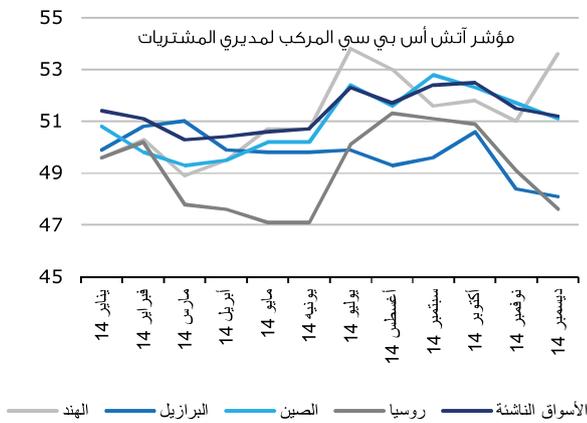


المصدر: صندوق النقد الدولي، البنك المركزي الصيني، البنك الدولي، وزارة التخطيط البرازيلية، بنك تشيلي المركزي، قانون ميزانية الأرجنتين، بنك البيرو المركزي، وزارة التنمية الاقتصادية الروسية

تأثر أداء الأسواق الناشئة إلى حد كبير بالاتجاهات النقدية العالمية على مدى السنوات القليلة الأخيرة. وبينما كانت سياسة التيسير النقدي في دول العالم المتقدمة وعلى الأخص في الولايات المتحدة الأمريكية، أساسية للتدفقات الضخمة الواردة إلى الأسواق الناشئة، غير أن التوقعات لقيام الاحتياطي الفدرالي بتقليص برنامج شراء السندات وما أثمر عنه فعلياً قد أدت إلى تراجع حاد في أسعار العملات في معظم الأسواق. ويبدو أن تأثيرات التوترات الجيوسياسية العالمية في الآونة الأخيرة وقوة الدولار الأمريكي والتباطؤ الاقتصادي في الصين والتراجع الحاد في أسعار السلع قد أثرت جميعها على الأسواق الناشئة في العام 2014. وتوقع صندوق النقد الدولي معدل نمو بنسبة 4.4% للسنة الحالية، أي أقل بكثير مما كان عليه قبل بضع سنوات حيث تراوح بين 6% و7%. كما أظهرت البيانات الصادرة من بنك آتش أس بي سي أيضاً أن النشاط الاقتصادي قد تباطأ في جميع الأسواق الناشئة في شهر نوفمبر. ومن بين الاقتصادات الناشئة الأربعة الأكبر، سجلت الصين نموًا ولكن بمعدل هو الأضعف منذ شهر مايو، بينما حققت الهند أسرع معدل نمو منذ شهر يونيو. وسجلت كل من روسيا والبرازيل تراجعًا حادًا. ونرى أن ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية وانخفاض أسعار النفط وتباطؤ النمو الاقتصادي في الصين سوف تشكل عوامل رئيسية تؤثر على العوائد في الأسواق الناشئة في العام 2015. كما أن التحولات في السياسات الاقتصادية والمخاطر المحددة في كل الدول سوف تؤدي إلى اتجاهات نمو متباينة في اقتصادات الأسواق الناشئة.



الاقتصادات الناشئة تواجه صعوبات لتحقيق تقدم



المصدر: بلومبرغ، آتش أس بي سي

انخفاض أسعار السلع وارتفاع معدلات التضخم تؤثر على الاقتصادات في أمريكا اللاتينية

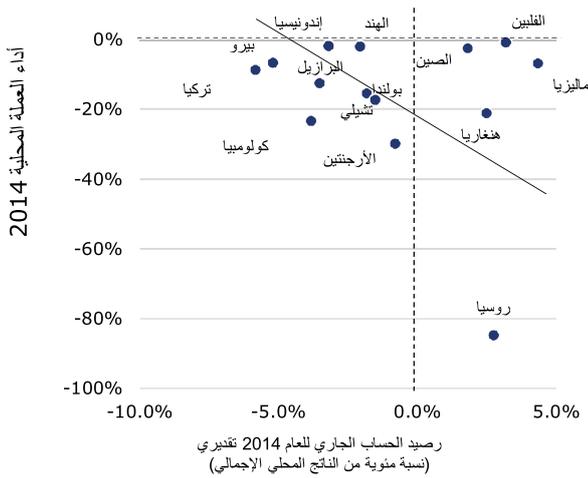
من المتوقع أن يستمر تأثير انخفاض أسعار السلع وارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي على الاقتصادات الإقليمية في أمريكا اللاتينية. وقد اختار عدد من البنوك المركزية في العام 2014 خفض أسعار الفائدة للتعويض عن التباطؤ في الاقتصاد العالمي. غير أن تراجع أسعار صرف العملات مؤخرًا قد أدى إلى وضع ضغوط على البنوك المركزية في المنطقة. وقام البنك المركزي البرازيلي برفع المعدل الأساسي "للنظام الخاص للتسويات

استفادة الأسواق الآسيوية من انخفاض أسعار النفط

في آسيا، أظهرت توقعات البنك المركزي الصيني أن معدل النمو الاقتصادي سوف ينخفض إلى 7.1% في العام 2015 مقارنة بمعدل النمو المتوقع بنسبة 7.4% في العام 2014، مع قيام الصين تدريجيًا بإعادة توازنها والتحول من اقتصاد قائم على الاستثمارات إلى اقتصاد قائم على الاستهلاك. وفي دول كالهند وتايلند على سبيل المثال، أدى انتخاب قادة مؤيدين لتحفيز نشاط الشركات إلى إحياء الآمال بإجراء إصلاحات جادة. وتتوقع الحكومة الهندية نمو اقتصادها بمعدل 5.5% للعام المالي 2015-2014 نتيجة لتحسن أوضاع الاقتصاد الكلي، بما في ذلك انحسار ضغوط التضخم وتراجع أسعار النفط. كما تتوقع منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية أن تنمو الهند بمعدل 6.7% في المتوسط على مدى الفترة من العام 2015 إلى العام 2019 واحتمال تحقيقها لمزيد من التحسن نتيجة للإصلاحات. وقد رحبت الدول الآسيوية المستوردة للنفط بالانخفاض الحاد في أسعار النفط في الآونة الأخيرة، غير أنه من المتوقع أن يضر بمنتجين منهم ماليزيا. وقد قام البنك الدولي نتيجة لتوقع تراجع نمو حجم الصادرات والاستثمارات في قطاع النفط والغاز، بخفض توقعاته لنمو الاقتصاد الماليزي في العام 2015 إلى 4.7% مقارنة بتقديراته السابقة البالغة 4.9%. كما سارع الرئيس الإندونيسي المنتخب حديثًا جوكو ويدودو، إلى إصلاح نظام الأسعار القديم بخفض الإعانات على الوقود والتعهد بتقديم الدعم لزيادة الاستثمارات في البنية التحتية، ما يمكن أن يساعد على إنعاش النمو الاقتصادي الضعيف للبلاد.

أما في الأسواق الناشئة في أوروبا، من المرجح أن يؤدي انخفاض أسعار النفط والحظر الاقتصادي إلى دخول روسيا في مرحلة ركود اقتصادي في أوائل العام 2015. وتتوقع وزارة التنمية الاقتصادية الروسية انكماش الاقتصاد بمعدل 0.8% في العام 2015، مقارنة بتوقعاتها السابقة بنمو متدن بمعدل 1.2%. ولا تزال جنوب إفريقيا تواجه معدلات بطالة مرتفعة مستمرة يرافقها ارتفاع في عجز الحساب الجاري والموازنة يمكن أن يؤثر سلبًا على الاقتصاد. وقام صندوق النقد الدولي بخفض توقعاته للنمو الاقتصادي في العام 2015 من 2.5% إلى 2.1%. وبينما يمكن أن يكون انخفاض أسعار النفط مفيدًا لتركيا، غير أنها يمكن أن تحقق معدل نمو اقتصادي أعلى إذا تمكنت الحكومة من معالجة الصعوبات الهيكلية التي تواجهها بعد الانتخابات العامة في العام 2015. ويتوقع صندوق النقد الدولي أن يكون النمو الاقتصادي بحوالي 4% في العام 2015، كذلك من المتوقع أن يستمر ارتفاع معدل التضخم والعجز في الحساب الجاري. ويمكن أن تؤدي الأحداث في روسيا والضعف في الاقتصاد الأوروبي إلى التأثير سلبًا على أسواق ناشئة أخرى في المنطقة في السنة المقبلة.

رصيد الحساب الجاري مقارنة بأداء العملات



المصدر: صندوق النقد الدولي، بلومبرغ

عملات الأسواق الناشئة تتعرض لضغط كبير



المصدر: بلومبرغ



والحفظ" إلى 11.75% في أوائل شهر ديسمبر 2014 - في ثاني زيادة له في أقل من شهرين. كما قامت البرازيل برفع سعر الفائدة للأجل الطويل، وذلك للمرة الأولى منذ العام 2003، من 5% إلى 5.5%. ودخلت البرازيل من الناحية الفنية في مرحلة ركود اقتصادي في العام 2014 ولا تزال تواجه عجزًا مرتفعًا ومعدلات تضخم عالية. وقد أعلن البنك المركزي البرازيلي مؤخرًا أن التضخم في البرازيل يمكن أن يبقى أعلى من المعدل الرسمي المستهدف البالغ 4.5% للسنتين القادمتين، وقام بإجراء خفض حاد لمعدل النمو للعام 2014. وهذا يشير إلى استمرار الاتجاه إلى التشديد في السياسة النقدية في ظل التباطؤ في الاقتصاد. كما أن ركود المناخ الاقتصادي في قطاع التعدين والتباطؤ في الاستهلاك لا يزالان يؤثران على الاقتصاد التشيلي. وقد أدى معدل التضخم الذي يفوق المعدل الرسمي المستهدف والضعف في النمو الاقتصادي إلى إجبار البنك المركزي على تثبيت معدل الفائدة الأساسي بعد أن قام بخفضه بحوالي 200 نقطة أساس على مدى الفترة بين أكتوبر 2013 وأكتوبر 2014. كذلك قام البنك المركزي بخفض توقعاته للنمو الاقتصادي إلى ما بين 2.5% و3.5% مقارنة بالتوقعات السابقة والتي تراوحت بين 3% و4%. وتعتبر الأرجنتين التي عجزت عن الوفاء بسنداتها للمرة الثانية في 13 سنة، معرضة لخطر إجراء مزيد من الخفض في قيمة عملتها إذا لم تتمكن من التوصل إلى اتفاق مع دائئها قريبًا. ومن المتوقع أن تعاني البيرو وكولومبيا وفنزويلا نتيجة لتراجع أسعار السلع وارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي.



كانت قد وصلت إليها قبل الأزمة المالية العالمية. وقد نتج الإقبال في الغالب خلال فترة طويلة من السياسات النقدية المتساهلة التي اعتمدها المصارف المركزية الرئيسية. أما في العام 2015، فننتوقع أن تحافظ الأسهم في الأسواق المتقدمة على اتجاهها الصعودي. غير أن أسهم الأسواق الناشئة التي تعتمد على الموارد وأسهم دول مجلس التعاون الخليجي لن تشهد على الأرجح استقراراً حيث إن التغيرات المفاجئة التي شهدتها السلع سوف تؤثر بشكل كبير على معظم هذه الأسواق خلال السنة.

كان التراجع الحاد في العوائد على السندات السيادية القياسية في اقتصادات دول مجموعة السبع بمثابة إعادة تأكيد بأن أسواق السندات قد تأثرت بشدة بمناخ الأسعار المنخفضة السائد في الاقتصادات العالمية الكبرى. سوف يستمر تأثير اتجاهات الأسعار في العام 2015 على أسواق السندات ولكن يمكن أن تغطي عليه احتمالات تراجع المصرف الاحتياطي الفدرالي عن سياسته النقدية ذات معدلات الفائدة الصفرية وقيام المصرف المركزي الأوروبي بتوسعة برنامجه لشراء الأصول. ومن المتوقع أن يؤدي هذا إلى تأثير كبير على السندات السيادية في دول مجموعة السبع. ومن المتوقع أيضاً أن يؤدي التباين في السياسات النقدية في الولايات المتحدة وأوروبا دوراً في تحديد اتجاه أسواق العملات. كما أن التوقعات بأن الاحتياطي الفدرالي سوف يعتمد سياسة نقدية أكثر تشدداً، تسهم في مساعدة مؤشر الدولار الأمريكي على اختراق المستويات القياسية في الفترة القادمة. وفي غضون ذلك، سوف يستمر الضغط على اليورو والين الياباني نتيجة للتدابير التي اعتمدها المصرف المركزي في كل من الدولتين في الفترة الأخيرة.

ومع تراجع أسعار النفط إلى أدنى مستوياتها في عدة سنوات، فإننا نتوقع درجة عالية من التقلبات في فئة الأصول هذه. غير أن التباطؤ المحتمل في الاستثمارات في وسائل الإنتاج النفطي غير التقليديّة بسبب الانخفاض الحاد في الأسعار، يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع الأسعار إلى مستويات أعلى من الأسعار المنخفضة التي وصلت إليها مؤخراً.

”

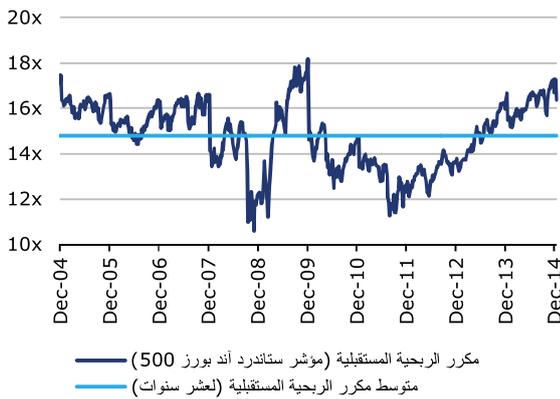
مع انتهاء العام 2014، حققت الأسهم الأمريكية من جديد أداءً فاق أداء أسهم الأسواق المتقدمة الأخرى، وكان الربع الأخير يعتبر ربع السنة التاسع على التوالي الذي تتحقق فيه مكاسب. وكانت العوائد المتحققة متوافقة مع توقعاتنا السنوية.

“

الصورة الأشمل التي تتبلور من مناقشتنا للاقتصاد العالمي هي أن اقتصاد الولايات المتحدة أخذ في الانتعاش وأن المصرف الاحتياطي الفدرالي يعمل على زيادة أسعار الفائدة تدريجياً وبيطء وبدرجة عالية من الحيطة والحذر، والبنك المركزي الأوروبي في طريقه إلى اعتماد تدابير تيسير كمي مكثفة، وهناك توقعات متفاوتة للأسواق الناشئة بحسب مدى اعتماد اقتصادها على الإيرادات من السلع. ومع بداية تناولن لأداء فئات الأصول المختلفة في الأقسام التالية، يبقى العنصر الجدير بالاهتمام هو مدى تأثير الاتجاهات الاقتصادية السائدة واتجاه السياسة النقدية في تحديد التوقعات لمجموعة واسعة من فئات الأصول. وعلى الرغم من تدني الثقة لتعزيز النمو في معظم الاقتصادات المتقدمة، عدا الولايات المتحدة الأمريكية، تجاوزت مؤشرات الأسهم في الكثير من الأسواق المتقدمة المستويات المرتفعة التي

على المستويات الحالية، يجري تداول أسهم مؤشر ستاندرد آند بورز 500 بمعدل 17 ضعف الأرباح المتوقعة لاثني عشر شهرًا، أي أعلى من المتوسط البالغ 14.8 ضعفًا الذي ساد في السنوات العشر الأخيرة. وقد حققت الأسهم الأمريكية حوالي 11.4% خلال العام 2014، ولهذا يتم طرح السؤال - هل لا تزال قادرة على تحقيق المزيد من المكاسب؟ إننا نرى أن القيم السوقية، على الرغم من ارتفاعها، لم تصل بعد إلى أقصى مداها، ولذلك يمكن أن تشهد الأسواق ارتفاعًا بسيطًا من مستوياتها الحالية في العام 2015 بفعل التفاؤل الإيجابي بالنمو الاقتصادي للبلاد. ومن المتوقع أن يساعد نمو أرباح الشركات على ارتفاع أسعار الأسهم. ونحن نوصي بالاستمرار في الاستثمار في القطاعات الصناعية والاستهلاكية والتكنولوجيا والتي يمكن أن تستفيد من تنامي قوة الاقتصاد. ولذلك فإننا لا نزال نوصي "بزيادة الاستثمار" في الأسهم الأمريكية.

مع أن القيم السوقية أعلى مما كانت عليه تاريخيًا، لم تتجاوز المستويات المحددة حتى الآن



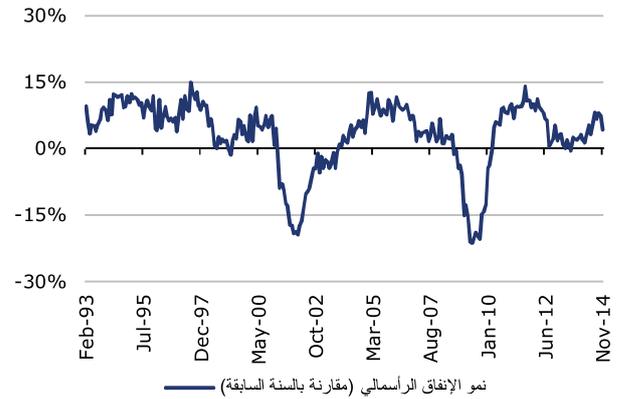
المصدر: بلومبرغ

إجراءات البنك المركزي الأوروبي الإضافية تفضل الأسهم؛ المناخ الاقتصادي الضبابي يملئ الحيرة

حققت الأسهم الأوروبية مكاسب خلال الربعين الأول والثاني من السنة نتيجة تفاؤل المستثمرين باقتصاد منطقة اليورو في ظل التوقعات بأن البنك المركزي الأوروبي سوف يتخذ تدابير نقدية إضافية. وأدت البيانات الاقتصادية الأفضل من المتوقع والتراجع في العوائد في دول المحيط الأوروبي والأرباح الإيجابية التي حققتها معظم الشركات، إلى زيادة الإقبال في السوق على الرغم من التوترات الجيوسياسية في أوكرانيا. غير أن كل ذلك قد تغير خلال النصف الثاني من السنة مع توالي البيانات الاقتصادية الرئيسية المخيبة لتوقعات المستثمرين. وقام البنك المركزي الأوروبي بخفض معدلات الفائدة الأساسية على القروض والودائع في خطوة مفاجئة بعد انكماش الاقتصاد الألماني في الربع الثاني من السنة وإعلان فرنسا عن تحقيق معدل نمو بنسبة صفر. وشهد النشاط الصناعي تباطؤًا في الاقتصادات الثلاثة الأكبر في منطقة اليورو، وكان ذلك إلى جانب معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الأخيرة في منطقة اليورو، بمثابة مؤشر على أن الاقتصاد الأوروبي يمكن أن يكون على وشك الدخول في مرحلة ركود اقتصادي أخرى. وشهدت الأسهم تراجعًا حادًا خلال الربع الأخير من السنة نتيجة تأثير التراجع الحاد لأسعار النفط على أسهم قطاع الطاقة، بينما أدى الانخفاض الكبير في سعر صرف الروبل الروسي إلى إعادة تأجيح

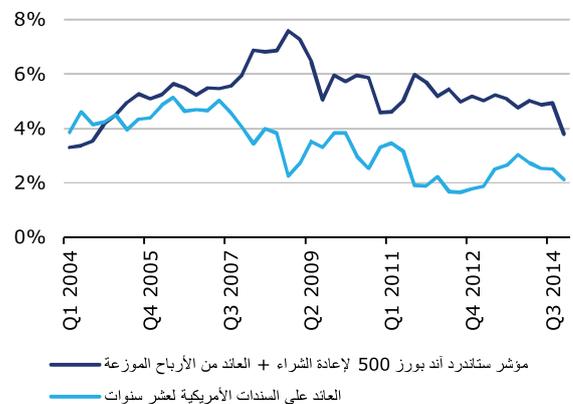
صدرت عن مسؤولين كبار في الاحتياطي الفيدرالي يطالبون فيها بالصبر فيما يتعلق بتوقيت الزيادة في أسعار الفائدة. ونتيجة لذلك، فإننا نتوقع استمرار الإقبال الإيجابي على الأسهم الأمريكية. كما أن أرباح الشركات القوية قد عززت أيضًا تفاؤل المستثمرين بالاقتصاد. ومن بين 498 شركة أعلنت عن تحقيق أرباح حتى الآن للربع الثالث من العام 2014، كانت أرباح 74% منها أعلى من الوسط الحسابي التقديري، بينما كانت مبيعات 59% أعلى من الوسط الحسابي التقديري. ولم تعد الشركات تحتزن النقد ولكنها تقوم بتوظيفه في المصروفات الرأسمالية وتوزيعه على المساهمين. ومع استمرار العوائد على الأسهم (في مؤشر ستاندرد آند بورز 500) على مستويات 15% في أرباح السنة القليلة الأخيرة، أصبحت الشركات قادرة ليس فقط على تمويل النمو المستقبلي، ولكن أيضًا على مواصلة توزيع أرباح أعلى وإعادة شراء الأسهم.

انتعاش النشاط الاستثماري في الولايات المتحدة



المصدر: المصرف الاحتياطي الفيدرالي في ساينت لويس، السلع الرأسمالية غير الدفاعية عدا صناعات الطائرات المعدلة موسميًا مستخدمة كبديل للإنفاق الرأسمالي

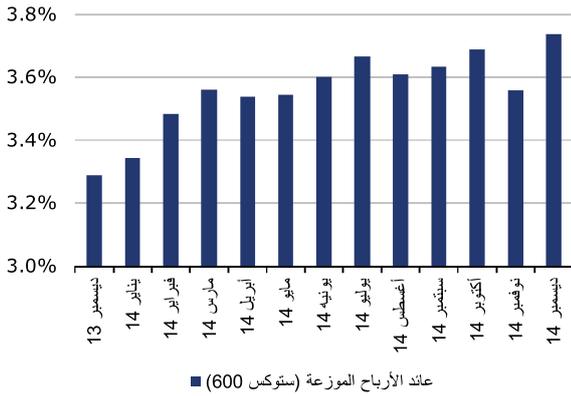
لا تزال الأسهم الأمريكية تحقق عوائد أفضل من السندات



المصدر: بلومبرغ، وزارة الخزانة الأمريكية

أما في الفترة القادمة، تعتبر الإصلاحات الاقتصادية ضرورية لتمكين الاقتصاد من تحقيق تقدم قوي على المدى الطويل وسوف تركز الأسواق على البحث عن بوادر على هذا الصعيد، بالإضافة إلى برامج التحفيز النقدي الإضافية التي يقوم البنك المركزي الأوروبي بتنفيذها.

تحسنت العوائد من الأرباح الموزعة



المصدر: بلومبرغ

في ضوء بيانات الاقتصاد الكلي الضعيفة، فإن الاحتمالات كبيرة بقيام البنك المركزي الأوروبي بتنفيذ برنامج تيسير كمي شامل لشراء السندات السيادية. ويمكن أن يؤدي ذلك إلى مزيد من الضغوط على اليورو، بما يحقق المنفعة للمصدرين والشركات التي تملك عمليات في الخارج، وبالتالي تعزيز ثقة المستثمرين في الأسهم. ومع تراجع القيم السوقية للأسهم مقارنةً بالمتوسط الذي كانت عليه في الماضي (ومقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية)، لا يمكن تجاهل التوقعات بتحسين أرباح الشركات على الرغم من التشاؤم الاقتصادي السائد حالياً.

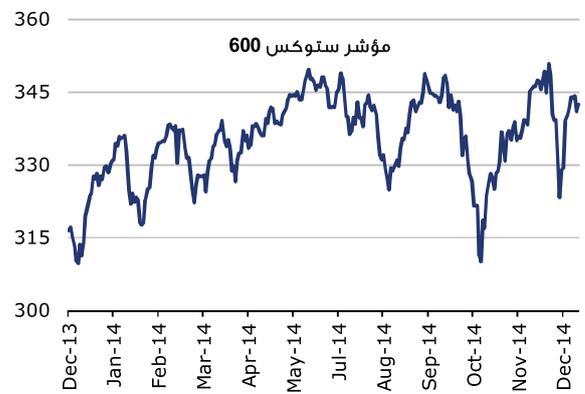
تتوفر الأسهم التي تحقق عوائد عالية من الأرباح الموزعة بخصم كبير مقارنة بنظيراتها الأمريكية



المصدر: بلومبرغ

المخاوف من الاقتصاد الروسي وتأثيره على الاقتصاد الأوروبي. وكان صناع السياسة النقدية في المنطقة قد سبق وأعربوا عن مخاوف من تراجع معدلات التضخم ولجأوا إلى تدابير مختلفة لتحفيز النمو والحيلولة دون تراجع المنطقة إلى مصيدة الانكماش العام للأسعار. وأشارت البيانات الاقتصادية إلى أن معدل التضخم في منطقة اليورو قد تراجع إلى 0.3% في نوفمبر نتيجة التراجع الحاد في أسعار النفط. وأدى هذا إلى تزايد احتمالات انزلاق منطقة اليورو إلى مرحلة الانكماش في الأسعار في العام 2015، لتتفاقم بذلك الضغوط على البنك المركزي الأوروبي للتدخل في أسواق السندات الحكومية في أوائل العام 2015.

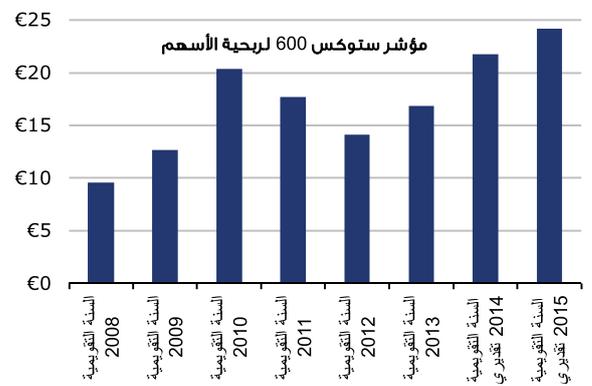
أظهرت أسواق الأسهم الأوروبية تقلبات كبيرة خلال السنة



المصدر: بلومبرغ

بدأ البنك المركزي الأوروبي بشراء السندات المضمونة كجزء من برنامج تحفيز اقتصاد منطقة اليورو، وأعرب عن استعداده لشراء السندات الحكومية في أوائل العام 2015، وقد تحفزت الأسواق بعد أن صرح أحد مسؤولي البنك المركزي الأوروبي أن البنك قد اقترب من بدء تنفيذ برنامج واسع لشراء الأصول يركز على السندات الحكومية في أوائل العام 2015. واستطاعت الأسهم الأوروبية عمومًا تحقيق مكاسب متواضعة خلال العام 2014، ولكنها كانت دون توقعاتنا.

من المحتمل أن تستفيد أرباح الشركات من ضعف اليورو

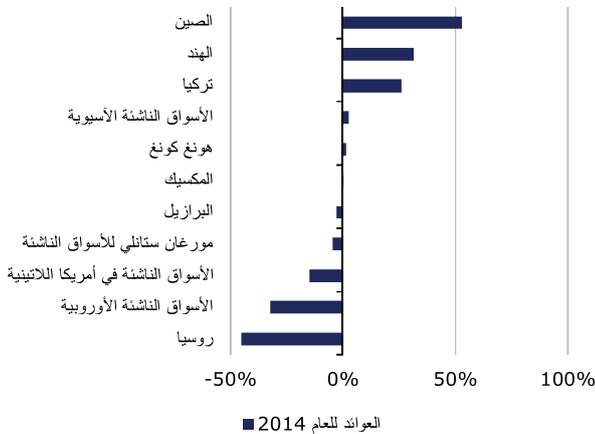


المصدر: بلومبرغ

مليار دولار أمريكي في العام 2014 نتيجة للتفاؤل بالحكومة الجديدة والتحسين المستمر في بيانات الاقتصاد الكلي. وقد أدت الإصلاحات المتوقعة والانخفاض الحاد في معدل التضخم في الأشهر الأخيرة إلى تعزيز ارتفاع أسعار الأسهم. وتزايد الإقبال على الأسهم الإندونيسية في ظل التفاؤل بأن حكومة الرئيس المنتخب حديثاً جوكو ويدودو سوف تتخذ خطوات لدعم النمو. غير أن الأسهم في بقية دول آسيا تراجعت بفعل المخاوف حول النمو العالمي. وانخفضت قيم الأسهم في أمريكا اللاتينية بنسبة 16.6% نتيجة تأثر الإقبال في السوق بتراجع أسعار السلع. كذلك تراجعت الأسهم البرازيلية بعد ارتفاعها إلى أعلى مستوى لها في 20 شهراً في سبتمبر، حيث أدت إعادة انتخاب رئيسة البرازيل ديلما روسف إلى تهدئة التكهّنات بإجراء تغيير في السياسات، وبالتالي تزايد الإقبال في السوق. وكانت الأسواق الناشئة الأوروبية الأسوأ أداءً، حيث تراجعت بنسبة 32.2% في العام 2014. وانخفضت الأسهم الروسية بشكل كبير خلال السنة بعد أن أدى تراجع أسعار النفط والضبابية السياسية إلى إقبال كبير على البيع. كذلك تأثرت الأسواق الناشئة الأخرى في منطقة اليورو بأزمة الروبل الروسي وشهدت خروج تدفقات أموال كبيرة في الربع الأخير من السنة.

أما في السنة القادمة، من المتوقع أن يتباين أداء الأسواق الناشئة نتيجة للتغيرات الكبيرة في أسعار السلع. ومن المتوقع أن يبقى النمو البطيء وانعدام التوازن المالي والمخاوف الجيوسياسية عوامل رئيسية تؤثر سلبيًا على الكثير من الأسواق الناشئة. وبالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تشهد الأسواق الناشئة الأضعف خروج تدفقات رأسمالية مع بدء المصرف الاحتياطي الفدرالي بتشديد سياسته النقدية في النصف الثاني من العام 2015. ولذلك فإن الدول التي تتعامل خلال السنة بشكل متفاعل مع انعدام التوازن في الحساب الجاري وتقوم باستيراد الطاقة سوف تحقق أداءً جيدًا مقارنةً بالدول الأخرى. ومن المتوقع أن يعود انخفاض أسعار النفط بالمنفعة على مستوردي النفط كالمهند من خلال خفض معدلات التضخم وخفض العجز في الحساب الجاري وتقليص انعدام التوازن المالي. ومن المتوقع أن تشعر الدول المصدرة كالبرازيل وروسيا وجنوب إفريقيا بالتأثير على عملاتها وعلى العجز في ميزانيتها.

حققت الأسهم الناشئة الآسيوية أداءً أفضل مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى



المصدر: بلومبرغ



الأسهم الأمريكية عرضة لتأثر بعوامل عالمية؛ استثمارات انتقائية في الأسواق الناشئة الآسيوية

تراجعت الأسواق الناشئة وفقًا لمؤشر مورغان ستانلي كايبتال إنترناشونال للأسواق الناشئة بمعدل 4.6% في العام 2014 على الرغم من الأداء القوي في الهند والصين. وكان ذلك ناتجًا عن تراجع أداء أسواق ناشئة أخرى منها روسيا وكوريا الجنوبية والبرازيل وماليزيا والمكسيك. وقد فقد المستثمرون ثقتهم بالأسواق الناشئة الكبرى خلال العام 2014 في ظل بوادر تشير إلى تباطؤ النمو في الصين وانخفاض قيمة العملات وتشديد السياسات المالية في بعض الدول.

تأثرت الأسواق الناشئة بعدة أحداث عالمية ومحلية

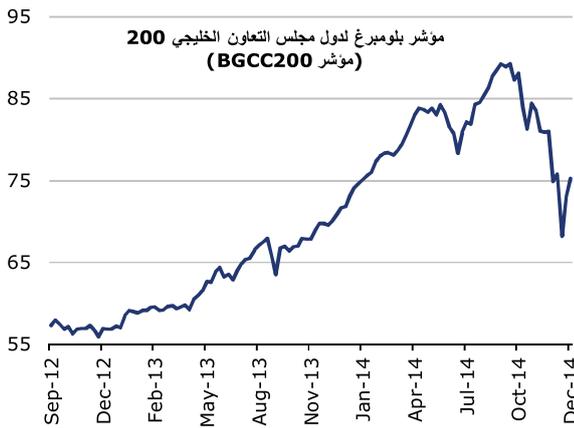


مؤشر مورغان ستانلي كايبتال إنترناشونال للأسواق الناشئة المصدر: بلومبرغ

حققت الأسواق الناشئة الآسيوية أداءً إيجابيًا نتيجة المكاسب التي شهدتها الأسهم الصينية والهندية، ما يظهر مدى القابلية للصدود مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى. وارتفعت الأسهم الصينية في النصف الأخير من السنة على الرغم من نمو الاقتصاد خلال الربع الثالث بأبطأ وتيرة له في أكثر من خمس سنوات. ورحب المستثمرون ببرنامج التحفيز الجديد الذي طرحه المصرف المركزي الصيني في منتصف شهر سبتمبر بقيمة تبلغ حوالي 81 مليار دولار أمريكي والخفض المفاجئ الذي أجراه على سعر الفائدة في شهر نوفمبر، وذلك للمرة الأولى منذ سنتين. واستمرت الأسهم الهندية في اجتذاب الاستثمارات الأجنبية - حوالي 17

في عدة سنوات. وتزايد إقبال المستثمرين الأفراد والمؤسسات بفعل ارتفاع أسعار النفط وأرباح الشركات الإيجابية ما أدى إلى تزايد الحركة في السوق. كذلك انتعش الإقبال في السوق بعد الأخبار عن فتح الأسواق في المملكة العربية السعودية أمام المستثمرين الأجانب في أواخر العام 2015 وتضمين الأسواق القطرية والإماراتية في مؤشر مورغان ستانلي كابيتال إنترناشونال للأسواق الناشئة. غير أن الأسواق عادت لتخسر معظم مكاسبها السابقة في النصف الثاني من السنة بسبب التراجع الحاد في أسعار النفط والتي وصلت إلى أدنى مستوياتها في خمس سنوات والتي أدت إلى تخوف المستثمرين من إمكانيات النمو في المنطقة. وتراجعت معظم المؤشرات في دول مجلس التعاون الخليجي بأكثر من 10% خلال الربع الأخير من السنة. أما في العام 2014، كان الأداء متفاوتاً في المنطقة وأنهت المؤشرات القياسية في سلطنة عمان والكويت والمملكة العربية السعودية السنة بأداء أقل بينما حققت المؤشرات الأخرى أداءً إيجابياً.

تراجعت الأسواق الخليجية بشكل ملحوظ بعد أن وصلت إلى مستويات مرتفعة غير مسبوقة

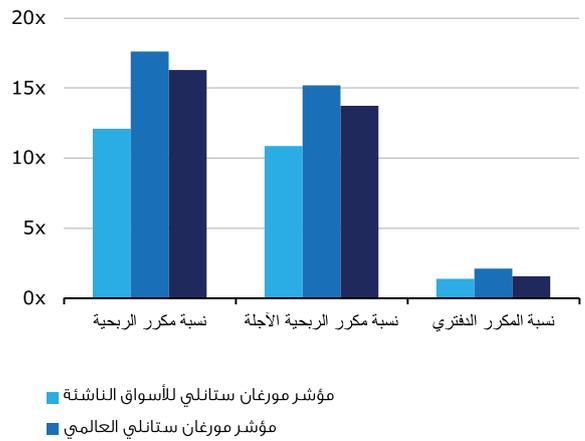


المصدر: بلومبرغ

كانت البحرين من بين أكثر الأسواق صموداً في دول مجلس التعاون الخليجي وشهدت معدل التراجع الأقل، حيث انخفضت بنسبة 3.4% فقط في الربع الأخير من السنة لتصبح عوائدها للعام 2014 بنسبة 14.2%. أي أفضل من جميع الدول الإقليمية الأخرى عدا قطر. غير أن ستاندرد آند بورز قد أوردت أن إنفاق الحكومة البحرينية، كما هو الحال في دول مجلس التعاون الخليجي الأخرى، يمكن أن يتأثر سلباً في حالة استمرار التراجع في أسعار النفط لفترة طويلة. كما شهدت المنطقة أيضاً بعض أكبر أنشطة الطرح الأول للاكتتاب العام خلال السنة. وعلى الرغم من الضغوط الصادرة من علماء شريعة، كان الطرح الأول للاكتتاب العام الذي أصدره البنك الأهلي التجاري، وهو أكبر بنك في المملكة العربية السعودية والعالم العربي، قد شهد فائزاً في الاكتتاب وتم إدراجه في سوق تداول. وتشمل إصدارات الأسهم الجديدة الطرح الأول للاكتتاب العام لمجموعة إعمار للتسوق في بورصة الإمارات والذي شهد أيضاً إقبالا من المستثمرين.

إننا نفضل الأسواق الناشئة الآسيوية حيث نتوقع أن تتمكن الحكومات فيها من تنفيذ الإصلاحات. ومن بين الأسواق الناشئة الآسيوية، نتوقع أن تتفوق الهند في أدائها على الأسواق الناشئة الأخرى نتيجة الإصلاحات السياسية وتراجع معدل التضخم ونمو أرباح الشركات. وتعتبر القيم السوقية لأسهم الأسواق الناشئة أقل مقارنة بالأسواق المتقدمة، ولذلك فإننا نوصي بالاستثمار بشكل انتقائي في بعض الأسواق التي تتيح فرص استثمار طويلة الأجل.

القيم السوقية في الأسواق الناشئة جذابة نسبياً



المصدر: بلومبرغ، أوروبا وأستراليا وإسرائيل والشرق الأقصى: الأسواق المتقدمة في أوروبا وأستراليا وإسرائيل والشرق الأقصى

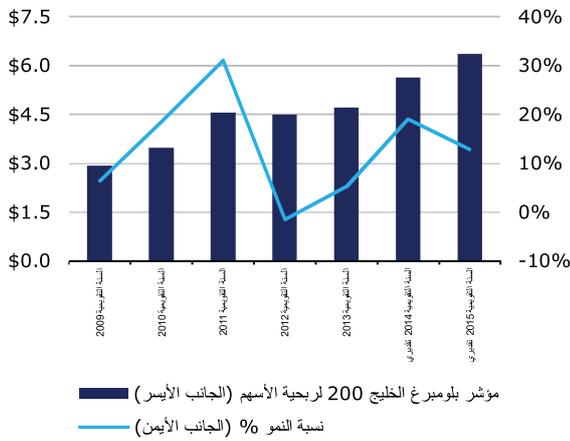


يؤثر التراجع الأخير في أسعار النفط على الأسهم الخليجية؛ فرص للشراء بقيم سوقية مؤاتية

حققت أسواق دول مجلس التعاون الخليجي أداءً ممتازاً في النصف الأول من العام 2014 ووصلت المؤشرات الرئيسية إلى أعلى مستويات لها

غير أننا نعتقد أنه سوف يكون هناك اهتمام كبير من المستثمرين بالسوق الخليجية نتيجة إعادة تصنيف مؤشر مورغان ستانلي كابيتال إنترناشونال مؤخرًا في الإمارات، وفتح السوق السعودية، والإصلاحات الرقابية والقانونية المتوقعة في بعض الدول. ومن المتوقع أن تبدأ الاستثمارات الجديدة حالمًا تتلاشى صدمة انخفاض أسعار النفط. وبشكل عام، يمكن أن تشهد الأسهم الخليجية تقلبات كبيرة السنة القادمة نتيجة تأثير العوامل المحلية والعالمية على الإقبال في السوق. لهذا فإننا نبقى حذرين ونوصي بتصنيف «حيادي».

سوف يتحمل قطاع البتروكيماويات التأثير الأكبر، ولكن من المتوقع أن تبقى أرباح الشركات عمومًا قوية



المصدر: بلومبرغ، باستخدام مؤشر بلومبرغ الخليج 200

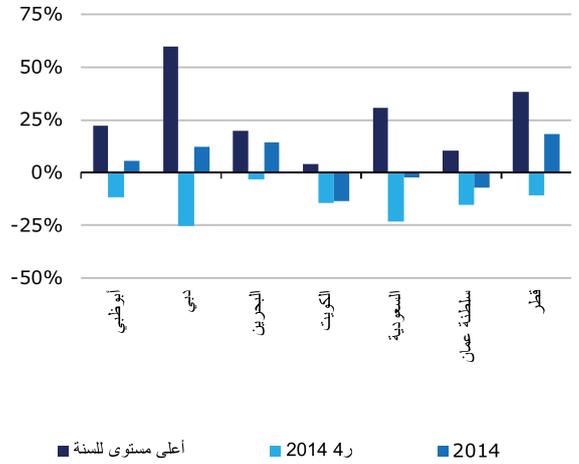


الدخل الثابت

احتمالات ارتفاع أسعار الفائدة تؤثر على الديون السيادية الأمريكية

على عكس توقعاتنا للسنة الماضية، شهدت العوائد على السندات الأمريكية لعشر سنوات انخفاضًا كبيرًا بعد الارتفاع الحاد الذي ساد بعد فترة أعياد الميلاد في العام 2013 عندما ارتفع العائد على السندات لعشر سنوات لفترة وجيزة إلى أكثر من 3%. وكان الارتفاع خلال الأيام الأخيرة من العام 2013 ناتجًا بشكل رئيسي عن قرار المصرف الاحتياطي الفدرالي بالبدء في تقليص برنامج مشترياته للأصول. وعلى الرغم من قرب إنهاء الاحتياطي الفدرالي لبرنامج التيسير الكمي، لا تزال العوائد على السندات لعشر سنوات قريبة من علامة 2%. وقد أصبح منحني العائد مستويًا إلى درجة كبيرة منذ بداية السنة. وكان انخفاض معدل الفرق بين الدين قصير الأجل والدين طويل الأجل ناتجًا بشكل رئيسي عن مناخ معدلات التضخم المنخفضة التي سادت في الفترة الأخيرة. وقد تأثر العمل على أدوات الخزينة الأطول أجلًا إلى حد كبير بتوقعات

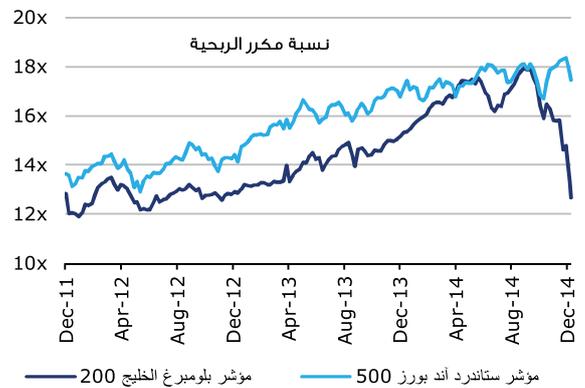
خسرت معظم الأسواق مكاسبها خلال الربع الأخير من العام 2014



المصدر: بلومبرغ

أما في الفترة القادمة، من المرجح أن يستمر التراجع في الأسواق حتى بداية موسم الأرباح هذه السنة والذي يمكن أن يبين كيفية اتجاه السوق. وهناك خطورة على أرباح الشركات نظرًا للتوقعات بأن أسعار النفط سوف تبقى منخفضة في المدى القصير إلى المتوسط. وتتوقع وكالة معلومات الطاقة الأمريكية أن أسعار خام برنت في العام 2015 سوف تبلغ في المتوسط 68 دولار أمريكي للبرميل، ويمكن أن تنخفض إلى أدنى من ذلك. غير أن الاحتياطات المالية الضخمة التي تملكها بعض دول مجلس التعاون سوف تساعد على التخفيف من تأثيرات تراجع الإيرادات الحكومية والصادرات على المدى القصير. وعلى الرغم من التوقعات بتأثر أرباح الشركات في قطاع البتروكيماويات سلبيًا، سوف تبقى أرباح الشركات عمومًا في دول مجلس التعاون الخليجي مستقرة نتيجة النمو في القطاعات غير النفطية. وفي المدى الأطول، تتيح الأسهم الخليجية فرصًا للشراء بقيمة مناسبة أقل من القيمة الفعلية حيث إن أسعارها قد تراجعت بشكل كبير مقارنةً بالمستويات المرتفعة التي كانت عليها في العام 2014، لتصبح تلك القيم السوقية أكثر عقلانية.

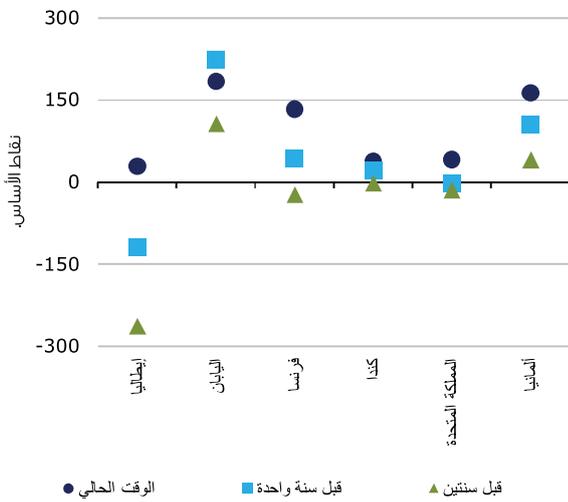
تراجعت القيم السوقية إلى مستويات واقعية تمثل فرص الشراء



المصدر: بلومبرغ

إلى جانب ذلك، أدت توقعات ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة وتوسعة العمل بنظام الفوائد الأقل ليشمل الاقتصادات المتقدمة الأخرى، إلى تأثير حاد على عوامل السوق. وقد تقلصت الفروقات بين العوائد على السندات السيادية الأمريكية وسندات الكثير من الأسواق الناشئة وأسواق دول محيط منطقة اليورو. كما أن تراجع فروقات العوائد بين أدوات الخزينة الأمريكية وأدوات الدين السيادي الأخرى ذات درجة التصنيف الأدنى، قد أدى إلى جعل سندات الخزينة الأمريكية أكثر جاذبية كغاية أصول، نظرًا لدرجة تصنيفها الائتماني المتفوقة.

الفرق بين العائد على السندات الأمريكية لعشر سنوات والعائد في دول مجموعة السبع



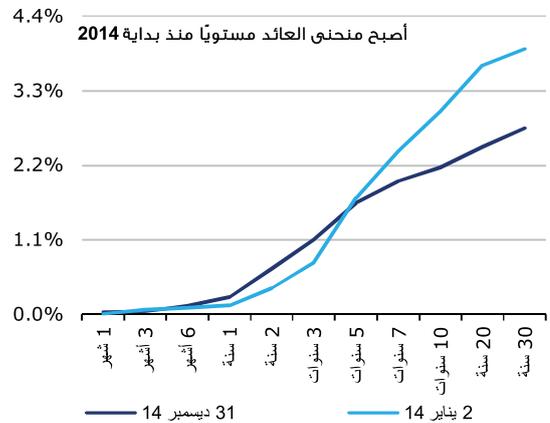
المصدر: بلومبرغ

لهذا من الواضح أن تغير اتجاهات الأسعار في الاقتصاد وتغيرات معدلات العوائد على السندات في أجزاء أخرى من العالم قد أدت إلى ارتفاع الطلب على أدوات الخزينة الأمريكي ذات الأجل الأطول. غير أن الاحتياطي الفيدرالي سوف يقوم على الأرجح بالبدء في تنفيذ تغيير تدريجي في السياسة النقدية خلال العام 2015، و نعتقد أن العوائد على سندات الخزينة ذات الأجل الأطول يمكن أن ترتفع تدريجيًا لتعود إلى المستويات التي كانت عليها في أوائل العام 2014. كما تشير اتجاهات العقود المستقبلية لأسعار الفائدة إلى تزايد الاعتقاد بأن أسعار الفائدة سوف ترتفع في النصف الثاني من العام 2015. ومن المؤكد أن الاحتياطي الفيدرالي قد بدأ بتغيير تصريحاته في بيان السياسة النقدية الأخير، وبالتالي تتعزز التوقعات بزيادة أسعار الفائدة في العام 2015 حتى ولو كانت رئيسة الاحتياطي الفيدرالي قد أشارت إلى أن البنك المركزي سوف يلتزم الصبر في تشديد السياسة النقدية.

لذا من الواضح أن السياسة النقدية الأكثر تشددًا في العام 2015 سوف تكون عملية تدريجية وسوف يواصل البنك المركزي مراقبة الاتجاهات الاقتصادية قبل اتخاذ قرار حول المسار المستقبلي للسياسة النقدية. وهناك حاليًا بوادر مشجعة من الاقتصاد الأمريكي تفوق بكثير أية مخاطر بحدوث فترة مطولة من التباطؤ، وبالتالي فإن هناك مجالًا كافيًا لتخلي المصرف المركزي الأمريكي عن سياسته النقدية المتساهلة جدًا. ولذلك فإننا نرى أن العوائد على السندات سوف ترتفع على الأرجح نتيجة

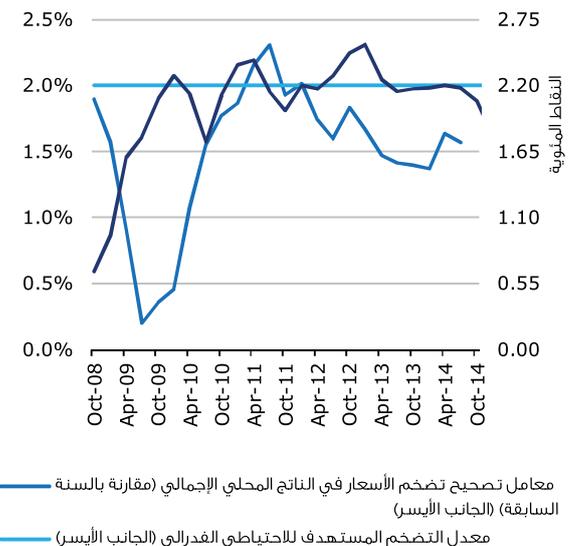
المشاركين في السوق للتراجع المستمر في معدل التضخم. ووصل سعر التعادل لعشر سنوات والذي يقيس توقعات التضخم بمقارنة الفرق بين العوائد على السندات السيادية التي تستحق في العام 2024 وأوراق الخزينة المحمية من التضخم ذات مدة الاستحقاق المماثلة، إلى نقطة مئوية، وهو أقرب إلى المستويات الأدنى منذ عدة سنوات التي سجلها في الفترة الأخيرة. ومع وصول مؤشرات التضخم إلى أدنى بكثير من المعدل المستهدف الذي وضعه الاحتياطي الفيدرالي، يبدو من الاتجاهات الأخيرة في أسواق السندات أن الاحتمالات ضعيفة بأن يتجاوز التضخم المعدل المستهدف الذي حدده الاحتياطي الفيدرالي، ويمكن أن يدفع ذلك بالاحتياطي الفيدرالي إلى الإبطاء في تشديد سياسته النقدية.

منحنى العائد في الولايات المتحدة



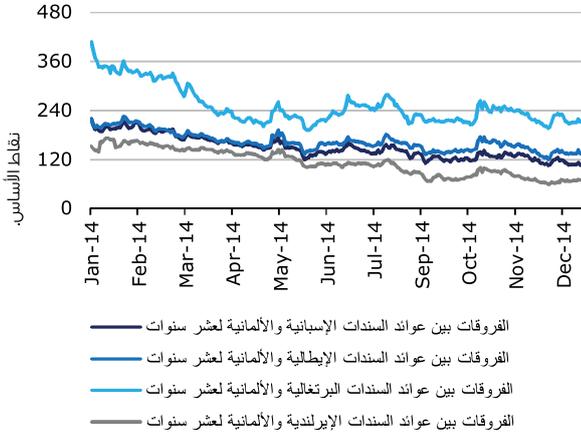
المصدر: وزارة الخزانة الأمريكية

اتجاهات الأسعار في الولايات المتحدة



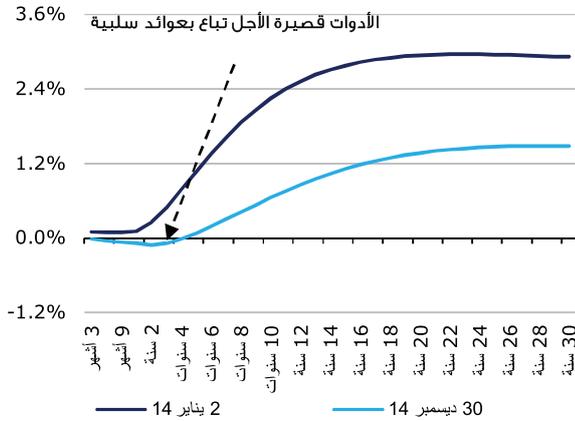
المصدر: المصرف الاحتياطي الفيدرالي في ساينت لويس
المكتب الأمريكي للتحليل الاقتصادي

الفروقات في العوائد على السندات السيادية



المصدر: بلومبرغ

منحنى العائد على السندات الحكومية المركزية في منطقة اليورو المصنفة بدرجة AAA



المصدر: البنك المركزي الأوروبي

على الرغم من أن رئيس البنك المركزي الأوروبي قد أعرب بشكل متكرر عن تنفيذ برنامج لشراء الأصول يشمل على السندات الحكومية، من الواضح أن الخلافات المتفاقمة بين صناع السياسة النقدية في البنك المركزي الأوروبي قد منعت البنك المركزي من اتخاذ أية تدابير توسعية أخرى. ولكننا نرى أن الضعف الكامن في اقتصاد المنطقة سوف يدفع بصناع السياسة النقدية في نهاية المطاف إلى تجاوز خلافاتهم في الفترة القادمة. وقد أعطى رئيس البنك المركزي الأوروبي الإشارة الأوضح إلى بدء تنفيذ شراء السندات السيادية في اجتماع السياسة النقدية الأخير حيث قال إن البنك المركزي الأوروبي سوف يعيد تقييم الحاجة إلى مزيد من برامج التحفيز، وأضاف أن حجم تدابير البنك المركزي الأوروبي وسرعة تنفيذها وتركيباتها يمكن أن تتغير إذا شعر صناع السياسة النقدية بالحاجة إلى مواجهة فترة مطولة من انخفاض معدلات التضخم في منطقة اليورو.

الاحتمالات بارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة، ما يعزز توصيتنا «بخفض الاستثمارات» في الديون السيادية الأمريكية. ولكن إذا لم تتحقق الاتجاهات المذكورة آنفاً بسبب انكماش الأسعار نتيجة لضعف أسعار السلع، ينبغي في تلك الحالة على المشاركين في السوق الاتجاه إلى الاحتفاظ بسندات أطول أجلاً، وبذلك يستوي منحنى العائد بشكل أكبر.



الإقبال على السندات الأوروبية وصل إلى أقصى مداه

استمر الإقبال على السندات في دول القلب ودول المحيط في منطقة اليورو خلال العام 2014، تعزز ذلك الاحتمالات المتزايدة باعتماد البنك المركزي الأوروبي لاستراتيجية شراء السندات السيادية في محاولة لإنعاش اقتصاد المنطقة. ومن المعتقد بشكل واسع أن البنك المركزي الأوروبي سوف يلجأ إلى برنامج تحفيز نقدي مشابه لبرنامج التيسير الكمي خلال العام 2015. ونحن أيضاً نؤيد هذا الاعتقاد حيث إن تدابير التحفيز النقدي التي اعتمدها البنك المركزي الأوروبي مؤخراً قد أثبتت عدم جدواها في مساعدته على تحقيق أهداف سياسته النقدية.

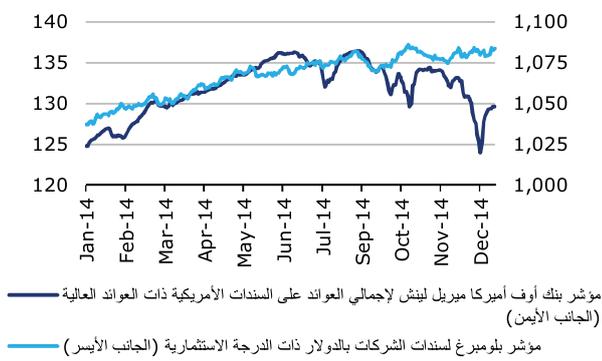
تستمر المخاوف من انكماش الأسعار في منطقة اليورو بإبراز الطبيعة الهشة لاقتصاد المنطقة. ومن المرجح أن يبقى النمو الاقتصادي في منطقة اليورو متدنياً، وأن تزيد المخاوف بأن يتسبب انكماش الأسعار باحتمالات انزلاق المنطقة نحو ركود اقتصادي في العام 2015. وقد سبق وأن دخل بعض اقتصادات محيط منطقة اليورو في مرحلة ركود اقتصادي، بينما لم تظهر على دول القلب الأوروبي أية بوادر هامة بانتعاش النشاط الاقتصادي.

ذات الأجل الأقصر بعوائد سلبية. ونرى أنه في ظل الإقبال غير المسبوق الذي تشهده سندات دول القلب الأوروبي، يبدو الاحتمال محدودًا لحصول مزيد من التراجع في العوائد. ولذلك فقد قمنا بمراجعة نظرتنا إلى الدين السيادي لمنطقة اليورو والتوصية «بخفض الاستثمار» فيها نظرًا لمحدودية المجال أمام حصول مزيد من الانخفاض في العوائد ونتيجة للضبابية السائدة على صعيد المناخ السياسي.

تفضيل الديون ذات العوائد العالية على خفض مخاطر ائتمان الشركات؛ ظهور ضعف في الديون ذات الدرجة الاستثمارية

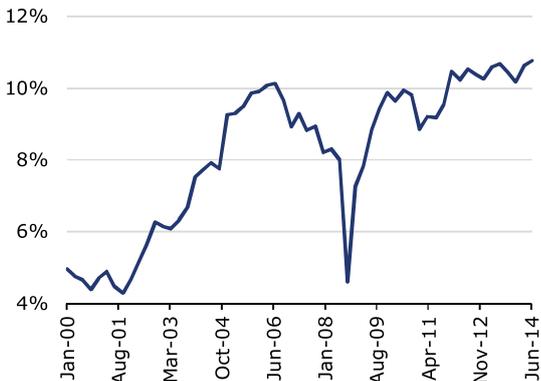
شهدت السندات الأمريكية ذات العوائد العالية تراجعًا متأثرًا إلى حد كبير بالإقبال على البيع في قطاع النفط والغاز. وتفوقت الديون الأمريكية ذات الدرجة الاستثمارية في أداؤها على الأدوات الائتمانية ذات الدرجة الأقل، ما يعكس إلى حد كبير مدى اهتمام المستثمرين بديون الشركات ذات النوعية الأعلى. وإلى جانب ذلك، لا تزال ديون الشركات ذات الدرجة الاستثمارية أقل عرضة للعوامل الخارجية المتقلبة. غير أن الفروقات بين العوائد على ديون الشركات ذات الدرجة الاستثمارية وسندات الخزينة الأمريكية أخذت بالتقلص، ويبدو الاحتمال محدودًا أمام حصول مزيد من الانخفاض في العوائد.

أداء الديون ذات العوائد العالية وذات الدرجة الاستثمارية



المصدر: المصرف الاحتياطي الفدرالي في ساينت لويس، بلومبرغ

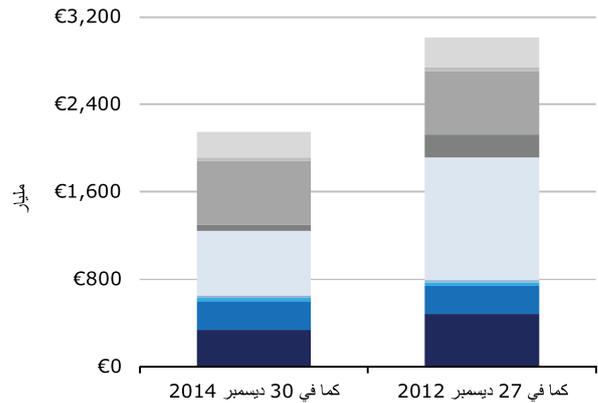
أرباح الشركات الأمريكية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: المصرف الاحتياطي الفدرالي في ساينت لويس

أشار رئيس البنك المركزي الأوروبي مؤخرًا إلى أن البنك المركزي ينوي توسعة ميزانيته العمومية إلى المستويات التي كانت عليها في أوائل العام 2012. وقد أدت عمليات إعادة التمويل الموجهة طويلة الأجل وبرنامج شراء السندات المضمونة إلى تأثير محدود على توسعة الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي. وكان حجم شراء عمليات إعادة التمويل الموجهة طويلة الأجل ضعيفًا، ويحتمل أن يعكس مدى تردد المصارف الإقليمية في الاقتراض بسبب النمو الائتماني الضعيف الذي شهدته المنطقة مؤخرًا. وحيث إن الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي أصغر مما كانت عليه في العام 2012 بحوالي 860 مليار يورو، من المحتمل أن يضطر البنك المركزي الأوروبي إلى تنفيذ برنامج تحفيزي يشمل مجموعة واسعة من الأصول، وتمثل السندات السيادية جزءًا رئيسيًا من مشترياته للأصول.

الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي

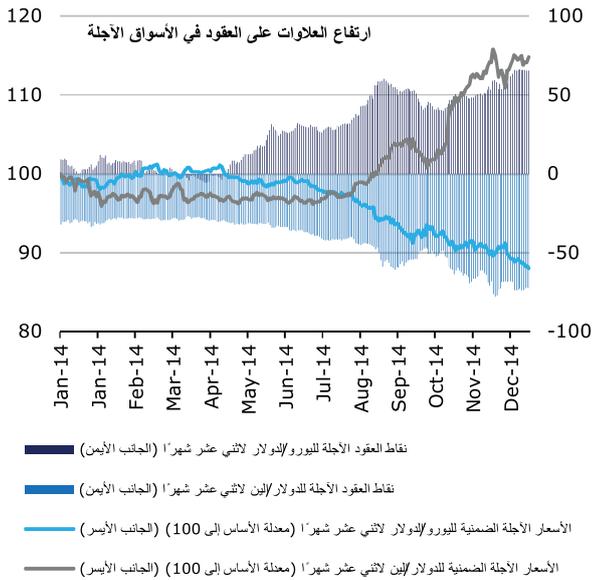


المصدر: البنك المركزي الأوروبي

لا تزال احتمالات اعتماد البنك المركزي الأوروبي لمزيد من تدابير السياسة النقدية تعزز السندات السيادية لدول القلب والمحيط الأوروبي. غير أننا نعتقد أن المجال أصبح محدودًا لحصول مزيد من الانخفاض في العوائد على السندات الأوروبية. كما أن غياب الإصلاحات الهيكلية والمالية الجديرة بالذكر يؤكد أن الاقتصادات المثقلة بالديون في المنطقة لا تزال عرضة للضعف الاقتصادي. وتظهر أيضًا نتائج انتخابات البرلمان الأوروبي والتطورات الأخيرة في اليونان أن الديون السيادية لدول المحيط الأوروبي يمكن أن تمثل مخاطرة وهي غير مضمونة النتائج. ولهذا فإننا نرى أن المخاطر التي ينطوي عليها الدين السيادي لدول المحيط الأوروبي تفوق بكثير المكاسب المحتملة من فئات الأصول هذه. أما فيما يتعلق باقتصادات دول القلب الأوروبي، فقد شهدت أدوات الدين السيادي القياسية إقبالًا حادًا ووصلت العوائد حاليًا إلى أدنى مستويات لها. كذلك يجري حاليًا عرض الديون السيادية لمنطقة القلب الأوروبي

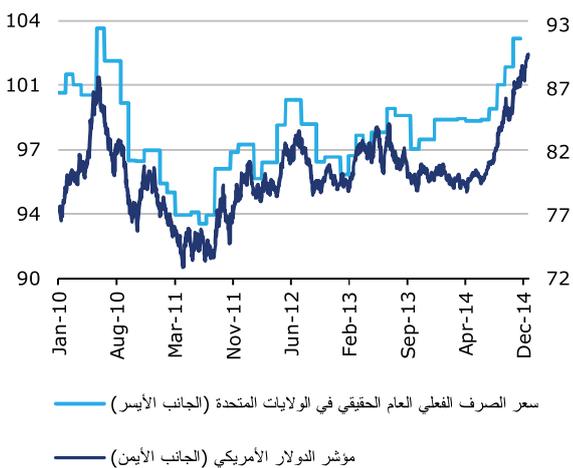
السوق الآجلة في الفترة القادمة تعززه البيانات الاقتصادية المشجعة الصادرة من الولايات المتحدة وزيادة التدخل في السياسة النقدية في أوروبا واليابان.

أسعار صرف العملات الآجلة



المصدر: المصرف الاحتياطي الفدرالي في ساينت لويس، بلومبرغ

مؤشر الدولار الأمريكي وسعر الصرف الفعلي العام

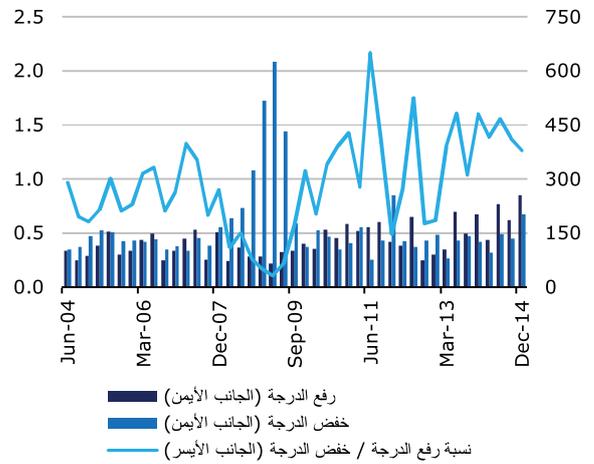


المصدر: بلومبرغ

تعكس التوسعة الكبيرة في النشاط الاقتصادي خلال الأشهر الستة الأخيرة مدى تحسن مساهمة النمو القائم على الاستهلاك في الاقتصاد عموماً. وقد شهدت معدلات العمالة في الولايات المتحدة الأمريكية تحسناً ثابتاً وأضافت سوق العمل في المتوسط أكثر من 200 ألف فرصة

أما في الفترة القادمة، تبدو مخاطر التراجع في ائتمان الشركات محدودة حيث إن أرباح الشركات قد نمت بوتيرة قوية وانحسرت إلى حد كبير مخاوف العجز عن السداد. ونرى أن التصحيح في ديون الشركات الأمريكية ذات العوائد العالية خلال العام 2014 قد جعل القيم السوقية معقولة ويمكن أن يؤدي الإقبال على الاستثمار في قطاعات مختارة إلى تحقيق عوائد متواضعة خلال العام 2015. ولا تزال الديون ذات الدرجة الاستثمارية عرضة لمخاطرة ارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة. ويمكن أن تشهد أدوات الدين ذات الدرجة الاستثمارية ضعفاً في حالة تشديد السياسة النقدية في الولايات المتحدة نظراً للارتباط بالمنح العام لأسعار الفوائد في الولايات المتحدة.

رفع/خفض الدرجة في ستاندرد آند بورز



المصدر: بلومبرغ

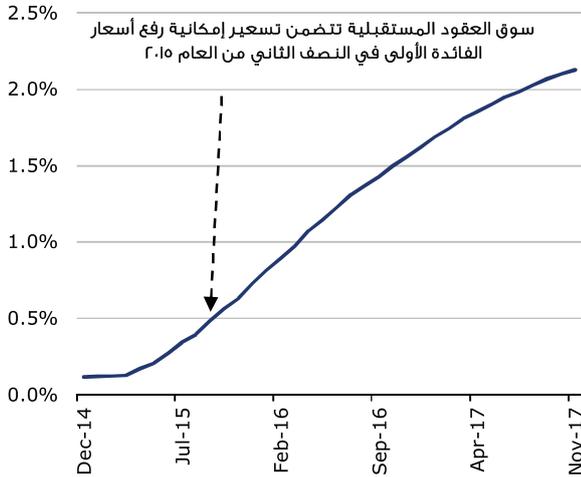


العملات

ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي

وفقاً لتوقعاتنا للعام 2014، ارتفع الدولار الأمريكي في مقابل معظم العملات الرئيسية. كما ارتفع مؤشر الدولار الأمريكي إلى أعلى مستوى له منذ الأزمة المالية تعززه البيانات الاقتصادية الإيجابية الصادرة في الولايات المتحدة. وإلى جانب ذلك، أدى التفاوت في السياسات النقدية بين الولايات المتحدة وأوروبا إلى مزيد من الإقبال في الفترة الأخيرة على الدولار الأمريكي. كما أظهرت الاتجاهات في الأسواق الآجلة أن المشاركين في السوق يتحضرون بشكل متزايد للتعامل مع التفاوت في السياسة النقدية الذي يمكن أن يحصل خلال السنة القادمة. أما في الأشهر الأخيرة، فقد شهدت العلاوات الآجلة على عقود اليورو/الدولار للآبني عشر شهراً ارتفاعاً حاداً، بينما شهد الخضم على عقود الدولار الأمريكي/اليين الياباني للآبني عشر شهراً تراجعاً كبيراً. ومن المرجح أن يستمر هذا الاتجاه في

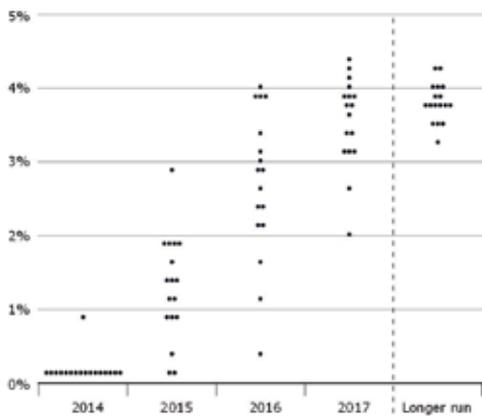
العقود المستقبلية على سعر فائدة الاحتياطي الفدرالي



المصدر: بلومبرغ

يرى عدد قليل من صناع السياسة النقدية أن انتظار تحقيق أهداف البنك المركزي لسوق العمل والتضخم يمكن أن ينطوي على مخاطر حيث إنه يمكن أن يؤدي إلى تأخير السياسة النقدية. كما يمكن أن يؤدي أيضاً إلى إبقاء البنك المركزي على سياسة الفائدة الصفرية لفترة أطول من اللازم، ما يعرض الاقتصاد لفقاعات مستقبلية. وهذا يعني احتمالاً أكبر لاستفادة أعضاء لجنة الأسواق المفتوحة من نافذة الفرصة التي يرجح أن تتاح في العام 2015 لعكس التدابير السياسية غير التقليدية التي تم تطبيقها.

الرسم النقطي للجنة الأسواق المفتوحة



المصدر: المصرف الاحتياطي الفدرالي الأمريكي

مع ترقب حصول تغيير جذري في السياسة النقدية في الولايات المتحدة في العام 2015، نرى أن الإقبال على الدولار الأمريكي سوف يستمر على الأرجح. ومن المحتمل أن يؤدي الأداء الممتاز للاقتصاد الأمريكي إلى المساهمة في تفوق الدولار الأمريكي على عملات دول مجموعة العشر الأخرى. وهذا يعني أن مؤشر الدولار الأمريكي يتجه بثبات ليستقر عند مستوى يتجاوز علامة 90 نقطة.

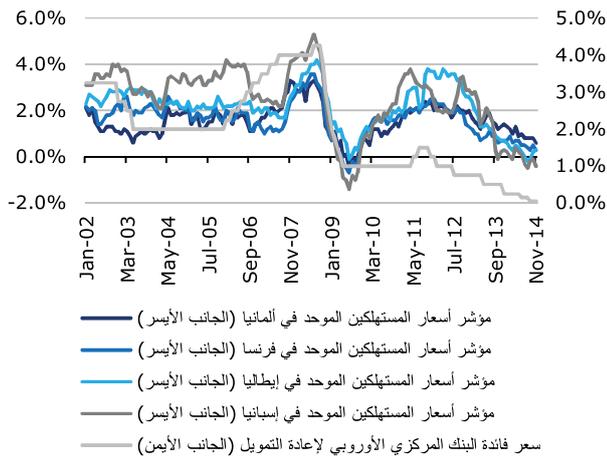


عمل كل شهر في العام 2014، وانخفض معدل البطالة بسرعة أكبر مما توقعه الكثير من صناع السياسة النقدية في لجنة الأسواق المفتوحة. وفي ديسمبر من السنة الماضية، تركزت توقعات صناع السياسة النقدية في لجنة الأسواق المفتوحة على أن يستقر معدل البطالة في الولايات المتحدة ضمن مدى يتراوح ما بين 5.8% و 6.1% بحلول نهاية العام 2015. ويبلغ معدل البطالة في الولايات المتحدة حالياً 5.8%. أما من حيث توقعات صناع السياسة النقدية، كانت تطورات سوق العمل سابقة بسنة على الأقل لما توقعه صناع السياسة النقدية في لجنة الأسواق المفتوحة عندما بدأ البنك المركزي الأمريكي العمل على تقليص برنامج مشتريات الأصول. ولا تزال هناك شكوك حول قوة انتعاش سوق العمل بسبب تراجع معدل المشاركة في القوى العاملة، ولكن إذا أخذنا في الاعتبار البوادر الصادرة عن مجموعة واسعة من مؤشرات سوق العمل، لا بد لنا من الإقرار بالتقدم الكبير الذي تحقق حتى الآن.

بعد تراجع الاحتياطي الفدرالي عن وعده بالمحافظة على أسعار الفائدة عند مستويات أدنى «لفترة زمنية طويلة»، أعطى البيان الصادر عن الاجتماع الأخير للجنة الأسواق المفتوحة إشارة ملموسة إلى أن البنك المركزي الأمريكي يسعى إلى إنهاء سياسته المتساهلة جداً في المستقبل. غير أن البنك المركزي قد أضاف أنه سوف يعتمد منهجية «صبورة» في تقرير الاتجاه المستقبلي لأسعار الفائدة، مشيراً بذلك إلى أن عملية زيادة أسعار الفائدة سوف تكون تدريجية. وأدى الاجتماع الأخير للجنة الأسواق المفتوحة إلى زيادة النشاط في شريحة عقود أسعار الفائدة المستقبلية، ومن المتوقع الآن أن يتم رفع معدل فائدة الاحتياطي الفدرالي للعقود المستقبلية خلال النصف الثاني من العام 2015. ويبدو أيضاً أن «الرسم البياني النقطي» الأخير يشير إلى أن صناع السياسة النقدية يميلون للبدء بإجراءات تشديد أسعار الفائدة في العام 2015. وأظهرت ورقة بحث أعدتها المصرف الاحتياطي الفدرالي في سان فرانسيسكو أن المشاركين في السوق قد توقعوا زيادة بسيطة في أسعار الفائدة في نظرة أكثر حمائية مقارنة مع صناع السياسة النقدية في البنك المركزي. ويتجلى هذا أيضاً في الرسم البياني النقطي الأخير للعقود المستقبلية على أسعار فائدة الاحتياطي الفدرالي. ويبلغ سعر الفائدة على العقد المستقبلي للاحتياطي الفدرالي لشهر ديسمبر 2015 حالياً 0.5650%، أي أقل بكثير من متوسط تقديرات صناع السياسة النقدية البالغ 1.3750%. ويمكن أن يعني هذا أن الأسواق قد تتفاجأ بمدى سرعة تشديد سياسة الاحتياطي الفدرالي. غير أن احتمال إجراء زيادة حادة في أسعار الفائدة يبدو مستبعداً في ظل اتجاهات التضخم الأبطأ من المتوقع للأسعار في الاقتصاد الوطني.

أسعار الفائدة، يتزايد الاحتمال بأن تؤدي الأوضاع الاقتصادية السائدة في أوروبا إلى دفع صناع السياسة النقدية في البنك المركزي إلى التوصل إلى اتفاق على إجراء توسعة كبيرة في الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي.

مؤشر أسعار المستهلكين الموحد في منطقة اليورو (مقارنة بالسنة السابقة)



كان معدل النمو في منطقة اليورو متدنياً في العام 2014، مع توقف شبه تام للنمو الاقتصادي في دول القلب الأوروبي. وكان عدد من اقتصادات دول المحيط الأوروبي قد دخل في مرحلة انكماش للأسعار خلال السنة. وعلى الرغم من التركيز في الوقت الحاضر على المسار المستقبلي للسياسة النقدية في منطقة اليورو، سوف تبقى التطورات على صعيد السياسة النقدية هامة وأساسية. وتعود جذور التباطؤ الاقتصادي الحالي إلى أزمة الديون السيادية والتي نجمت بشكل رئيسي عن سوء الإدارة الحكومية. ولا تزال اليونان تشكل نقطة ضعف المنطقة، ويمكن أن تؤدي التطورات الأخيرة على الواجهة السياسية إلى دفع مستقبل الدولة نحو المزيد من الضبابية. وقد ارتفعت مرة أخرى تكلفة الحماية من عجز اليونان عن سداد ديونها، ما يبرز مدى التشاؤم المتزايد حول طرق تعامل الاتحاد الأوروبي مع المشاكل الاقتصادية التي تواجهها اليونان. وتشير الأحداث الأخيرة في الدولة المثقلة بالديون إلى الفشل في حل المشاكل الهيكلية التي يواجهها الاقتصاد.

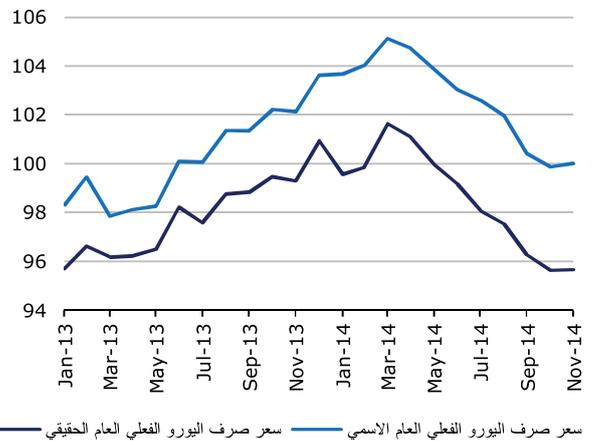
في ضوء النتائج غير المرغوب فيها لمعاهدة "الاستقرار المالي" في الاتحاد الأوروبي على معدلات النمو، يبدو من الضروري حالياً السماح بدرجة ما من التساهل المالي لاقتصادات مثل فرنسا وإيطاليا، والتي يظهر أنها قد تعرضت للضرر الأكبر بسبب المشاكل المالية القائمة بين الدول في الاتحاد النقدي. وأخذت قوة الأحزاب الشعبوية والمعارضة للاتحاد الأوروبي تتزايد، ويعود السبب الرئيسي في ذلك للضغوط الاقتصادية الأخيرة. وفي ظل المناخ السياسي الحش في ظاهره، هناك حاجة إلى وضع استراتيجية لتدعيم النمو، والتعامل مع المشاكل في سوق العمل، والتعامل مع انكماش الأسعار بطريقة ملموسة. وإلى جانب ذلك، يمكن أن تسهم التدابير الهادفة إلى زيادة الإنفاق الحكومي في الدول ذات الفوائض الأكبر في حساباتها الجارية، في المساعدة على التعويض عن انخفاض النمو في المنطقة نتيجة للتدابير التقشفية الأخيرة.



يمكن أن يشهد سعر صرف اليورو مزيداً من التراجع بعد تنفيذ إجراءات البنك المركزي الأوروبي

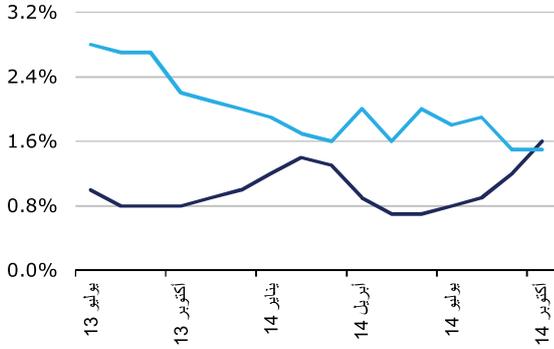
كان التراجع في سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي أكبر من توقعاتنا. فقد انخفض سعر صرف العملة الموحدة في مقابل الدولار في ظل التوقعات المتزايدة بأن البنك المركزي الأوروبي سوف يبدأ بتنفيذ برنامج تحفيز نقدي أكبر. وكان حجم مشتريات عمليات إعادة التمويل الموجهة طويلة الأجل كبيراً، ما يترك مجالاً للشك حول ما إذا كانت هذه التدابير يمكن أن تؤدي إلى التعويض عن تقلص الميزانية العمومية للبنك المركزي الأوروبي نتيجة إعادة السداد من عمليات إعادة التمويل السابقة. وإلى جانب ذلك، يبدو أن المناخ الاقتصادي العام يبرر تنفيذ تدابير نقدية ومالية إضافية للتعامل مع الصعوبات الاقتصادية الأخيرة.

أسعار صرف اليورو الفعلية



لم يتمكن البنك المركزي الأوروبي في العام 2014 من تحقيق التوقعات بأنه سوف يعتمد سياسة نقدية مكثفة. ويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى الخلافات المتفاقمة بين صناع السياسة. غير أن توقعات البنك المركزي الأخيرة للتضخم والنمو تبرز مدى قلق صناع السياسة النقدية من انزلاق اقتصاد المنطقة إلى مرحلة انكماش عام للأسعار. ويتوقع البنك المركزي أن يبلغ معدل التضخم 0.7% في العام 2015 و1.3% في العام 2016. وقد توقع البنك المركزي أن ينمو اقتصاد المنطقة بمعدل منخفض يبلغ 0.8% في العام 2015. ومع توقع بقاء معدل التضخم دون المعدل المستهدف الذي وضعه البنك المركزي الأوروبي والبالغ حوالي 2%، ومع عدم وجود أي مجال لإجراء خفض إضافي في

نمو الأجور في المملكة المتحدة ومؤشر أسعار المستهلكين



المصدر: بلومبرغ

بالإضافة إلى ذلك، فإن الضعف الاقتصادي المستمر في الاتحاد الأوروبي، الشريك التجاري الأكبر لبريطانيا، والعقوبات المفروضة على روسيا، تؤثر سلبًا أيضًا بشكل تدريجي على الاقتصاد البريطاني.

تعتبر المملكة المتحدة من بين أفضل الاقتصادات أداءً ضمن مجموعة العشر، ومن المرجح أن يستمر هذا الاتجاه، نظرًا لقوة قطاع الخدمات فيها. وعلى الرغم من البؤادر المشجعة على صعيد النمو، يمكن أن ينخفض سعر صرف الجنيه الاسترليني في العام 2015 نتيجة للضبابية في المناخ السياسي واحتمالات خفض أسعار الفائدة لفترة زمنية طويلة.

أظهرت آخر الاتجاهات في متوسط سعر الفائدة بين البنوك على الجنيه الاسترليني ليوم واحد للعقود الآجلة، أن التجار قد راهنوا باستمرار على زيادة أسعار الفائدة في موعد أقرب من المتوقع في المملكة المتحدة. ويشير متوسط سعر الفائدة بين البنوك على الجنيه الاسترليني ليوم واحد للعقود الآجلة حاليًا إلى أن بنك إنجلترا سوف يبقى على الأرجح على أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة غير مسبوق حتى نوفمبر 2015 كحد أدنى. وبالإضافة إلى ذلك، ومع اقتراب موعد الانتخابات العامة في المملكة المتحدة، وبعد الاستفتاء على انفصال اسكتلندا الذي جرى السنة الماضية، يمكن أن يصبح الجنيه الاسترليني مرة أخرى عرضة للتأثر بالتطورات السياسية في البلاد. وبناءً على آخر استطلاعات الرأي، تبدو النتيجة الأكثر ترجيحًا للانتخابات الوطنية، قيام الأحزاب التقليدية بتشكيل حكومة ائتلاف. ولكن لا يزال هناك احتمال كبير بتعطيل البرلمان في المملكة المتحدة وعلى الأخص بسبب فوز الأحزاب السياسية غير التقليدية بالتأييد في السنوات الأخيرة. وعلى الرغم من التدابير التقشفية التي تم تنفيذها مؤخرًا، لا يزال المركز المالي لبريطانيا يتدهور. وهذا يعني أن الحكومة القادمة سوف تواجه ضغوطًا لاتخاذ الإجراءات الضرورية لمواجهة المشاكل على الصعيد المالي. كما أن التدابير الإضافية للتوحيد المالي بخفض الفوائض وتراكم الديون يمكن أن تؤثر سلبًا على النمو على المدى الطويل. ومن المحتمل أن تشهد المملكة المتحدة مزيدًا من الإجراءات المماثلة فيما يتعلق بالسياسة النقدية في العام 2015 والضبابية على الصعيد السياسي، ولذلك يبدو من المرجح أن الجنيه الاسترليني يمكن أن ينخفض خلال المرحلة الأولى من العام 2015. غير أن قدرة النمو في بريطانيا على مواصلة الصمود في النصف الثاني من العام 2015 يمكن أن تجعل بنك إنجلترا في مركز أفضل للتخلي عن سياسته النقدية المتساهلة، وعلى الأخص بعد تجاوز الضبابية السياسية. وهذا بالتالي يفسح في المجال أمام الجنيه الاسترليني لتحقيق ارتفاع في النصف الثاني من العام 2015.

وبينما تباطأ البنك المركزي الأوروبي في العام 2014، من المرجح أن يتحقق تقدم على صعيد السياسة النقدية في العام 2015. وسوف يؤدي هذا مرة أخرى إلى انخفاض سعر صرف اليورو إلى المستويات المتدنية التي شهدتها في العام 2012. غير أننا نعتقد أن السياسة النقدية يمكن أن تقدم دعمًا محدودًا فقط للاقتصاد، وأن العامل الرئيسي الذي يمكن أن يحقق النمو الاقتصادي المستدام هو إجراء الإصلاحات الهيكلية الضرورية، حيث من المتوقع أن يؤدي غياب الإصلاحات الهيكلية الضرورية والمناخ السياسي غير المؤاتي إلى إلحاق الضرر بالعملة الموحدة في الفترة القادمة.



تراجع توقعات زيادة أسعار الفائدة يؤثر على سعر صرف الجنيه الاسترليني

على عكس توقعاتنا للعام 2014، تراجع الجنيه الاسترليني في مقابل الدولار الأمريكي، حيث تضرر الجنيه الاسترليني في العام 2014 بفعل الضبابية التي سادت نتيجة الاستفتاء على انفصال اسكتلندا وتناقض احتمالات قيام بنك إنجلترا بخفض أسعار الفائدة. وعلى الرغم من أنه كان من المتوقع بشكل واسع أن يقوم بنك إنجلترا برفع أسعار الفائدة قبل المصارف المركزية العالمية الأخرى، يمكن أن تؤدي العوامل الاقتصادية السائدة في المملكة المتحدة إلى الحيلولة دون تمكن البنك المركزي من اعتماد تدابير سياسية أشد في المستقبل القريب. وكما هو الحال في الاقتصادات العالمية الكبرى الأخرى، تراجع معدل التضخم في المملكة المتحدة إلى أقل من معدل التضخم المستهدف الذي وضعه البنك المركزي والبالغ 2%. كما انخفض معدل نمو الأجور، ما أدى إلى شكوك حول ما إذا كان صناع السياسة النقدية يميلون إلى زيادة أسعار الفائدة في العام 2015. وعلى الرغم من أن معدل نمو الأجور قد أظهر بوادر محتملة للارتفاع من المستويات المتدنية غير المسبوقة التي وصل إليها، يمكن أن يؤدي مناخ الأسعار المتدنية إلى محافظة بنك إنجلترا على سياسته المتساهلة في الوقت الحاضر.

تبرز المخاوف المشار إليها أعلاه أن المناخ الاقتصادي في اليابان لا يزال ضبابيًا، ما يعرض الين لعدد كبير من التحديات التي يمكن أن تظهر في المستقبل. وعلى ضوء ذلك، نتوقع أن ينخفض الين الياباني في مقابل عملات معظم دول مجموعة السبع، غير أن الحركة يمكن أن لا تكون في اتجاه واحد، حيث إن التقلبات في الأسواق العالمية يمكن أن تدفع بالتجار إلى شراء الين الياباني كملأذ آمن.

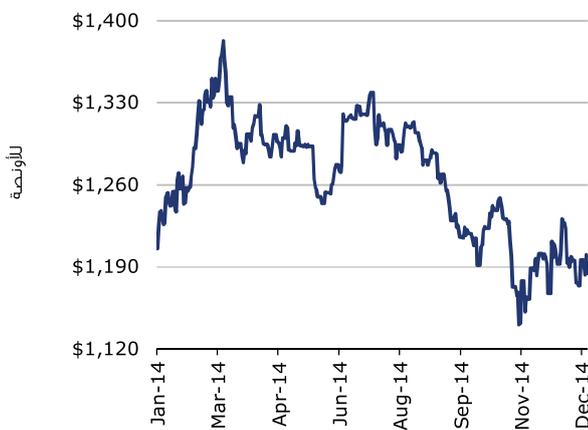


السلع

أسعار الذهب سوف تبقى ضمن المدى المتوقع

بينما سادت التقلبات أسعار الذهب خلال العام 2014، أنهت السنة دون أي تغيير تقريبًا بعد التراجع بحوالي 28% في العام 2013، وارتفعت أسعار الذهب في الربع الأول من السنة نتيجة للأحداث الجيوسياسية في أوكرانيا والتي حفزت الطلب على الأصول الآمنة، غير أن الإقبال بدأ بالتراجع مع ظهور بوادر انتعاش على الاقتصاد العالمي وبدء التهذبة على الصعيد الجيوسياسي في أوكرانيا. كذلك رفضت غالبية كبيرة الاستفتاء السويسري على زيادة احتياطات الذهب إلى 20% من أصول البنك المركزي مقارنة بالنسبة الحالية البالغة 7%. بعد أن شهد وتيرة متسارعة في أواخر السنة، ما يؤثر سلبيًا أيضًا على أسعار الذهب. وبعد الاستفتاء، تراجعت أسعار الذهب في نوفمبر 2014 إلى أدنى مستوياتها في أربع سنوات، غير أنها عادت لترتفع بحوالي 5% في فترة الشهر والنصف الأخيرة، في إشارة إلى أن التراجع في الأسعار كان مبالغًا فيه.

أسعار الذهب

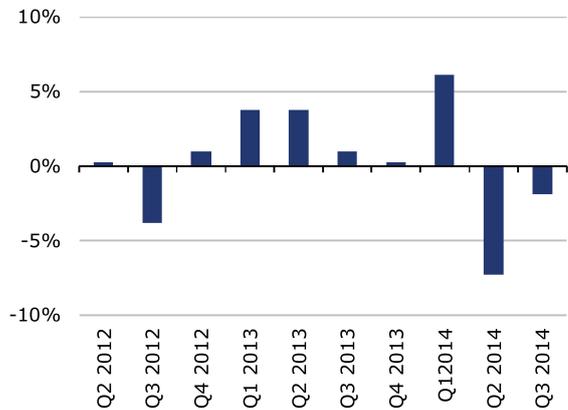


المصدر: بلومبرغ

تستمر نظرتنا للين الياباني هبوطية

واصل الين الياباني تراجعها إلى مستويات منخفضة غير مسبوقة منذ عدة سنوات في مقابل الدولار الأمريكي وكان أداءه أقل من معظم العملات الرئيسية الأخرى في العام 2014. ولا يزال اتجاه الين الياباني مرتبطًا بشكل وثيق بمستقبل اقتصاديات آبي. كما أن التدابير المكثفة التي اعتمدها بنك اليابان المركزي قد أدت إلى تغييرات غير عادية في عوامل السوق عمومًا. وقد أصبح بنك اليابان المركزي اليوم أكبر مالك للديون اليابانية ومن المعتقد أنه يقوم بمشتريات تفوق ما تصدره وزارة المالية شهريًا. وعلى الرغم من التدابير الاستثنائية التي يتخذها صناع السياسة النقدية في اليابان لمواجهة الأزمة، لا تظهر أية بوادر رئيسية مشجعة في الاقتصاد الياباني.

الناتج المحلي الإجمالي الياباني (بمعدل سنوي مقارنة بالربع السابق)



المصدر: بلومبرغ

أظهرت أرقام الناتج المحلي الإجمالي الأخيرة أن الاقتصاد الياباني قد دخل في مرحلة ركود اقتصادي في الربع الثالث من السنة. كذلك، وبعد النجاح الأولي الذي شهدته الجولة الأخيرة من تدابير التحفيز النقدي، فإنها لم تؤدِ إلى أي نجاح يذكر في الوصول إلى معدل التضخم المستهدف الذي وضعه البنك المركزي. وإلى جانب ذلك، فإن الانخفاض الكبير في قيمة العملة المحلية مقارنة بالعملات الرئيسية الأخرى لم يحقق سوى دعم محدود للصادرات حيث سجلت اليابان عجزًا في ميزانها التجاري على مدى السنتين والنصف الأخيرتين تقريبًا.

بعد النصر الذي حققه شينزو آبي في الانتخابات المبكرة الأخيرة، سوف يتم تقرب ما إذا كانت الحكومة سوف تستمر في تركيزها على الالتزام بتدابير التشديد المالي في السنوات القادمة. وتبين المؤشرات الاقتصادية الأخيرة بوضوح أن الزيادة في ضريبة الاستهلاك قد ألحقت ضررًا شديدًا باستهلاك الأسر اليابانية في أرباع السنة الأخيرة. وفي ضوء التركيز المحتمل للحكومة الجديدة على تعزيز النمو، قامت بتأخير تطبيق المزيد من الزيادات في ضريبة الاستهلاك. وعلى الرغم من أن هذا يعتبر مفيذاً للنمو، لا تزال هناك شكوك بقدرة الحكومة على خفض مديونيتها. وكان هذا العامل الرئيسي الذي دفع بهيئة مودي مؤخرًا إلى خفض درجة التصنيف الائتماني لليابان بعلامة واحدة. كذلك، ومع تسريع بنك اليابان لعملياته لشراء الأصول، هناك خوف من أن مشتريات البنك المركزي يمكن أن تؤدي إلى إبعاد المشاركين الآخرين عن أسواق السندات.

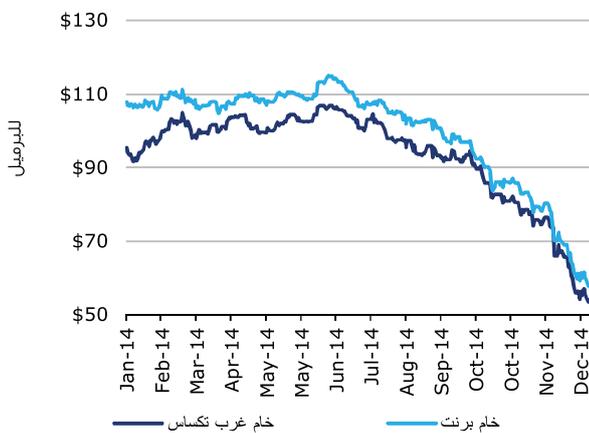
أن يأخذوا في الاعتبار أيضًا حقيقة أن أسعار الذهب يمكن أن ترتفع بفعل أية مفاجأة سلبية على صعيد الاقتصاد الكلي أو أي تهديد جيوسياسي. ولكن في الوقت الحاضر، يستمر التوازن إلى حد ما بين المخاطر الإيجابية والسلبية، ونحن نوصي بتصنيف حيادي.



مغالة في تراجع سعر النفط؛ يمكن أن يشهد سعر النفط انتعاشًا ولكنه يبقى متقلبًا

كان النفط الخام الأسوأ أداءً مقارنةً بجميع فئات الأصول الأخرى، حيث تراجع بحوالي 45% في العام 2014. وكان للإنتاج السريع للنفط الخام في أمريكا الشمالية بسبب ثورة النفط الصخري، تأثيرًا بسيطًا على سوق النفط العالمية حتى الفترة الأخيرة. وأدت النزاعات الجيوسياسية القائمة في الشرق الأوسط وعلى الأخص في ليبيا والعراق، والحظر الغربي على إيران إلى تراجع الإنتاج بأكثر من 3 ملايين برميل يوميًا، وبالتالي التعويض عن الزيادات في الإنتاج من الولايات المتحدة الأمريكية وكندا. غير أن الكثير من تلك المسائل الجيوسياسية بدأت بالزوال في شهر أكتوبر تقريبًا. وبدأت زيادة الإنتاج في الولايات المتحدة وارتفاع الكمية المعروضة من العراق وغرب إفريقيا ودول أخرى، وانخفاض نمو الطلب العالمي، بالضغط الهبوطي على أسعار النفط الخام بعد أن كانت قد وصلت إلى ذروتها في شهر يونيو عند 115 دولار أمريكي للبرميل. وفي تطور مفاجئ، امتنعت منظمة الأوبك في اجتماعها الأخير عن خفض الإنتاج، وبدأت عمليات بيع كبيرة في السوق لتراجع بذلك الأسعار إلى مستويات لم تشهدها منذ خمس سنوات.

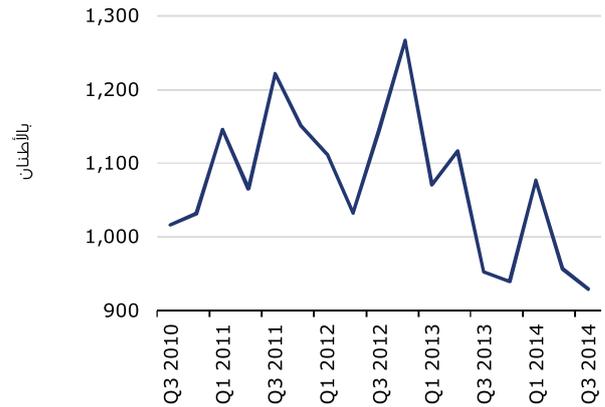
شهدت أسعار النفط الخام تراجعًا حادًا في النصف الأخير من السنة



المصدر: بلومبرغ

إننا نرى أن الأسعار قد أخذت في الاعتبار السلبيات، وأن أسعار الذهب في العام 2015 سوف تبقى ضمن المدى المتوقع نتيجة للتوقعات بزيادة أسعار الفائدة في الولايات المتحدة وارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي، وتدعمها أيضًا السياسات النقدية المتساهلة التي يقوم بتنفيذها البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان المركزي.

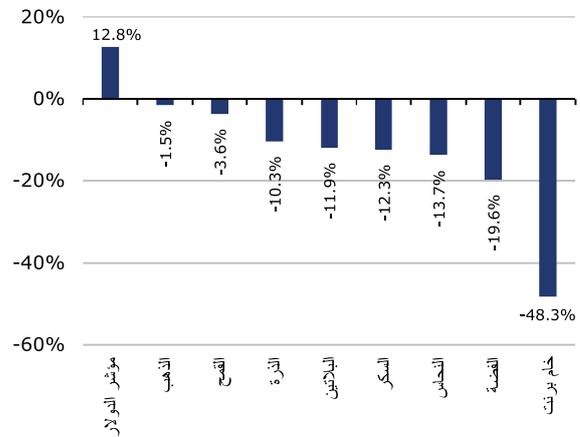
الطلب على الذهب



المصدر: مجلس الذهب العالمي

أما في جانب الطلب، وعلى الرغم من النشاط الضعيف في الأشهر التسعة الأولى من العام 2014، نتوقع أن تؤدي أسعار الذهب المنخفضة إلى إنعاش طلب المستهلكين وعلى الأخص في الصين والهند. ونتوقع أن يعزز الطلب الهندي الأسعار حيث قامت الحكومة الهندية مؤخرًا بإلغاء قاعدة 80 : 20 والتي كانت تنص على إلزام مستوردي الذهب بإعادة تصدير 20% من الكميات.

أداء الذهب مقارنة بالسلع الأخرى المسعرة بالدولار الأمريكي

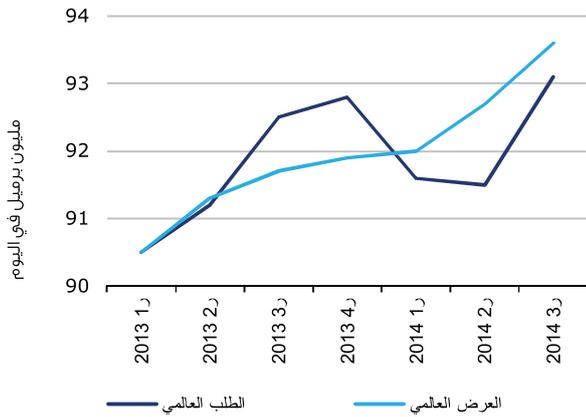


المصدر: بلومبرغ

على الرغم من تأثير الصعوبات الناتجة عن ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي والزيادة المتوقعة في أسعار الفائدة، يتوجب على المستثمرين

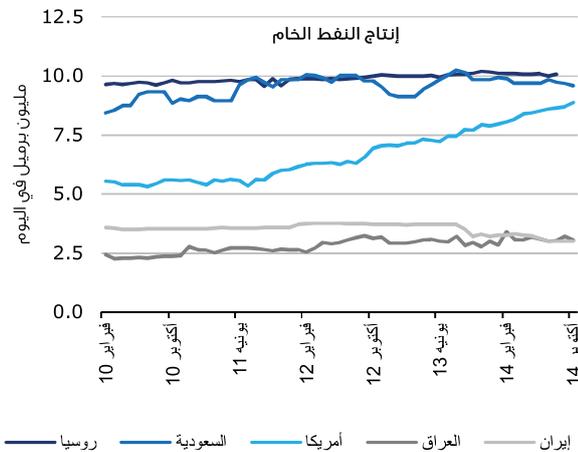
التراجع الحاد منها: أن هذه تعتبر خطوة من منظمة أوبك لضمان عدم الاستمرار في عمليات إنتاج النفط الصخري الأعلى تكلفة. غير أن مثل هذه الاستراتيجية الخطرة يمكن أن تعود بالضرر على أصحابها في النهاية حيث يحتاج الكثير من الدول الأعضاء إلى الحصول على أسعار نفط عالية للمحافظة على توازن ميزانياتهم. ونظرًا للطبيعة متعددة الأبعاد لسوق النفط الخام وتأثير العوامل الجيوسياسية، من الصعب عمليًا توقع سعر النفط بأية درجة من الدقة. غير أننا نتوقع أن تصل أسعار النفط إلى أدنى مستوياتها عند الأسعار الحالية وأن تعود إلى الارتفاع خلال العام 2015 حيث إن أسعار النفط الحالية تهدد بتهميش وسائل إنتاج النفط الخام غير التقليدية. ونرى أن التراجع في أسعار النفط قد وصل في الغالب إلى أقصى مداها. غير أننا نتوقع تقلبات كبيرة في هذه الفئة من الأصول، وسوف تستغرق الأسعار بعض الوقت للاستقرار. ولذلك فإن توصيتنا لهذه الفئة من الأصول هي «حيادي».

الطلب العالمي على النفط الخام عوامل العرض



المصدر: وكالة الطاقة الدولية

مشاكل جانب العرض جادة وسوف تستمر

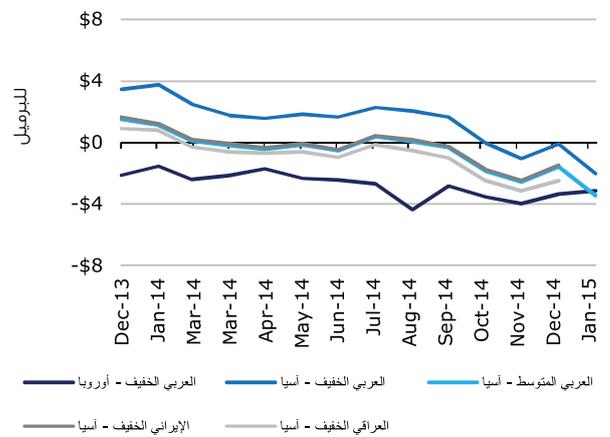


المصدر: وكالة الطاقة الدولية، أوبك، *إنتاج النفط الخام شاملاً المكثفات المضافة في المملكة العربية السعودية وروسيا والولايات المتحدة

امتنتعت الدولة المنتجة الرئيسية المملكة العربية السعودية وأعضاء أساسيين آخرين في منظمة أوبك عن خفض الإنتاج، واختارت بدلاً من ذلك خفض أسعار البيع للعملاء والمحافظة على حصتها من السوق.



أعضاء أوبك يخفضون سعر البيع الرسمي للمحافظة على حصة السوق



المصدر: بلومبرغ

بينما لم تكن نظرتنا إيجابية جدًا للنفط منذ فترة، فإن سرعة التراجع الأخير في أسعار النفط كانت مفاجئة لنا. وهناك نظريات مختلفة لتفسير

شركة الخبير الماليه

جدة

طريق المدينة

ص ب: 128289

جدة 21362

المملكة العربية السعودية

هاتف: +966 12 658 8888

فاكس: +966 12 658 6663

الرياض

مركز الجميعة التجاري

ص ب: 5000

الرياض 12361 المملكة العربية السعودية

هاتف: +966 1 210 1814

فاكس: +966 1 210 1813

سجل تجاري رقم: 4030177445

ترخيص هيئة السوق المالية رقم: 07074-37