

المرصد الاقتصادي

أبرز النقاط

(بداية من ٢٥ سبتمبر، ٢٠١٧)

- **لازم النشاط الاقتصادي العالمي القوة واتساع النطاق، في ظل ملازمة الأسواق الناشئة والمتقدمة في للأداء الجيد.** فالتجارة والاستثمار آخذان في الارتفاع، وأسعار السلع الأساسية شهدت تراجعاً، وتحسنت الثقة في الأعمال التجارية تحسناً عاماً، وانخفضت معدلات البطالة. وبعد طول انتظار، ثمة انتعاش في تضخم الاقتصادات المتقدمة، مع بقاء الولايات المتحدة استثناءً بارزاً من ذلك. وتذهب توقعاتنا إلى ارتفاع نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي إلى ٣,٢ في المائة هذا العام و٣,٣ في المائة العام الذي يليه. ففي حين يبدو النمو في الولايات المتحدة وأوروبا ثابتاً، يظل الرفع المالي شديد الارتفاع في الصين. وبالرغم من امتلاك السلطات هناك الأدوات اللازمة لإدارة الأزمة، فسيكون عليها معالجة هذه المسألة على نحو حاسم في القريب العاجل.
- **تواصل الأسواق المالية العالمية الأداء الجيد، يدعمها في ذلك توسع النشاط الاقتصادي في بيئة منخفضة التضخم، وسياسات نقدية تواصل ملازمة المرونة الشديدة من قبل المصارف المركزية، الأمر الذي يديم البحث عن العوائد.** فجميع الأصول تقريباً تحقق مكاسب قوية، مع تسجيل أسواق الأسهم مستويات قياسية واقتراب عوائد سندات الشركات من أدنى مستوياتها في مرحلة ما بعد الأزمة. مع ذلك، في ظل استمرار بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في تقييد السياسات المالية وتطلع المصرف المركزي الأوروبي إلى إنهاء برنامج شراء الأصول الذي يقدمه في العام المقبل، فإن مد السيولة شارغ في الانحسار ومن المحتمل أن يكشف عن القصور الشديد في تقييم المخاطر في أسواق عدة.
- **شهدت أسعار النفط تعافياً قوياً من أدنى مستوياتها في الصيف، ويعود تداولها إلى ما يقرب من ٦٠ دولاراً للبرميل.** فتخفيضات الإنتاج من قبل منظمة أوبك والنمو القوي في الطلب يؤديان، أخيراً، إلى إعادة توازن السوق التي طال انتظارها، وذلك كله إنما ينعكس في نقص حاد في المخزون. مع ذلك، ستواجه منظمة أوبك تخارجاً شديداً الصعوبة من تلك التخفيضات العام المقبل، في وقت يرجح فيه أن يكون الإنتاج الأمريكي آخذاً في النمو. لذلك، فمن المرجح ثبات متوسط الأسعار عند حوالي ٥٦ دولاراً للبرميل عام ٢٠١٨، بارتفاع عن متوسط العام الحالي البالغ ٥٤ دولاراً للبرميل، مع تحسن في التوقعات حتى بلوغ عام ٢٠٢٠.
- **يستمر الوضع المالي للحكومة السعودية في التحسن، وإن كان يتسم بالبطء.** فنتائج النصف الأول كانت أفضل مما كان متوقعا، وكان من شأنها أن تمنح الحكومة قدراً من الأحقية في تبرير زيادة الإنفاق الرأسمالي في النصف الثاني من العام. وتشير بيانات مؤشر مديري المشتريات إلى أن هذا الحال ربما يبدأ في التحول التدريجي إلى الاقتصاد الحقيقي. كذلك، يشهد الاستهلاك ارتفاعاً طفيفاً على ما يبدو، بالرغم من أن الاستحداث المقرر لضريبة القيمة المضافة في يناير الحالي سيمثل تحدياً واضحاً. فمن المتوقع أن تتسبب ضريبة القيمة المضافة في رفع معدلات التضخم مرة أخرى.

المحتويات

1	أبرز النقاط
2	التضخم والنمو الاقتصاديان العالميان
9	الأسواق المالية العالمية
13	أسواق النفط
١٥	المملكة العربية السعودية

إدارة الشؤون الاقتصادية

مجموعة سامبا المالية

صندوق بريد ٨٣٣، الرياض ١١٤٢١

المملكة العربية السعودية

ChiefEconomist@samba.com

التضخم والنمو الاقتصاديان العالميان

الولايات المتحدة الأمريكية

علاقات الرئيس ترمب بأعضاء الكونغرس الجمهوريين تصل إلى درجة غير مسبوقة من التوتر...

لا تزال السياسة الاقتصادية الأمريكية مقيدة بالعلاقات متزايدة التوتر بين الرئيس والكونغرس. فلا يزال العديد من كبار المشرعين الجمهوريين، لا سيما في مجلس الشيوخ، مستائين من أسلوب الحكم الذي يتبعه دونالد ترمب، وكذلك من أجندته التشريعية. وقد تسبب ذلك في افتقاد السيد ترمب للقدرة على التعجيل بتنفيذ مبادرات السياسة الرئيسية مثل إصلاح الرعاية الصحية والإصلاح الضريبي، على الأقل في الوقت الراهن.

...دوافع الرئيس للتوصل إلى اتفاق مع الديمقراطيين...

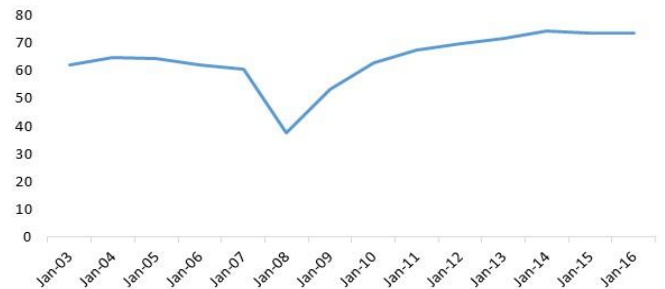
أدى هذا المأزق بالرئيس إلى إبرام اتفاق مفاجئ مع زعماء الكونغرس الديمقراطيين تشتمل بنوده على الإغاثة من إعصار هارفي، والتمويل الحكومي، وسقف الديون التي يبعث جميعها على القلق. وهذا الاتفاق، الذي اقترحه الديمقراطيون، يربط وقف العمل بسقف الديون لمدة ثلاثة أشهر بتدابير الإغاثة من إعصار هارفي، ويقترح اتخاذ «قرار مستمر» بديل يقضي بتمويل الحكومة حتى الثامن من ديسمبر. فالسنة المالية الجديدة تبدأ في الأول من أكتوبر، لكن الحكومة ليست في وضع يسمح لها بإقرار الميزانية نظراً للافتقار إلى التفاصيل حيال الميزانية المقترحة للإدارة، وضيق الإطار الزمني، والنزاع العام داخل الكونغرس. ودون ميزانية أو قرار مستمر، سيجري تعطيل عمل الحكومة الفيدرالية، كما حدث عام ٢٠١٣.

...العوامل المساعدة على حل مسألة سقف الديون، في الوقت الراهن على الأقل

يمكن للولايات المتحدة كدولة أن تتقبل تعطيل أعمال الحكومة. فصيغة السيد ترمب أهم بكثير لأنها تحول دون وقوع أزمة سقف الديون. وكان من المتوقع أن تنفذ الخيارات المتاحة أمام الخزانة فيما يتعلق بتجنب الوصول إلى السقف في الفترة من أوائل أكتوبر إلى منتصفه. فعدم رفع السقف (أو تعليقه) كان من شأنه أن يجعل من المستحيل عملياً على الخزانة أن تتجنب التخلف عن سداد بعض التزاماتها المتعلقة بالديون. وعجز الحكومة عن سداد ديونها كان سيكون غير مسبوق تقريباً (كان هناك عجز فني عام ١٩٧٩) وكان من المرجح أن يتسبب في اضطرابات شديدة في الأسواق المالية. ومن المستحيل معرفة الكيفية التي يمكن أن يتجلى بها هذا الأمر، ولكن الشكوك المتعلقة بسلامة الأسهم التي يركز عليها الجزء الأكبر من التقييم والتسعير العالميين للمخاطر — كان من الممكن أن تكون كارثية.

التوقعات الاقتصادية العالمية						
2019	2018	2017	2016	2015	2014	
إجمالي الناتج المحلي الحقيقي (نسبة التغير)						
3.2	3.3	3.2	2.8	3.0	3.1	العالم
2.0	2.3	2.0	1.6	2.4	2.4	الولايات المتحدة
0.5	1.1	1.4	1.0	0.5	0.1-	اليابان
1.6	1.8	2.0	1.7	1.5	0.9	منطقة اليورو
6.0	6.2	6.6	6.7	6.8	7.3	الصين
4.5	4.5	4.0	3.3	3.3	4.0	الأسواق الناشئة
2.6	1.0	8.0-	1.4	4.1	3.7	المملكة العربية السعودية
سعر الفائدة الرسمي (نهاية الفترة)						
2.25	2.25	1.50	0.75	0.50	0.25	الولايات المتحدة
0.25	0.10-	0.10-	0.10-	0.10	0.10	اليابان
0.50	0.00	0.00	0.00	0.05	0.15	منطقة اليورو
سعر النفط (دولار/برميل، متوسط الفترة)						
65.0	56.0	54.0	47.0	85.0	100.0	نقط برنت
تقديرات سامبا وتوقعاتها						

US: Public Sector Debt
(percent GDP; CIA)



من المتوقع أن يوافق الجمهوريون على ذلك الاتفاق، على غير رغبة منهم، إذ إنهم لا يمكنهم تحمل تبعه النظر إليهم على أنهم يعارضون توجيه المساعدات لضحايا هارفي أو يؤخرونه. فقد كان الجمهوريون يريدون إقرار مشروع قانون يرجى المعركة المقبلة حول سقف الديون إلى ما بعد انتخابات التجديد النصفي في نوفمبر ٢٠١٨. ويبدو العديد من الجمهوريين انزعاجهم من أن إرجاء المسألة المتعلقة بالديون والميزانية فقط إلى ديسمبر من هذا العام من شأنه أن يزيد من فعالية الديمقراطييين.

احتمال إعاقه الأوضاع السياسية الراهنة للسياسات لبقية العام على الأقل

من المرجح أن تسير الأوضاع السياسية إلى مزيد التوتر مع اقتراب ديسمبر. وهذا يشير إلى أنه لن تمرر أي مبادرة سياسية للبيت الأبيض (بما في ذلك الميزانية) في هذا العام التقويمي. فمن المعلوم أن السيد ترمب اقترح، في أواخر سبتمبر، إجراء تغييرات ضخمة على الضرائب، لكن هذه التغييرات لا تزال تنفرد إلى التفاصيل فيما يتعلق بكيفية تمويلها.

مع ذلك، فالاقتصاد الأمريكي بحالة جيدة

في الوقت نفسه، يبدو الاقتصاد الأمريكي بحالة جيدة بدرجة معقولة. فقد سجل إجمالي الناتج المحلي للربع الثاني زيادة كبيرة قدرها ٣ في المائة في السنة، بعد قراءة ضعيفة تؤثر في العادة في الربع الأول. فكما هو الحال دائماً، كان ما دفع إلى ذلك هو الاستهلاك الشخصي، الذي نما نمواً سريعاً نسبته ٣,٣ في المائة. ويتمثل أحد المحاذير غير مطمئنة في أن المراجعات التي أجريت على السنوات السابقة تبين أن معدل المدخرات الشخصية قد انخفض منذ نهاية عام ٢٠١٥. وبعبارة أخرى، فإن بعض المكاسب الاقتصادية على الأقل خلال العامين الماضيين قد نتجت عن إنفاق الأمريكيين أكثر من أجورهم الصافية، وليس من زيادة تلك الأجور الصافية.

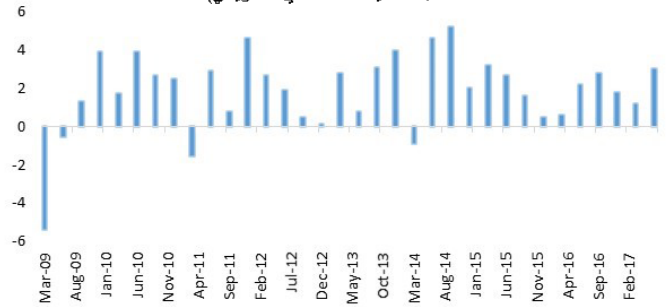
اللعز الدائم: ما سبب عدم انعكاس الضيق البادي على سوق العمل في الأجور؟

الحق إن الفكرة الزاهية إلى أن نمو الأجور – وبالتالي التضخم – يلزم الضعف الشديد على الرغم مما يبدو أنه سوق عمل ضيق جداً – هي اللغز الرئيس الذي يواجهه بنك الاحتياطي الفيدرالي. فقد ثبت نمو متوسط الكسب في الساعة (من سنة لأخرى) عند حوالي ٢,٥% على مدار العامين الماضيين. كذلك، فالمقياس المفضل لدى بنك الاحتياطي الفيدرالي لقياس التضخم؛ وهو نفقات الاستهلاك الشخصي الأساسية، قد سجلت تراجعاً هذا العام، وتسجيلها نسبة قدرها ١,٤% في يوليو، فإنها تقل بقوة عن الهدف الذي حدده بنك الاحتياطي الفيدرالي البالغة نسبته ٢%. هذا على الرغم من سنوات من النمو القوي في فرص العمل، الذي تسبب في تراجع معدل البطالة من ١٠% تقريباً إلى ٤,٤% على مدار ثمانية أعوام من التعافي.

وعلى الرغم من وجود عدد من التفسيرات المحتملة لذلك، يبدو أن أكثر التفسيرات منطقية هو تعافي معدل المشاركة (في القوى العاملة). فمعدل المشاركة في القوى العاملة يشير إلى عدد الأشخاص الذين يعملون أو يبحثون بجد عن العمل، كنسبة من السكان.

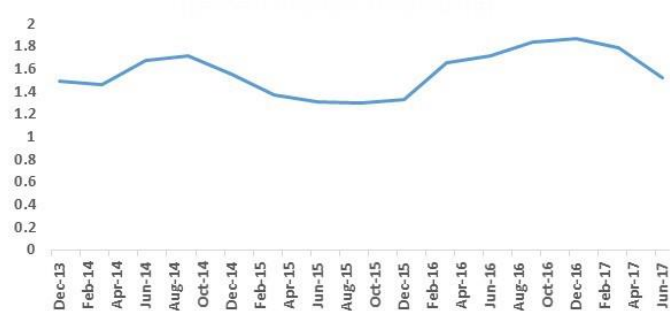
الولايات المتحدة الأمريكية: إجمالي الناتج المحلي الحقيقي

(المعدل السنوي المعدل موسمياً؛ ربع السنة إلى ربع السنة المقابل له في السنة الماضية؛ مكتب التحليل الاقتصادي الأمريكي)



الولايات المتحدة الأمريكية: تضخم النفقات الاستهلاكية الشخصية الأساسية

(نسبة التغير؛ بلومبيرج)



الولايات المتحدة الأمريكية: معدل المدخرات الشخصية

(النسبة المئوية؛ مكتب التحليل الاقتصادي الأمريكي)



الولايات المتحدة الأمريكية: رواتب القطاعات غير الزراعية

(بالآلاف، إجمالي صافي التغير، معدل موسمياً؛ مكتب إحصاءات العمل الأمريكي)



وقد سجل هذا المعدل تراجعاً حاداً منذ الركود الكبير عام ٢٠٠٨، في ظل انتشار مشاعر «الإحباط» بين العمال وتوقفهم التام عن البحث عن عمل (كما لعبت موجة التقاعد الضخمة لجيل طفرة الإنجاب (مواليد الخمسينيات) في الغرب دوراً في ذلك). غير أن هذا التوجه قد راح ينعكس (وإن كان ذلك في غير ما ثبات) في العاملين الماضيين أو نحو ذلك، ما يشير إلى أن الأميركيين الذين انتشرت بينهم مشاعر الإحباط فيما سبق، عادوا يبحثون عن عمل مرة أخرى. ومع تساوي جميع العوامل الأخرى، يمكن أن يكون هذا التوجه هو ما يحول دون نمو الأجور.

من المحتمل أن يواصل بنك الاحتياطي الفيدرالي المضي قدماً في تطبيق زيادة أخرى في سعر الفائدة هذا العام

بغض النظر عن السبب، تسببت ضحالة نمو الأجور وتزايد انخفاض التضخم في انقسام «اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة» في اجتماعها الذي انعقد بمنتصف سبتمبر، إذ صوت أربعة أعضاء على تأييد إرجاء تطبيق زيادة معدل سعر الفائدة هذا العام. مع ذلك، يبدو أن صقور التضخم كانت لهم الغلبة: ففي الوقت الذي أقرت فيه رئيسة بنك الاحتياطي الفيدرالي، جانيت يلين، بأن توقعات التضخم كانت شديدة «الغموض» بالنسبة «للجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة»، فقد أبلغت الصحفيين بعد الاجتماع أن بنك الاحتياطي الفيدرالي لا ينبغي له الإحجام عن التصرف حال توجه الاقتصاد إلى «فرط النشاط». من ثم، فإن معظم المراقبين – ونحن منهم – يعتقدون أنه ستكون هناك زيادة أخرى بمقدار ٢٥ نقطة أساس في المعدل المستهدف من قبل الصناديق الفيدرالية في ديسمبر. كذلك، فإننا نلزم توقعاتنا تطبيق ثلاث زيادات أخرى في أسعار الفائدة عام ٢٠١٨، وهو ما يتفق أيضاً مع توقعات معظم صنّاع السياسات ببنك الاحتياطي الفيدرالي.

وسيسرع بنك الاحتياطي الفيدرالي، في أكتوبر، كجزء من جهوده الرامية إلى «إعادة» سياسته النقدية إلى «حالتها الطبيعية»، في تقليل ميزانيته العمومية البالغة ٤,٥ تريليون دولار. ففيما يتعلق بسندات الخزنة الأمريكية، يخطط بنك الاحتياطي الفيدرالي لأن يُخفّض ٦ مليار دولار من ميزانيته العمومية (من خلال عدم إعادة استثمار عائدات السندات المستحقة) كل شهر في البداية وعلى نحو مطرد يرتفع كل ربع سنة حتى يصل إلى تخفيضات شهرية قدرها ٣٠ مليار دولار. وفيما يتعلق بالأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري ومديونيات الوكالة، فإن هذا الحد الأقصى (للتخفيضات) سيكون ٤ مليار دولار في الشهر، ترتفع ٤ مليار دولار كل ربع سنوي، حتى يبلغ ذلك الحد الأقصى ٢٠ مليار دولار شهرياً. والتوتيرة المبدئية البطيئة التي ستسير عليها «عملية تقليل الميزانية العمومية» يُتوقع لها أن تتيح للأسواق استيعاب العملية دون صعوبات.

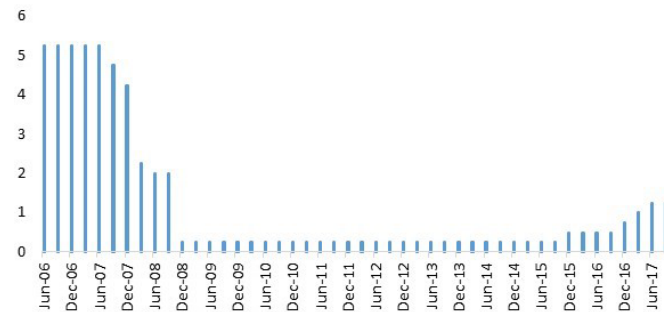
احتمال ملازمة الدولار للضعف

تحسن وضع الدولار بعض الشيء في أعقاب المؤتمر الصحفي الذي عقدته السيدة يلين، ما يعكس حقيقة أن أغلبية التجار كانوا قد افترضوا أنه لن تكون هناك زيادة أخرى في معدل سعر الفائدة هذا العام. وقد حال ذلك، على الأقل مؤقتاً، دون وقوع انخفاض كان واضحاً على ما يبدو مقابل اليورو منذ بداية العام. مع ذلك، يبدو أن ضعف الدولار ماضٍ إلى الظهور مرة أخرى قبل نهاية العام مع عودة «مناقشة» سقف الديون في ديسمبر. ومع تحرك المصرف المركزي الأوروبي بهدوء نحو تبني موقف أكثر حيادية، يبدو أن الدولار في طريقه إلى الانخفاض أمام اليورو في ٢٠١٨.

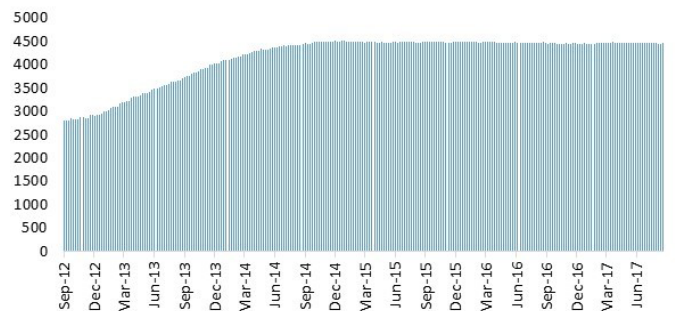
الولايات المتحدة الأمريكية: معدل مشاركة القوى العاملة (معدل موسميًا، مكتب التحليل الاقتصادي الأمريكي)



سعر الفائدة المستهدف للأموال الاتحادية (أعلى حد، النسبة المئوية؛ بنك الاحتياطي الفيدرالي)



الولايات المتحدة الأمريكية: نظام بنك الاحتياطي الفيدرالي: الأصول (بالمليار دولار أمريكي؛ بنك الاحتياطي الفيدرالي)



أوروبا واليابان

ثبات سياسية المصرف المركزي الأوروبي

أبقى المصرف المركزي الأوروبي على السياسة دون تغيير في اجتماع سبتمبر، لكنه أشار إلى أنه سيتخذ «القدر الأكبر من القرارات» بشأن تقليص برنامج الشراء للأصول (التيسير الكمي) في الشهر المقبل. وما زلنا نتوقع تخفيض برنامج التيسير الكمي على مدار الأشهر التسعة الأولى من العام المقبل، كما أننا نتمسك برأينا حيال ارتفاع أسعار الفائدة فقط عام ٢٠١٩ في أقرب وقت منه ما أن ينتهي التيسير الكمي. فسوف يستمر برنامج المصرف المركزي الأوروبي لشراء الأصول بمبلغ ٦٠ مليار يورو في الشهر حتى نهاية ديسمبر، ولكن حينئذ يبدو مرجحاً أن يقل ذلك المبلغ إلى ٤٠ مليار يورو بداية من شهر يناير، مع احتمال وقوع تخفيضات أخرى على فترات زمنية تمتد خلال ٢٠١٨. وسوف تحدد البيانات الاقتصادية الوتيرة التي ستسير عليها تلك التخفيضات، في ظل قطع «دراغي»؛ رئيس المصرف المركزي الأوروبي، بأن سعر صرف اليورو سيلعب دوراً مهماً في اتخاذ القرار بشأن وضع السياسة النقدية العامة في المستقبل. وبإيجاز، لا يزال من المتوقع أن يكون الطريق المؤدي إلى إعادة السياسة النقدية إلى حالتها الطبيعية طويلاً، وسوف تكون توجيهات المصرف المركزي الأوروبي منصبة على محاولة تجنب أي من «نوبات الغضب الناجمة عن خفض التدرجي للموازنة» (التصححات الحادة في الأسواق المالية، لا سيما فيما يتعلق بالسندات).

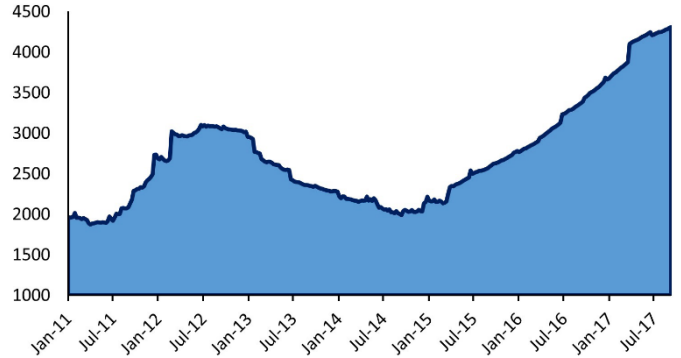
قوة النمو

يتمثل الدافع وراء العكس التدريجي لسياسة نقدية فضفاضة على نحو استثنائي في الانتعاش القوي الذي يجري حالياً في اقتصاد منطقة اليورو، والذي جاء أيضاً مع ارتفاع نسبي في التضخم. فقد ظل تدفق بيانات منطقة اليورو إيجابياً، مع تأكيد تسجيل نمو الربع الثاني نسبة ٠,٦٪، بعد أن كان ٠,٥٪ في الربع الأول؛ أي ما يعادل ٢,٣٪ على أساس سنوي. ومع أن قطاع الخدمات لا يزال المحرك الرئيس، فقطاعاً الصناعة والإنشاءات كانا لهما مساهمات قوية في ذلك. ويولي قطاع الصادرات بلاءً حسناً، ويشهد سوق العمل تعافياً، وتلازم الأوضاع المالية الإيجابية. وفي ظل اتساع نطاق النمو في كل الدول والقطاعات، نقح المصرف المركزي الأوروبي توقعاته السنوية للنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي لتصل إلى ٢,٢٪ هذا العام، و١,٨٪ في المائة و١,٧٪ عامي ٢٠١٨ و ٢٠١٩ على التوالي. بالمثل، نقحنا نحن أيضاً توقعاتنا، لكننا التزمنا منهجاً أقل تفاؤلاً في ذلك، إذ نعتقد أن النمو قد بلغ ذروته في الربع الثاني، ونرى تحقق مكاسب أكثر تواضعاً فيما بعد من قطاعي التوظيف والاستهلاك. وتميل بيانات مؤشر مديري المشتريات الأكثر ملائمة من حيث الوقت إلى دعم هذا الرأي، إذ انخفضت المؤشرات إلى حد ما، على الرغم من أنها لا تزال قريبة من أعلى مستوياتها في سنوات عدة.

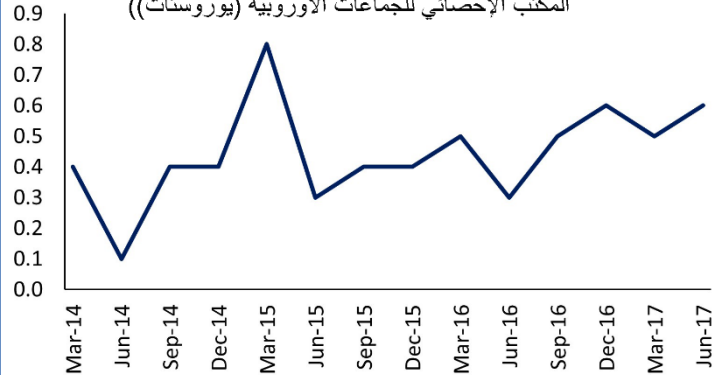
انخفاض حدة الضغوط التضخمية

وانخفض التضخم المعلن من أعلى مستوى له الذي بلغ ٢ في المائة في مطلع العام الحالي، ولازم الثبات عند ١,٥ في المائة في أغسطس. ويعكس هذا التراجع بالأساس ضعف أسعار النفط، في الوقت الذي كان فيه التضخم الأساسي أفضل نوعاً ما. فقد عاود التضخم الأساسي الارتفاع في الوقت الحالي إلى ١,٢ في المائة، وثمة دليل على بدء نمو الأجور في الازدياد وأن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع معدل أسعار الفائدة.

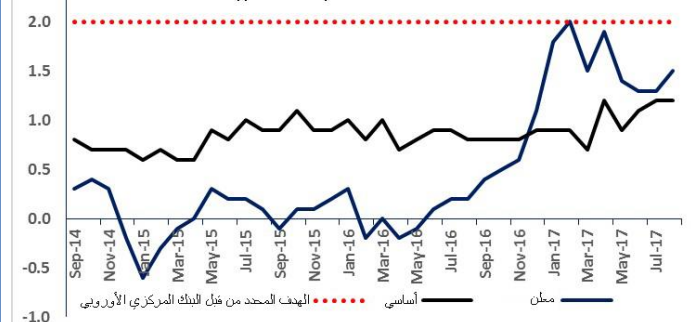
البنك المركزي الأوروبي: الميزانية العمومية
(بالمليار يورو؛ البنك المركزي الأوروبي)



منطقة اليورو: نمو إجمالي الناتج المحلي
(نسبة التغير في ربع السنة مقارنة بالربع السنة المقابلة من السنة الماضية؛
المكتب الإحصائي للجماعات الأوروبية (يوروستات))



التضخم بمنطقة اليورو
(نسبة التغير من سنة لآخرى، المكتب الإحصائي
للجماعات الأوروبية (يوروستات))



مع ذلك، لا مفر من الحقيقة الداهية إلى تراجع التضخم، بسبب ضعف أسعار النفط وازدياد قوة اليورو، وقد خفض المصرف المركزي الأوروبي توقعاته للتضخم للمرة الثانية على التوالي. وعلى الرغم من ثبات تلك التوقعات عند ١,٥ في المائة لهذا العام، فإنه الآن يتوقع أن يصل متوسط التضخم إلى ١,٢ في المائة فقط في ٢٠١٨ و ١,٥ في المائة في ٢٠١٩. ولا تزال هذه التوقعات أقل إلى حد ما عن هدف التضخم الذي حدده المصرف المركزي الأوروبي وهو ٢ في المائة، وإنها لتدعم إعادة السياسات النقدية على حالتها الطبيعية على نحو من البطء.

قوة اليورو إحدى المشكلات

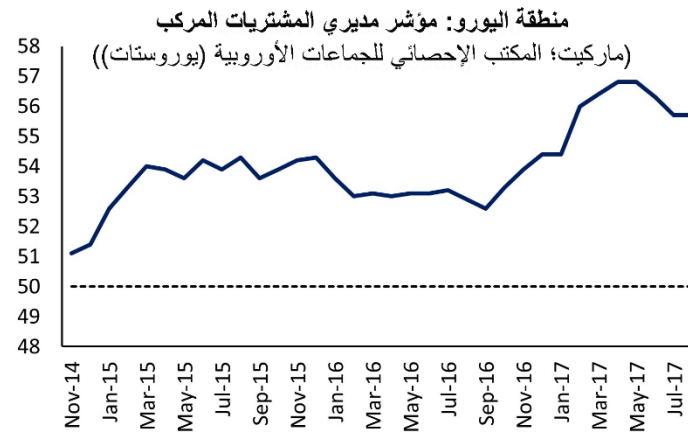
يعكس خفض المصرف المركزي الأوروبي لتوقعات التضخم، إلى حد كبير، ارتفاع قيمة اليورو الذي تسبب في خفض تكاليف الاستيراد. فمع تلاشي المخاطر السياسية وازدياد سرعة وتيرة التعافي الاقتصادي، تعزز اليورو وزاد عن ١,٢٠ دولار للمرة الأولى منذ أواخر عام ٢٠١٤، مدعوماً باستمرار ضعف الدولار مقابل جميع عملات الأسواق المتقدمة الرئيسية. وذلك الارتفاع (الذي بلغ ١٤ في المائة مقابل الدولار هذا العام) في قيمة اليورو يهدد، بالإضافة إلى تقليص التضخم، بتقويض القدرة التنافسية للصادرات وابعادة أسواق الأسهم الأوروبية. ومع التوقع الحالي الداهية إلى احتمال تخفيف تقييد السياسات النقدية الذي يمارسه بنك الاحتياطي الفيدرالي، يبدو أن قوة اليورو ستظل باقية وإن أضعفها لفترة مؤقتة التقدم القوي لحزب البديل الألماني اليميني المناهض لليورو والاتحاد الأوروبي في الانتخابات الأخيرة في ألمانيا.

خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي مستمر في إعاقه التوقعات الأوروبية

في الوقت الذي تراجعت فيه المخاطر السياسية في أوروبا حال تقليل نتائج الانتخابات الأخيرة من احتمالات تولي الأحزاب الشعبية المعارضة للاتحاد الأوروبي للسلطة، لا يزال عدم إحراز تقدم في المحادثات المتعلقة بخروج المملكة المتحدة من الاتحاد الأوروبي—يثير حالة من انعدام اليقين. فبعد أن حافظت المملكة المتحدة على نجاحها وقوتها على نحو معجب، شرع النمو فيها في التراجع، وباتت التوقعات الاقتصادية المتعلقة بها غير مؤكدة، كما هو الحال بالنسبة لتأثير خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي في اقتصاد منطقة اليورو وإيراداتها. ومن وجهة نظر المصرف المركزي، فإن الاقتصاد متزايد الضعف، وتدني نمو الأجور، والشكوك المجددة بالتوقعات ربما تقنع بنك إنجلترا بوقف رفع سعر الفائدة الأساسي (٠,٢٥%) حتى عام ٢٠١٨. مع ذلك، فإن الضغوط أخذه في التزايد مع ارتفاع التضخم إلى ما يقرب من ٣%، ويرجع ذلك بالأساس إلى انخفاض كبير في قيمة الجنيه (الإسترليني)، وانخفاض معدل البطالة إلى أدنى مستوى له في ٤٢ سنة بنسبة ٤,٣ في المائة.

ثبات سياسة بنك اليابان

في الوقت الذي يبلي فيه الاقتصاد الياباني بلاءً حسناً، لا تزال الضغوط التضخمية ضعيفة، ونتوقع أن يَبقى بنك اليابان سياسته على حالها دون تغيير خلال عام ٢٠١٨. فسوف تستمر عمليات شراء الأصول بهدف الإبقاء على عوائد السندات السيادية الحكومية ذات العشرة أعوام «قريبة من الصفر»، على الرغم من أن الوتيرة السنوية لعمليات شراء الأصول قد تراجعت مؤخراً من ٨٠ إلى ٧٠ تريليون ين ياباني، ويمكن رفع العوائد المستهدفة بمقدار ٢٥ نقطة أساس بحلول نهاية عام ٢٠١٨.



بالرغم من ذلك، ومع بقاء سعر فائدة بنك اليابان على الاحتياطي الفائض سلبية (-٠,١ في المائة)، فلا يزال من المتوقع، لذلك، أن تختلف السياسة النقدية اليابانية عن تلك الموجودة في الولايات المتحدة، حتى إذا كانت زيادات أسعار الفائدة التي يقرها بنك الاحتياطي الفيدرالي أبطأ مما كان مفترضاً سابقاً. في ظل هذه الافتراضات، يبدو من غير المرجح للين أن يجني مزيداً من القوة فوق المستويات الحالية التي تبلغ حوالي ١١٠ ين، على الرغم من أن الأشواط التي يقطعها الين حتى يصل إلى مستويات الأمان يمكن أن تتسبب في زيادات مؤقتة، لا سيما إن تصاعدت حدة التوترات في كوريا الشمالية.

النمو القوي لا يحفز التضخم

لا يزال تدفق البيانات الاقتصادية يشير إلى قوة (حسب المعايير اليابانية) معدل نمو إجمالي الناتج المحلي، الذي يبلغ نحو ١,٥ في المائة هذا العام، مع توقع الغالبية العظمى من المحللين نمواً آخر قدره ١ في المائة عام ٢٠١٨. مع ذلك، بينما تظل معدلات البطالة أقل من ٣ في المائة، وفي الوقت الذي تشير فيها الدلائل إلى تقييد سوق العمل، فإن التضخم يظل ملازماً للانخفاض. فأسعار المستهلك باستثناء الأطعمة الطازجة والطاقة قد عادت، مؤخراً فقط، الصعود (٠,١% في يوليو) إلى مستويات أعلى مما كانت عليه، في حين لازم سعر الفائدة المعلن الثبات عند حوالي ٠,٤%. وحتى لو بدأت الضغوط المتعلقة بالأجور في التفاف، فسبق ذلك قبل الوفاء بهدف التضخم البالغة نسبته ٢ في المائة، الذي حدده بنك اليابان.

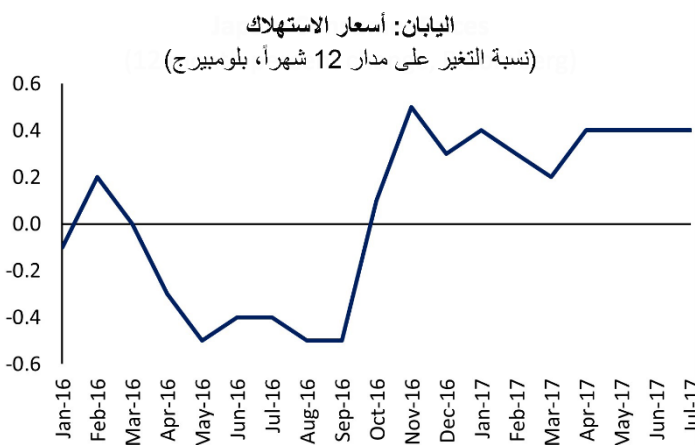
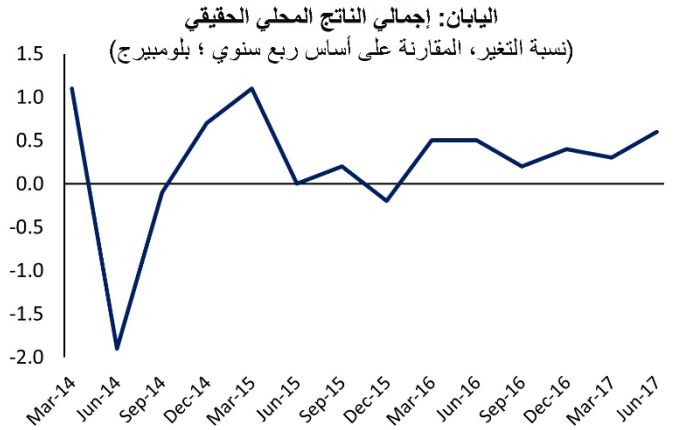
الصين وآسيا الناشئة

تباطؤ الناتج الصناعي بالرغم من تشير مؤشرات الاستهلاك بالخير

في الصين، عاود الناتج الصناعي الارتفاع في أغسطس بعد ملازمته للانخفاض في يوليو. ولعل الصادرات هي ما يدفع الجزء الأكبر من ذلك الارتفاع، ما يعكس الطلب القوي عموماً من أوروبا والولايات المتحدة. كذلك، وعلى وجه من العموم، تشير مؤشرات الاستهلاك بالخير. فمبيعات التجزئة يبدو أنها قد استقرت عند نمو سنوي مقداره حوالي ١٠%. ويبدو أن ثقة المستهلك باتت قوية، ونسبة المودعين الذين يقولون إنهم يفضلون الإنفاق على الاستثمار أو الادخار ارتفعت إلى أعلى مستوياتها منذ عام ٢٠٠٩ (فقد كان لدى الصين لمدة طويلة معدل ادخار مرتفع ارتفاعاً محيراً). بالمثل، ليست هناك أي مؤشرات على معاناة سوق العمل من أي ضغوط، في ظل وصول نسبة الوظائف المتاحة إلى الباحثين عن عمل إلى أكبر من ١,١. وعلى الرغم من أن جهود الحكومة في سبيل إبطاء نمو أسعار العقارات في المدن الكبيرة كانت مثمرة على ما يبدو، فقد لازمت الأسعار الارتفاع على نحو أكبر فيما يسمى بـ «المستوى ٢».

المصرف المركزي يخفف قليلاً من حدة السياسات في ظل اهتمامه بالمؤتمر الشعبي المقبل

يحرص الرئيس على أن يكون لديه خلفية اقتصادية داعمة للمؤتمر الشعبي المقبل، وبينما أشار في وقت سابق إلى أن تخفيض الديون المالية يجب أن يحظى بالأولوية على النمو، يبدو أن المصرف المركزي قد أرخى الزمام قليلاً في الأشهر الأخيرة.



فمؤشر «دافع الائتمان» من بلومبيرج، الذي يقيس التغير في الائتمان الجديد كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي—عاود الرجوع إلى الجانب الإيجابي من النمو في يوليو. وعلى الرغم من أن التغير كان ضئيلاً، فقد كان كافياً لأن يجعل من الائتمان قوة دافعة للنمو لا قوة معيقة له. وبالنظر إلى انخفاض معدلات أسواق العملة واستقرارها، فإن الانطباع السائد هو رجحان احتمال حرص المصرف المركزي على استقرار الأوضاع النقدية بعد انحسار المعروض النقدي في النصف الأول من العام. ذلك إن زيادة كبيرة في إصدار السندات الحكومية المحلية – ما يدعم استمرار التوسع السريع في الإنفاق على البنية التحتية – تعد تذكراً أخرى للمدى الذي إليه سيسهم دعم السياسات في الحفاظ على استقرار النمو.

استمرار تزايد الرفع المالي بالرغم من الجهود المثلى التي يبذلها المصرف المركزي

في الواقع، ليس من الواضح أن تخفيض الديون يقع على نحو مجدٍ. فليس من شك في أن نمو المعروض النقدي العريض (م٢) قد تباطأ تباطؤاً حاداً، مع ذهاب محللين عدة إلى القول إن هذا مقياس ضيق للغاية. في الوقت نفسه استمر إجمالي التمويل الاجتماعي الذي يشمل الأوراق المالية غير ذات الضمانات، في الارتفاع هذا العام على الرغم من الجهود المثلى التي يبذلها المصرف المركزي. وفقاً لمقياس ناتيكسيس، الذي يشمل الأوراق المالية الجديدة والأكثر شعبية، نمت حصة إجمالي التمويل الاجتماعي من الاقتصاد بنسبة ١١ نقطة مئوية في السنة المنتهية في يوليو، لتصل إلى ٢٣١ في المائة.

توضح هذه النسبة تزايد ضالة عوائد الاستثمار في أي اقتصاد تشتد فيه عدم كفاءة القطاع الحكومي. علاوة على ذلك، تبعث هذه النسبة، بلا شك، على القلق لأن أي تخفيض مفاجئ في قيمة الديون يمكن أن يؤدي إلى خسائر وحالات إفلاس واسعة النطاق، مع ما يخلفه ذلك من آثار سلبية في النمو الاقتصادي في الصين وبالأحرار. ففي حال انفجار فقاعة الصين الاقتصادية، ستكون هونج كونج وماليزيا وتايوان الأكثر تعرضاً للخطر

في حال انفجار فقاعة الصين الاقتصادية، ستكون هونج كونج وماليزيا وتايوان الأكثر تعرضاً للخطر

من ناحية أخرى، كيف سيؤثر مثل هذا السيناريو على بقية شرق آسيا؟ من المتوقع أن يتأثر المقرضون الإقليميون الذين يتعرضون للمخاطر الائتمانية للصين تأثراً واضحاً من جراء ذلك السيناريو، وهنا تكون هونج كونج الأكثر تعرضاً للمخاطر إذ تمثل قروضها للصين ٤٥ في المائة من إجمالي الإقراض. بالنسبة لآخرين، يرجح أن تكون التجارة هي القناة الرئيسة. أما دول شرق آسيا الأكثر تعرضاً للمخاطر (فيما يتعلق بالقيمة المضافة للصادرات)، فهي هونج كونج وماليزيا وتايوان: فالأخيرة، على سبيل المثال، يبلغ تعرضها للمخاطر قيمة قدرها حوالي ١٠ في المائة من إجمالي ناتجها المحلي. بيد أن إندونيسيا ستتأثر أيضاً لأن وقوع أي تراجع حاد في الصين سيعني انهياراً في أسعار السلع (وإندونيسيا مُصدراً رئيساً للهيدروكربونات والخشب والمطاط). في المقابل، ستفيد دول أخرى من وقوع انهيار في أسعار السلع، لا سيما الهند والفلبين، اللتين يمكن أن يتوقع وقوع انخفاض في التضخم وتحسن في الحسابات الجارية فيهما.

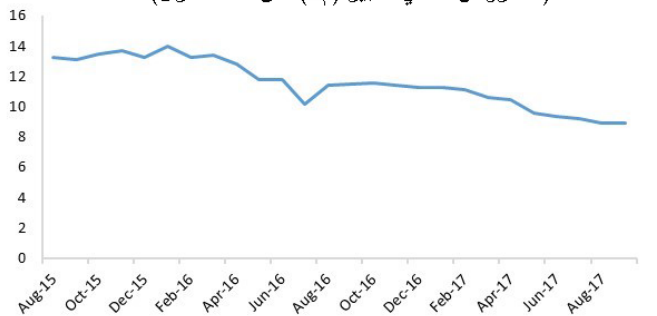
الصين: قيمة مبيعات التجزئة
(من سنة لأخرى؛ المكتب الوطني للإحصاء)



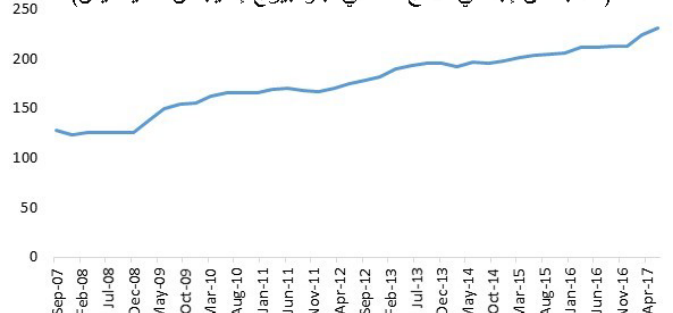
الصين: الصادرات
(دولار أمريكي، من سنة لأخرى؛ الإدارة العامة للجمارك)



الصين: النقد المتداول
(المعروض النقدي الكبير (م٢)؛ من سنة لأخرى)



الصين: إجمالي التمويل الاجتماعي
(النسبة من إجمالي الناتج المحلي؛ بلومبيرج إنتليجنس، ناتيكسيس)



صادرات شرق آسيا تبلي بلاءً حسناً

بالعودة إلى الوضع الحالي، فإن صادرات شرق آسيا على ما يرام. ففي الأشهر السبعة الأولى من عام ٢٠١٧، نمت صادرات شرق آسيا بنسبة ١١ في المائة بالدولار—تصدر كوريا الجنوبية وفيتنام للقائمة. ويعود جزء كبير من ذلك إلى الآثار السعوية الناجمة عن انتعاش أسعار السلع، لا سيما في أعقاب الضعف الذي شهده نصف العام الأول من ٢٠١٦. لكن كان للطلب العالمي تأثير أيضاً، مع تسببت المكاسب المتعلقة بالحجم فيما يقرب من نصف التغيرات التي طرأت على القيمة. غير أن التوقعات المتعلقة بالنصف الثاني ليست حسنة بدرجة كبيرة: فسيعني الأساس بالنسبة للمقارن آفاق النصف الثاني ليست جيدة جداً: فسيعني أساس المقارنة المالية مكسباً دولارياً أقل إيجابية ومن المرجح أن يتراجع نمو الحجم أيضاً بدرجة ما مع إجمالي الناتج المحلي العالمي. غير أنه في المجمل، ومع ذلك كله، يتوقع أن تبلي الصادرات الآسيوية بلاءً حسناً على مدار العام القادم أو نحو ذلك، فسيكون أدائها أفضل بكثير من أدائها في الفترة الممتدة بين عامي ٢٠١٥ و٢٠١٦.

وبوجه عام، فإن المخاوف من معاناة الأسواق الناشئة المتمركزة على التجارة من تزايد الحماية التجارية وازدياد قوة الدولار والارتفاع الحاد في عوائد الولايات المتحدة—لم تتحقق على أرض الواقع. فغرائز الحماية لدى الرئيس ترمب حري بها أن تعلن عن وجودها بمبادرات ذات مغزى في الوقت الذي كان فيه مستنقع السياسة الذي أعاق «تجارة الإنعاش» المقترحة من لدن—يعني ضعف الدولار وتراجع العوائد.

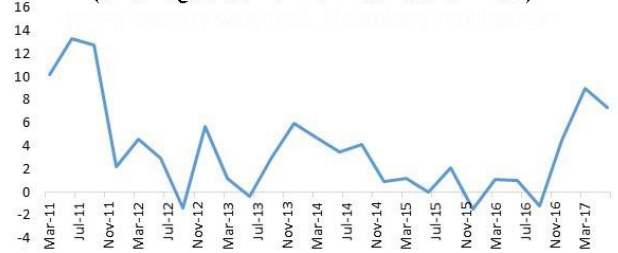
الأسواق المالية العالمية

الأسهم

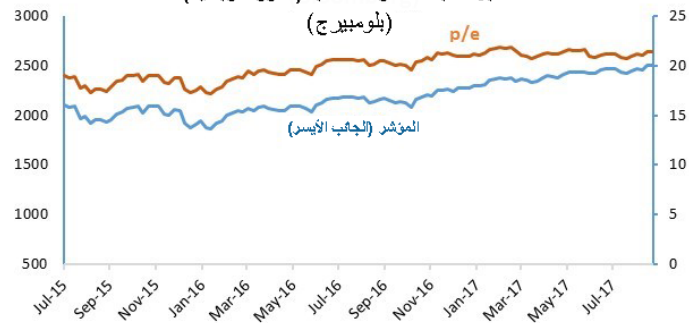
ازدياد قوة أسهم الولايات المتحدة

ارتفع «مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠» إلى مستويات قياسية جديدة، إذ وصل المؤشر إلى ٢,٥٠٠ في منتصف سبتمبر، أي ما يقرب من مكسب قدره ١٢ في المائة منذ بداية العام وحتى الآن. فنسبة السعر إلى المكاسب بلغت ٢١، وهو أمر يبعث على قلق البعض، ولكن المكاسب على كل سهم كانت على الأقل مدعومة بنمو في الأرباح حتى الآن في ٢٠١٧، لا بعمليات إعادة الشراء التي كانت سمة بارزة في عامي ٢٠١٥ و٢٠١٦. وقد بلغ نمو الأرباح في الربع الثاني من العام الماضي نسبة قدرها ١٠% من سنة لأخرى، وذلك باستثناء شركات الطاقة من ذلك الكلام نظراً للتحسن الشديد في أسعار النفط. كذلك، حقق قطاعا التكنولوجيا والخدمات المالية عوائد قوية، في ظل استنفادة الأخير من انتعاش الأصول التي تتسم بمعدلات مجازفة ومن النمو المعقول في خدمات التجزئة. علاوة على ذلك، فقد دعم نمو قوي قدره ٥ في المائة في المبيعات مكاسب «مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠».

أندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، تايلاند: إجمالي الصادرات (من سنة لأخرى، مرجحة وفقاً للبلد؛ بلومبيرج إنتليجنس)



الولايات المتحدة الأمريكية: مؤشر ستاندرد آند بورز 500 مقابل نسبة السعر/المكسب (مكرر الربحية) (بلومبيرج)



دعم أداء سوق الأوراق المالية بنمو معقول في المكاسب وليس بعمليات إعادة شراء الأسهم

يتوقع المحللون استمرار الأداء القوي للمكاسب. فتوقعات الربع الثالث التي توافق عليها الجميع هي أن يصل نمو الأرباح إلى ١٤%، وأن يتراجع إلى ١٢% في الربع الرابع. فهل هذه التوقعات تتسم بالواقعية؟ يميل المحللون إلى الإفراط في التفاؤل فيما يتعلق بتوقعات المكاسب، لكن يبدو أن توقعاتهم تستند إلى أساس قوي هذه المرة. فنمو الأجور يسير على وتيرة سرعتها عند ٢,٥ في المائة مع انخفاض التضخم الأساسي إلى ١,٤ في المائة فقط. ومع نمو فرص العمل بقوة أيضاً، نمت الدخول الاسمية المتاحة للإفاق بنسبة ٢,٦ في المائة خلال العام الحالي وحتى تاريخه. وذلك كله يبشر بالخير للشركات التي تمعن الاهتمام بالمستهلك. مع ذلك، فإن احتمال عودة الظهور في شكل عمليات إعادة الشراء، التي من شأنها أيضاً أن تدعم السوق—قد تلاشى. فقد كانت الآمال معقودة على هذه الجبهة في وقت سابق من العام في ظل اتفاق ضريبي مقترح من شأنه أن يشتمل على إعفاء ضريبي للشركات الأمريكية التي تملك كمّاً هائلاً من الأموال النقدية في الخارج (نظير إعادة تلك الشركات لهذه الأموال إلى الوطن). وقد توقع البعض أن يتسبب ذلك الاتفاق في انتعاش مقداره ١٥٠ مليار دولار لسوق الأوراق المالية إذ يرجح أن تستخدم الشركات جزء كبير من هذا النقد في شراء لإعادة شراء أسهمها الخاصة. مع ذلك، فإن أي آمال في أي نوع من الإصلاح الضريبي—هذا العام على الأقل—تبدو الآن بعيدة المنال بسبب علاقات البيت الأبيض مع الكونغرس. إضافة إلى ذلك، يتمثل أحد التحديات الأخرى في أن مستوى مؤشر ستاندرد آند بورز المرتفع يجعل تكلفة عمليات إعادة الشراء أكبر بكثير بدرجة يتعذر معها إجراؤها.

لا يزال الوقت مبكراً للغاية على تعيين أعلى مستويات (ذروة) السوق

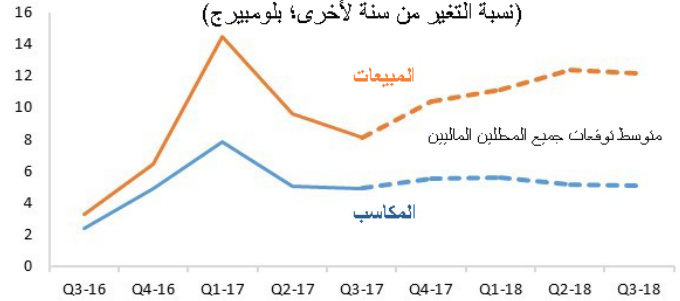
إذا نحينا عمليات إعادة الشراء جانباً، يبدو أن مؤشر ستاندرد آند بورز يمكنه أن يتحمل تقييمه الممطوط، وربما يستمر الارتفاع لفترة أطول. فمؤسسة «كابيتال إكونوميكس» تعتقد أن القيمة العادلة لسوق الأسهم في الولايات المتحدة قد ارتفعت نتيجة للانخفاض المزمّن في أسعار الفائدة. ومن وجهة نظرهم، تزيد نسبة السعر/المكاسب بقليل عن ٢٢. في الوقت نفسه، يتبني مصرف دويتشه وجهة نظر شديدة التفاؤل ويتوقع إنهاء مؤشر ستاندرد آند بورز للعام عند ٢٦٠٠.

استمرار استحسان الأسهم الأوروبية

عاودت الأسهم الأوروبية، بعد تراجعها منذ تسجيل أعلى مستويات لها في أبريل، الارتفاع في سبتمبر، فقد ارتفع مؤشر يوروستوكس الشامل بنسبة ٧% خلال العام وحتى تاريخه في منتصف الشهر. وعند التقييم بدولارات الولايات المتحدة، سجلت أسهم منطقة اليورو مستويات قياسية جديدة في الارتفاع، إذ ارتفعت تلك الأسهم بنسبة ٢٢% خلال العام وحتى تاريخه، على الرغم من تزايد المخاوف من أن يؤدي تزايد قوة اليورو إلى إعاقة التعافي الأخير في المكاسب. ولا شك أن ذلك يمثل خطراً، ولكنه يقابله تعافٍ في النمو والتجارة العالميين بالإضافة إلى ذلك، تلازم المحركات الأساسية للأسهم الإيجابية مع دعم هوامش الربح بفعل زيادة النشاط الاقتصادي وانخفاض التضخم. كذلك، من المرجح أن تظل الظروف المالية مواتية لأن المصرف المركزي الأوروبي يتبع نهجاً تدريجياً. وعلى الرغم مما أن التقييمات تبدو ممطوطة إلى حد ما، فمن المرجح أن تظل الأسهم الأوروبية محل استحسان المستثمرين.

الولايات المتحدة الأمريكية: المبيعات والمكاسب

حسب مؤشر ستاندرد آند بورز 500
(نسبة التغير من سنة لأخرى؛ بلومبيرج)



يوروستوكس

(المؤشر؛ بلومبيرج)



مؤشر نيكاي الياباني يسجل أعلى مستوياته خلال العام

سجل مؤشر نيكاي تداولات في نطاق ضيق نسبياً خلال الربع الأخير، وهو ما يعزى إلى المخاوف المتعلقة بكوريا الشمالية، فضلاً عن التحركات التي يشهدها سعر صرف الين/الدولار، والتي نجمت عن تغير التصورات حيال السياسة الأمريكية والنمو الاقتصادي. مع ذلك، يبدو أن المستثمرين قد رحبوا مؤخراً بالتعديل الوزاري الذي أجراه رئيس الوزراء أبي، والدعوة إلى إجراء انتخابات مبكرة، إذ يرون في ذلك وتلك إشارة إلى استمرار وجود السياسات التي تدعم الأسهم، بما في ذلك من بنك اليابان. في الوقت نفسه، يمضي تعافي النمو المحلي في دعم المكاسب، ويواصل المصدرون تقديم أداء جيد على الرغم من تزايد قوة الين هذا العام. فمؤشرات التقييم تذهب إلى أن الأسهم اليابانية مسعرة تسعيراً منصفاً ولكن توقعات السوق لا تزال عرضة لتصحيحات محتملة لأسواق المال العالمية مع بدء تقييد السياسة النقدية في منطقة اليورو، وبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يتطلع إلى خفض ميزانيته العمومية وزيادة أسعار الفائدة مرة أخرى. وكما هو الحال دائماً، تظل التحركات في أسعار صرف الين الدافع الرئيس للمكاسب.

أسواق الائتمان

لا نهاية تلوح في الأفق لارتفاع سوق السندات الأمريكية

ليس هناك، في سوق السندات، نهاية للارتفاع الذي تشهده السندات من فئة الاستثمار وذات العوائد العالية. وقد زاد المؤشر الدولار لفة الاستثمار من بلومبيرج ما يقرب من ٦ في المائة خلال العام وحتى تاريخه وهو أعلى بمقدار ٢٢ في المائة من مستواه قبل خمس سنوات، في تأكيد على استمرارية الارتفاع. بالمثل، ارتفعت الديون عالية العوائد، التي تنزع إلى التحرك وفقاً لحركة سوق الأوراق المالية، لكن الفروق ضاقت حتى في ظل استمرار انخفاض العوائد القياسية. وقد اتسعت الفروق معدلة الخيار من باركليز في أغسطس، لكن ذلك كان بالأساس انعكاساً لتأثير إعصار هارفي المحتمل على منتجي النفط الصخري الذين يشكلون جزءاً كبيراً من قطاع العوائد العالية، وقد ضاقت الفروق معدلة الخيار مرة أخرى منذ ذلك الحين. والحق إن متوسط أسعار السندات غير المرغوب فيها يتجاوز الآن القيمة الاسمية الكاملة للسندات، وهو أمر معجب للغاية بالنسبة لفئة أصول يجري التداول عليها فعلياً بخصومات كبيرة للقيمة الاسمية.

الإصدارات السيادية في العراق والنمسا تبين كيف أضرت السيولة الفائضة بدقة تقييم المخاطر

هناك أمثلة كثيرة على ما يمكن أن يطلق عليه «الغزارة اللاعقلانية (الطائشة)» في سوق السندات، والذي، مع ذلك، ليس سوى نتيجة للسيولة المفرطة في حقبة تتخفف فيها العوائد القياسية. ففي منتصف سبتمبر، باعت النمسا سندات أجلها ١٠٠ عام بقيمة ٣,٥ مليون دولار وعائد «أقل» من عائد سندات الخزنة الأمريكية ذات العشرة أعوام. وليس الملفت هنا هو التسعير النسبي فقط، وإنما الفكرة التي تقول إن أجل الإصدار النمساوي معناه أن أي تغيير طفيف في العوائد يمكن أن يكون يخلف تأثيراً كبيراً في المكاسب الرأسمالية.



فتغيير مقداره نقطة أساس واحدة في العوائد سيجرك السعر بمقدار ٤٣ سنتاً. أما العراق فتقع على الطرف المقابل لطيف المخاطر الساسية. لكن هذه الدولة التي مزقتها الحروب، والتي أخدمت منذ مدة بسيطة للغاية حالة عصابات المسلح من قبل تنظيم الدولة الإسلامية—قد باعت سندات غير مدعومة قيمتها مليار دولار (ومصنفة «B-» من قبل ستاندرد آند بورز) مع عطاءات يصل حجمها إلى سبعة أضعاف حجم الإصدارات تقريباً.

إن الميل لخوض المزيد من المخاطر في سبيل زيادة العوائد، الذي يشتمل عليه هذا النوع من الإصدارات—يتبع نظاماً خاصاً. فبينما تصبح أعداد متزايدة من المستثمرين على أهبة الاستعداد لتحمل المزيد من المخاطر، تزيد السيولة وينخفض التقلب. وهذا بدوره يقنع الكثيرين بأن الظروف مواتية. بعد ذلك يصبح هؤلاء المستثمرون أكثر استعداداً لاستغلال الانخفاض الذي تشهده الأسعار في تثبيت أقدامهم. ينتج عن ذلك ملازمة التقلبات العالمي للانخفاض الشديد على الرغم من تزايد التوترات الجغرافية السياسية.

غياب ما يدل على إخافة المستثمرين في المستقبل

باستثناء الحرب النووية (التي لا يمكن استبعادها)، لا يبدو أن هناك الكثير الذي شأنه أن يعكر صفو الرضا الذي يستشعره المستثمرون في المدى القريب. فمن المعلوم أن بنك الاحتياطي الفيدرالي يدور في حلقة تنزايد بها أسعار الفائدة، لكن ذلك أمراً بسيطاً للغاية. فالتخفيض التدريجي لميزانية بنك الاحتياطي الفيدرالي العمومية يتوقع له هو الآخر أن يتم على نحو يسهل على الأسواق تقبله. في الوقت نفسه، على الرغم من أن هناك الكثير من الحديث عن خطط التقيد التي سينفذها المصرف المركزي الأوروبي، فإنه، في الوقت الحالي، يقدم «-٤,٠» في المائة على الودائع ولا يزال ماضياً في عمليات شراء الأصول التي تبلغ قيمتها الشهرية ٦٠ مليار يورو. بالمثل، يقدم المصرف المركزي الياباني مجموعة مماثلة من السياسات، وهو بعيد عن التقيد كل البعد.

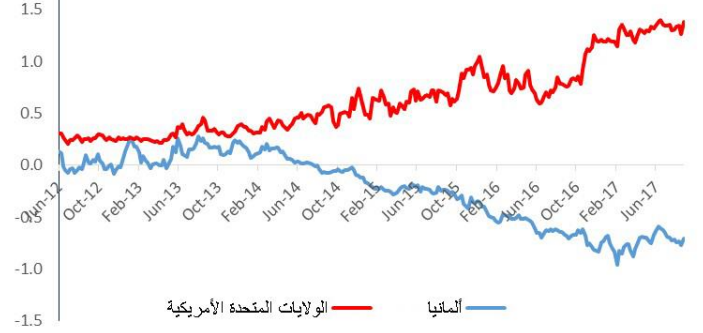
توقعات سوق السندات الأوروبية

لا يزال نمو العوائد في أسواق السندات الأوروبية يتعرض للإعاقة بفعل برنامج شراء الأصول الشهري التابع للمصرف المركزي الأوروبي (الذي يشتمل على سندات الشركات) وبفعل معدلات أسعار الفائدة السلبية على الودائع (٤,٠- %)، الأمر الذي ينعكس ملازمة أسعار الفائدة المتداولة بين المصارف للسلبية. فقد ارتفعت (عوائد) السندات الحكومية الألمانية المعيارية ذات العشرة أعوام هذا العام. غير أن هذا الارتفاع يظل عند نسبة مقدارها حوالي ٤,٠ في المائة، في الوقت الذي تلازم فيه معظم عوائد السندات السيادية بمنطقة اليورو السلبية لمدة تقرب من ٥ سنوات - باستثناء الدول الواقعة على أطراف منطقة اليورو، وهي إسبانيا وإيطاليا والبرتغال وقبرص واليونان. في الوقت نفسه، لا تزال عوائد سندات الشركات من فئة الاستثمار وذات العوائد العالية على مقربة من تسجيل أدنى مستوياتها بعد الأزمة، بالإضافة إلى استمرار توجه الفروق إلى الانخفاض في العموم. مع ذلك، فأسواق السندات معرضة على نحو متزايد للتحويلات التي تطرأ على التوقعات المتعلقة بسياسة المصرف المركزي الأوروبي وتوقيت الإنهاء الذي طال انتظاره لعمليات شراء الأصول. وقد شهدت الأسواق تراجعاً ضئيلاً خلال فصل الصيف، وهناك مخاوف من طرح خطة تصحيح أكثر افتقاراً للتنظيم في غضون الفترة الممتدة بين الأشهر الاثني عشر والثمانية عشر القادمة، في ظل توجه كل من المصرف المركزي الأوروبي وبنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، في وقت واحد، إلى إعادة السياسات النقدية إلى حالاتها الطبيعية، ببطء (فالتصحيات تميل إلى الترابط داخل جميع أسواق الائتمان).

الولايات المتحدة: الفروق معدلة الخيار مرتفعة العوائد (باركليز، بلومبيرج)



الولايات المتحدة الأمريكية مقابل ألمانيا: عوائد السندات على مدار سنتين (النسبة المئوية، بلومبيرج)



ومع أن ذلك لا يمثل توقعاتنا الأساسية، فلا شك أن التوقعات المتعلقة بالعوائد والفروق الأوروبية أقل تفاؤلاً، ومن المتوقع أن يأخذ كل منهما في الارتفاع، على الرغم من استمرار إسهام ضعف التضخم في عرقلة تحركات الأسواق.

الأسواق الناشئة

ملازمة أسهم الأسواق الناشئة للارتفاع الشديد

لا تزال أسهم الأسواق الناشئة تتمتع بعام ممتاز. فبحلول منتصف سبتمبر، ارتفع مؤشر مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة بنسبة ٢٩% بالدولار خلال العام وحتى تاريخه، مع إغلاق المؤشر على الذروة التي سجلها في ٢٠١١. ويعكس جزء كبير من المكاسب تزايد ضعف الدولار، على الرغم من جودة الأداء في عدد من الحالات: فأوكرانيا، على سبيل المثال، سجلت ارتفاعاً نسبته ٤٢ في المائة بالعملة المحلية، وسجلت تركيا ٣٦ في المائة، فيما سجلت جنوب أفريقيا، بالرغم مما تعانيه من مشكلات سياسية متفاقمة، ارتفاعاً بلغت نسبته ١٣ في المائة. أما البرازيل، التي تلقى السوق بها ضربة قوية في ٢٠١٥ والتي بدت مشكلاتها السياسية عصية على الحل—فقد سجلت ارتفاعاً بلغت نسبته ٢٦ بالمائة خلال العام وحتى تاريخه. في السياق نفسه، كانت روسيا وباكستان فقط من بين الأسواق الناشئة الضخمة التي شهدت انخفاضات هذا العام.

في الوقت الحالي، تقف نسبة السعر إلى المكاسب في مؤشر ستانلي مورجان للأسواق الناشئة عند نقطة معقولة تبلغ ١٦، ومع تعافي مؤشرات التصنيع العالمية وارتفاع الطلب في كل من الولايات المتحدة وأوروبا على وجه الخصوص، تكون التوقعات المتعلقة بالأرباح جيدة. من ثم، فإن نسبة السعر إلى المكاسب الآجلة تبلغ ١٢ بالتمام، مقارنة بنسبة ١٢ التي سجلها مؤشر مورجان ستانلي للأسواق المتقدمة.

سندات الشركات والسندات السيادية بالأسواق الناشئة تبلي بلاءً حسناً

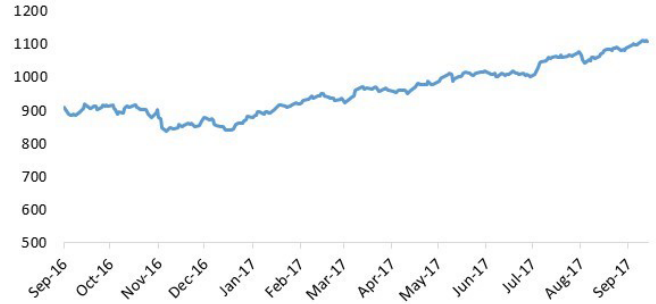
بعد أن ارتفعت فروق عوائد سندات الأسواق الناشئة من مصرف جي بي مورجان في أعقاب فوز دونالد ترمب بالانتخابات الرئاسية، فقد ضاقت تلك الفوارق بحوالي ١٠٠ نقطة أساس، وهي الآن واقفة عند أدنى مستوى لها لمدة عامين. ويعكس ذلك قدراً من الارتفاع الضئيل بالنظر إلى المخاوف الواضحة من أن الأسواق الناشئة كانت ستعاني من النزعة الحمائية لدى السيد ترمب جنباً إلى جنب مع تزايد قوة الدولار الأمريكي. وكما جادت به الأحداث، فقد ضعف الدولار ولم يقر البيت الأبيض سوى القليل من القوانين. ولا شك أن وفرة السيولة والبحث عن العوائد يظلان الدافعين الرئيسيين لذلك كله: فمن الجدير بالذكر أن انضغاط فوارق العوائد على ديون الدول الناشئة قد تحرك باتساق مع انضغاط الفوارق على ديون الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية.

أسواق النفط

تعافي أسعار النفط

انتعشت أسعار النفط بقوة، ولكن حالات العجز المالي، وتحوط المنتجين، والنشاط التجاري الاستثماري المدفوع بالحاسوب، لا تزال تعيق المكاسب على الرغم من التضيق القوي في العوامل الأساسية للسوق.

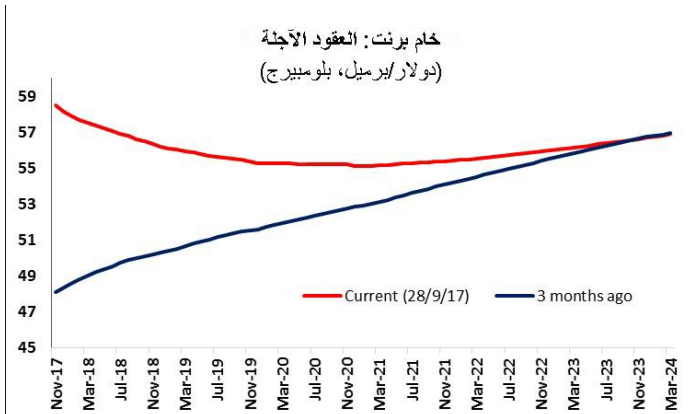
أسهم الأسواق الناشئة: مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة (مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة، بلومبيرج)



سندات الأسواق الناشئة: فري عوائد سندات الأسواق الناشئة من مصرف جي بي مورجان (مصرف جي بي مورجان، بلومبيرج)



خام برنت: العقود الآجلة (دولار إيرميل، بلومبيرج)



كذلك، لا يزال المستثمرون يشعرون بالقلق تجاه استعادة إنتاج النفط الصخري الأمريكي، لا سيما في العام المقبل عندما يتعين على الأسواق أيضاً أن تستوعب عودة المعروض الروسي والمعرض الخاص بالدول الأعضاء في منظمة أوبك مع انتهاء اتفاقية تخفيض الإنتاج المبرمة بينها. وقد استعادت الأسعار عافيتها من سعر منخفض بلغ ٤٦ دولاراً للبرميل في يونيو، وبالنسبة لنفط البرنت، فتلك الأسعار تنخفض إذا كانت فورية وترتفع إذا كانت آجلة («زيادة الأسعار الآجلة مقابل انخفاض الأسعار الآجلة»، وهي علامة على ندرة المعروض في السوق). ارتفعت أسعار النفط مؤخراً لتقترب من ٦٠ دولاراً للبرميل، حال انتشار القلق في الأسواق من المخاطر المحتملة لإعاقة تركيا لتدفق النفط الكردي. كذلك، أدت الأعاصير في الولايات المتحدة إلى قدر من التقلب، ولكن حتى الآن هذا العام بلغ متوسط سعر نفط البرنت ٥٣ دولاراً للبرميل، أي بزيادة قدرها حوالي ١٠% عن المتوسط السنوي لعام ٢٠١٦.

ملازمة الإنتاج الأمريكي للقوة للنفط بالرغم من الانخفاض الحاد في المخزونات وثبات أعداد أجهزة الحفر

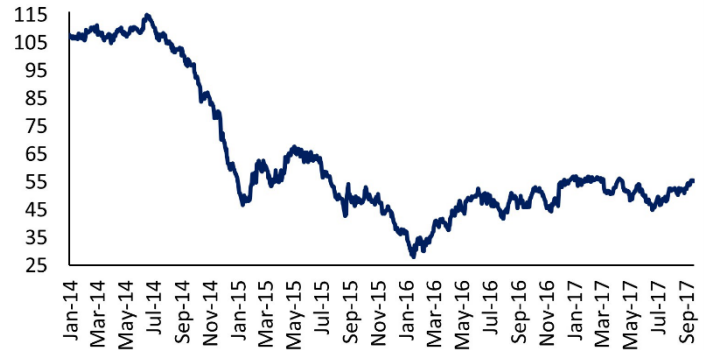
انخفضت، منذ مارس، مخزونات النفط الخام الأمريكية انخفاضاً حاداً ومستمرًا، باستثناء زيادة تدريجية مؤخرة بفعل الاضطراب الذي أحدثته الأعاصير بمصافي البترول في الولايات المتحدة الأمريكية. فقد كانت عمليات السحب الأسبوعية مرتفعة على نحو استثنائي، وإن كان ذلك قد بدء من مستويات بدء مرتفعة على نحو استثنائي. كذلك، استمدت الأسواق قسطاً من الراحة بسبب الثبات في تعدادات أجهزة الحفر الأمريكية الأسبوعية التي توقفت عند نحو ٧٦٣ منذ يوليو، بعد أن كانت قد ارتفعت فيما سبق بثبات من أقل مستوياتها الذي بلغ ٣١٦ في يونيو من العام الماضي. مع ذلك، واصل إنتاج النفط الصخري الأمريكي وإجمالي الناتج الأمريكي من النفط الخام الارتفاع، إذ بلغ هذا الأخير ٩,٥٣ مليون برميل يومياً، قبل أن تتسبب الأعاصير في تراجع عدد من المرات. غير أن إجمالي متوسط الإنتاج خلال العام الحالي وحتى تاريخه يزيد الآن بحوالي ٤٥٠ ألف برميل يومياً عنه في الوقت نفسه من عام ٢٠١٦، وهو ما يتماشى عموماً مع افتراضاتنا في الرصد السابق، ويقابله انخفاض قدره ٨٠٠,٠٠٠ برميل يومياً في متوسط إنتاج أوبك خلال العام وحتى تاريخه.

تسبب تخفيضات أوبك في إعادة توازن السوق، لكن على المنظمة مواجهة تحارج شديد الصعوبة منها

لا يزال امثال فرادى منتجي النفط الأعضاء في أوبك بالتخفيضات المتفق عليها في الإنتاج—شديداً، والزيادة الأخيرة في إجمالي إنتاج أوبك الذي زاد عن ٣٢,٥ مليون برميل يومياً—يعكس زيادة كبيرة مفاجئة في العرض الليبي إلى ١ مليون برميل يومياً، واستعادة الإنتاج النيجيري (فالدولتان كلتاهما مستثنيتان من التخفيضات المتفق عليها). مع ذلك، يعتقد أن الزيادة الكبيرة في العرض الليبي سيكون من الصعب الحفاظ عليها (فقد تراجع الإنتاج بالفعل إلى ٨٩٠,٠٠٠ برميل يومياً)، في حين كانت نيجيريا قد اقترحت أنها قد تضع حداً للإنتاج. بالإضافة إلى ذلك، أشارت أوبك وشركاؤها، في ترديد منهم لتصريحات رئيس المصرف المركزي الأوروبي في ذروة أزمة ديون منطقة اليورو، إلى أنها ستفعل «كل ما يلزم» لإعادة السوق إلى التوازن. وقد قالت المملكة العربية السعودية، تحديداً، إنها ستخفض الصادرات، ونعتقد أن أوبك وروسيا ستوافقان على ما يشبه تمديد اتفاق خفض الإنتاج الحالي الذي يمتد حتى نهاية مارس ٢٠١٨. مع ذلك، فإن ظهور النفط الصخري الأمريكي كمصدر لعرض يتسم بمرونة الأسعار في الأجل القصير—تسبب في الحد من قدرة أوبك على إدارة العرض العالمي، ما يشير إلى احتمال مواجهة الأسعار صعوبات من أجل تحقيق ارتفاع مستديم.

سعر النفط

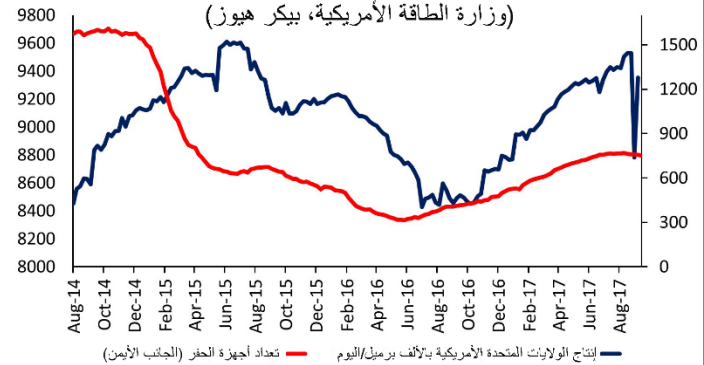
(نفط برنت، دولار/برميل؛ بلومبيرج)



الولايات المتحدة الأمريكية: مخزون النفط الخام (بالألف برميل؛ وزارة الطاقة)



الولايات المتحدة الأمريكية: تعداد أجهزة الحفر مقابل إجمالي إنتاج النفط الخام (وزارة الطاقة الأمريكية، بيكر هيوز)



ملازمة التوقعات للضعف بالرغم من توجه السوق إلى مزيد من الضيق

يزداد الطلب العالمي على النفط زيادة جيدة، مدعوماً في ذلك بالنمو القوي الذي تشهده الولايات المتحدة وأوروبا. والواقع أن معظم الوكالات والمصارف أجرت تنقيحات كبيرة على توقعاتها للنمو إلى ما بين ١,٤ و ١,٦ مليون برميل يومياً، وهي الآن تشهد النمو يزيد عن ١ مليون برميل يومياً في ٢٠١٨ و ٢٠١٩. وكما يستدل عليه من عمليات السحب الكبيرة من المخزونات، فإن ذلك يتحد من تخفيضات إنتاج أوبك وروسيا من أجل تحقيق درجة الضيق المنشودة في العوامل الأساسية للسوق، ونتوقع استمرار هذا التوجه خلال الربع الأول من ٢٠١٨. مع ذلك، فإن الحاجة إلى التخارج من تخفيضات الإنتاج، وتوقعات قوة نمو النفط الصخري الأمريكي، تشير إلى أن التوقعات المتعلقة بالعوامل الأساسية للسوق والأسعار لا تتسم بالاستقرار. وما زلنا نعتقد أن الأسعار سترتفع بحلول الربع الأول من ٢٠١٨. ولكن يبدو من المرجح أن تلك الأسعار ستراجع، على الرغم من تمديد القيود الموضوعية على إنتاج أوبك، قبل ثباتها مرة أخرى في الربع الأخير عندما تبدأ الأسواق في اعتبار المخاوف المتعلقة بالعرض على المدى المتوسط في أعقاب انهيار الاستثمار خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٤ و ٢٠١٦. مع ذلك، فقد خفضنا توقعاتنا للأسعار إلى متوسط قدره ٥٤ دولاراً للبرميل هذا العام و ٥٦ العام التالي. ويخضع هذا الأخير لمخاطر هبوطية، ولكن من الملاحظ أيضاً أن الأسواق أصبحت الآن أكثر عرضة لقطع غير منظم للعرض مما كانت عليه منذ سنوات عديدة.

المملكة العربية السعودية

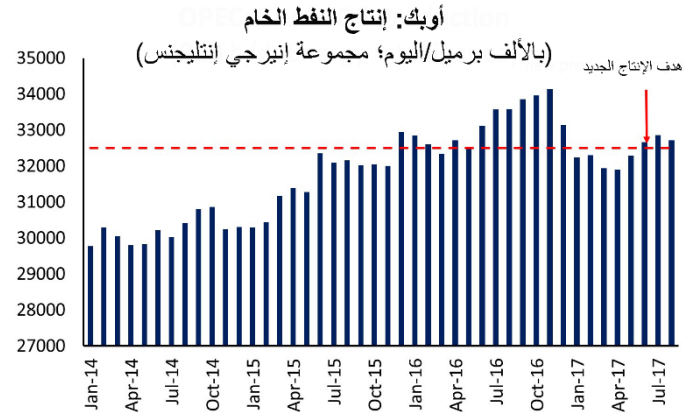
المملكة العربية السعودية: المؤشرات الاقتصادية	2016	2017	2018	2019	2020	2021
إجمالي الناتج المحلي الاسمي (بالمليار ريال سعودي)	640	571	590	632	680	714
نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي (نسبة التغير)	1.4	0.8-	1.0	2.6	4.0	4.2
التضخم (متوسط النسبة المئوية)	2.2	0.2	3.5	3.6	3.5	3.6
الحساب الجاري (نسبة إجمالي الناتج المحلي)	3.7-	5.0	5.5	9.4	11.8	12.3
الرصيد المالي (نسبة إجمالي الناتج المحلي)	16.7-	13.6-	11.6-	7.3-	4.7-	3.5-
صافي الأصول الأجنبية (نسبة إجمالي الناتج المحلي)	83	86	81	79	80	86
الودائع المصرفية (نسبة التغير)	3.5	1.6-	2.5	6.1	8.0	6.0
الائتمان القطاع الخاص (نسبة التغير)	2.2	0.5	4.0	4.0	6.0	8.0

المصادر: الهيئات الوطنية، صندوق النقد الدولي، سامبا

يواصل الوضع المالي للحكومة السعودية التحسن، وإن كان بوتيرة بطيئة. فنتائج النصف الأول كانت أفضل من المتوقع، وكان من شأنها أن تمنح الحكومة قدراً من الأحقية في تبرير زيادة الإنفاق الرأسمالي في النصف الثاني من العام. وتشير بيانات مؤشر مديري المشتريات إلى أن هذا الحال ربما يكون شارعاً في التحول التدريجي إلى الاقتصاد الحقيقي. كذلك، يشهد الاستهلاك ارتفاعاً طفيفاً على ما يبدو، بالرغم من أن الاستحداث المقرر لضريبة القيمة المضافة في يناير المقبل—سيمثل تحدياً واضحاً.

إتاحة التحسن المالي قدراً من المرونة للسلطات

وأصدرت السلطات بيانات مالية عن الربع الثاني. وهذه البيانات المالية تشير إلى زيادة العجز إلى ٤٥,٥ مليار ريال مقابل ٢٦,٢ مليار ريال في الربع الأول. فقد ظل العجز ملازماً لما مقداره ٧٢ مليار ريال طوال النصف الأول من العام، أي أقل من نصف المائة وتسعة وأربعين مليار ريال سعودي المسجلة في النصف الأول من ٢٠١٦.



الأداء المالي (بالمليار ريال سعودي؛ وزارة المالية السعودية)	الربع الثاني من 2016	الربع الثاني من 2017	نسبة التغير
الإيرادات شاملة	154.9	163.9	5.8
الإيرادات النفطية	78.9	101.0	28.0
الإيرادات غير النفطية	76.0	62.9	17.2-
التنفقات شاملة	213.3	210.4	1.4-
أجور الموظفين	103.2	102.8	0.4-
السلع والخدمات	44.9	27.2	39.4-
رأس المال	38.0	33.3	12.4-
الرصيد	134.4-	46.5-	65.4-

أما العجز السنوي لعام ٢٠١٧، فقد بلغ ١٤٤ مليار ريال، وهو أقل بكثير من العجز الفعلي الذي سجله العام الماضي والذي بلغ ٤٠٠ مليار ريال (تقديراً) ومن العجز البالغة قيمته ١٩٨ مليار والمتوقع في ميزانية عام ٢٠١٧.

دعم زيادة إيرادات النفط لتحسين المالي...

جاء تحسن الأداء المالي إلى حد كبير بسبب تزايد في إيرادات النفط، التي نمت بنسبة ٦٣ في المائة في النصف الأول مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي. وذلك يعكس أثر تخفيضات أوبك والتخفيضات غير ذات الصلة بالمعروض التي بدأ العمل بها منذ مطلع العام الحالي وكان شأنها أن ساعدت على رفع سعر نفط البرنت إلى ما فوق ٥٥ دولاراً للبرميل.

على العكس من ذلك، انخفضت الإيرادات غير النفطية بنسبة ١٢% في النصف الأول، مع تراجع مكاسب ضرائب الشركات الأجنبية بفعل الانخفاض الحاد في إيرادات الجمارك، ما يعكس انهيار الإنفاق على الواردات. كذلك، سجلت العائدات المتأينة من مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) وصندوق الاستثمارات العامة—انخفاضاً نسبته ١٨%. مع ذلك، ربما يعكس ذلك إعادة تخصيص رأس المال بعيداً عن مؤسسة النقد العربي السعودي وإلى صندوق الاستثمارات العامة، في ظل شروع الأخير في الوقت الحالي فقط في القيام باستثمارات يفترض أن تدر عائدات في المستقبل.

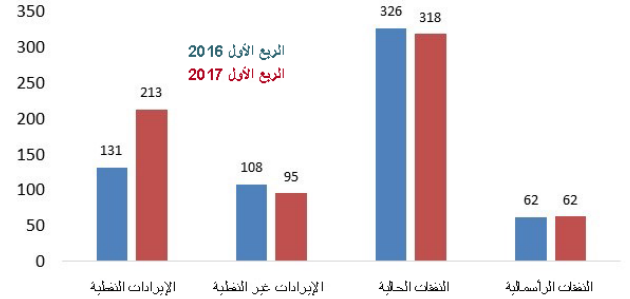
...على الرغم من خفض الإنفاق أيضاً...

انخفض إجمالي النفقات بنسبة ٢% في النصف الأول، على أساس سنوي. وتعتبر أجور القطاع العام ورواتبه، إلى حد بعيد، أكبر بند في بنود النفقات، إذ تمثل ٥٢ في المائة من إجمالي الإنفاق في النصف الثاني. وقد شهد ذلك الإنفاق الإجمالي انخفاضاً نسبته ٣% مقارنة بالربع الأول من ٢٠١٦، على الرغم من أنه ليس واضحاً هل احتسبت المدفوعات المتأخرة لعلاوات القطاع العام التي أعيد إقرارها في تلك الأرقام أم لا. فإذا كانت تلك المدفوعات قد احتسبت، يكون الانخفاض الذي نسبته ٣ في المائة تقدماً حسناً في ترشيد نفقات القطاع العام بالنظر إلى أن معدل نمو المواطنين السعوديين يفوق ٢ في المائة (أي أن نحو ٢٠٠ ألف مواطن سعودي يدخلون سوق العمل كل عام).

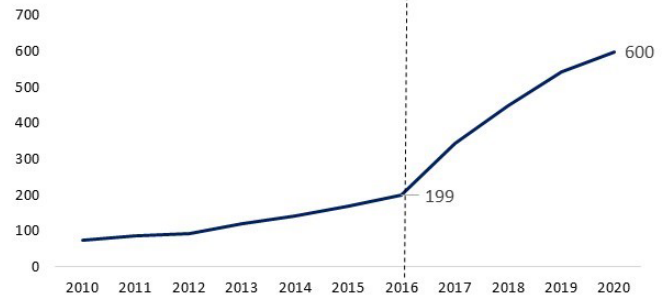
...مع انخفاض المشتريات من السلع والخدمات

تحقق أكبر قدر من الادخار من البند المتعلقة بشراء السلع والخدمات، الذي تراجع إلى ما يزيد عن الثلث. ولا شك إن ذلك يساعد على تفسير تداعي الإنفاق على الواردات إذ إن الغالبية العظمى من هذه السلع والخدمات إنما تستورد (تعرضت واردات الرعاية الصحية لضربة شديدة القوة). في السياق نفسه، اشتملت النواحي التي شهدت زيادة في النفقات على استحقاقات اجتماعية (دعم البطالة في المقام الأول) وتكاليف تمويل الديون التي، مع ضالتها، يرجح أن تشهد نمواً قوياً في السنوات المقبلة وفق التوقعات المالية.

المملكة العربية السعودية: الناتج المالي: الربع الأول من 2017 مقابل الربع الأول من 2016 (بالمليار ريال سعودي؛ وزارة المالية السعودية)



المملكة العربية السعودية: هدف الإيرادات غير النفطية في خطة التحول الوطني (بالمليار ريال سعودي؛ الحكومة السعودية)



يتوقع أن يستأنف الإنفاق نموه الطفيف حال تعديل أهداف برنامج التحول الوطني

وعلى الرغم من أن تحسن الأداء المالي يعزى بدرجة كبيرة إلى ارتفاع أسعار النفط، فإن نتائج النصف الأول تمنح الحكومة وقتاً لالتقاط الأنفاس. فتصحيح الأوضاع المالية على مدى العامين الماضيين كان استثنائياً، وعلى الرغم من أنه وضع المالية العامة على مسار أكثر استدامة، فقد أدى إلى خسائر فادحة في النشاط الاقتصادي (انظر أدناه). وتشير تقارير متنوعة إلى أن الحكومة تستعد لتعديل معايير برنامج التحول الوطني لديها. ومع أن تفاصيل هذه التغييرات غير متوفرة بعد، فمن المرجح أن يعني ذلك إرجاء بعض الأهداف إلى ما بعد عام ٢٠٢٠ من أجل تسهيل تقبل القطاع الخاص للتحول في مجمله (والحق إن ذلك يتماشى مع مشورة مقدمة من صندوق النقد الدولي بين آخرين).

ورأينا أنه، كجزء من هذه العملية، سيجري تخفيف القيود المالية قليلاً. وعلى المدى القريب، من المرجح أن يعني ذلك زيادة في الإنفاق الرأسمالي، الذي جرى خفضه بشدة خلال السنتين الماضيتين. وقد كنا توقعنا فعلياً زيادة في الاستثمار العام ولكننا نعتقد الآن أن هذا التوقع سيكون أثبت مما كان متوقعاً فيما سبق. مع ذلك، تجدر الإشارة إلى أن الحكومة ستظل ملتزمة بتخفيض العجز المالي على المدى المتوسط، وأنه لن تكون هناك عودة إلى أساليب الإنفاق المفرط غير المحسوب في مطلع العقد الحالي.

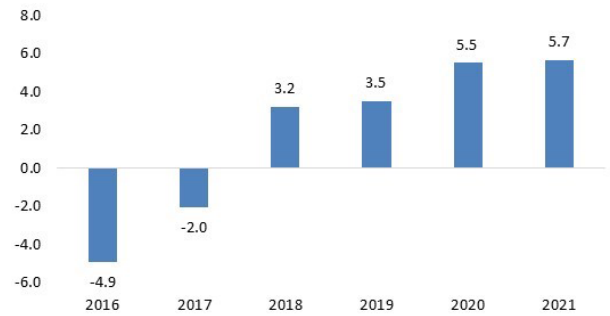
زيادة أعداد السياح الدينيين تدعم الأوضاع المالية وأوضاع الحسابات الجارية

من المتوقع أن تساعد زيادة كبيرة في عدد الحجاج أثناء الحج في دعم الإيرادات غير النفطية. فقد نما عدد زوار الحج بنسبة ٢٦ في المائة، على الرغم من ارتفاع الرسوم. ويُتوقع أن يزيد ذلك من الإيرادات غير النفطية في النصف الثاني، كما أنه أمر يبعث على التفاؤل إذ إن تنمية السياحة الدينية تمثل إحدى ركائز برنامج التحول الوطني الرئيسة. كذلك، من شأن تنمية السياحة الدينية أن تدعم الحساب الجاري، على الرغم من ذهاب التوقعات إلى تسجيل هذا الحساب لفائض طفيف هذا العام بأي حال. لذلك، نظن، في المجمل، أن العجز المالي سينكمش هذا العام بنحو ١١٠ مليار ريال سعودي ليصل إلى حوالي ٢٩٠ مليار ريال سعودي أو ١٣,٦ في المائة من إجمالي الناتج المحلي المتوقع.

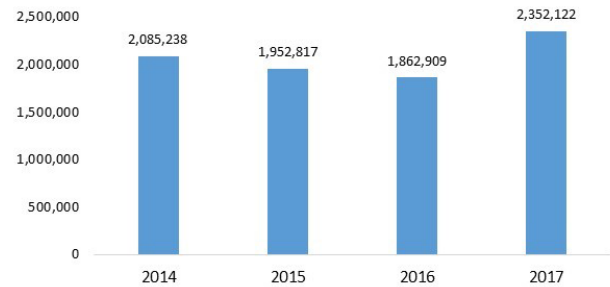
إيجابية التوقعات واستقرار الأسواق برغم استمرار ضخامة العجز المالي

ولا يزال هذا العجز شديد الضخامة، لكننا نرى أن التزام الحكومة بتصحيح الأوضاع المالية هو التزام راسخ وأن مسار العجز على المدى المتوسط ينكمش على نحو متزايد. كذلك، فخيارات التمويل المالي غزيرة، في ظل وجود مزيج من الصكوك المحلية والخارجية والتقليدية التي تتيح جميعها المرونة: فالمملكة ماضية قدماً في إصدار سندات سيادية بقيمة ١٢,٥ مليار دولار، يُرجح أن تحقق اكتئاباً زائداً.

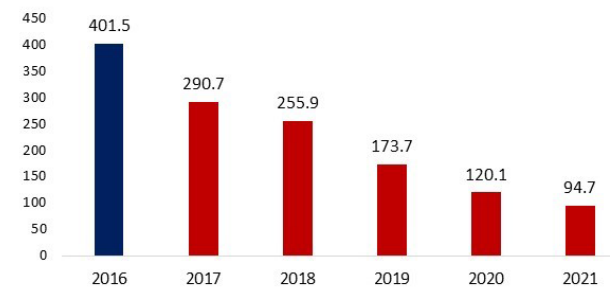
المملكة العربية السعودية: الإنفاق الحكومي (نسبة التغير؛ سامبا، سامبا)



المملكة العربية السعودية: عدد الحجاج (الهيئة العامة للإحصاء)



المملكة العربية السعودية: احتياجات التمويل المالي (بالمليار ريال سعودي؛ وزارة المالية السعودية، سامبا)



المملكة العربية السعودية: العقود الآجلة لمدة سنتين (ريال سعودي/دولار أمريكي) (النقاط: بلومبيرج)



والأسواق المالية يبدو عليها التفاؤل. وفي الوقت الذي تقلصت فيه الفوارق في عوائد السندات التقليدية السعودية ذات العشرة أعوام (المستصدرة في أكتوبر) خلال العام الحالي، شهدت سندات مقايضة العجز عن سداد الائتمان انخفاضاً حاداً في الأشهر القليلة الماضية، فيما سجلت العقود الآجلة بالريال السعودي تقلصاً. كذلك، ليس هناك أي مؤشر على معاناة السوق المحلية من أي ضغط مع ثبات «سعر الفائدة على القروض بمصارف السعودية بالريال على مدار ثلاثة أشهر» (وهو سعر الفائدة المعياري المتداول بين المصارف) وانخفاضه (على الرغم من أن هذا يعكس إلى حد كبير ضعف الطلب على الائتمان).

قطاع الإنشاءات الأكثر تضرراً من تخفيضات الإنفاق...

كيف أثر الانضغاط المالي على الاقتصاد الحقيقي؟ عانى قطاعا الإنشاءات والنقل معاناة شديدة، وكانت هناك بعض الأضرار الكبيرة. فالبائعات المالية تظهر أن ربع مخصصات «البنية التحتية والنقل» فقط قد أنفق في النصف الأول. كذلك، واجه المقاولون من جميع المجالات صعوبات بسبب اجتهاد الحكومة في تقليل استهلاكها من السلع والخدمات.

...لكن يبدو أن هناك بارقة أمل مع شروع الحكومة في فتح يديها في الإنفاق

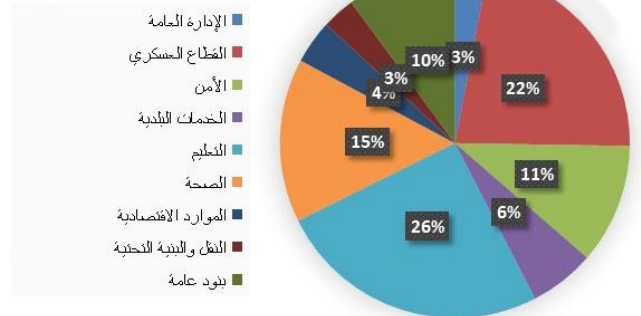
مع ذلك، هناك بعض علامات التحسن المبكرة للمقاولين إذا كان هناك أي قدر الاعتداد بمؤشر مديري المشتريات كإشارة على ذلك. فقد أظهر مؤشر مديري المشتريات لشهر أغسطس عودة طفيفة في مكون الطلبات الجديدة إذ كان عدد المستجيبين الذين ذهبوا إلى وجود زيادة في الأعمال الجديدة ثلاثة أضعاف عدد المستجيبين الذين ذهبوا إلى وجود انخفاض في تلك الأعمال، ما يشير إلى أن الحكومة شرعت بالفعل في فتح يديها في الإنفاق.

استقرار مبيعات التجزئة بالرغم مما يبدو من اعتماد الأسر المعيشية على المدخرات

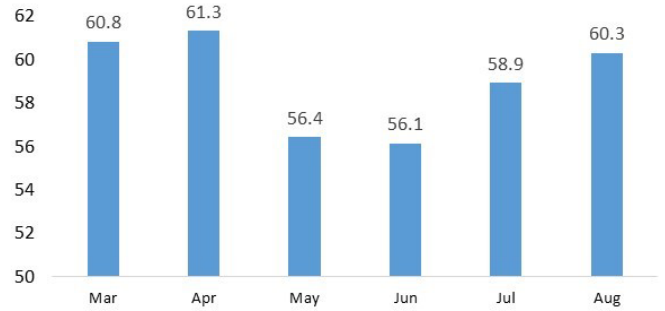
يمكن استقاء قدر من التفاؤل من أحدث بيانات معاملات نقاط البيع، التي تعد ممثلاً عن مبيعات التجزئة. فكما تذهب إليه تلك البيانات، استقرت قيمة المبيعات في مستوى إيجابي معتدل: فقد نمت المبيعات من سنة لأخرى بنسبة ٧,٥ في المائة في أغسطس (المتوسط الدوار لمدة ٣ أشهر). ويستمر النمو في حجم المبيعات عند حوالي ٣٠ في المائة، ما يعكس عرض تجار التجزئة لخصومات منتظمة وكبيرة، وهو ما ينعكس بدوره في وجود انكماش أعم (انظر أدناه).

لا يمكن تفسير النمو في قيم المبيعات عن طريق الائتمان الإضافي: فقد شهد نمو القروض الاستهلاكية ركوداً على مدار العام الماضي أو نحو ذلك. وكان النمو السكاني دافع رئيساً لذلك، لكن نظراً لتجميد أجور القطاع العام، فمن البادي رجحانه أنه سيجري تخفيض المدخرات أيضاً. ولعل بيانات الودائع المصرفية—التي لا شك في أنه لم يجر تصنيفها بين بيانات خاصة بالأسر المعيشية وأخرى بالشركات—تدعم هذا الأمر: ففي أغسطس، سجلت ودائع المدخرات انخفاضاً بنحو ٩ في المائة عن ذروتها التي سجلتها في أكتوبر من العام الماضي (وقد سجلت موجودات الحسابات الجارية انخفاضاً هي الأخرى، وإن كان ذلك على نحو أكثر حياءً).

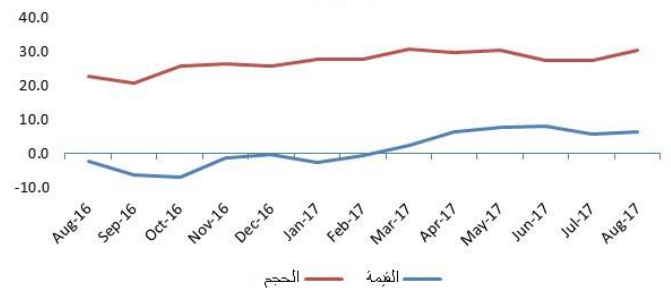
المملكة العربية السعودية: النفقات الفعلية حسب القطاع (وزارة المالية السعودية)



المملكة العربية السعودية: مؤشر الطلبات الجديدة لمؤشر مديري المشتريات (ماركيت)



المملكة العربية السعودية: معاملات نقاط البيع (نسبة التغير على مدار 12 شهر، المتوسط المتعاقب لثلاثة أشهر؛ سلماً)



المملكة العربية السعودية: الودائع المصرفية (الشركات والأفراد، المدخرات، بـمليار ريال سعودي)



من المقطوع به أن ضريبة القيمة المضافة ستلحق ضرراً بتعافي الاستهلاك وستعيد التضخم مرة أخرى إلى مستوى إيجابي معتدل

تظل توقعات الاستهلاك متوازنة توازناً تاماً. فمن غير المرجح أن تزيد الأجور الاسمية زيادة كبيرة في السنوات القادمة نظراً للوضع المالي للحكومة، ولكن الانكماش يدعم القوة الشرائية. من ناحية أخرى، يتمثل أحد التحديات القائمة في إجراء تخفيض آخر في دعم البنزين مقرر له أن يتم في نوفمبر. بالمثل، سيتأثر تأثير جوهري من استحداث ضريبة القيمة المضافة، المقرر له أن يقع في يناير ٢٠١٨، على الرغم من أنه يمكن تأخير ضريبة القيمة المضافة في إطار عملية إعادة الصياغة الأعم لبرنامج التحول الوطني. فلو جاز تطبيق ضريبة القيمة المضافة في الموعد المحدد لها، سيشهد مؤشر أسعار المستهلك، حينئذ، تحولاً تصاعدياً في يناير؛ ولا شك في أنه ستكون هناك إعفاءات، لكننا نظن أن ما يقرب من ثلثي البنود الموجودة في السلة (الاقتصادية) ستكون خاضعة لضريبة القيمة المضافة. وعلى الرغم من ملازمة الضغوط الأساسية المتعلقة بالأسعار لحالة من الضعف، فإنها جنباً إلى جنب مع أساس عام ٢٠١٧ الأقل نشاطاً—يشير إلى أن متوسط معدل التضخم سيبلغ ٣,٦ في المائة في العام المقبل.

المملكة العربية السعودية: أسعار الاستهلاك
(نسبة التغير على مدار 12 شهراً؛ سامبا)



جيمس ريف

نائب كبير الاقتصاديين

James.Reeve@samba.com

أندرو جيلمور

نائب كبير الاقتصاديين

Andrew.Gilmour@samba.com

إقرار إخلاء المسؤولية

يستند هذا المنشور إلى معلومات متاحة للجمهور من مصادر موثوقة وحديثة حتى وقت النشر. ومع ذلك، لا تتحمل سامبا بأي شكل من الأشكال أي مسؤولية من أي نوع عن دقة محتواه أو اكتماله، كما لا تتحمل أي مسؤولية عن أي عواقب تنجم عن الوثوق بالمعلومات الواردة فيه. بالإضافة إلى ذلك، فالمعلومات والآراء الواردة في هذا المنشور:

١. ليس مقصوداً منها أن تكون دراسة كاملة أو شاملة أو لتقديم المشورة، ولا ينبغي اعتبارها بديلاً عن الشورة المتخصصة أو العناية الواجبة لكل حالة على حدة.
٢. ليس مقصوداً منها السعي لبيع أي أداة أو شرائها أو اتخاذ أي استراتيجيات تجارية.
٣. ليس مقصوداً منها أن تمثل أي ضمانات للأداء المستقبلي.

وعليه، لا يتضمن هذا المنشور أي ادعاء أو ضمان، صريح أو ضمني، من حيث الواقع أو القانون، بما في ذلك، على سبيل المثال لا الحصر، الضمانات الضمنية للزوج التجاري والملاءمة لغرض معين بغض النظر عن الشكل (مثل عقد، أو إهمال، أو غيره)، قد تتخذ من خلالها إجراءات قانونية ضد سامبا.

مجموعة سامبا المالية

صندوق بريد ٨٣٣، الرياض ١١٤٢١، المملكة العربية السعودية