



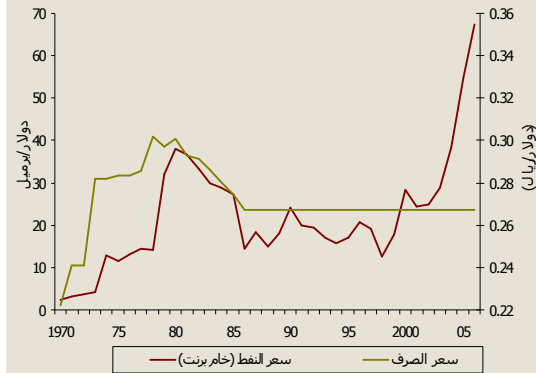
ارتباط الريال بالدولار

هناك رأي متنامي بأن الوقت قد حان لتعديل سعر صرف الريال (برفع قيمته) بل وربما افتفاء أثر الكويت والتخلي عن سياسة الربط مع الدولار الأمريكي. ويتم إلقاء اللوم على الدولار المتهاك على أنه وراء ارتفاع التضخم وجعل العطلات الصيفية في الخارج أكثر كلفة. إضافة إلى ذلك، تحوم أسعار النفط قرب أعلى مستوياتها على الإطلاق ويشهد الاقتصاد حالة ازدهار مما يمثل ضغطاً طبيعياً لتعزيز قوة الريال. وفي رأينا فإن تكاليف تغيير سعر الصرف تفوق حسناتها كثيراً خصوصاً أن التضخم المستورد لا يشكل إلا قدراً ضئيلاً من موجة التضخم الحالية في السعودية، أما أكبر المتضررين من إجراء رفع قيمة الريال فهم كما يلي:

- **الدولة:** يتم استلام عائدات النفط بالدولار ومن ثم تحويلها إلى الريال للإنفاق على الميزانية. ومن شأن إجراء تعديل على سعر الصرف التسبب في إضعاف قيمة الريال وانعكاس ذلك على واردات النفط مما يؤدي بالتالي إلى خفض حجم الفوائض المالية للدولة وتسريع اليوم الذي تتراجع فيه الميزانية إلى خانة العجز. أما احتياطي الدولة من الموجودات الأجنبية المقوم بالدولار في معظمه والذي يفوق حجمه حالياً 240 بليون دولار فسوف تنخفض قيمته بمجرد تحويله إلى الريال.
- **مؤسسة النقد (ساما):** أكدت مؤسسة النقد مراراً على أن لا نية لديها على تعديل سياسة ربط سعر الصرف مع الدولار والقائمة منذ 21 عاماً. لذا ستتضرر مصداقية ساما وتراجع الثقة في العملة إذا ما تدهورت أسعار النفط أو ارتفع سعر الدولار. علاوة على ذلك، لا تحبذ البنوك المركزية في العادة إجراء تغييرات مفاجئة أو حادة في أسعار الصرف خصوصاً وأن التعديلات الطفيفة قد لا تؤتي إلا أثراً محدوداً بالنسبة لمن تضرر من ضعف الدولار.
- **المستثمر الأجنبي:** إضافة عامل التخوف من تغيير سعر الصرف إلى الريال الأكثر كلفة سيثبط من همة الاستثمارات الأجنبية ويؤدي لنقويض مبادرة اقتصادية رئيسية.
- **الشركات المحلية:** ستشهد الشركات السعودية المصدرة ارتفاعاً في أسعارها في الأسواق الخارجية بينما تقل تنافسيتها. أما تلك التي تتنافس منتجاتها مع الواردات مثل المواد الغذائية ومواد البناء والأثاث فسوف تعاني من الواردات الأقل تكلفة.

ربما يكون من الصواب إجراء تغيير في سياسة الربط مع الدولار على المدى الطويل وذلك عندما يتنوع الاقتصاد وتوضح حاجة مؤسسة النقد لتطوير أدوات سياسة نقدية أكثر استقلالية للتحكم في سعر الفائدة. لكن الوقت لذلك لم يحن بعد، كما أن تغيير سعر الصرف لمجرد ملاحقة تحركات الدولار بشكل سياسة قد تفوق سيئاتها حسناتها في هذا الوقت. والاحتمال الوحيد لتعديل سعر صرف الريال في ظل الظروف الحالية حسبما نعتقد ربما يأتي من الرغبة في توزيع أرباح عوائد النفط المرتفعة على المواطنين الذين تأثرت مداخيلهم من ارتفاع التضخم.

الريال يبدو غير متوازناً



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

براد بورلاند، CFA

رئيس الدائرة الاقتصادية والأبحاث

jadwaresearch@jadwa.com

الإدارة العامة:

الهاتف +966 1 279-1111

الفاكس +966 1 279-1571

صندوق البريد 60677، الرياض 11555

المملكة العربية السعودية

www.jadwa.com



سعر الصرف المستقر

ظل ربط الريال السعودي عند معدل 3,75 مقابل الدولار سارياً منذ عام 1986. وكانت سياسة الربط هذه قد تم تبنيها بغرض الحفاظ على استقرار قيمة العملة داخلياً وخارجياً، وتم اختيار الدولار دون غيره باعتباره العملة المستخدمة في تقييد تعاملات تجارة النفط الدولية، الوضع الذي لا يزال قائماً حتى اليوم. يهيمن النفط على السواد الأعظم من إيرادات الميزانية والصادرات عند مستوى 91 بالمائة و88 بالمائة على التوالي. وحتى تتمكن من دعم سياسة الربط تحتفظ مؤسسة النقد (ساما) بموجب النظام برصيد كافي من "العملات الأجنبية القابلة للتحويل إلى ذهب" وهي أدوات مالية قصيرة الأجل بالدولار الأمريكي من أجل تغطية كامل قيمة العملة الورقية المتداولة من الريال السعودي، أي ذلك الجزء من عرض النقود الذي يطلق عليه اصطلاحاً "ن-0". وفي الواقع تحتفظ مؤسسة النقد اليوم برصيد من العملات الأجنبية يتعدى كثيراً ما هو مطلوب لتوفير التغطية الكاملة للعملة المحلية.

وحتى اليوم فقد استوفى الربط أغراضه داعمًا للأداء الاقتصادي في البلاد. ويستخدم التضخم في قياس مدى استقرار قيمة العملة داخلياً، حيث يؤدي ارتفاعه إلى تآكل القدرة الشرائية للريال. وقد راوح معدل التضخم في السعودية بين عامي 1986 و2006 عند مستوى 0,5 بالمائة في المتوسط. أما الاستقرار الخارجي فيتم قياسه باستخدام "سعر الصرف الساري الفعلي"، الذي يأخذ في الاعتبار قيمة الريال السعودي مقابل عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين للمملكة. وحسب تقارير صندوق النقد الدولي فقد ظل سعر الصرف الفعلي للريال مستقرًا نسبيًا باستثناء الفترات التي وهنت فيها قوة الدولار بصورة كبيرة بين عامي 1986-1987 وعامي 2002-2005.

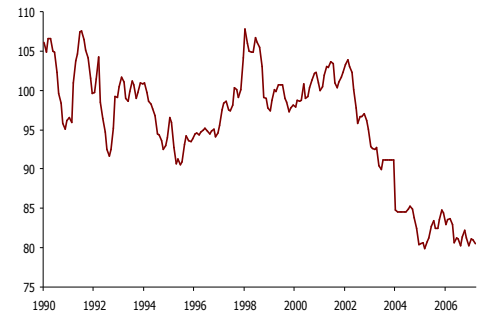
وقد شكلت تطورات أسواق النفط ضغوطاً على سياسة الربط في بعض الأحيان، ففي عام 1993 أدى تضافر أسعار النفط المتدهورة مع المخاوف بشأن العجز في الميزانية والميزان التجاري إلى خلق موجة من المضاربات راهنت على انخفاض قيمة الريال في أسواق العملات. كما حدثت موجات مضاربة مشابهة في أواخر عام 1998 وأوائل عام 1999 تزامنت مع تراجع أسعار النفط والأزمة الاقتصادية في آسيا التي نتج عنها انخفاض كبير في أسعار صرف معظم العملات في المنطقة. وقد أصابت مؤسسة النقد حينها عندما تدخلت في أسواق العملات للحفاظ على استقرار الريال بتوظيف احتياطاتها الضخمة من الموجودات الأجنبية. أما الآن فإن الضغط لا يأتي من أسواق العملات بقدر ما يأتي من الآراء السائدة التي تدعو لرفع قيمة الريال أو حتى إنهاء سياسة ربط سعر الصرف.

لماذا هناك ضغط من أجل التغيير؟

أحد الأسباب هو الاعتقاد بالسائد أن علاقة العملتين قد اختلفت، حيث أن الارتفاع المضطرب في سعر النفط إضافة لحالة الرواج الاقتصادي من شأنهما العمل على تعزيز قيمة الريال، لكن الدولار الضعيف يتسبب في تدهور قيمة الريال في الخارج بينما يضعف التضخم من قيمته في الداخل. كما عملت العوامل العالمية والإقليمية على إزكاء حالة التخمينات بشأن تعديل سعر الصرف.

إن عملية تحديد مدى توافق عملة ما مع قيمتها العادلة تشوبها صعوبات كثيرة. مثال ذلك لا يوجد إجماع واضح بين الاقتصاديين على كيفية التوصل إلى "القيمة العادلة" لعملة ما، خصوصاً إذا كانت العملة غير معومة بالكامل وبالتالي لا علاقة لقوى السوق في تحديد سعر صرفها. لكن رغم ذلك، وكما يشرح الرسم البياني، يبدو أن هناك تغيرات هيكلية في أسعار النفط لم تنعكس على سعر الصرف. كما أن فائض الحساب الجاري الضخم بما يتعدى إمكانية استمراره على هذا النحو إلى ما لانهاية (تخطى الفائض 20 بالمائة

سعر الصرف المرجح تجارياً
يتصف بالاستقرار النسبي
(المؤشر = 2000 = 100)





من الناتج الإجمالي في كل من الأعوام الثلاثة الماضية) يعتبر أيضاً وبصورة عامة إشارة على أن قيمة العملة تعتبر منخفضة. أخيراً، هناك ما يطلق عليه "مؤشر بيغ ماك" الذي تشرف عليه مجلة إيكونوميست والذي يلمح إلى أن قيمة الريال تعتبر أقل بواقع 30 بالمائة مقابل الدولار (يقوم هذا المؤشر على فرضية أن أسعار أي منتج متطابق من حيث المواد والعمالة والخدمات المطلوبة لتركيبه وتوزيعه ينبغي أن تكون متساوية في كل الدول). عليه يعزي المؤشر أي فروقات في الأسعار إلى الخلل في توازن سعر الصرف. وقد توصل إلى نتائج مشابهة محللون آخرون يستخدمون أساليب أكثر تعقيداً.

وهناك عامل آخر يدعم فكرة أن قيمة الريال دون مستواها حالياً وهو تراجعها أمام بعض العملات العالمية الرئيسية الأخرى، خصوصاً اليورو والجنيه الإسترليني. ومما لاشك شك فيه أن التدفق الضخم من العملات الأجنبية في ظل نظام حر لسعر الصرف كان سيؤدي بالتأكيد إلى ارتفاع قيمة الريال. لكن بدلا عن ذلك، وبسبب ضعف قيمة الدولار، فقد انخفض الريال. ويوضح الرسم البياني في الصفحة السابقة أن "سعر الصرف الفعلي للريال السعودي" قد انخفض بواقع 21 بالمائة منذ نهاية عام 2001.

الجدول أدناه يوضح أن عملات كافة الشركاء التجاريين الرئيسيين للمملكة قد تعززت أمام الريال منذ نهاية عام 2005.

حركة سعر الصرف

التغير مقابل الريال (%)	العملة	نسبة من الواردات	
12.1	يورو	25	منطقة اليورو
0.0	دولار	15	الولايات المتحدة
5.9	يوان	9	الصين
3.0	ين	8	اليابان
13.3	جنيه	4	المملكة المتحدة
6.9	وون	4	كوريا الجنوبية
9.2	روبيه	4	الهند

* نهاية عام 2005 حتى 17 أغسطس 2007

لذا فإن الجدول بأن سعر الصرف غير متنسق حالياً يعتبر مقبولاً، لكن هل يعني ذلك أن إجراء تغيير على الربط بعد 21 عاماً من ثبات سعر الصرف يعتبر سياسة سليمة؟ نعتقد أن الإجابة بالنفي، على الأقل في الوقت الراهن. وكما تعلمت الدول الآسيوية التي تعتمد على الصادرات فإن العملة ذات القيمة المنخفضة نوعاً ما تدعم التنافسية والنمو من خلال تحفيز الصادرات بينما تعمل على الحد من الواردات. عليه فإن الاقتصاد السعودي يعتبر مستفيداً من سعر الصرف الحالي. كما أن أسواق العملات تتحرك بسرعة أكبر من حركة صانعي السياسات الحكومية، لذا فإن إجراء تعديل منفرد في سعر صرف الريال بسبب ضعف الدولار قد يأتي بنتائج سلبية إذا ما اشتدت قوة الدولار فجأة. والآن وبعد عقود من ربط سعر الصرف فإن أي مبرر للتغيير ينبغي أن يركز على الحجج الاقتصادية الهيكلية وليست مجرد الحركة في أسواق العملات الأجنبية. وتطرق فيما يلي إلى تلك الحجج.

التضخم وسعر الصرف

أحد أكثر الحجج الاقتصادية تردداً في الوقت الراهن فيما يتعلق بتعديل سعر الصرف هي أن الريال الضعيف يتسبب في التضخم المستورد. وقد كان ذلك أحد أكبر المبررات التي طرحتها الكويت في سياق رفعها لسعر صرف الدينار.

الريال يبدو غير متوازناً





وحدث أن هبوط الريال قد تزامن مع فترة من الارتفاع في التضخم في السعودية، حيث ارتفع التضخم من متوسط 0,3 بالمائة عام 2003 إلى 3,1 بالمائة بحلول يونيو 2007. لكن من شأن ضعف الريال أن يؤدي لارتفاع قيمة الواردات بالعملة الأخرى وليس بالدولار. وتواصل الحجة في أن رفع قيمة الريال ستؤدي لخفض فاتورة الواردات مما يخفف بالتالي من التضخم المستورد. لكننا لا نعتقد أن للتضخم أية علاقة كانت أو ستكون بارتفاع الأسعار في السعودية للأسباب التالية:

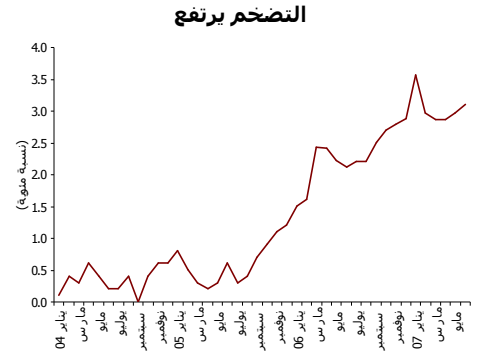
التضخم يتركز في قطاعات معينة لا علاقة لها في اغلب الأحيان بأسعار السلع المستوردة. رغم أن ارتفاع أسعار السلع عالمياً كان السبب وراء ارتفاع التضخم، إلا أن الاختناقات المحلية الناجمة عن النمو الاقتصادي المتسارع أضحت تشكل ضغطاً كبيراً لدفع الأسعار إلى أعلى.

وتأتي مجموعة الأغذية على رأس مصادر التضخم حتى الآن هذا العام، حيث أن أسعارها قد ارتفعت عالمياً ومحلياً، لكن لا علاقة لذلك مع سعر الصرف. كما أن الزيادة في أسعار المجوهرات ضمن مجموعة "المصاريف والخدمات الأخرى" في الجدول التالي ذات صلة بالارتفاع في أسعار الذهب والفضة وكلاهما مقومان بالدولار ولا تتأثر أسعارهما كثيراً بالتغير في سعر الصرف. وكانت أسعار الذهب والفضة قد وصلت لأعلى مستوياتها طيلة 26 عاماً السنة الماضية. وفيما يتعلق بالإيجارات فقد تسببت موجة من العاملين الأجانب الذين اجتذبتهم الطفرة الاقتصادية إضافة لمعدل النمو السريع بين المواطنين من السكان إلى دفع الأسعار إلى أعلى. وحيث أن بناء مساكن جديدة استجابة لحالة النقص يستغرق وقتاً، نتوقع أن تظل مجموعة الإيجارات تشكل المصدر الرئيسي للتضخم حتى العام 2010. وعموماً لا تتأثر الإيجارات بالتغير في أسعار صرف العملات.

تفاصيل بيانات التضخم

2007 النصف الأول	2006	2005	2004	2003	
6.7	5.3	3.0	4.9	0.6	الأغذية والمشروبات المنسوجات والملابس والأحذية
-2.5	-0.6	-1.5	-2.4	-0.5	الترميم والإيجار والمحروقات والمياه
5.3	0.8	-0.1	0.3	0.0	الأثاث المنزلي الرعاية الطبية
1.0	0.3	0.4	-1.7	-0.6	النقل والإتصالات التعليم والترفيه
-2.7	-3.2	-2.5	-0.6	-1.7	الخدمات والمصرفيات الأخرى
-0.2	0.3	0.3	-0.6	-0.6	
4.9	7.7	2.4	0.6	2.5	الإجمالي
3.0	2.3	0.7	0.3	0.6	

اختيار العديد من تجار التجزئة عدم تمرير تكلفة الاستيراد الأعلى إلى المستهلك بغرض الحفاظ على الحصة السوقية. يوضح الجدول التالي الواردات الرئيسية من تلك الدول التي ارتفعت قيمة عملتها بصورة كبيرة مقابل الدولار (منطقة اليورو وبريطانيا وكوريا الجنوبية والهند). أهم الواردات من هذه الدول تضم السيارات وأجهزة الهاتف المحمول والدواجن المجمدة من فرنسا والأرز من الهند والطائرات من بريطانيا. ويبدو في حالة استيراد السيارات أن الوكالات لم تعكس قيمة اليورو المرتفعة بالكامل على الأسعار بل لجأت إلى امتصاصها لحد كبير من خلال تقليص هامش أرباح كلا من الوكلاء المحليين والشركات الأوروبية المصنعة. وليست للطائرات الحربية المستوردة من إنجلترا أثر في حساب مستوى التضخم المحلي. ويتصف سوق أجهزة الهاتف المحمول بحدة المنافسة وقد انخفضت الأسعار فيه في واقع الأمر بمعدل 33,8 بالمائة خلال فترة الثمانية عشر شهراً الماضية





حسب بيانات مؤشر تكلفة المعيشة.

الواردات من الدول التي تراجعت قيمة الريال أمام عملاتها (2005)

الدولة	السلعة	القيمة (مليون دولار)
بريطانيا	طائرات	713
ألمانيا	سيارات	491
	هاتف محمول	245
	شعير	214
كوريا الجنوبية	سيارات	411
الهند	أرز	377
فرنسا	لحوم مجمدة	113

وبإلقاء نظرة فاحصة على مؤشر تكلفة المعيشة يتضح أن أسعار الصرف ليست هي المشكلة في هذا الصدد، حيث يحتوي المؤشر على أسعار 14 سلعة مختلفة (بصورة عامة مواد غذائية ومشروبات وأثاث) تنتج محلياً ويتم استيرادها في نفس الوقت، وقد اتضح لنا أن الأسعار المحلية لستة منها ارتفعت بمعدل أعلى من أسعار مثيلاتها المستوردة؛ وكان العكس صحيحاً في حال ستة سلع أخرى بينما كان معدل التضخم السنوي شبه متطابقاً في حالة سلعتين.

البيانات التجارية تفعل من أثر الدولار. قيمة الواردات المسعرة بالدولار أكبر بكثير من تلك التي يتم جلبها من الولايات المتحدة حيث أن معظم التجارة السلعية الدولية مقومة بالدولار كما أن الأسواق الناشئة ذات العملات المتذبذبة تميل إلى تسعير صادراتها بالدولار.

دور الصين المتعاظم كمصدر للواردات. ارتفع نصيب الصين من الواردات بأكثر من ثلاثة أضعاف منذ عام 2002 وتحولت إلى ثالث أكبر مورد للسعودية بحصة قدرها 9 بالمائة من إجمالي الواردات عام 2006 (ضعفي قيمة حصتها منذ 4 أعوام فقط). ويعكس ذلك بروز الصين كمركز للتصنيع منخفض التكلفة، مما كان له أثر في الحفاظ على التضخم متديناً عالمياً بما في ذلك السعودية.

النصيب من الواردات (نسبة مئوية)

2006	2002	
25	25	منطقة اليورو
15	16	الولايات المتحدة
9	5	الصين
8	11	اليابان
4	6	بريطانيا
4	3	كوريا الجنوبية
4	3	الهند

ورغم أن رفع قيمة الريال من شأنها خفض بعض الأسعار لكن لن يكون ذلك هو الأسلوب المؤثر في التعاطي مع ظاهرة التضخم. وبدیهي أن تغيير سعر الصرف يتسبب أحياناً في ردود أفعال غير تلك المرجوة منه. مثال ذلك أن رفع قيمة العملة يتسبب مباشرة في رفع قيمة الدخل الاستهلاكي للأفراد مؤدياً بالتالي إلى زيادة الاستهلاك وربما التضخم في بعض القطاعات.

الاعتبارات الاقتصادية الأخرى

إضافة لكونها ليست الأسلوب اللازم أو الأمثل في مكافحة التضخم، ينضوي تعديل سعر الصرف السائد على عدد من التكاليف الأخرى، نورد منها ما يلي:



خفض قيمة الإيرادات الأجنبية والاحتياطيات: من شأن رفع قيمة الريال خفض قيمة واردات النفط إضافة لقيمة الموجودات المقومة بالدولار عند تحويلها للعملة المحلية. فإذا تم رفع قيمة الريال بواقع 20 بالمائة على سبيل المثال، تتراجع قيمة مشتريات الدولة بالريال من إيرادات النفط بواقع 20 بالمائة. وتتوقع أن تبلغ إيرادات النفط في ميزانية الدولة 135 بليون دولار عام 2007، وبناء على سعر الصرف الحالي توفر تلك الإيرادات ما يكفي لتمويل 505 بليون ريال من المصروفات. لكن في حال رفع قيمة الريال بواقع 20 بالمائة فإن نفس المستوى من الإيرادات يكفي لاستيفاء 404 بليون ريال فقط من الإنفاق الحكومي. وإذا لم يتغير مستوى الإنفاق فإن الإيرادات الأقل ستؤدي لظهور فائض في الميزانية يبلغ 1,4 بالمائة فقط من الناتج الإجمالي مقارنة بتفديراتنا الحالية البالغة 9,5 بالمائة من الناتج الإجمالي.

ونتوقع أن تتراجع الفوائض في ميزانية الدولة خلال الأعوام القليلة القادمة تمشياً مع استقرار إيرادات النفط وتواصل الزيادة في الإنفاق. ونتوقع أن تتعادل كفتي الميزانية بحلول عام 2010. لكن القضاء على كل فوائض الميزانية سيأتي في تاريخ أقرب في حالة إجراء تعديل كبير في سعر الصرف.

وإذا افترضنا فيما يتعلق بالاحتياطيات الأجنبية، أن مؤسسة النقد تمسك بما يعادل 75 بالمائة من أرصدها بالدولار فإن من شأن رفع قيمة الريال بما يعادل 20 بالمائة أن يؤدي إلى خسارة تعادل 36 بليون دولار (أي 10 بالمائة من الناتج الإجمالي) عندما يتم تحويل تلك الأرصدة إلى الريال.

وسوف يتعرض القطاع المصرفي أيضاً إلى متاعب فيما يتعلق بقيمة موجوداته. وقد بلغ صافي موجودات البنوك التجارية من الأرصدة الأجنبية 89,6 بليون ريال بنهاية يونيو 2007. وبما أن البنوك تعلن عن أرباحها بالريال فإن أية أرباح من موجوداتها الأجنبية تدفع بالدولار، مثل أرباح السندات أو الصكوك، ستكون ذات قيمة أقل عند تحويلها إلى الريال.

وهناك عدد كبير آخر من الشركات وقطاعات أخرى في الاقتصاد لديها موجودات كبيرة أو إيرادات كلاهما بالدولار. وبما أن الشركات المحلية تعد قوائمها المالية بالريال فإن أية موجودات ممسوكة بالدولار أو إيرادات متحصلة بالدولار ستتضرر في حال الإقدام على رفع قيمة الريال. ولا نعلم عن أي شركة سعودية قد تستفيد من حيث قيمة موجوداتها أو دخلها لأنها تمسك حساباتها أو تعد قوائمها المالية بالدولار.

التناقض مع السياسة الرسمية: عبرت مؤسسة النقد بوضوح وباستمرار عن التزامها بسياسة سعر الصرف القائمة وبأن لديها السبل الكفيلة بالدفاع عنها ضد المضاربات على الريال. وقد بلغ إجمالي الاحتياطيات الأجنبية لمؤسسة النقد 243 بليون دولار بنهاية يونيو الماضي، أي ما يعادل 130 بالمائة من معيار الكتلة النقدية أو عرض النقود الشامل (ن-3). بعبارة أخرى، تستطيع مؤسسة النقد بسهولة شراء آخر ريال متداول في السعودية إذا ما تعرضت سياسة الربط لأي ضغوط. وإذا ما حدث وقررت مؤسسة النقد أن تعديل سعر الصرف هو الصواب نعتقد أنها سوف تسبق تلك الخطوة بخطة إعلامية تهبو فيها الأسواق والجمهور بهدوء وبالتدرج. وبما أن ذلك لم يحدث نعتقد أن موقف مؤسسة النقد هو استمرار سياسة سعر الصرف الحالية كما هي.

الإضرار بالمصداقية: إدارة توقعات السوق بإتجاه سعر الصرف أمر على قدر كبير من الأهمية للقائمين على السياسات المالية، وبدون تلك المصداقية يفقد المستهلكون والشركات ثقتهم في العملة حيث تتباينهم حالة شك حول قيمتها واتجاهاتها وينعكس ذلك سلباً على الاستثمار وعلى الأداء الاقتصادي بجممله. وتتمتع السعودية حالياً بنظام سعر صرف يتصف بالقوة والمصداقية. فإذا ما تم تغيير الربط فجأة عقب ما يربو على العشرين عاماً من دورات أسواق النفط وأسعار الصرف فإن هذه المصداقية قد تتضرر. فإذا حان وقت تدهور، بل عندما تتدهور أسعار النفط، وترتفع قوة الدولار في الأسواق العالمية، فسوف تكون هناك توقعات قوية في السوق بخفض قيمة الريال.



تقويض القوة التنافسية للقطاع غير النفطي: من شأن رفع قيمة الريال رفع أسعار الصادرات المقومة بغير الدولار في الأسواق الأجنبية وتخفيض أسعار الواردات المقومة بغير الدولار إلى السعودية. وأثر كلا الحالتين هو تقويض تنافسية السلع المنتجة محلياً. ويعتبر تنوع الاقتصاد المحلي أحد أهم أركان السياسة الاقتصادية في المملكة وأحد أهم عناصر هذه السياسة هو تشجيع الصادرات غير النفطية. وقد شكلت الصادرات غير النفطية (البتروكيميائيات بصورة أساسية) في 2006 ما يعادل 12 بالمائة من إجمالي الصادرات. ومن المؤكد أن يختل نمو الصادرات غير النفطية في حال رفع قيمة الريال بصورة كبيرة تؤدي إلى زيادة تكلفة الاستيراد على المشتريين الأجانب.

فيما يتعلق بالواردات، كنا قد توقعنا سلفاً نموها بصورة حادة خلال الأعوام القليلة القادمة عندما يدخل العمل في المشاريع الاقتصادية العملاقة مرحلة التنفيذ وتحسن الثقة في الاقتصاد بصورة عامة. ومن شأن رفع قيمة الريال زيادة تدفق الصادرات. ونتوقع أن يتراجع الفائض في الحساب الجاري بصورة مضطربة على مدى الأعوام القليلة القادمة من 95 بليون دولار في عام 2006 إلى 37 بليون دولار عام 2010. كما نرجح أن يتسارع معدل التناقض في فائض الحساب الجاري في حال رفع قيمة الريال حيث تصبح الواردات أقل تكلفة وترتفع تكلفة الصادرات.

تراجع الاستثمارات الأجنبية: طرح ريال أكثر كلفة للمستثمرين الأجانب إضافة إلى حالة الشك التي يتسبب فيها تعديل سياسة الربط ستعملان بمثابة عائق أمام الاستثمارات الأجنبية. حتى وفي ظل ارتفاع مستويات أسعار النفط وعوائد العملات الأجنبية تواصل المملكة سياسة تشجيع الاستثمارات الأجنبية التي تلعب الهيئة العامة للاستثمار دور رأس الرمح فيها. وقد وضعت المملكة لنفسها هدف يتمثل في احتلالها إحدى مواقع الريادة العشرة عالمياً من حيث جاذبيتها الاستثمارية بحلول عام 2010. لكن ربما تتسبب رفع قيمة الريال وحالة عدم الثقة المرتبطة بتعديل سعر الصرف في تقويض هذه المبادرة.

ارتفاع درجة التذبذب: تركز أسواق العملات انتباهها على السعودية من وقت لآخر كمرشح محتمل لتذبذب أسعار الصرف بسبب اعتماد المملكة على صناعة النفط التي تتعرض بدورها لدورات حادة من الصعود والهبوط والتذبذب في الأسعار. وقد دافع القائمون على صناعة القرار في السعودية ضد محاولات المضاربة تلك من خلال الاحتفاظ برصيد ضخم من الاحتياطات بالدولار والثبات على موقف الدفاع عن سياسية ربط سعر الصرف. ومن الأسباب الرئيسية لعدم تأهل الريال بعد للتعويم الكامل في أسواق العملات أن ذلك إذا تم فقد يؤدي لحركة الريال في نفس اتجاه أسعار النفط العالمية التي تتصف بالتذبذب المرتفع. مثال ذلك تراجع أسعار النفط من 78 دولار للبرميل إلى 52 دولار للبرميل، أي هبوط قدره 33 بالمائة على مدى أشهر معدودة العام الماضي، ثم ارتدادها إلى 77 دولار للبرميل منذ تلك الفترة بارتفاع نسبته 48 بالمائة. ونتيجة لمثل هذا التذبذب في أسواق النفط والشعور في الخارج بأنه يتوجب أن يحدد النفط قيمة الريال في سوق العملات فإن أي تغير في سياسة الربط تتوجب إدارته بتأني وعناية من أجل احتواء إمكانية التذبذب الحاد.

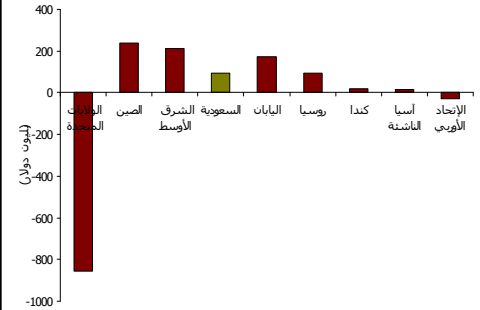
وقد طُرحت العديد من الحجج الاقتصادية لتبرير تعديل نظام سعر الصرف، اشتملت على التالي:

العملة الخليجية الموحدة: هناك خطط لتوحيد العملة الخليجية بحلول عام 2010. ورغم أن الإعداد لتلك المرحلة قد اصطدم بعدد من العقبات مؤخراً لكن لم يتم المساس بالجدول الزمني. وحيث أن السعودية سيتوجب عليها تعديل سعر صرفها بصورة نهائية عند الانضمام إلى مشروع العملة الموحدة (على الأقل مع العملات الخليجية الأخرى أو مع الدولار أو سلة من العملات) فإن هناك تخمينات بأن تعديل سعر صرف الريال السعودي قادم في الطريق.



الاختلالات العالمية: أصبح الريال جزء من جدل أوسع حول "الاختلالات العالمية" بين الدول التي يُعتقد أنها تدخر بصورة مفرطة (أي لديها فوائض ضخمة في ميزان الحساب الجاري) والدول التي تنفق بصورة مفرطة (أي لديها عجز كبير في ميزان الحساب الجاري). فإذا عدل المدخرين (الصين ومصدري النفط الرئيسيين) أسلوبهم في استثمار فوائضهم فإن ذلك من شأنه إضعاف مكانة المنفقين (الولايات المتحدة بصورة رئيسية). أحد أساليب جسر الهوة بين المدخرين والمقترضين هو رفع قيمة سعر صرف الريال حيث يؤدي ذلك لتشجيع السعودية على الإنفاق أكثر على وارداتها مما يؤدي لخفض فائض الحساب الجاري لديها (شريطة أن تكون الولايات المتحدة هي مصدر الواردات) وبالتالي خفض العجز في ميزان الحساب الجاري الأمريكي.

الريال جزء من الجدل حول الاختلالات العالمية
(موازن الحساب الجاري عام 2006)



الخيارات السياسية

بالنظر إلى كافة الحجج المؤيدة وتلك التي تعارض تعديل سعر الصرف نعتقد أن أفضل خيار في الوقت الراهن هو عدم فعل أي شيء، لكن من الطبيعي أن يأتي يوم يكون فيه القرار الصائب بالنسبة للسعودية هو التخلي عن الربط مع الدولار. أما السببين الرئيسيين للجوء لذلك الخيار فهما، أولاً، أن يكون الاقتصاد قد تنوع بدرجة كبيرة تبعده عن نفوذ الدولار، وثانياً، أن الدولة تحتاج أدوات مستقلة لتحديد سعر الفائدة وذلك عندما ترتفع مديونية الشركات والأفراد بأعلى مما هي عليه.

لكن لا نتوقع حدوث أي من تلك الشروط الأساسية لعدد من السنين، حيث أن تنويع الاقتصاد يعتبر عملية متدرجة ومن المرجح أن يظل سوق النفط مقوم بالدولار لسنوات عديدة قادمة.

قلما يتم التطرق إلى حاجة السوق للاستقلالية في تحديد أسعار الفائدة في نهاية المطاف، حيث أن سياسة الربط الحالية لا توفر لمؤسسة النقد المرونة الكافية في تحديد أسعار الفائدة خارج نطاق تلك التي يحددها البنك المركزي الأمريكي. فإذا سمحت مؤسسة النقد لأسعار الفائدة بالانحراف عن الفائدة الأمريكية نجد أن سمسارة أسواق العملات يقفزون مباشرة لاستغلال فرصة المراجعة الناشئة (فرصة لتحقيق أرباح دون تحمل مخاطر بالاتجار في فروق أسعار الصرف) التي تنتج عن هذا الوضع وبالتالي تعيد آلية السوق أسعار الفائدة إلى النطاق الذي يتمشى تقريباً مع أسعار الفائدة الأمريكية.

تمثل المقدر على تحديد أسعار الفائدة الأساسية باستقلالية إحدى أهم أدوات السياسة النقدية في احتواء التضخم في الدول النامية. لكن ولكي تأتي هذه السياسة بنتائج لا بد أن يكون مستوى المديونية على الشركات والأفراد من الضخامة بحيث يمكن التحكم في عاداتهم الاستهلاكية والاقتراضية من خلال تعديل أسعار الفائدة. السعودية لم تصل إلى هذه المرحلة بعد، حيث أن مديونية الشركات والأفراد كنسبة من الناتج الإجمالي تقل كثيراً عن مثلتها في الدول النامية. مثال ذلك تبلغ مديونية الأفراد في المملكة حوالي 12 بالمائة من الناتج الإجمالي بينما تبلغ في الولايات المتحدة 100 بالمائة من الناتج الإجمالي. وبلغ إجمالي المديونية في السعودية 37 بالمائة فقط من الناتج الإجمالي. ومن شأن تعديل سعر الصرف في الولايات المتحدة أن ينعكس مباشرة على مستوى السيولة في الاقتصاد وعلى سلوك المستهلك. لكن الوضع في السعودية ليس على هذا المنوال بعد. لذا حتى وإن احتفظت السعودية بحرية كاملة في تحديد أسعار الفائدة الأساسية فلن يكون ذلك أداة مؤثرة على الإطلاق في السيطرة على التضخم. إضافة، وكما تطرقنا سابقاً، فإن أسباب الضغوط التضخمية الحالية تعود إلى الاختناقات المحلية خصوصاً في مجال العقار ولا علاقة لها بالسيولة. وعندما يحين الوقت للتخلي عن سياسة الربط مع الدولار ستتوفر لمؤسسة النقد الحرية في تعديل أسعار الفائدة حسبما تراه لائقاً بالنسبة للأوضاع الاقتصادية المحلية.



رفع سعر الصرف من أجل تعميم فائدة أسعار النفط المرتفعة

ركزنا في هذا التقرير على أنه ليست هناك حجة اقتصادية مقنعة لإجراء تعديل في سعر صرف الريال. لكننا لا نستطيع استبعاد هذا الاحتمال كلية حيث يحتمل اللجوء لتعديل سعر الصرف لأسباب اجتماعية، كوسيلة لتوزيع الثروة الناجمة عن ارتفاع أسعار النفط على المواطنين على وجه التحديد. وباعتبار أن معظم السلع الاستهلاكية (مثل السيارات والأجهزة الكهربائية) يتم استيرادها فإن من شأن رفع قيمة الريال تحقيق وفورات هائلة بالنسبة للمواطنين. وكانت الفكرة قد طرحت للمرة الأولى العام الماضي خلال فترة انهيار سوق الأسهم المحلي، والآن يضيف التضخم المرتفع زخماً إلى حجة الدعاة إلى التغيير.

أحد البدائل الأخرى هو ربط الريال مع سلة من العملات المرجحة تجارياً، بحيث يتحرك الريال بالتجانس مع عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين مما يؤدي للحد من مستوى التضخم المستورد ويوفر حيزاً لتحديد أسعار الفائدة بصورة مستقلة. وهذا هو الأسلوب الذي لجأت إليه دولة الكويت التي تخلت في مايو الماضي عن سياسة الربط مع الدولار بعد أربعة أعوام واعتمدت أسلوب إدارة عملتها مقابل سلة عملات مرجحة تجارياً (بشكل الدولار وزناً كبيراً منها). لكن مساوئ هذا الأسلوب أن لا الأسواق ولا الجمهور يستوعبان بسهولة فكرة الربط مع سلة عملات، هذا عدا أن الكويت لم تكشف عن ماهية العملات ضمن سلتها أو الأوزان الترجيحية لها مما يخفض من مستوى شفافية النظام وكفاءة الأسواق في فهم العملة والاتجار عليها. وقد لجأ البنك المركزي الكويتي إلى رفع قيمة الدينار 5 مرات منذ منتصف يوليو وخفضها 7 مرات حسب تحركات الدولار خلال تلك الفترة. ولا نعتقد أن الاقتصاد السعودي سيجني أي فائدة من إفحام مثل هذا النوع من عدم الاستقرار والتذبذب.

إن تعويم العملة بحرية كاملة هو الهدف المنشود في النهاية من الناحية النظرية، حيث تتحدد أسعار صرف العملات مقابل بعضها البعض باستقلالية من خلال آلية السوق. لكن باعتبار علاقة الاقتصاد السعودي مع أسواق النفط والتذبذب الذي هو صفة ملازمة لها، لا نعتقد أن ذلك سيكون عملياً أو إيجابياً على النمو الاقتصادي على المدى البعيد. ويتلخص رأينا في أن معدل سعر الصرف الحالي وألياته تعمل بصورة جيدة في صالح المملكة في الوقت الراهن، لذا من الأفضل تركها في شأنها.



إخلاء المسؤولية

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

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