



عودة مرة أخرى إلى الأزمة المالية

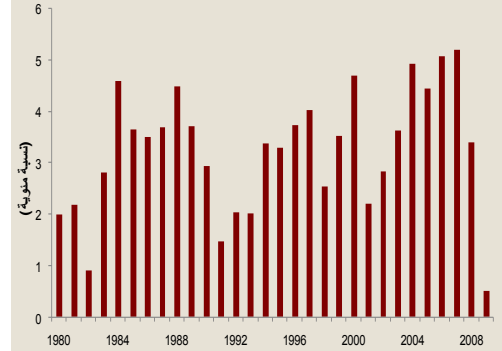
كانت حدة الأزمة المالية العالمية قد أخذت تخبو منذ صدور آخر تقاريرنا الفورية في أواخر نوفمبر 2008، لكنها شرعت تتفاقم مرة أخرى في الآونة الأخيرة وإن لم تكن على نفس مستويات سبتمبر، مما انعكس على أوضاع الائتمان العالمية في هيئة تسارع انزلاق الاقتصاد العالمي في مرحلة الركود. وقد جاء التراجع الأخير دراماتيكيًا وشاملاً بحيث طال التباطؤ المتسارع حتى تلك الدول التي لم تعاني قطاعاتها المالية مشاكل كبيرة أصلاً. وكان صندوق النقد الدولي قد أقدم في نوفمبر على خفض توقعاته بشأن نمو الاقتصاد العالمي للعام 2009 إلى 2,2 بالمائة من تقديراته البالغة 3 بالمائة منذ شهر واحد فقط، ولا تتعدى توقعاته بالنمو الآن 0,5 بالمائة لنفس العام وهي أدنى نسبة نمو منذ أربعينيات القرن الماضي. وفي ضوء هذه التطورات السلبية المضطربة نعود مرة أخرى إلى إصدار سلسلة تقاريرنا حول مستجدات الاقتصاد العالمي وتداعياتها على المملكة العربية السعودية. ولما كان هذا التقرير هو الأول منذ ثلاثة أشهر فسيأتي متوسعاً إلى حد ما بهدف إطلاع قرائنا على آخر مستجدات الأزمة.

كان من شأن البرامج الحكومية الضخمة الموجهة لدعم أسواق الائتمان والخفض الحاد في أسعار الفائدة أن طرأ تحسن في الأوضاع المالية عقب تنبئها إلى مستويات غير مسبقة خلال شهر سبتمبر، لكن حالة الشح تواصلت حيث لا تزال البنوك تتردد في توفير التمويل. وعلى الرغم من توخي البنوك الحذر بشأن الإقراض خلال فترات الركود حيث أن ارتفاع حالات الإعسار يعتبر أمراً طبيعياً، إلا أن بيئة الإقراض غير المواتية تدفع البنوك إلى تقليل ديونها (في إجراء يطلق عليه خفض الرافعة المالية) وتحسين نوعية محافظ القروض لديها وتشديد شروط الإقراض.

في ذات الوقت ترك التوقف شبه الكامل لسوق التسديد أو إصدار الأوراق المالية، والذي درج على تسميته "قطاع مصارف الظل" أثراً سلبياً واضحاً على عمليات إقراض البنوك. ويضم ذلك القطاع مختلف المؤسسات المالية، باستثناء البنوك التجارية، مثل صناديق التحوط والبنوك الاستثمارية وصناديق التقاعد التي تشتري القروض المهيكلية من البنوك التجارية، وقد أتاحت بتوقفها عن ذلك الشراء حيزاً في الميزانيات العمومية للبنوك لتقديم المزيد من القروض. وكانت عملية التسديد هذه قد ساهمت في أن تسجل قروض الرهن العقاري الجارية في الولايات المتحدة زيادة سنوية من خانتين خلال سنوات فقاعة المساكن بين عامي 2003 و2006. وبالنظر إلى إجمالي قروض الرهن العقاري الأمريكية غير المسددة البالغة 13 تريليون دولار نجد أن حوالي 3 تريليون دولار فقط مقيدة في دفاتر البنوك التجارية مقارنة بحوالي 10 تريليون دولار لدى المؤسسات المالية الأخرى والتي حصلت على معظمها من خلال عملية التسديد.

كان الاقتصاد العالمي قد بدأ في التباطؤ قبل اشتداد الأزمة المالية حيث دخل الاقتصاد الأمريكي مرحلة الركود منذ أواخر عام 2007، ولكن تسارع وتيرة التباطؤ وانتشاره السريع حول العالم جاء إثر تفاقم الضغوط المالية بصورة دراماتيكية في أعقاب انهيار بنك ليمان براذرز في سبتمبر. وقد نتج فوراً عن تلك الأزمة حرمان الكثير من الشركات من الحصول على القروض كما أدت إلى تدهور الأنشطة التجارية وضعف ثقة المستهلك. وبدوره أدى هبوط أسعار الأصول

نمو الناتج الإجمالي العالمي



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:
براد بورلاند،
رئيس الدائرة الاقتصادية والأبحاث
jadwaresearch@jadwa.com

الإدارة العامة:
الهاتف +966 1 279-1111
الفاكس +966 1 279-1571
صندوق البريد 60677، الرياض 11555
المملكة العربية السعودية
www.jadwa.com



والسحب السريع للتدفقات الرأسمالية الخارجية وانهيار أسواق الصادرات إلى تفشي التدهور الاقتصادي بسرعة إلى دول تتمتع بأنظمة مالية قوية.

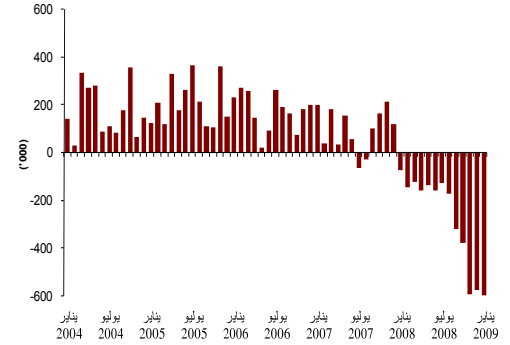
وقد انزلت كثير من الاقتصاديات في هبوط لولبي الآن أرغم الشركات على إلغاء العديد من الوظائف مما يؤثر بدوره بدرجة كبيرة على إنفاق المستهلك ويؤدي إلى تقلص أرباح الشركات ويقود بالتالي إلى خسارة المزيد من الوظائف. ففي الولايات المتحدة يبلغ متوسط عدد الوظائف التي يتم إلغاؤها شهرياً حوالي 600,000 وظيفة (ولا يزال العدد في تزايد) فضلاً عن هبوط مبيعات التجزئة في ستة من الأشهر السبعة الأخيرة. أما الدول التي تعتمد بشدة على الصادرات ومن ضمنها المملكة العربية السعودية فقد تلقت الصدمة على نحو مفاجئ في الفصل الأخير من عام 2008، وتشير الأرقام الحديثة إلى تراجع الناتج الإجمالي في الفصل الأخير من العام الماضي على أساس سنوي معدل بلغ 13 بالمائة بالنسبة لليابان وأكثر من 22 بالمائة في تايلاند على سبيل المثال.

وفي خضم هذه المعاناة التي يمر بها القطاع الخاص تسعى الحكومات عبر العالم جاهدة لإنعاش النشاط الاقتصادي وذلك من خلال خفض أسعار الفائدة وزيادة حجم الإنفاق وخفض الضرائب. ومن الأهمية بمكان مراقبة وتتبع السياسة الاقتصادية التي تنتهجها الولايات المتحدة على وجه الخصوص، حيث يعتبر انتعاش أكبر اقتصاد في العالم عاملاً مهماً لدفع عملية الانتعاش الاقتصادي الواسع. وقد تميز الأسلوب الأمريكي لتحقيق الإنعاش بالجرأة والقوة في واقع الأمر، حيث تم تخفيض أسعار الفائدة إلى الصفر وضخت سيولة كبيرة في القطاع المصرفي كما وسّع البنك المركزي ميزانيته العمومية بالدخول في الأسواق ولجأ على سبيل المثال إلى شراء كميات كبيرة من الأوراق المالية (سندات دين قصيرة الأجل تصدرها الشركات) حتى يتسنى لها تمديد أجل الديون التي حان موعد سدادها، وتعرف هذه المشاركة في السوق من قبل البنك المركزي "بالتخفيف الكمي للقيود على الائتمان". وقد تم خلال الأسبوعين الماضيين الموافقة على الخطط الثلاث التالية لإنعاش الاقتصاد الأمريكي:

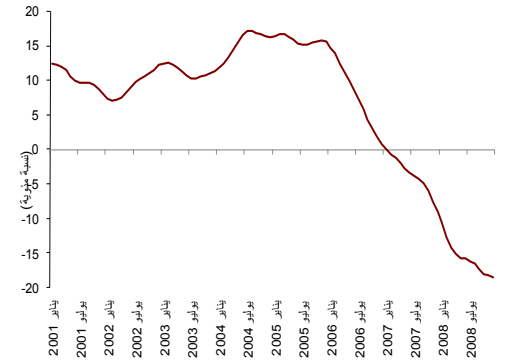
- **خطة الحافز الاقتصادي:** تتألف من حزمة من عمليات زيادة الإنفاق والخفض الضريبي تبلغ قيمتها الإجمالية 787 بليون دولار وتهدف إلى إنعاش النشاط الاقتصادي.
- **خطة الاستقرار المالي:** تتضمن هذه الخطة على شراء أصول وضح أموال في القطاع المصرفي مع ضمانات تقدر تكلفتها بحوالي 2 تريليون دولار، لكن لا تزال العديد من التفاصيل المتعلقة بالجانب العملي غير واضحة المعالم.
- **خطة الإسكان:** ترمي هذه الخطة التي تبلغ تكلفتها 275 بليون دولار إلى تفادي نزع المساكن بالنسبة لتلك العائلات التي تكافح من أجل تسديد قروض الرهن العقاري، وتتضمن الخطة مبلغ 75 بليون دولار في شكل إعانات ومبلغ 200 بليون دولار للسماح للمقترضين الذين كانوا قد لجئوا إلى أخذ قروض الرهن العقاري من مؤسسات الإقراض المدعومة من الحكومة وهي فاني ماي وفريدي ماك بأن يعاد تمويلهم بأسعار فائدة أقل.

أما الغاية من هذه الدفعة الكبيرة لتلك البرامج فهي تحفيز الانتعاش الاقتصادي العام وخلق الاستقرار للقطاع المالي وإنعاش سوق المساكن. لقد تسبب سوق المساكن الأمريكي في سحب بقية قطاعات الاقتصاد إلى مرحلة الركود ولذلك يعتبر وقف الهبوط في أسعار المساكن جزءاً مهماً من عملية الإنعاش، وبفس المستوى لا يمكن إنعاش الاقتصاد حتى تعود الأوضاع المالية إلى طبيعتها. وتهدف عملية التحفيز على المدى القريب والتي تتأتى عبر المزيد من الإنفاق والخصم الضريبي إلى خلق زخم يقود إلى إنعاش قطاعي الإسكان والمال. ولكن ليس بوسعنا إلا الانتظار لنرى مدى فعالية تلك الخطط، فبالرغم من أن حزمة التخفيضات

فقدان الوظائف في أمريكا يتعاظم



أسعار المساكن الأمريكية في تدهور (مؤشر كيس-شيلر)





الضريبة التي نفذت في وقت سابق بقيمة 168 بليون دولار قد أدت إلى نشاط لا بأس به في الاقتصاد الأمريكي في الفصل الثاني من العام الماضي إلا أنه جاء قصيراً ولم يفلح في الحيلولة دون حدوث المزيد من التدهور الذي نشهده اليوم.

هناك العديد من المخاوف بشأن مستقبل نجاح مجموعة الخطط الحالية بعضها يرتبط بقدرة الحكومة على تنفيذ الحجم الضخم من النشاط المطلوب بصورة كاملة وبطريقة فعالة بينما يرتبط بعضها الآخر بكيفية تحقيق أقصى عائد من هذا الإنفاق. ويمكن إجمال المخاوف في ثلاث نقاط أولها حقيقة إن برامج الإنفاق الضخم قد تكون أكثر فائدة في بلاد مثل الصين والمملكة العربية السعودية التي لا تزال في حاجة ماسة إلى البنيات التحتية، وثانيها أن المستثمرين قد يميلون في ظل الظروف الحالية إلى ادخار ما يجنونه من برنامج الخصم الضريبي أكثر من ميلهم تجاه إنفاقه، وثالثها يرتبط بتوفير المعلومات المفصلة بشأن خطة الاستقرار المالي ذلك أن غياب التفصيل في هذا الشأن أدى إلى عدم قناعة الأسواق بمدى فاعلية تلك الخطط التي أعلن عنها حديثاً بدلالة أن مؤشر داو جونز الأمريكي قد أنهى تداولات يوم الجمعة الماضي قرب أدنى مستوى له خلال 12 عاماً.

وقد نتج عن تلك المخاوف هموم إضافية تتعلق بشكل حزم التحفيز الاقتصادي عبر العالم، فعلى سبيل المثال يؤدي تعاضد الدور الحكومي في الاقتصاد وخطط إنقاذ بعض العائلات التي اتخذت قرارات مالية خاطئة إلى حركة عكسية قد تقود إلى تقليص الفرص المتاحة للحكومة للقيام بالمزيد من المناورات، وكذلك أدت بعض السياسات التي تم انتهاجها إلى زيادة المخاوف بشأن نظام حماية الإنتاج الوطني الذي غالباً ما يقود إلى تعميق وتوسيع الركود. وعلاوة على ذلك هناك قضايا اقتصادية على المدى البعيد تتعلق بحجم الدين الضخم الذي نتج عن الأزمة، ولكن يبقى القلق الرئيسي على المدى القريب هو كيفية إنعاش الاقتصاد.

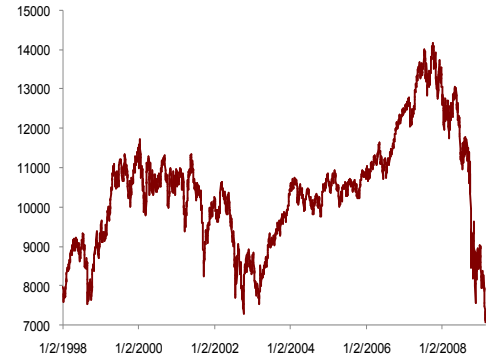
لقد تبنت معظم الدول الأوروبية الرئيسية حزمًا لتحفيز اقتصادها شبيهة بالحزم الأمريكية ولكنها لم تكن قادرة على إنعاش منطقة تضررت كثيراً بالانهيار السريع في الثقة وكذلك حجم الطلب في أسواق صادراتها. وتعتبر هذه المرة الأولى التي تلج فيها منطقة اليورو في خاتمة الركود منذ اعتماد اليورو كعملة أوروبية وقد تسببت القيود التي تفرضها العملة الموحدة على خيارات السياسة الاقتصادية في مشاكل رئيسية في بعض أكثر الدول تأثراً وأهمها اليونان والبرتغال وأسبانيا. وتعتبر المشاكل في شرق أوروبا ووسطها أشد قسوة حيث تعتمد دول هذه المنطقة بشدة على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية التي نضبت حالياً، وقد أدت المشاكل المالية في هذه الدول إلى خلق مخاطر كبيرة لبنوك الاتحاد الأوروبي التي تعتبر هي مصدر حوالي 90 بالمائة من القروض إلى المنطقة.

سجلت الاقتصاديات الآسيوية بعض أكبر الانكماشات في النمو خلال الفصل الأخير من العام الماضي فضلاً عن بيانات غاية في الضعف حتى اللحظة الحالية من العام، وقد جاء هذا الأداء المتواضع رغمًا عن سلامة القطاع المصرفي في المنطقة نسبياً من الأزمة المالية بفضل قلة تعرضه للأصول السامة. وقد تضررت بعض الدول في المنطقة جراء نزوب التدفقات النقدية، إلا أن التأثير الرئيسي على آسيا كان بسبب انهيار الطلب في أسواق صادراتها حيث تراجعت صادرات اليابان في يناير بنسبة 45 بالمائة على أساس سنوي وتراجعت صادرات كوريا بنسبة 33 بالمائة وصادرات الصين بنسبة 17 بالمائة. لكن الصين أعلنت عن حزمة محفزات اقتصادية ضخمة بل ينتظر أن تكون المساهم الرئيسي في النمو الاقتصادي العالمي هذا العام باعتبارها واحدة من الاقتصاديات الكبيرة القليلة التي ستحقق نمواً (في حدود 6 بالمائة). كذلك يرجح أن تظل منطقة آسيا من أكبر عملاء الدين الحكومي الأمريكي.

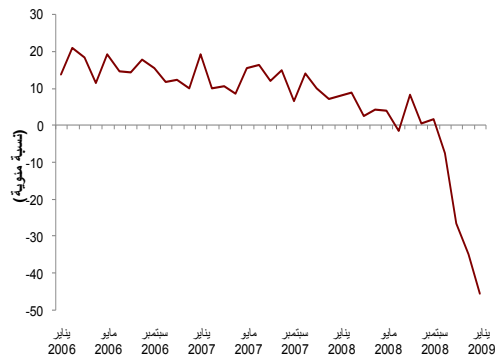
استقرت أسعار صرف العملات الرئيسية نسبياً مقابل بعضها البعض في أعقاب التدبذبات الحاد بين سبتمبر ونوفمبر، كما عززت عملية خفض الاقتراض من قوة

سوق الأسهم الأمريكي عند أدنى مستوياته منذ 12 عاماً

(مؤشر داو جونز الصناعي)



هبوط عمودي للصادرات اليابانية (على أساس سنوي)





الين الياباني وقاد البحث عن ملاذ آمن إلى رفع قيمة الدولار الأمريكي مقابل اليورو والجنه الإسترليني (وقد عزز الأخير من سعر الذهب). أما عملات الأسواق الناشئة وخاصة في آسيا وأوروبا الشرقية فقد تدهورت قيمتها بصفة عامة بسبب انتشار الركود. فمذ أواخر العام الماضي هبطت الروبية الروسية بنسبة 17 بالمائة مقابل الدولار كما هبط اللون الكوري بنسبة 20 بالمائة وهبط الفورينت المجري بنسبة 23 بالمائة. وبما أن قوة الدولار والين ليستا مدعومتين بمعطيات اقتصادية أساسية فمن الوارد أن تعكس الارتفاعات التي حدثت خلال الشهور الست الماضية اتجاهها بسرعة بمجرد أن تفتح الشهية إلى المخاطرة.

تداعيات الأزمة على المملكة

تغيرت تأثيرات الأزمة المالية على الاقتصاد السعودي بعد تحولها من أزمة مالية إلى ركود اقتصادي خلال الأشهر القليلة الماضية. ورغم أن التدابير الجريئة التي اتخذتها الحكومة قد أدت إلى تحسن الأوضاع المالية المحلية بدرجة كبيرة بالإضافة إلى طمأننتها للمودعين والمستثمرين بشأن سلامة القطاع المصرفي، إلا أن أسعار النفط والأسهم انحدرت إلى أدنى مستوياتها منذ عدة سنوات، وتشير الدلائل المتوفرة إلى أن النشاط الاستهلاكي التجاري أخذ في التراجع خلال الأشهر الأخيرة القليلة من عام 2008.

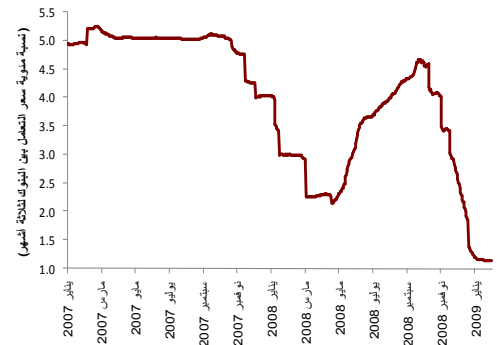
وتعني مجموعة التدابير التي تم اتخاذها والمتمثلة في خفض أسعار الفائدة وخفض متطلبات الاحتياطي الإلزامي وضخ السيولة في القطاع المصرفي أن عملية حصول الشركات السعودية على التمويل من المصارف المحلية أصبحت الآن أسهل مما كان عليه الحال في الفصل الأخير من العام الماضي، وبالفعل هبطت أسعار الفائدة على قروض البنوك بدرجة كبيرة. لكن وبدون شك لم تعود الأوضاع إلى طبيعتها حيث نجد أنه رغماً عن هبوط أسعار الفائدة بين البنوك (الأسعار التي تقرر بها البنوك بعضها بعضاً) إلى أدنى مستوياتها على الإطلاق (حالياً يبلغ سعر فائدة القروض بين البنوك لأجل 3 أشهر 1,15 بالمائة) إلا أن الفرق بين سعر فائدة القروض فيما بين البنوك وسعر الفائدة المطبق على الشركات يعتبر بصفة عامة أعلى مما كان عليه قبل عام.

ويظل توفر التمويل يمثل مشكلة لبعض المشاريع العملاقة وذلك لأن قطاع البنوك المحلية ليس كبيراً بالمستوى الذي يؤهله لتوفير التمويل اللازم لمثل تلك المشاريع. وكانت عمليات التمويل الكبيرة في السابق تتم من خلال قروض يوفرها تحالف ممولين من بينهم بنوك أجنبية وكذلك عن طريق جمع أموال من أسواق الأسهم والدين المحلية عبر الاكتتابات الأولية وإصدارات السندات وخاصة الصكوك، لكن البنوك الإقليمية والعالمية أضحت أكثر حذراً الآن إزاء الأسواق الأجنبية بينما تعتبر أسواق الأسهم والدين في الوقت الحالي مغلقة بصورة فعلية.

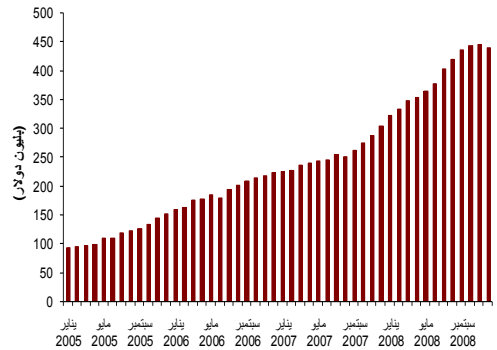
لكننا لا نرى نفس هذه القيود بالنسبة للمشاريع التي تمولها الحكومة، بل نلاحظ أن الحكومة تدعم بشدة برامجها للاستثمار الرأسمالي الذي يمتد لسنوات ويمقدورها أن تمول بسهولة هذا البرنامج عن طريق السحب من احتياطياتها من النقد الأجنبي (بلغ صافي قيمة الموجودات الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي "ساما" حوالي 442 مليار دولار في نهاية ديسمبر) وكذلك من ودائعها لدى البنوك المحلية (التي بلغت 64 بليون دولار بنهاية ديسمبر). بالإضافة إلى ذلك اتخذ صندوق الاستثمارات العامة عدة خطوات لزيادة دعمه للمشاريع في المملكة.

ويتوفر هذا الدعم الحكومي السعودي بالرغم من انهيار أسعار النفط الذي يعتبر مصدر ما يقارب 90 بالمائة من إيرادات الدولة. أما التوقعات على المدى القريب بالنسبة للطلب العالمي على النفط فتأتي ضعيفة على الرغم من أن خفض أوبك لإنتاجها قد ساعد على استقرار أسعار النفط عند حوالي 40 دولاراً للبرميل، إلا أن رفع سعره فوق مستوى 50 دولاراً بشكل مستقر لن يتحقق إلا في حالة حدوث

استقرت أسعار فائدة القروض بين البنوك



الأصول الخارجية لـ "ساما" ستدعم الإتفاق





انتعاش واضح في الاقتصاد العالمي (في تقديرنا أن ميزانية المملكة للعام 2009 بُنيت على افتراض أن سعر النفط سيبلغ 48 دولاراً للبرميل لخام غرب تكساس القياسي). لكن إذا كان سعر 35 دولاراً للبرميل هو أدنى مستوى سجله النفط أثناء أصعب فترات الركود خلال أكثر من 50 عاماً فذلك يعني أن التوقعات بشأن الأسعار على المدى المتوسط تبدو جيدة.

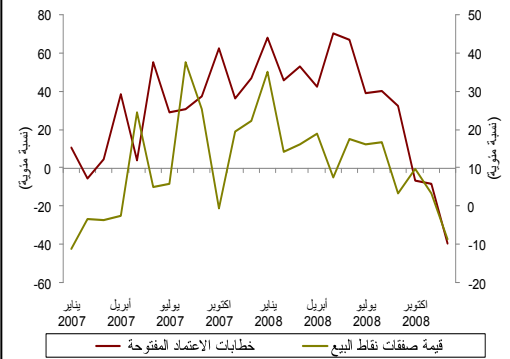
كذلك أدى هبوط أسعار النفط مقروناً بالتراجعات الحادة في جميع أسواق الأسهم العالمية تقريباً إلى دفع سوق الأسهم السعودي إلى الأسفل، حيث نقدر في جدوى هبوط قيمة محافظ المستثمرين في سوق الأسهم السعودي بحوالي 150 بليون دولار في الفصل الأخير من العام الماضي. وكان سوق الأسهم السعودي قد انخفض بنسبة 56 بالمائة لكامل عام 2008 وأنهى العام متداولاً عند مكرر ربحية متأخر (لفترة عام سابق) يبلغ 12,7 مرة، وجاء عند أدنى مستوى له منذ ما يقارب 5 سنوات بحلول نهاية فبراير.

لقد أسهمت كافة العوامل أعلاه في ضعضة ثقة المستهلك وقطاع الأعمال كليهما، وبما أن المملكة لا تزال تعتبر حديثة عهد بالمعايير الأساسية لقياس الثقة فقد بنينا افتراضاتنا على التالي:

- تراجع نشاط نقاط البيع (مؤشر لمبيعات التجزئة) وخطابات الاعتماد المفتوحة (مؤشر لإنفاق الشركات) على أساس سنوي في أكتوبر، بينما تسارعت وتيرة الهبوط في الأشهر التالية.
- تشير التقارير إلى هبوط مبيعات السيارات خلال الأشهر الأخيرة حيث يواجه المشترون صعوبة في الحصول على قروض التمويل بالإضافة إلى مخاوفهم بشأن احتمال إفلاس كبرى شركات تصنيع السيارات، ويدور الحديث عن تخفيضات هائلة في الأسعار على نطاق واسع.
- هبطت أرباح الشركات المدرجة في سوق الأسهم بشدة في الفصل الرابع، وكان الهبوط الأكثر حدة من نصيب الشركات التي يرتبط نشاطها بالأسواق العالمية (سواء كان ذلك من خلال الاستثمارات أو أسعار السلع أو أسواق التصدير) مثل شركات البتروكيماويات وشركات الاستثمار المتعدد، أما الشركات التي تحرك أنشطتها المعطيات المحلية مثل شركات التطوير العقاري فقد جاء تراجعها أقل حدة. (أنظر نشرتنا الشهرية لشهر فبراير لمزيد من التفاصيل حول أرباح الشركات لعام 2008).

نتوقع أن يلعب الإنفاق الحكومي دور المحرك الرئيسي للاقتصاد هذا العام وستكون الثقة هي العامل الأساسي في تحديد أداء القطاعات الاقتصادية غير المرتبطة بتنفيذ العقود الحكومية وأسواق الأسهم، حيث أن الثقة المحلية أصبحت تتأثر بشدة بما يحدث في الاقتصاد العالمي، والبقية في التقرير القادم.

مؤشرات النشاط الاقتصادي



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 للاستثمار.

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