



## تحديد مخاطر أسواق دول مجلس التعاون الخليجي من وجهة نظر شرق أوسطية



أعد التقرير من قبل ضمان لإدارة الأصول، مارس ٢٠١١

## ضمان للإستثمار ش.م.خ.

ص.ب. ٩٤٣٦

مكتب ٦٠٠، الطابق السادس

مركز دبي التجاري العالمي

شارع الشيخ زايد

دبي، الإمارات العربية المتحدة

**تلفون** : +971 4 332 4140  
**فاكس** : +971 4 332 4240  
**إدارة الأصول** : +971 4 408 0333  
**البريد الإلكتروني** : [assets@daman.ae](mailto:assets@daman.ae)

لمزيد من المعلومات يرجى زيارة موقعنا

[www.daman.ae](http://www.daman.ae)

[www.damanfunds.ae](http://www.damanfunds.ae)

إخلاء المسؤولية عن الضمانات وتحديد المسؤولية: لا تتقدم شركة ضمان للاستثمار او اي من شركات المجموعة «ضمان» بأية شروط أو إقرارات أو ضمانات أو نصائح محاسبية أو قانونية أو مهنية أو أية بنود أخرى سواء كانت صريحة أو ضمنية بهذا التقرير أو أية معلومات أو مواد واردة فيه كما يقدم هذا التقرير للأغراض التعليمية والإعلامية فقط. وتستند أية معلومات أو بيانات على التوقعات الحالية والتقديرية حول الأوضاع الاقتصادية العالمية والأوضاع الاقتصادية في الأسواق الرئيسية لمجموعة ضمان والشركات التابعة لها. هذه التوقعات والتقديرية بشكل عام يمكن التعرف عليها من التصريحات التي تحتوي على أعمال مثل «توقع»، «يعتقد»، «تقديرية» أو تعبيرات مماثلة. كما ان النتائج الفعلية قد تختلف اختلافاً جوهرياً عن تلك التوقعات وتشمل ظروف السوق الاقتصادية في المناطق الجغرافية والصناعات في الأسواق الرئيسية لمجموعة ضمان والشركات التابعة لها الحالية والمستقبلية، وأسعار النفط، والتغيرات في الأنظمة الحكومية، و معدلات الفوائد، والتقلبات في أسعار صرف العملات وغيرها من العوامل كما سبق وناقشناها من وقت لآخر. على الرغم من ان ضمان للاستثمار استخدمت أفضل الجهود المبذولة في إعداد هذا التقرير واستندت الى التوقعات والمعلومات الواردة في هذا التقرير بناء على افتراضات معقولة في الوقت الذي قدمت فيه، فإنه لا يمكن أن تعطي أي ضمانات لتحقيق هذه التوقعات، او فيما يتعلق بدقة أو موثوقية أو اكتمال المعلومات الواردة في هذا التقرير لا تخضع أي من شركة ضمان للاستثمار او اي من شركات المجموعة «ضمان» أو أي من مديريها أو مسؤوليها أو موظفيها للمساءلة أو تتحمل مسؤولية أية خسائر أو التزامات أو أضرار أو تكاليف أو نفقات قد تتحملها أنت أو أي شخص آخر ينتج عن استخدام المعلومات الواردة في التقرير.

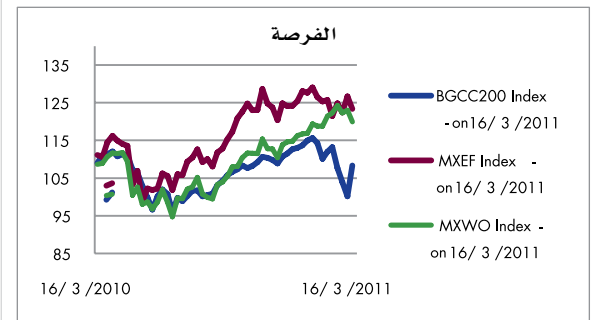
## ملخص

تشهد منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (مينا) في الوقت الحالي إنخفاضات عضوية أدت إلى ثورة في تونس سميت بـ "ثورة الياسمين" التي أدت إلى الإطاحة بالرئيس التونسي زين العابدين بن علي وأشعلت فتيلة الثورات حيث انتشرت الإضطرابات في جميع أنحاء الوطن العربي وأدت إلى الإطاحة بنظام الرئيس المخلوع حسني مبارك في مصر، ويبدو نظام القذافي في ليبيا ضعيف في الوقت الحالي. إن الأحداث والمظاهرات المتتالية المنقولة عبر وسائل الإعلام في منطقة المغرب العربي، ليبيا، البحرين وعمان، أدت إلى تغيير جذري في المعادلة. حيث أنه من الجدير بالذكر أن سبب هذه الإضطرابات هو سوء الأوضاع الاقتصادية عوضاً عن الأسباب السياسية. تغيرات حسابات المخاطرة وبروز الخطر السياسي على الساحة أدى إلى هروب المستثمرين من أسواق الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.

إن الأحداث في مصر تشكك بأهم أعمدة الإستثمار في الاسواق الناشئة، الا وهي ان الكثافة السكانية وتوفر القوى العاملة يعد من عوامل نمو الناتج المحلي الإجمالي ولكن أصبحت هذه القاعدة مرفوضة عندما تتزايد القوى العاملة بدرجة اسرع من نمو الناتج المحلي. نستنتج من ذلك ان العدالة في توزيع الدخل اهم من السياسات العمياء التي تسعى الى نمو الناتج الإجمالي للفرد. ستواجه مصر فترة مطولة من عدم اليقين السياسي وان اي نظام جديد في السلطة سيضطر الى الإمتثال للمطالب الشعبية (زيادة الانفاق الحكومي، التضخم، ضعف العملة ... إلخ)، مما سيؤدي الى زيادة علاوة خطر السوق وإرتفاع تكلفة رأس المال عند دراسة جدوى الفرص الإستثمارية في السوق المصري.

من الجدير بالذكر ان السوق المصري من ضمن مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة MXEM .

### نموذج ١



نحن نؤمن بأن الإضطرابات المذكورة أعلا قد خلقت فرص جذابة في الأسواق الخليجية ولذلك نحن ندعو إلى نقل الاستثمارات من شمال أفريقيا إلى أسواق خليجية معينة، ففي هذا النطاق يعد من الضروري لفت الإنتباه عن الإختلاف بين دولة البحرين وباقي دول مجلس التعاون الخليجي حيث ان اسباب الإضطرابات هناك هو الإنقسام الطائفي بين الأقلية السننية التي تنتمي إليها الاسرة الحاكمة والأغلبية الشيعية ، هذه الديمغرافية خاصة بدولة البحرين حيث ان دول الخليج العربي تغطي عليها الأغلبية السننية، لذلك تعتبر البحرين من الدول التي طالما كانت مهددة بالتأثر بأي اضطرابات في المنطقة بسبب التنوع الطائفي.

في محاولة لإخماد الإضطرابات الإجتماعية، تعهدت دول مجلس التعاون الخليجي بـ ٢٠ مليار دولار كمساعدات مالية إلى كل من البحرين و عمان. حيث حصلت كل دولة على ١٠ مليارات دولار لتطوير البنية التحتية و قطاع الإسكان على مدى العشر سنين القادمة و لتحفيز النظام. الجزمة تبلغ أكثر من نصف الإقتصاد البحريني و ما يقارب ٢٢٪ من إجمالي الناتج المحلي لسلطنة عُمان. عندما فشلت اهداف هذه المحفزات المالية طالبت العائلة الحاكمة في البحرين تدخل درع الجزيرة فقامت السعودية والإمارات بإرسال جنود لدولة البحرين مما أدى إلى تأزيم الوضع الداخلي.

الأموال الذكية تعني أن المخاطر السياسية ستبقى متواجدة في دول شمال أفريقيا والبحرين وعمان. ومن المهم التمييز أن إقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي يختلف عن إقتصاد دول الشمال الأفريقي حيث ان دول مجلس التعاون الخليجي تتميز بأنظمة مستقرة، موارد هيدروكربونية وفيرة، فائض بالحساب الجاري وإنفاق عام واسع النطاق. لذلك الشعوب راضية على أوضاعها الإقتصادية. فإذا أخذنا نصيب الفرد من إحتياطات النفط والغاز كمثال لحساب قدرة الدولة على توفير الرعاية المادية نستنتج ان قطر والإمارات هم الاوفر حظا وتليهم السعودية. إن الفرق واضح بين الدول المصدرة للنفط والغير مصدرة للنفط.

التغير في المشهد السياسي سيؤدي إلى نقلة نوعية

التوزيع العادل للدخل أكثر العوامل أهمية

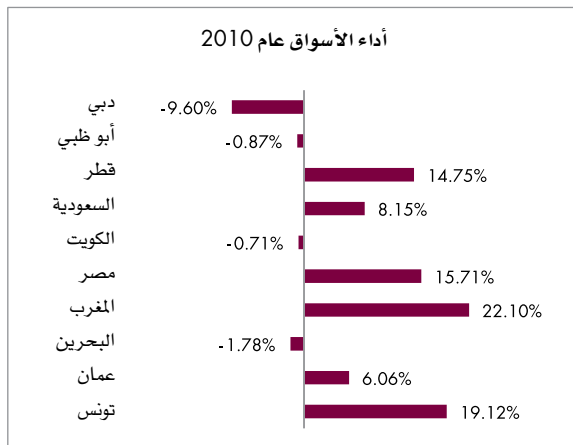
مساعدات مالية و

عسكرية لآخماد الاضطرابات في البحرين

## دقة الأداء

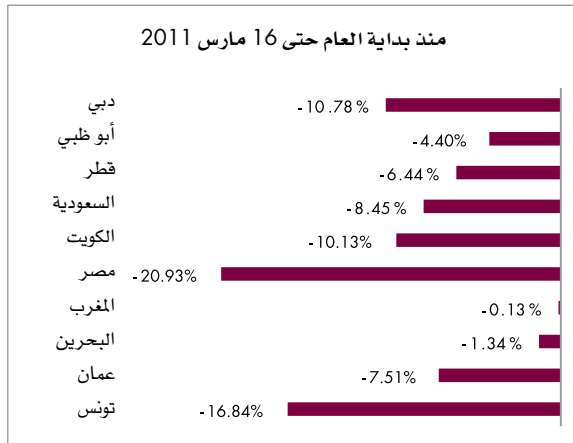
سجل عام ٢٠١٠ أفضل أداء لبورصة الدوحة وتليها أسواق شمال أفريقيا (البورصة المصرية والبورصة التونسية)، وعند الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المذكورة أعلاه نلاحظ أن الأسواق المصرية والتونسية هي أكبر المتضررين وبالتالي جميع أسواق المينا تأثرت بالمخاطر الاقتصادية الكلية السائدة في المنطقة.

### نموذج ٤ أ



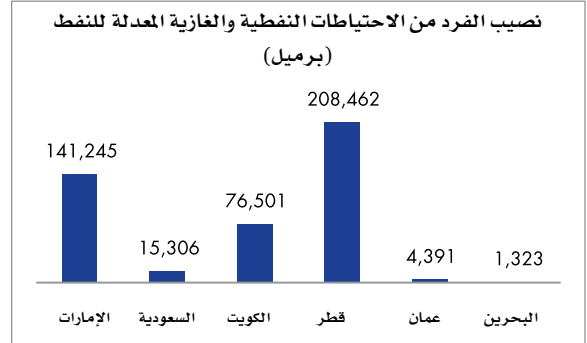
المصدر: بلومبيرغ

### نموذج ٤ ب



المصدر: بلومبيرغ

## نموذج ٢



المصدر: CIA Factbook، توقعات ضمان

إن هذه الورقة القصيرة ستحدد أهم الأسباب للإستثمار في دول مجلس التعاون الخليجي بطريقة عملية مبنية على انه أن الأوان لتوجيه الإستثمارات الى دول مجلس التعاون عدا دولة البحرين في الوقت الحالي.

## تفنيذ أسطورة النفط

المعتقد الشائع أن أسواقنا مرتبطة بدرجة كبيرة بأسعار النفط، ولكن عند التعمق بالتحليل نرى غير ذلك.

## نموذج ٣

Security	CLH1	INDU	SX5P	MXAP	BGCC200
CLH1	1	0.593	0.548	0.373	0.233
INDU	0.593	1	0.681	0.277	0.156
SX5P	0.548		1	0.426	0.327
MXAP	0.373	0.277	0.426	1	0.459
BGCC200	0.233	0.156	0.327	0.459	1

مؤشر بلومبرج	الشرح
CLH1	خام غرب تكساس الوسيط
INDU	مؤشر متوسط داو جونز الصناعي
SX5P	مؤشر أوروبا ٥٠ ستوكس
MXAP	مؤشر مورغان ستانلي كابيتال انترناشونال اسيا والمحيط الهادي
BGCC200	مؤشر بلومبيرغ لدول مجلس التعاون الخليجي ٢٠٠

المصدر: بلومبيرغ

من خلال النظر الى الجدول أعلاة نستنتج أن ما يحدث في الأسواق الاسيوية له تأثير أكثر إرتباطا مع أسواق مجلس دول التعاون الخليجي على غرار حركة اسعار النفط.

يجب التمييز بين المستوردين والمصدرين للنفط الخام

دول مجلس التعاون الخليجي أكثر إرتباطا بأسواق أسيا المالية منها في تحركات أسعار النفط

## التركيبة السكانية : فائدة أم نقمة

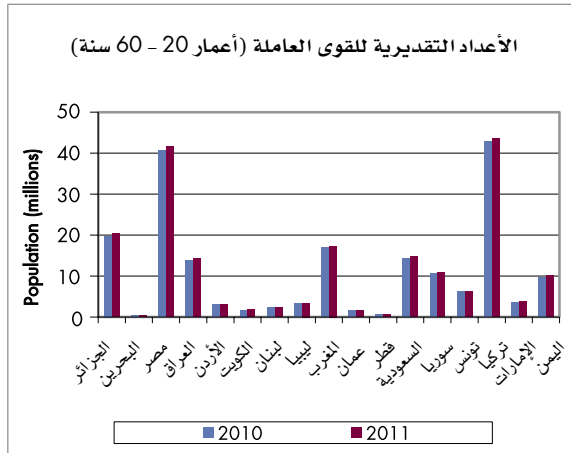
مصر الدولة  
العربية الوحيدة  
ضمن مؤشر  
مورغان ستانلي  
للأسواق الناشئة

الإفناق الحكومي  
في السعودية  
بأبعاد غير  
مسيوقة

إن من بديهيات الإستثمار الحالي إعتبار الكثافة السكانية مهمه للدولة ولكن الأحداث الأخيرة اثبتت أن عدم نمو سوق العمل وعدم توفر بيئة ملائمة للعيش الكريم قد يحدث شرخ في المجتمع وسيؤدي الى تغير جذري للانظمة. عدا عن مصر، تعتبر السعودية الاكثر حظًا بتوفر الايدي العاملة المحلية في منطقة «المينا» و تعى الحكومة السعودية اثر ذلك ولذلك نرى الانفاق الحكومي اللامثيل له المدعوم بفائض بالحساب الجاري.

في خطوة مدروسة بعناية قام الملك عبدالله بن عبدالعزيز بتوزيع مساعدات إجتماعية تبلغ قيمتها ٢٧ مليار بعد عودته من فترة نقاهة إستمرت ثلاثة أشهر، حيث ستقوم هذه المساعدات بتوفير قروض سكنية للسعوديين وتسريع التنفيذ بقانون الرهن العقاري المتأخر. الحكومة السعودية تبارك فترة الإزدهار التي تشهدها المملكة منذ تولي الملك عبدالله سلطاته الدستورية حيث أن إحدى الإحصائيات تشير أن عدد المدن الصناعية قد تضاعف منذ بداية فترة حكمه. الى حد ما، يتشابه السيناريو في منطقة الخليج وشمال أفريقيا.

### نموذج ٨

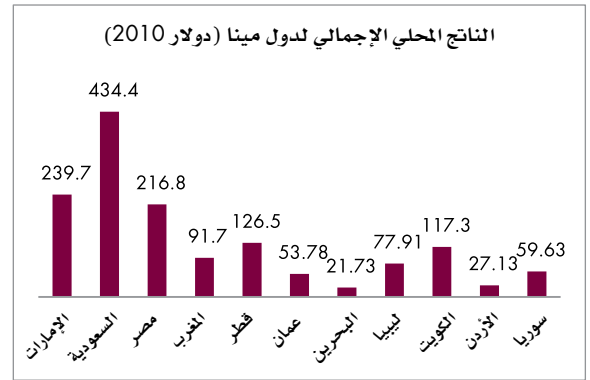


المصدر: CIA Factbook، توقعات ضمان

## وضع مصر في سياق الموضوع

تعد مصر صاحبة ثالث أكبر إقتصاد من حيث الناتج المحلي بعد السعودية والإمارات. ويعتبر سوقها المالي من أكثر الاسواق المالية تطوراً في المنطقة، وكما ذكرنا في السابق، السوق المصري هو السوق الوحيد في المنطقة من ضمن مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة، وتعتبر صاحبة أعلى نسبة دين من الناتج المحلي الإجمالي (٨٠٪) في مينا.

### نموذج ٥



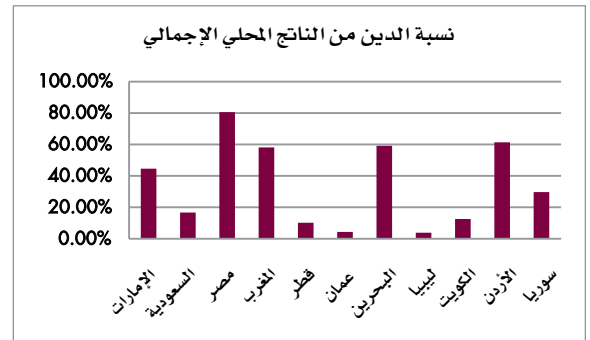
المصدر: Zawya and CIA Factbook

### نموذج ٦

الدولة	القيمة السوقية للسوق (١٥ مارس ٢٠١١)
السعودية	\$326 مليار
الكويت	\$117 مليار
قطر	\$114 مليار
الإمارات	\$124 مليار
المغرب	\$70 مليار
مصر	\$66 مليار

المصدر: تقديرات ضمان و بلومبيرغ

### نموذج ٧



المصدر: تقديرات ضمان و بلومبيرغ

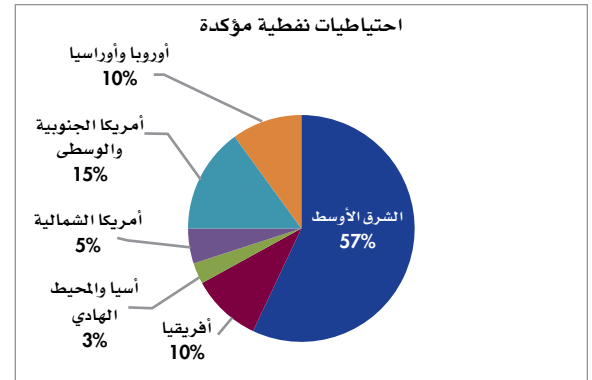
ليس من المستغرب أن الإضطرابات في البورصة المصرية تؤثر على باقي أسواق المينا.



## المنتفعين من الموجودات الهيدروكربونية - دول مجلس التعاون الخليجي

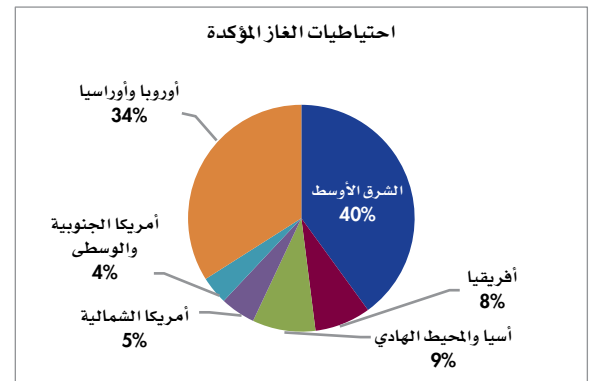
تعد دول مجلس التعاون الخليجي ذات أهمية بالنسبة للكمية الهائلة من احتياطات النفط والغاز حيث ان المنطقة تمتلك ما نسبته ٥٧٪ من احتياطات العالم للنفط و ٤٠٪ من احتياطات الغاز المؤكدة.

نموذج أ٩



المصدر: توقعات ضمان، CIA Factbook

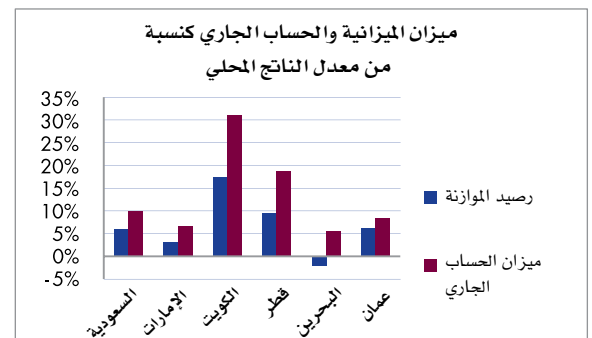
نموذج ب٩



المصدر: توقعات ضمان، CIA Factbook

من الواضح ان دول مجلس التعاون الخليجي تسيطر على الجزء الأكبر من الاحتياطات العالمية.

نموذج ١٠



المصدر: توقعات ضمان، CIA Factbook

كما هو مبين في النموذج رقم ١٠ نلاحظ الفرق بين البحرين وباقي دول مجلس التعاون، ويبدو واضحاً ان البحرين هي الدولة الوحيدة في الخليج ذات نقص في الموازنة والحساب الجاري. إن الفائض في الحساب الجاري والمالي قد انعكس على التصنيف الائتماني السيادي لدول الخليج العربي، فنلاحظ أن جميع دول الخليج العربي تعد من درجة الاستثمار على النقيض في أسواق شمال أفريقيا كالمغرب ومصر ذات التصنيف الأقل بشكل واضح.

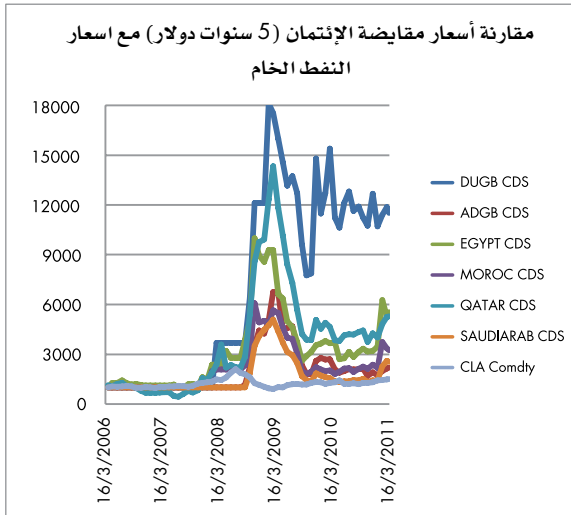
نموذج ١١

التصنيف السيادي		
الدولة	مديونية العملة المحلية	المديونية العملة الاجنبية
*الإمارات	AA-/مستقر/A-1+	AA-/مستقر/A-1+
*السعودية	AA-/مستقر/A-1+	AA-/مستقر/A-1+
*الكويت	AA-/مستقر/A-1+	AA-/مستقر/A-1+
*قطر	AA-/مستقر/A-1+	AA-/مستقر/A-1+
*عمان	A-/مستقر/A-1	A-/مستقر/A-1
البحرين	BBB-/سليبي/A-3	BBB-/سليبي/A-3
مصر	BB-/سليبي/B	BB+/سليبي/B
المغرب	BBB-/مستقر/A-3	BBB-/مستقر/A-2

\*دول مصدرة للنقط

المصدر: فنتش، موديز

نموذج ١٢



المصدر: بلومبيرغ

أدت الإضطرابات الحالية الى إرتفاع اسعار مقايضة الإئتمان في منطقة المينا خاصةً في مصر والمغرب على غرار مستويات دبي المرتفعة اساساً.

اسعار مقايضة الائتمان ما تزال عند مستويات متسارعة

البحرين هي الدولة الوحيدة التي عانت عجزا في الموازنة عام ٢٠١٠

### توزيع الأصول في المحفظة

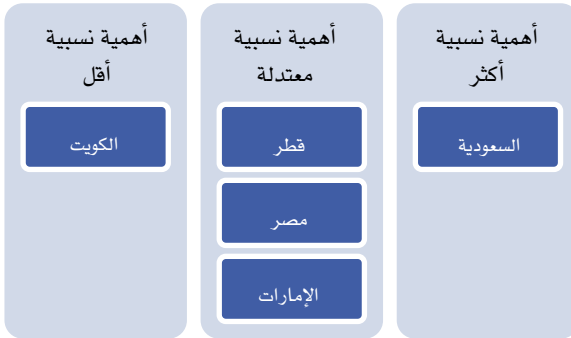
توزيع الأصول	متوازن	مغامر
نسبة مقترحة %		
أسهم عادية	50%	70%
أدوات الدخل الثابت	40%	20%
نقد	10%	10%

أهمية نسبية  
أكثر للأسهم  
العادية لفترة  
استراتيجية  
قصيرة المدى  
3 - 6 أشهر

ونظراً لعمليات البيع في الأسواق في الآونة الأخيرة نحن نرجح توزيع الأصول نحو الاسهم العادية لفترة إستراتيجية قصيرة المدى 3-6 أشهر والانتقال الى توزيع أكثر توازناً من منظور طويل الأجل.

### التوزيع القطاعي والجغرافي

الإمارات تعد من  
أرخص الأسواق  
وفقاً لمكررات  
تقييم الربحية



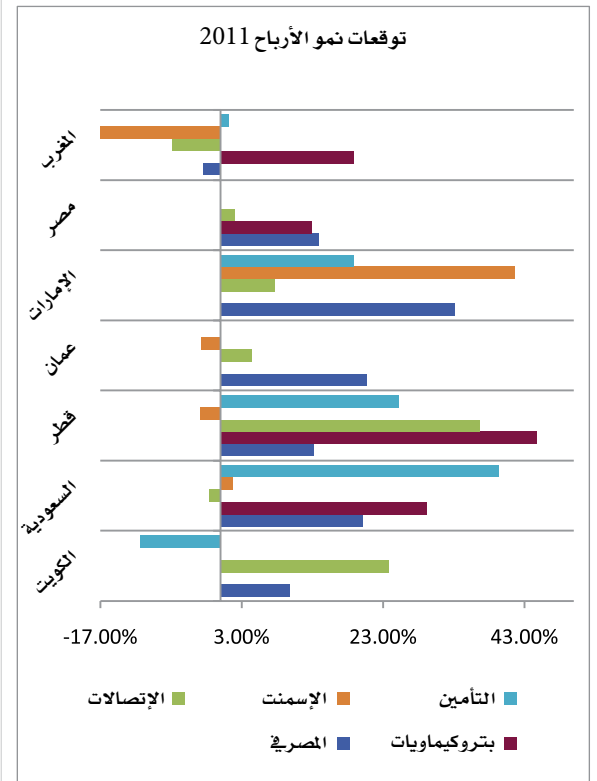
أهمية نسبية  
أكثر للسعودية  
خاصة في  
قطاع البناء  
والتشييد والنقل  
والخدمات  
اللوجستية  
والبتركيماويات  
والمصارف

**السعودية:** أكبر إنفاق حكومي وفائض في الحساب الجاري  
**قطر:** استمرار نمو مزدوج الأرقام، وتقييمات أكثر جاذبية نظراً لعمليات البيع في الأسواق حالياً  
**مصر:** خطر انخفاض قيمة العملة ومزيد من زعزعة الاستقرار السياسي  
**الإمارات:** إنتعاش بطيء يجذب المستثمرين للمدى الطويل  
**الكويت:** لا يزال هنالك مشاكل هيكلية بالرغم من خطة التحفيز الإقتصادي

### معدلات تقديرية قوية

تعد الأسواق المالية الإماراتية من أرخص الأسواق وفقاً لمكررات تقييم الربحية ما بين دول المينا، وقد إنخفضت التقييمات في السوق المصري خلال الفترة الاخيرة. أما من منظور القطاعات، يعد قطاع البنوك في دولة الإمارات العربية من القطاعات ذات القابلية لأقوى نمو للأرباح، ويتوقع أيضاً نمو قطاع البتركيماويات في قطر والسعودية، ويتوقع نمو قطاع الإتصالات في الكويت وقطر بأرقام مضاعفة.

نموذج 13



المصدر: توقعات ضمان

تسليط الضوء على القطاع المصري					
الدولة	NII YOY	Profit YOY	Loans YOY	Deposits YOY	CDS bps
عمان	7%	21%	9%	15%	N/A
قطر	14%	13%	22%	22%	106.6
الإمارات	7%	33%	9%	10%	444.5/107.2
دبي/أبوظبي					
الكويت	5%	10%	9%	9%	N/A
السعودية	8%	20%	11%	9%	119.7
مصر	8%	11%	23.3%	10.7%	422.4
المغرب	10.4%	11%	16.6%	4.4%	213

المصدر: توقعات ضمان

### أهمية نسبية معتدلة

الاتصالات

العقارات

الإسمنت

### أهمية نسبية أكثر

البناء والتشييد

الشحن والخدمات اللوجستية

المصرفي

البتركيماويات

**الإسمنت:** عائد ربحي عالي

**الاتصالات:** العوامل الديمغرافية والنمو العضوي

**العقارات:** المزيد من الضرر قد يظهر وببطء بالتعافي ولكن تبقى القيمة المحور الرئيسي

**البناء والتشييد:** الاستفادة من السياسة المالية التوسعية والإنفاق الهائل على مشاريع البنية التحتية

**الشحن والخدمات اللوجستية:** ديناميكية العرض والطلب والاستفادة من التجارة العالمية

**المصرفي:** اول المستفيدين من نمو الناتج المحلي الإجمالي وقوة رأس المال في تحدي الصدمات الائتمانية

**البتركيماويات:** على الرغم من وفرة المعروض من المتوقع ان يوفر النفط مجالاً للتحوط

أصبح عدم الإستقرار السياسي عاملاً رئيسياً يؤخذ في عين الاعتبار عند تقييم الفرص الاستثمارية داخل منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وسيبقى كذلك على المدى المتوسط القريب. ونظراً إلى العوامل الإقتصادية القوية لدول مجلس التعاون الخليجي إلى جانب وجود معدلات تقديرية جذابة، نحن ندرك أن سوق الأسهم السعودي سوف يكون متقلباً في المدى القريب، ورغم ذلك نحن نؤيد زيادة الإستثمار في المملكة العربية السعودية حيث أن استراتيجيتنا الإستثمارية المقترحة تتجه نحو القطاعات المتوقع نموها في المدى البعيد وذات الأسس القوية، منها القطاع المصرفي- انكشاف المصارف السعودية محدود للدول الخليجية الاخرى- والاتصالات والبتركيماويات والسلع، وسنبتعد عن قطاع العقارات نظراً لعدم وضوح قانون الرهن العقاري.



