

# منظور الاستثمارات العالمية

أكتوبر 2011م

## أبرز التطورات:

على المستوى العام، بقيت البيانات ضعيفة مما يعزز الانطباع بأن الاقتصاد العالمي يمر في فترة ضعف مؤكد. وعلى الرغم من ذلك وبعد الهبوط الحاد في الشهر السابق كانت البيانات الأمريكية أفضل نوعاً ما بالرغم من أنها بقيت مختلطة في شهر سبتمبر. وقد تجاوز نشاط التصنيع خلال الشهر والإنتاج الصناعي لشهر أغسطس كافة التوقعات، بينما عدلت أرقام إجمالي الناتج المحلي السنوية للفترة من شهر أبريل وحتى شهر يونيو مقارنة بربع السنة الماضية ارتفاعاً. وعلى العكس من ذلك فقد عدلت التوقعات الرئيسية لإجمالي الناتج المحلي في عامي 2011 و2012 هبوطاً مرة أخرى، بينما ارتفع التضخم حسب مقياس مؤشر الأسعار الاستهلاكية الأمريكي لكافة البنود أكثر مما كان متوقعاً مرتفعاً إلى مستوى لم يشهده منذ سنتين. وبالرغم من ذلك فقد حمل الشهر بعض التناقضات حيث طرح مجلس الاحتياط الفيدرالي الأمريكي سياسة "Operation Twist" وهي سياسة مصممة لتخفيض العوائد على السندات طويلة الأمد.

كانت الصورة أكثر تشاؤماً في منطقة اليورو حيث كانت الأرقام الاقتصادية غير مشجعة مرة أخرى. وقد انتقل نشاط التصنيع والخدمات في المنطقة إلى نقطة الانكماش. كما ارتفعت أرقام البطالة بينما انخفضت مبيعات المرفق خلال شهر يوليو وهبطت ثقة المستهلكين. وعلى الرغم من بيانات الإنتاج التي كانت أفضل من المتوقع الواردة من ألمانيا وفرنسا، إلا أن المزاج العام لا يزال كئيباً. وعلى الرغم من أن ألمانيا وفرنسا واصلتا دعمهما لليونان بشكل علني إلا أن وضع الديونيات في ذلك البلد لا يزال مثيراً للقلق. ومع أن البنك المركزي الأوروبي أبقى على سعر الفائدة في مستوى 1.50%، إلا أن هناك احتمالاً بمزيد من الانخفاض على خلفية النمو الضعيف على الرغم من أن التضخم في المنطقة ككل لا يزال عالياً. وفي الوقت الذي لا تزال فيه البيانات الاقتصادية للمملكة المتحدة مخيبة للأمل إلا أن هناك بعض إشارات ودلائل الانتعاش والتحسن.

وفي مناطق العالم الأخرى، بعد إشارات مشجعة بارتفاع النشاط في شهر أغسطس فقد بدأت البيانات الاقتصادية من اليابان تعاني من تدهور الأفق الاقتصادية العالمية. وعلى العكس من ذلك، واصلت أسواق الدول الناشئة تسجيل أداء اقتصادي صحي على الرغم من بعض الاعتدال والاختلاف عبر المنطقة. على سبيل المثال، على الرغم من أن أرقام الناتج الصناعي السنوية في الصين (أرقام شهر أغسطس) والهند (يوليو) هبطت إلا أن البيانات الاقتصادية في روسيا فاقت التوقعات في شهر أغسطس.

## موجز السوق:

كان شهر سبتمبر شهراً ضعيفاً بالنسبة للأسهم. فعلى الرغم من أن الأسهم بدأت بداية واعدة ضمن تكهنات بأن الرئيس باراك أوباما كان يخطط لإدخال حوافز اقتصادية هامة في السنة المقبلة، إلا أنها باشرت بعد ذلك مسارها التنازلي ومعظمها في أوروبا خاصة وأن رئيس البنك المركزي الأوروبي جين كلود تريخيت صرح مؤخراً أن مخاطر هبوط الاقتصاد في منطقة اليورو قد تعاظمت. وقد أدى هذا الوضع إلى تعاظم الجهود من قبل صانعي السياسة لاحتواء أزمة الديون السيادية لمنطقة اليورو. وقد صوت البرلمان الألماني على دعم صفقة مساندة صفقة لإنقاذ اليورو، كما أعلن البنك المركزي الأوروبي تمديداً آخر لسياسة منح سيولة غير محدودة لبنوك منطقة اليورو قائلين أن ذلك قد يشمل قروضاً لمدة 12 شهراً خلال هذا الشهر وقروضاً لفترة 13 شهراً اعتباراً من شهر ديسمبر مما يربط بين فترتين حرجيتين في نهاية السنة. كما أمات اللتام عن برنامج بمبلغ 40 مليار يورو لشراء "سندات مغطاة" (استثمارات آمنة جداً صادرة من قبل البنوك). وفي المملكة المتحدة أعلن البنك المركزي البريطاني بأنه سوف يقدم المزيد من الحوافز المالية على نطاق أوسع مما كان متوقعاً رافعاً مبيعاتها من السندات بمقدار 75 مليار جنيه استرليني خلال فترة الأربع أشهر المقبلة. وفي الولايات المتحدة طرح مجلس الاحتياط الفيدرالي أيضاً عملية Twist. إلا أن التقييم المتشائم لمجلس الاحتياط الفيدرالي للاقتصاد كان حافظاً للنفور من المخاطر في الأسواق خلال الشهر. هذا وقد لاحظ مجلس الاحتياط الفيدرالي "مخاطر هبوط كبيرة" في الأفق الاقتصادية المستقبلية بما في ذلك الضغوط التي تواجهها الأسواق المالية العالمية. وعلى العموم هبطت الأسهم في شهر سبتمبر لتنتهي واحدة من أكثر الفترات تشاؤماً. فقد تراجع مؤشر ستاندارد أند بورز 500 بنسبة 7% ليكون واحداً من أسوأ أسواق الأسهم المتقدمة سوءاً. كما هبطت الأسهم الأوروبية أيضاً بنسبة 5.8% وسط مشاكل مالية متواصلة وبيانات اقتصادية باهتة. هذا وقد انكسرت المخاوف المتعلقة بالنمو وديون منطقة اليورو على الأسهم الآسيوية باستثناء اليابان والتي هبطت بنسبة 9.2%. كما انخفضت الأسواق الناشئة ليكون أداءها أسوأ من أداء الدول المتقدمة خلال الشهر. وعلى الرغم من أن الأرقام الاقتصادية لا زالت قوية إلا أن دلالات التباطؤ الاقتصادي تظهر بشكل واضح. ومع ذلك فقد كانت الأسهم اليابانية مرنة نسبياً في شهر سبتمبر، كما هبط مؤشر MSCI الياباني بنسبة 0.8% فقط.

ومقابل هذا التراجع، فقد كان أداء سندات الخزنة الأمريكية قوياً حيث ارتفعت بنسبة 1.76 خلال الشهر مساهمة بذلك في أكبر ربح ربع سنوي منذ الربع الرابع من عام 2008. وكما هو الحال في الشهر السابق فقد ارتفعت السندات الحكومية لمنطقة اليورو باستثناء اليونان خلال شهر سبتمبر.

## الاستراتيجية والأفاق المستقبلية:

على الرغم من البيانات الاقتصادية العامة السلبية إلا أننا لا تزال نحفظ برأينا البناء بشكل عام فيما يخص الأصول الخطرة. وعلى الرغم من ذلك إلا أننا ندرک أن الإشارات المتزايدة لتباطؤ الاقتصاد العالمي تجعل الأفق المستقبلية غير مؤكدة. كما أن استمرار أزمة الديون في منطقة اليورو تثير قلقاً واهتماماً خاصين. وعلى الجانب الإيجابي لا تزال الأسهم تقيم بشكل مغر وقد أخذ السوق في اعتباره مستويات عالية من المخاطر. وبناء على ذلك فإننا واثقون من مخاطرنا المعتدلة للأصول الخطرة على الرغم من أننا لا زلنا نؤكد على الحاجة لتتبع المحافظ وخاصة إذا ما أخذنا في الاعتبار التقلب الكبير الذي يسود أسواق المخاطر خلال الأشهر الأخيرة.

مقابل هذه الخلفية فإن السيناريو المركزي لدينا لم يتغير بشكل عام، حيث لا تزال نتوقع نمواً ثانوياً في الأسواق المتطورة الرئيسية، ولكننا نتوقع أن يكون نمو أسواق كتلة الدول الناشئة أقوى على الرغم من بعض الاعتدال. ويبدو أن هذا الرأي يشترك فيه السوق حالياً. وعلى الرغم من أن البيانات الاقتصادية الصادرة لا تزال مخيبة للأمل في بعض المناطق، إلا أننا لا تزال متفائلين بأن أي تراجع عالمي سيكون خفيفاً وليس كبيراً ومستمرأ. ولا تزال أسعار الفائدة منخفضة بينما تم إدخال خطوات التخفيف النقدي الهادفة إلى تحفيز النمو. إلا أننا ندرک بأن مخاطر الهبوط ربما تكون أكبر مما كانت عليه في أوائل السنة.

يعود الاضطراب الحالي في السوق إلى عدد من المشاكل التي يمكن وصفها بأنها جوهرية وذات طبيعة طويلة المدى. وعلى المستقبل القريب فمن المحتمل أن تتواصل حالة التقلب الحالي في الأسواق. ولكن على الرغم من ازدياد المخاطر إلا أن قيم الأسعار قد صحت طبعاً لذلك. إن إيرادات السندات الحكومية في الأسواق المتقدمة لا تزال في مستويات متدنية جداً وتقييم في سيناريو اقتصادي ضعيف وبيئة أسعار فائدة منخفضة. ومن الصعوبة بمكان أن نرى الكثير من القيمة عند هذه المستويات. وجدير بالذكر أن السندات الحكومية تعطي بعض القيمة وهي مفضلة على السندات الحكومية، وخاصة سندات الشركات ذات الإيرادات المرتفعة والتي هي مفضلة أكثر تحديداً. وفي المقابل فإن الأسهم يتم تداولها في الوقت الحاضر بمركب ربحية وقدره 15 أو ما دون ذلك ومع مستويات أقل من 10 في العديد من الأسواق (كأوروبا وروسيا والصين). وحيث أن أفاق نمو الأرباح لا تزال قوية لعام 2012 إلا أن هذه القيم، خاصة عند مقارنتها بالسندات والتقد، تبدو مغرية على المدى البعيد.

وعلى مستوى أسهم الأسواق المتطورة فإننا لا تزال نفضل باعتدال الأسهم اليابانية على غيرها على أساس حماية العملة. إذا ما وضعنا جانباً التقلب على المدى القريب فإن نسبة السعر إلى الأرباح الحالية لا تزال دون المتوسط التاريخي ولا تزال نرى أن سوق الأسهم اليابانية لا زال يوفر عدداً من الفرص المغرية. وعلى مستوى الأسواق الناشئة فإننا لا تزال نفضل الأسهم الروسية بناءً على قيم الأسعار المغرية على أساس نسبي ومطلق ودلائل التحسن في الظروف الاقتصادية. إن الخطر الرئيسي على سوق الأسهم الروسية هو المزيد من التراجع في أسعار البترول، إلا أن هذا ليس السيناريو الرئيسي لنا. إضافة لذلك فقد احتفظنا بمركز تكتيكي كبير في الصين حيث تبدو الأسهم الصينية مغرية بشكل خاص ويتم تداولها بسعر حسم قياساً بالبلدان الناشئة الأخرى وقياساً بأوضاعها السابقة. كما يبدو أن التشديد النقدي الأقوى في الصين له تأثير مخفف على التضخم الهائج ومن الممكن أن يوفر انتهاء هذه الدورة التضخمية حافظاً لتدقيقات دامة.

الأسباب	الموقف الحالي	فترة الأصول	
لا تزال قيم أسعار الأسهم نسبة إلى النقد وخاصة المديونيات الحكومية مغرية، كما لا تزال السيولة تشكل عامل دعم لذلك. ومع استمرار المخاطر على الانتعاش الاقتصادي إلا أن السيناريو الرئيسي لدينا هو أن النمو يتجه نحو الإيجابية بالرغم من أنه نمو ثانوي.	محايد	أسهم الأسواق العالمية المتقدمة	الأسهم
على الرغم من أن أرباح الشركات كانت مشجعة إلا أن مستوى البطالة لا يزال مرتفعاً، أعلى من (9%) على الرغم من أن أرقام الرواتب تبدي مزيداً من التحسن.	محايد	الأسهم الأمريكية	
على الرغم من أن قيم الأسعار تبدو رخيصة، إلا أن الظروف الاقتصادية لا تزال هشة. وقد تباطأ النمو البريطاني بينما لا يزال التعافي الاقتصادي للدول الأوروبية الطرفية غير واضح. وعلى الرغم مما ذكر فقد كانت الإجراءات المتخذة إيجابية مع معظم البنوك المركزية التي وافقت على إجراءات صفقة الإنقاذ مع استمرار مشاكل مديونية منطقة اليورو.	محايد	الأسهم الأوروبية (بما في ذلك المملكة المتحدة)	
على نطاق الأسهم لا تزال نحتفظ بمركز كبير في الأسهم اليابانية والتي نرى أنها توفر فرصاً مغرية على الرغم من وجود إشارات على أن الاقتصاد قد بدأ يعاني من الآفاق المستقبلية العالمية المتدهورة. إضافة لذلك فإن النسبة الحالية للسعر مقابل الأرباح لا تزال أقل بكثير من المتوسط التاريخي.	محايد	الأسهم اليابانية	
على الرغم من التباطؤ في الطلب العالمي إلا أن البلدان الآسيوية باستثناء اليابان لديها آفاق اقتصادية إيجابية أكثر من باقي الدول المتطورة. وعلى مستوى البلدان فإننا نفضل الأسهم الصينية قياساً بالأسواق الناشئة الآسيوية. كما أن التقييمات إيجابية والتضخم يبدي دلالات مبكرة على الارتفاع وسط المزيد من التشديد النقدي من جانب البنوك المركزية.	محايد	الأسهم الآسيوية باستثناء اليابان	
يرجع أن تستمر الأسواق الناشئة بقيادة الانتعاش الاقتصادي وذلك بسبب الاستهلاك المحلي النشط وقوة التجارة البينية في المنطقة - وكما هو الحال بالنسبة للأسواق المتقدمة فإن أسهم الأسواق الناشئة معرضة لتقلبات الناتجة عن علامات الاستفهام حول استدامة الانتعاش الاقتصادي العالمي - الذي تقاوم بسبب دورة التشديد النقدي التي بدأت في عدد من الاقتصاديات الناشئة الرئيسية.	محايد	الأسواق العالمية الناشئة	العملات
لا يزال الأداء الاقتصادي لبلدان أمريكا اللاتينية قوياً حيث تبدو توقعات نمو الأرباح لعام 2011 معقولة. وبالإضافة لذلك فإن الأنباء الجيدة تبدو منعكسة بشكل جيد جداً في أسعار السوق، كما أن معايير قياس التقييم النسبي لا تظهر أية إشارات قوية. ولذلك فإننا نحتفظ بموقفنا المحايد من فئة الأسهم هذه.	محايد	الأسهم الأمريكية اللاتينية	
نتوقع بسبب الاضطرابات السياسية في المنطقة أن تبقى تقلبات الأسعار قائمة على المدى القريب مما يؤثر في الأداء بشكل عام، هذا ومن المتوقع أن تتمتع إمكانيات الاستثمار بشكل كبير على أسعار البترول والقلق المتعلق بالإمدادات.	محايد	الأسهم الشرق أوسطية	
اختلفت بيانات التصنيع من بلد لآخر. وعلى مستوى البلدان، فإننا نفضل الأسهم الروسية حيث يبدو النشاط الاقتصادي الروسي مشجعاً في الوقت الذي امتازت به تقييمات الأسهم الروسية بالجادبية، وذلك من الناحيتين المطلقة والنسبية.	محايد	الأسهم الأوروبية الشرقية	
لا تعطي مؤشرات القيم حالياً أية إشارات واضحة، في الوقت الذي نرى فيه أن هناك أخطاراً مدفوعة بالأحداث وأخرى مدفوعة بالاتجاهات مما قد يسهم في استمرار حالة التقلب. وبناءً على ذلك فإننا نواصل اتخاذ موقف محايد من مخاطر العملات.	محايد	اليورو، الجنيه الاسترليني، الين الياباني، والدولار الأمريكي	

## موجز

بالنسبة للعملات الأربع الرئيسية للأسواق المتطورة فمن المتوقع أن تواصل تقلبها الكبير، علماً بأن إجراءات التقييم لا تعطي حالياً أية إشارات قوية. ولذلك فإن موقفنا لا يزال محايداً بالنسبة لمراكز العملات.

مع الأخذ في الاعتبار حالة عدم التيقن الزائد بالنسبة للنمو العالمي وعلى فرض استمرار هذه الحالة في الأسواق فإن توصياتنا الرئيسية هي الاستمرار في التنوع الواسع.

- ◀ بالإضافة لذلك تجاوز مؤشر (أي أس أم) غير الصناعي أيضاً التوقعات في سبتمبر مسجلاً 53.0 نقطة مقابل التوقعات البالغة 52.8 نقطة.
- ◀ تم تعديل نمو إجمالي الناتج المحلي للربع الثاني صعوداً إلى 1.3% من 1.0% للربع وتعديل الاستهلاك الشخصي صعوداً إلى 0.7% من 0.4% في الربع الثاني من العام وقد ارتفع الإنفاق الشخصي بنسبة 0.2% فقط في أغسطس من النسبة المعدلة البالغة 0.7 في شهر يوليو
- ◀ كانت بيانات سوق العمل مشجعة حيث قفز سلم الرواتب الأمريكية بمعدل 103 آلاف في سبتمبر بعد زيادة معدلة قدرها 57 ألف في الشهر السابق متجاوزاً التوقعات وقد كانت التوقعات المتوسطة للارتفاع بمعدل 60 ألف ولكن بصفة عامة ظلت نسبة البطالة متصاعدة لتبقى عند نسبة 9.1%، وفي إطار منفصل أعلن ديوان إحصائيات العمل عن تعديل سنوي لرقم سلم الرواتب لشهر مارس بإضافة 192.000
- ◀ أعلن الرئيس اوباما عن خطة وظائف بمبلغ 447 مليار دولار أمريكي (تقريباً 3% من إجمالي الناتج المحلي) تشمل تخفيضات في الضرائب وإنفاق

لقد احتفظنا بشكل عام بمركز كبير على نحو معتدل في الأسهم العالمية وذلك نسبة إلى السندات الحكومية والنقد على حد سواء. وضمن إطار أسهم الأسواق المتقدمة فإننا لا تزال إيجابيين باعتدال بالنسبة لليابان. كما لا تزال نرى القيم والسياسة داعمين كخلفية إيجابية للأسهم اليابانية. وعلى صعيد أسهم الأسواق الناشئة فإن سوقنا المفضل لا تزال الصين وروسيا بناء على قيم الأسعار المشجعة.

بقيت البيانات ضعيفة مما عزز النظرة بأن الاقتصاد العالمي يشهد فترة من الضعف. وكانت أزمة الدين السيادية في منطقة اليورو والمخاوف المالية في الأسواق المتطورة الأخرى من بين بعض حالات القلق الرئيسية للمستثمرين. وقد أدت الإجراءات المشتركة للبنوك المركزية لمحاولة تبييد الوضع الحرج إلى تحسين الاتجاهات بشكل طفيف.

**الولايات المتحدة الأمريكية**  
كانت البيانات الاقتصادية الصادرة مختلطة ولكنها بقيت في معدلات منخفضة بعد الهبوط الحاد في الشهر الماضي.  
◀ في مجال التصنيع، ارتفع مؤشر التصنيع للمعهد الأمريكي لإدارة العرض (أي أس أم) إلى 51.6 في سبتمبر (مقارنة ب 50.6 في الشهر الماضي) وهو أعلى من المعدل المتوقع البالغ 50.5 كما أن الإنتاج الصناعي أيضاً تجاوز التوقعات مرتفعاً بنسبة 0.2% في أغسطس بينما ارتفع مؤشر جامعة ميتشجان لثقة المستهلك إلى 59.4 نقطة في سبتمبر

## التقييم العام

في البنية التحتية بهدف إنعاش النمو الاقتصادي وتحسين وضع البطالة الضعيف بالإضافة لذلك دشّن البنك الفيدرالي عملية في محاولة لخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل بشراء أوراق مالية طويلة الأمد بقيمة 400 مليار دولار أمريكي تمول ببيع كميات متساوية من السندات باستحقاق يقل عن ثلاث سنوات سجل مؤشر السلع الاستهلاكية الأمريكي لكافة البنود زيادة جديدة لسنتين بنسبة 3.8% في أغسطس وهي أعلى من المتوقع كما سجل مؤشر السلع الاستهلاكية الرئيسية باستثناء الأغذية واليضع المتعلّقة بالطاقة نسبة 2.0% في أغسطس من 1.8% في الشهر السابق

تم تخفيض التوقعات الجماعية لنمو إجمالي الناتج المحلي في عام 2011 و2012 مرة أخرى إلى 1.6% (-0.2%) و 2.1% (-3.0%) على التوالي تم أيضاً تخفيض توقعات صندوق النقد الدولي بصورة جوهرية من التوقعات السابقة في يونيو وقد هبطت توقعات 2011 بنسبة 1.0% إلى 1.5% بينما هبطت توقعات 2011 بنسبة 0.9% إلى 1.8%

#### أوروبا باستثناء المملكة المتحدة

استمرت البيانات الاقتصادية في منطقة اليورو مخيبة للأمل تحرك النشاط الصناعي والخدمات في المنطقة الانكماشية حيث هبط مؤشر مدراء المشتريات للمنطقة اليورو إلى 48.5 في سبتمبر من 49.0 في أغسطس بينما هبط مؤشر مدراء المشتريات للخدمات إلى 49.1 من 51.5 بالإضافة لذلك كانت نسبة البطالة مرتفعة عند 10.0% في أغسطس وعلى صعيد الاستهلاك فقد هبطت مبيعات التجزئة بمنطقة اليورو إلى 0.2% في يوليو من النسبة المعدلة البالغة 0.7% في الشهر السابق مع الأخبار المحبطة عبر عدة قطاعات فقد هبط مؤشر ثقة المستهلك مرة أخرى إلى -18.9 في أغسطس من -11.2 في يوليو إلا أنه في أخبار مشجعة أكثر فقد تفوقت أرقام الإنتاج الصناعي على التوقعات في يوليو في ألمانيا حيث زادت بنسبة 4.0% مقارنة بالشهر الماضي بينما في فرنسا قفزت بنسبة 1.5% مقارنة بالشهر الماضي فيما يتعلق بالوضع المتدهور للديون في اليونان فقد واصلت المستشارية الألمانية ميركيل والرئيس الفرنسي ساركوزي دعمهما المعلن لليونان حيث حافظا على موقفهما الصلب تجاه مستقبل هذا البلد في منطقة اليورو وقد أدى هذا الموقف لتحسن الرغبة على الرغم من أن وضع اليونان بقي مثيراً للقلق كما هو متوقع فقد حافظ البنك المركزي الأوروبي على أسعار الفائدة عند 1.50% وأعلن المزيد من التمديد لسياسته بتقديم سيولة غير محدودة إلى بنوك منطقة اليورو قائلًا إن ذلك سوف يشمل قروض لفترة 12 شهراً في هذا الشهر وقروض لفترة 13 شهراً من ديسمبر والتي سوف تغطي سنتين حاسمتين كما أمط البنك اللثام عن برنامج بقيمة 40 مليار يورو لشراء سندات مغلطة (الاستثمارات الآمنة الصادرة من البنوك)

ظل مؤشر أسعار السلع الاستهلاكية في منطقة اليورو عند نسبة 2.5% في أغسطس على الرغم من أن التغيرات المبدئية لشهر سبتمبر أشارت إلى أن التضخم ارتفع إلى 3.0% وهو المعدل الأعلى منذ ثلاث سنوات كما ظل مؤشر السلع الاستهلاكية الرئيسية أيضاً بدون تغيير عند نسبة 1.2% في أغسطس. ظلت التوقعات الاقتصادية الجماعية للتضخم في عام 2011 دون تغيير عند نسبة 2.6% بينما انخفضت توقعات 2012 بشكل طفيف إلى نسبة 1.8% (بانخفاض 0.1%) في سبتمبر

تم تعديل كلا التوقعات الجماعية لنمو الناتج الإجمالي بمنطقة اليورو لعامي 2011 و2012 إلى 1.7% (-0.2%) و 1.0% (-0.5%) على التوالي في سبتمبر

#### المملكة المتحدة

كانت البيانات ضمن المملكة المتحدة بصفة عامة محبطة على الرغم من وجود بعض مؤشرات الانتعاش في مجال النشاط الصناعي، تحرك مؤشر التصنيع أي اس ام بشكل غير متوقع إلى نقطة التوسع مسجلاً 51.1 في سبتمبر من رقم معدل قدره 49.4 في شهر أغسطس

كان الإنتاج الصناعي أقل تشجيعاً مسجلاً نسبة -0.2% في أغسطس علاوة على ذلك هبط مؤشر مدراء مشتريات الخدمات إلى 51.1 في أغسطس من 55.4 في يوليو وهو أكبر هبوط من حيث المقاييس خلال عقد من الزمن ومن ناحية أخرى هبطت مبيعات التجزئة بنسبة 0.2% في يوليو عاكسة ركود الإنفاق الاستهلاكي خلال العام الماضي

في سوق العمل ظلت نسبة البطالة عند نسبة 7.9% في يوليو لكن مطالبات الباحثين عن العمل جاءت أقل من المتوقع

في سوق الإسكان هبطت أسعار المنازل بنسبة 1.2% في أغسطس بعد أن ارتفعت بنسبة 1.3% في يوليو

ارتفع التضخم بالمملكة المتحدة في أغسطس إلى 4.5% من 4.4% في يوليو وظل مؤشر أسعار السلع الاستهلاكية الرئيسية دون تغيير عند نسبة 3.1% في أغسطس

أجمعت لجنة السياسة النقدية على المحافظة على الأسعار في جميع الأوقات منخفضة بنسبة 0.5% في سبتمبر وأعلنت بأنها ستقدم المزيد من الحوافز النقدية على نطاق واسع عما هو متوقع وقد صوتت لجنة السياسة النقدية التابعة للبنك لزيادة رصيدها من مشتريات الذهب بمبلغ 75 مليار جنيه استرليني خلال الأربعة أشهر القادمة

ظلت التوقعات الاقتصادية للتضخم في المملكة المتحدة بدون تغيير لعامي 2011 و2012 عند نسبة 4.4% و 2.7% على التوالي

تم تعديل التوقعات الإجماعية لنمو الناتج المحلي الإجمالي بمنطقة اليورو

لعام 2011 هبوطاً إلى 1.2% (-0.1%) بينما تم تعديل توقعات 2012 هبوطاً إلى 1.8% (-0.2%) في شهر سبتمبر

#### اليابان

بدأت البيانات الاقتصادية الواردة من اليابان تعاني من تدهور الآفاق العالمية المستقبلية.

تم تعديل نمو الناتج الإجمالي المحلي للربع الثاني هبوطاً إلى -0.5% من التغيرات المبدئية البالغة -0.3% للربع

كان الاستهلاك الخاص خلال الربع الثاني ثابتاً وهبط الاستثمار التجاري بنسبة 0.9% كما هبط التصدير بنسبة 4.9% وأوضح تقرير منفصل بأن الإنفاق الرأسمالي خلال الربع الثاني هبط بنسبة 7.8% مقارنة بالعام الماضي وهو الهبوط الأول خلال العام

سجل الإنتاج الصناعي الياباني لشهر أغسطس معدلاً أقل من المتوقع بنسبة 0.8% مقارنة بالشهر الماضي (مقابل رقم متوقع قدره 1.5% في الشهر) ولكنه لا يزال يعكس انتعاشاً متواصلاً

هبط مؤشر مدراء المشتريات للتصنيع لشهر سبتمبر في المنطقة الانكماشية مسجلاً نسبة 1.849.3% من 51.9 في أغسطس

كانت طلبات الآليات محبطة بهبوط بنسبة 8.2% في يوليو بعد ارتفاع بنسبة 7.7% في الشهر السابق إلا أن الصادرات كانت مشجعة أكثر حيث توسعت بنسبة 2.8% في أغسطس بعد أن هبطت بنسبة معدلة قدرها 3.4% في يوليو وقد ظل الغموض العالمي والين الياباني القوي مهدداً للآفاق الخارجية

في مجال النشاط الاستهلاكي هبط الإنفاق المنزلي الفعلي بنسبة 2.1% في يوليو بينما هبطت المبيعات على النطاق الوطني بنسبة 1.7% في أغسطس في سوق العمل انخفضت نسبة العاطلين إلى 4.3% في أغسطس من 4.7% في يوليو

ارتفع مؤشر أسعار السلع الاستهلاكية الياباني في أغسطس بعد الارتفاع البالغ 0.2% في يوليو بينما هبط مؤشر أسعار السلع الاستهلاكية الأساسية (باستثناء الأغذية الطازجة والطاقة) بنسبة 0.5% مقارنة بالعام الماضي وهو أقل بشكل طفيف من التوقعات

في شهر سبتمبر هبطت التوقعات الاقتصادية الجماعية للتضخم في عامي 2011 و2012 إلى 0.2% بينما ارتفعت التوقعات الجماعية لنمو إجمالي الناتج المحلي لشهر سبتمبر في عام 2011 إلى 0.5% ولكن توقعات 2012 انخفضت بصورة جوهرية إلى 2.4% (-0.8%)

#### الأسواق الناشئة

واصلت الأسواق الناشئة عكس أداء اقتصادي قوي على الرغم من مؤشرات الاعتدال والتفاوت عبر المناطق.

إذا أخذنا الإنتاج الصناعي مقارنة بالعام الماضي كمثال فإن الصين حققت نسبة (13.5%) في أغسطس مقابل (14.0% في يوليو) والهند (3.3%) في يوليو مقابل (8.8% في يونيو) مسجلة تباطؤاً أدنى من المتوقع بينما حققت روسيا رقماً مرتفعاً مقارنة بالعام الماضي وهو أعلى من المتوقع (6.2%) في أغسطس مقابل (5.2% في يوليو)

على الرغم من تباطؤ النشاط الصناعي الصيني فقد ظل الإنفاق الاستهلاكي والتجارة الخارجية مزدهران حيث زادت مبيعات التجزئة الصينية بنسبة 17.0% في أغسطس مقارنة بنسبة 17.2% في يوليو تمشياً مع التوقعات بينما زادت الصادرات (24.5%) في أغسطس مقارنة بنسبة 20.4% (في يوليو) والواردات (30.2%) في أغسطس مقابل 22.9% في يوليو متفوقة على التوقعات بالإضافة لذلك ظلت الصادرات الهندية في معدلات مرتفعة مسجلة نسبة 44.3% في أغسطس بعد ارتفاع متواصل بلغ نسبة 81.8 في يوليو.

ارتفع مؤشر مدراء المشتريات للتصنيع الصيني إلى 51.2 في سبتمبر من 50.9 في أغسطس ولكنه ظل في المنطقة الانكماشية وعلى صعيد آخر ظل مؤشر مدراء المشتريات الخاص بمؤسسة اتش اس بي سي في المنطقة الانكماشية عند نقطة 49.9

في البرازيل وفي خطوة غير متوقعة خضع البنك البرازيلي المركزي سعر الفائدة بـ 50 نقطة أساس إلى 12.0% عاكساً أثر التباطؤ العالمي على الاقتصاد المحلي

هبط مؤشر مدراء المشتريات للتصنيع البرازيلي للشهر الثالث على التوالي إلى 46.0 في أغسطس بينما ظلت مبيعات التجزئة (7.1 في يوليو) والبطالة (6.0% في أغسطس) ثابتة

في أوروبا الشرقية صمد النشاط الاقتصادي الروسي بالمقارنة مع بقية الأسواق الناشئة بأجور فعلية متزايدة (3.9%) في أغسطس مقابل 2.4% في يوليو) ومبيعات التجزئة (7.8%) في أغسطس مقابل 5.7 في يوليو) ونسبة بطالة منخفضة (6.1%) في أغسطس مقارنة بنسبة 6.5% في يوليو)

بدأ التضخم في الأسواق الناشئة يتعد عن معدلاته المرتفعة ففي الصين هبط مؤشر أسعار السلع الاستهلاكية إلى 6.2% في أغسطس بعد أن بلغ الذروة منذ ثلاثة سنوات بنسبة 6.5% تمشياً مع التوقعات الجماعية وارتفع مؤشر أسعار الجملة بالهند في أغسطس إلى 9.8% (مقابل 9.2% في يوليو) وهو فوق التوقعات واستمر التضخم الرئيسي في الارتفاع

على الرغم من الضعف الاقتصادي العالمي إلا أن التقلق الرئيسي للبنك الفيدرالي الهندي ظل يتمحور حول التضخم واستمر البنك في تشديد سياسته المتعلقة بأسعار الفائدة وكانت آخر حلقة أتت من تشديد سعر الشراء المعكوس بمعدل 25 نقطة أساس إلى 7.25%

تمشياً مع البيانات الاقتصادية الروسية الإيجابية فقد هبط مؤشر الأسعار الاستهلاكية الروسي إلى 8.2% في أغسطس من 9.0% في يوليو أما في البرازيل

# أسواق الأسهم

## الأسواق العالمية المتطورة:

### الولايات المتحدة

فقد زاد مؤشر أسعار السلع الاستهلاكية بشكل طفيف إلى 7.2% (4.0%) في أغسطس

- انخفض مؤشر اس أند بي بنسبة 7.0% في سبتمبر وهو أسوأ أداء لأسواق الأسهم المتطورة حيث قاد الهبوط الأسهم المالية والمادية
- يأتي ذلك على خلفية بيانات اقتصادية مختلطة وقد تم تعديل أرقام إجمالي الناتج المحلي صعوداً بينما تجاوزت أرقام التصنيع والإنتاج الصناعي التوقعات لكن بيانات سوق العمل كانت مخيبة مما دفع الرئيس أوباما لإعلان خطة وظائف جوهرية
- علاوة على ذلك أطلق البنك الفيدرالي " عملية التناقص " في محاولة لدفع أسعار الفائدة لأسفل
- ظلت تقديرات نمو العوائد بنسبة 16.2% لعام 2011 و 13.6% لعام 2012 بالنسبة للشركات الأمريكية جذابة وكانت نتائج العوائد للربع الثاني من عام 2011 قوية مقارنة بالربع الأول
- استمرت مقاييس تقييم الأسهم الأمريكية – نسبة سعر الشراء الأجل لفترة 12 شهراً البالغة 11.1x تقريباً – تحت الطلب
- تشير معظم البيانات الاقتصادية في الولايات المتحدة إلى اقتصاد راكد وقد سجلت معظم المسوح التصنيعية والرغبات الاستهلاكية معدلات منخفضة بعد انخفاضات أغسطس
- لقد كانت التقييمات المتشائمة للاقتصاد من قبل البنك الفيدرالي هي المحفز لسلوك تجنب المخاطر في الأسواق هذا الشهر حيث لاحظ البنك الفيدرالي مخاطر هبوط جوهرية في آفاق الاقتصاد شملت بوادر توتر في الأسواق المالية العالمية
- ينظر المستثمرون بتوجس لتقييمات أسعار الأسهم بناء على القلق الذي يساورهم على تعديلات العوائد ولكن حوالي 39% من أسهم اس أند بي 500 ذات عوائد إيجابية والتي تتوفر بيانات عنها في بلومبرغ ( حوالي 99%) ويتم تداولها بمعدل 12x مقابل 23% في نهاية سبتمبر من العام الماضي
- بناء على طبيعة البيئة الاقتصادية الحالية فإن المؤشرات الرئيسية التي أدت للتحويلات في الثقة تعتبر مفيدة بصفة خاصة على الرغم من أن الدراسات الاستهلاكية تشير لهبوط في الثقة لكن الدراسات العملية لا تزال تشير لانخفاض مماثل مما يعكس آفاق إيجابية أكثر وسط مجتمع الأعمال
- بصفة عامة حافظنا على مركز معتدل أكبر وزناً إلى أسواق الأسهم الأمريكية والأسواق الأخرى مقارنة بالسندات الحكومية والنقد ( بناء على مقاييس التقييم المغرية) بينما لا تزال محايدين تجاه الأسواق الأمريكية مقابل أسواق الأسهم الأخرى

### أوروبا

- عانت الأسهم الأوروبية جنياً إلى جنب مع الأصول الخطرة الأخرى في سبتمبر وهبطت أسهم منطقة اليورو بنسبة 5.8% بسبب حالات القلق المالي والبيانات الاقتصادية الضعيفة وفي نفس الوقت هبطت الأسهم في المملكة المتحدة بنسبة 4.7%
- ضمن منطقة اليورو واصلت حالات القلق على ديون البلدان الأعضاء واحتمالات النمو تصاعدها ودفع أداء الأسهم. وقد خفضت وكالة التقييمات اس أند بي الدرجات السيادية طويلة وقصيرة الأجل لإيطاليا بدرجة واحدة إلى A/A-1
- على الصعيد السياسي تعتقد الوكالة بأن الائتلاف الحاكم الضعيف بإيطاليا سوف يستمر في الحد من مقدرة الحكومة على الاستجابة الفعالة للظروف الاقتصادية الكلية المحلية والخارجية الحافلة بالتحديات.
- في أخبار مشجعة أكثر كانت الإجراءات السياسية إيجابية حيث أعلنت البنوك المركزية الرئيسية على نطاق العالم المتطور بأنها سوف تقدم تمويلاً إضافياً بالدولار الأمريكي إلى أنظمتها المصرفية ذات العلاقة بالتنسيق مع البنك الفيدرالي
- وضع البنك المركزي الأوروبي جدولاً زمنياً لثلاث عمليات سيولة منفصلة بالدولار الأمريكي ابتداءً من 12 أكتوبر بفترة استحقاق قدرها ثلاثة شهور تقريباً وبتخصيص كامل (أي غير محدد) والتي تم تصميمها لتغطية احتياجات البنوك التمويلية
- بالإضافة لذلك أبدى البرلمان الألماني دعماً ساحقاً لتقديم ضمانات خاصة بتسهيلات الاستقرار المالي الأوروبي. وقد وجد القرار ترحيباً في بروكسل كإزالة لأحد العوائق الكبيرة لاتخاذ المزيد من الإجراءات بخصوص أزمة ديون منطقة اليورو

بشكل عام بقيت التوقعات الاقتصادية الإجماعية بالنسبة لنمو إجمالي الناتج المحلي للأسواق الناشئة قوية إلا أنها اعتدلت بعض الشيء في آسيا

- على الرغم من أن المشاكل المالية الثانوية لمنطقة اليورو تظل هاجساً والبيانات الاقتصادية الصادرة مؤخراً كانت ضعيفة إلا أن النشاط الاقتصادي بصفة عامة ظل إيجابياً بشكل معتدل بينما زادت إمكانية الانكماش التقني في أوروبا غير أننا لا نتوقع أن تكون عميقة
- لا تشير أرقام النمو إلى تباطؤ جوهري كاف يؤدي لتخفيض العوائد المرتبطة بأسعار أسواق الأسهم العالمية في الوقت الحالي حيث أن تقييمات فئات الأصول الخطرة وخاصة الأسهم منافسة بصورة غير عادية، ولكنها لم تدفع أداء السوق حتى الآن، فمثلاً تعتبر عوائد أرباح الأسهم البالغة 5.05% (أم اس سي أي منطقة اليورو) جذابة مقارنة بعوائد سندات منطقة اليورو لفترة 10 سنوات والتي هبطت لأدنى من 2%
- بالإضافة لذلك لا يزال السيناريو المركزي لدينا هو أن تبقى الأسعار قابلة للتكيف في عامي 2011 و 2012 نظراً للأثار المحتملة على النمو الهش في المنطقة
- لذا وبما أن نمو العوائد لا يزال يبدو إيجابياً للسنة القادمة فإن هذه التقييمات وخاصة مقارنة بالسندات والنقد تعتبر مغرية، كما أننا لا نزال نفضل الأسهم كاستثمار طويل الأجل

### اليابان

- ظلت أسواق الأسهم اليابانية راكدة في سبتمبر نظراً لأن مشاكل ديون منطقة اليورو المتصاعدة والنمو العالمي الضعيف جعل المستثمرين يتأون بأنفسهم عن الأصول الخطرة. وقد بقيت الأسهم اليابانية في الواقع مرنة وانخفضت بنسبة 0.8% فقط خلال الشهر متفوقة على الدول المتقدمة الأخرى (هبط إم اس سي أي العالمي بنسبة 6.0% في سبتمبر)
- توحي البيانات الأخيرة بأن حركة الانعاش في اليابان قد تكون بطيئة كنتيجة للأفاق الاقتصادية غير المباشرة
- استمر الإنتاج الصناعي في التحسن شهرياً محققاً صعوداً بنسبة 0.8% في أغسطس ولكن هذا التحسن دون التوقعات البالغة نسبة 1.5% مما أثار القلق بعدم حدوث انتعاش كبير
- تأثر نمو الصادرات سلباً بارتفاع سعر الين وانخفاض الطلب الخارجي وقد نمت صادرات تجارة السلع بنسبة 2.8% في أغسطس وهي أقل من التوقعات بنسبة 8% في السنة وتحويل الميزان التجاري لهذا البلد إلى سلبى من 72.5 مليار ين في يوليو إلى 775.3 مليار ين في أغسطس بسبب الارتفاع الكبير في الواردات
- سجلت مبيعات التجزئة انخفاضاً في أغسطس بنسبة -2.6% (مقابل 0.7% في يوليو) نظراً لأن الرغبة الاستهلاكية قد ضعفت بسبب الآفاق الاقتصادية العالمية السيئة
- ظل خطر الانكماش مع مؤشر أسعار السلع الاستهلاكية الرئيسية بدون تغيير عند نسبة -0.5 في أغسطس
- حافظ بنك اليابان على السعر المستهدف كما هو متوقع عند نسبة 0.1% بعد اجتماع سبتمبر
- واصل تقادي المخاطر دفع الأسهم لهبوط بينما فعلت التطورات في منطقة اليورو القليل لعكس ضعف الرغبة والتوجهات
- نتوقع أن تستمر أسواق الأسهم في التقلب وتظل استراتيجيتنا مركزة على قيمة الاستثمار على مدى زمني أطول
- على الرغم من التقلب قصير الأجل في سوق الأسهم إلا أننا واثقون بأن أداء اليابان سوف يكون أفضل نسبياً بناء على الدعم الحكومي لخطة الإنعاش من المحتم أن البيانات الاقتصادية مثل نمو الصادرات والإنتاج الصناعي سوف تتأثر بالطلب الخارجي البطيء إلا أن الطلب المحلي والاستهلاك الفردي قد يساعدا الاقتصاد لمقاومة الهبوط إلى ركود عميق
- نتوقع بأن يحافظ بنك اليابان على سياسته النقدية المتكيفة.
- يتم تداول نسبة مكرر الربحية الأجل عند حوالي 11.4x كما في نهاية سبتمبر بالنسبة للأسهم اليابانية ويدعم هذا التقييم الجذاب وضعنا الرائد في الأسهم اليابانية نظراً لأننا نبحت عن قيمة استثمارية طويلة الأجل بصفة عامة لا تزال نفضل الأسهم على السندات الحكومية والنقد نظراً لأن العوائد من الأخيرة تتجه بصورة فعلية صوب المنطقة الصفرية أو حتى السلبية. كما نفضل أيضاً اليابان ضمن الأسهم بسبب الدعم من خطة الإنعاش الحكومية والتقييمات المغرية
- قد تؤدي القوة المتواصلة للين إلى المزيد من تدخل البنك المركزي، لذا فإن من المناسب حفظ الوضع على أساس تحوطي

# الأسواق العالمية الناشئة

- ◀ حيث أن الانكماش الحاد غير متوقع فلذا نحن لا نتوقع تغييرات كبيرة في الإيرادات السلبية. وبالإضافة لذلك فإن توقعات الإيرادات قد وضعت في الاعتبار بالفعل سيناريو تباطؤ النمو
- ◀ تكرر القول بأن أسهم ماعدا اليابان ظلت جاذبة على أسس التقييم. ويبلغ مكرر الربحية الأجل لفترة 12 شهراً 10.1x كما في نهاية سبتمبر وهو يقل بشكل كبير عن المتوسط التاريخي
- ◀ حيث إن تقييمات الأسهم مقارنة للمستويات المتدنية بشكل متواصل. لذا فإننا نتوقع أن يتحقق أداء الأسهم على أداء السندات الحكومية ذات العائد المتدني والتقدم. ومن ضمن الأسهم لازلنا نفضل الأسهم الصينية نظراً للأساسيات الاقتصادية الداعمة

## أمريكا اللاتينية

- ◀ من ضمن الأسواق الناشئة فقد كان أداء أمريكا اللاتينية الأفضل على الرغم من استمرار انخفاضها عمومًا بنسبة 5.3% في سبتمبر. وقد حسنت البرازيل متوسط المنطقة بشكل طفيف (-4.6%) بينما تماثل العائد في المكسيك مع المنطقة والذي انخفض بنسبة 5.3%
- ◀ تم تحديد أداء سوق الأسهم على خلفية بيانات متفاوتة حيث تحسن أداء مبيعات التجزئة مقارنة بالعام الماضي بشكل طفيف (مرتفعاً من نسبة 7.07% في يونيو إلى 7.11% في يوليو) وتوازن ذلك مع انحدار مؤشر مديري المشتريات (الذي انخفض إلى مستوى 46 في أغسطس من 47.8) محفزاً إجراء تخفيض غير متوقع في أسعار الفائدة بنسبة 0.5% من قبل البنك المركزي في البرازيل
- ◀ عمومًا وعلى الرغم من ذلك فقد بقي الأداء الاقتصادي لدول أمريكا اللاتينية قوياً مع تقديرات مشجعة للإيرادات لعام 2011.
- ◀ إضافة لذلك فهناك بعض التقدم في مكافحة التضخم على الرغم من أنه من غير المرجح أن يكون ذلك تحت السيطرة الكاملة حتى الربع النهائي من هذا العام
- ◀ على ضوء ذلك يبدو أن الأنباء الاقتصادية تعكس على أسعار السوق كما أن مقاييس التقييم النسبي لا تظهر إشارات قوية

## الشرق الأوسط

- ◀ لا تزال الأوضاع في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا غير مستقرة مع استمرار الاضطرابات المدنية التي عمت العديد من بلدان المنطقة.
- ◀ ليس هناك وضوح حقيقي في الرؤية الاقتصادية المستقبلية للأوضاع بالنسبة لبلدان ما بعد مرحلة الثورة، فعلى سبيل المثال في مصر لا يزال الاقتصاد يصارع على الرغم من اعتماد الدولة لموازنتها للعام 2011/12 وشروط التمويل من صندوق النقد الدولي
- ◀ على الرغم من ذلك، ففي الأحوال التي كانت فيها الضغوط الاقتصادية ضئيلة كما هو الحال مثلاً في الإمارات العربية المتحدة والكويت وقطر كانت التداعيات الاقتصادية للاضطرابات إيجابية- وهذا يعود للانتقال الجزئي للنشاط الاقتصادي من الدول المضطربة إلى دول الشرق الأوسط المجاورة التي تأثرت بشكل أقل أو لم تتأثر إطلاقاً بتلك الاضطرابات. ولا تزال نراقب الأحداث في المنطقة بحرص تام
- ◀ لا تزال قيم الأسعار تبدو غير مغرية ومعدلات السعر الأجل لفترة 12 شهراً نسبة إلى الإيرادات جاذبة مقارنة بالفترة السابقة

## أوروبا الشرقية

- ◀ عانت بورصات أوروبا الشرقية من الأداء الضعيف لفترة شهر وكان أداء أسواق روسيا وهنغاريا الأسوأ
- ◀ حوت البيات الاقتصادية أوضاعاً متفاوتة حيث كان هناك هبوط ضئيل في الصادرات مقارنة بالعام الماضي في يوليو قابله ارتفاع أكبر مما كان متوقعاً في الإنتاج الصناعي لشهر أغسطس، وفي غضون ذلك استمر الاستهلاك المحلي في الارتفاع بينما سجلت مبيعات التجزئة ارتفاعاً قليلاً في شهر أغسطس مقارنة بعام مضى
- ◀ من منظور إقليمي، على الرغم من اعتدال النشاط الاقتصادي بشكل واضح فقد تواصلت البيانات المشجعة من منطقة أوروبا الشرقية ككل.
- ◀ على مستوى البلدان، لا تزال تفضل الأسهم الروسية مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى. وقد كان النشاط الاقتصادي لروسيا مشجعاً بينما كانت تقييمات الأسهم الروسية جاذبة من كلا الناحيتين المطلقة والنسبية

- ◀ العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي. وقد تم اتخاذ خطوات أخرى صغيرة من قبل السلطات الصينية لزيادة قابلية تحويل الرنمينبي كما تحدث المسؤولون عن أن هدفهم هو تحقيق قابلية التحويل الكاملة مستقبلاً.
- ◀ أصبحت عملات الملاذ الآمن نادرة، وقد تمكن البنك السويسري المركزي حتى الآن من كبح ارتفاع قيمة الفرنك السويسري. وأصبح الدولار الاسترالي الذي كان يخلق عالياً سابقاً أقل جاذبة نظراً لتراجع أسعار السلع كما أن سيولة الكرونا النرويجية لم تكن كافية مطلقاً بالنسبة للاعبين الرئيسيين. ويوفر هذا دعماً للدولار الأمريكي على الرغم من تخفيض التصنيف الائتماني للديون السيادية للولايات المتحدة من قبل ستاندرد آند بورز الشهر الماضي وعلى الرغم من التعثّر الاقتصادي وانخفاض أسعار الفائدة كما يحتمل كذلك عدم استمرارية مستويات الدين الحكومية.

- ◀ أغلقت الأسواق الناشئة الشهر على أداء سلبي بلغ -7.3% على أساس العائد الإجمالي حيث كان أداؤها أدنى من أسهم الدول المتقدمة بنسبة 0.6%
- ◀ ضمن الأسواق الناشئة حققت أمريكا اللاتينية أفضل أداء نسبي حيث بلغت نسبة العوائد (-2.9%) نظراً للأداء السلبي للبرازيل والذي بلغ (-4.6%) وتشيلي (-3.1%) ، وتراجع أداء آسيا وأوروبا نسبياً حيث حققا نسبة عائد بلغ -9.5% و -10.2% على التوالي. وفي آسيا كان للأداء السلبي لكوريا الجنوبية والصين والهند المساهمة الأكبر في ضعف الأداء بينما كانت روسيا الكاسب الأكبر للعوائد في أوروبا
- ◀ بقيت البيانات الاقتصادية داعمة وإن كان بمستويات معتدلة على الرغم من التشديد التقدي. على سبيل المثال حقق نمو الصادرات في الصين نسبة 20.4% مقارنة بالعام الماضي في يوليو وهذا يفوق معدل الشهر الماضي والذي بلغ 17.9% كما أنه أعلى من التوقعات، بينما ارتفعت الواردات إلى معدل 22.9% مقارنة بالعام الماضي في يوليو. وقد ارتفعت مبيعات التجزئة أيضاً (من 17.2% مقارنة بالعام الماضي في شهر يوليو) إلا أن ارتفاعها كان أقل من الشهر الماضي حيث كانت توقعات النمو وثقة المستهلكين تحت ضغط ارتفاع الأسعار والتشديد التقدي. وقد انخفض مؤشر مديري المشتريات للصين إلى أدنى مستوى له منذ فبراير 2009 حيث بلغ 50.7 في يوليو ولكنه بقي في نطاق التوسع- وحققت البرازيل نجاحاً أقل مع استمرار مؤشر مديري المشتريات ضمن نطاق الانكماش للشهر الثاني
- ◀ انخفض نمو الناتج المحلي الإجمالي للهند خلال الربع الثاني من عام 2011 بشكل طفيف إلى 7.7% مقارنة بعام مضى حيث كان 7.8% خلال الربع السابق كما أن نمو الصادرات قد تماسك أيضاً على الرغم من التباطؤ العالمي. واستمر النمو المدفوع بالاستهلاك في البرازيل وروسيا قوياً مع ارتفاع مبيعات التجزئة بنسبة 7.1% مقارنة بعام مضى في شهر يونيو في البرازيل وبنسبة 3.8% مقارنة بالعام الماضي في شهر يوليو في روسيا. وقد ظل إجماع آراء التوقعات الاقتصادية لنمو الناتج المحلي الإجمالي قوياً أيضاً، حتى ولو أنه اعتدل نوعاً ما، مدعوماً بالناتج الصناعي القوي ونشاط التجزئة المحلي بما يؤكد مرونة النمو في هذه الأسواق
- ◀ وفي حين لا تزال الأساسيات قوية والتقييمات جاذبة وأسعار الفائدة في العالم المتقدم في مستويات قياسية من التمدني فإن أسهم الأسواق الناشئة لا تزال تبدو مفضلة
- ◀ على مستوى البلدان لا تزال تفضل أسهم الصين وروسيا مقارنة مع الأسواق الناشئة الأخرى على أساس قيم الأسعار

## آسيا باستثناء اليابان

- ◀ تلقت أسهم آسيا ماعدا اليابان صدمة أخرى في سبتمبر نظراً لمخاوف المستثمرين حول النمو وتفاقم ديون منطقتة اليورو وقد تراجع مؤشر MSCI لآسيا ماعدا اليابان بنسبة 9.2% خلال الشهر
- ◀ اعتدل النمو الصناعي في الصين حيث هبط من نسبة 14.0% مقارنة بعام مضى في يوليو إلى 13.5% في أغسطس كما لم تتغير مبيعات التجزئة إلى حد كبير حيث كانت عند مستوى 17.0% مقارنة بعام مضى في أغسطس (17.2% في يوليو) ، وعلى الرغم من ذلك توسعت الصادرات الصينية في أغسطس وفاقمت التوقعات حيث ارتفعت بنسبة 24.5% مقارنة بعام مضى (مقابل نسبة غير متوقعة بلغت 21.9%)
- ◀ ظل نمو الصادرات في كوريا الجنوبية مرتفعاً في أغسطس حيث بلغ 27.1% مقارنة بالعام الماضي (27.3% في يوليو) بينما تباطأ نمو الصادرات في تايوان إلى نسبة 7.2% مقارنة بالعام الماضي في أغسطس وهي أقل من التقديرات البالغة 15.5%
- ◀ بدأ مؤشر أسعار المستهلكين للصين في التراجع في أغسطس حيث هبط إلى 6.2% مقارنة بالعام الماضي من نسبة 6.5% في الشهر الماضي. ويعتبر هذا عنصراً مكملاً بالنسبة لبنك الشعب الصيني لأجل إبطاء وتيرة التشديد في الأشهر القادمة
- ◀ في الهند ارتدت أسعار البيع الإجمالي الشهرية إلى مستوى 9.78% مقارنة بالعام الماضي في أغسطس بعد إعادة تعديل المقياس المعدل حيث بلغ 9.22% الشهر الماضي (مقارنة بنسبة 9.44% في يونيو). وقد اتجه بنك الاحتياط الهندي بعد ذلك لرفع أسعار الفائدة بنسبة 0.25% إلى مستوى 8.25%.
- ◀ نتوقع استمرار تأثر أسواق الأسهم بالتقلبات الشديدة بينما تقود الشكوك المختلفة الرغبة في الاستثمار إلى حد كبير. على الرغم من ذلك ليس من ضمن توقعاتنا الأساسية حدوث انكماش حاد ولذا فإننا نرى أن انخفاض أسعار الأسهم يوفر قيمة استثمارية استثنائية على آفاق طويلة المدى

- ◀ حظي الدولار الأمريكي بالتفضيل من قبل المستثمرين خلال شهر سبتمبر. وقد ارتفع مقابل الين بنسبة 0.5% إلا أن مكاسبه كانت أكبر مقابل الجنيه الإلتريني (4.3+%) واليورو الذي يعاني من الأزمة (7.4+%). وقد شكل الدولار الأمريكي قوة دافعة باعتباره ملاذاً آمناً مع خيارات أخرى قليلة لذلك.
- ◀ عانت العديد من عملات الأسواق الناشئة من هبوط كبير مقابل العملات الرئيسية. وقد تراجع الريال البرازيلي بأكثر من 18% مقابل الدولار الأمريكي والروبل الروسي بنسبة 11.6%. وقد تحولت المخاوف لدى هذه الاقتصاديات من التضخم إلى تباطؤ في النمو مما يوحي بأن الدعم السابق المقدم من سعر الفائدة في تعزيز قيمة العملة سوف يتجه للانكاس. وبالفعل فقد فاجأت البرازيل السوق بخفض أسعار الفائدة بنسبة 0.5%.
- ◀ كان الاستثناء الواضح لذلك هو عملة الرنمينبي الصينية حيث لم تتغير هذه

# العملات

## سوق الصكوك

### الصكوك السيادية

#### البحرين

سوف يظل اليورو تحت ضغوط الإجراءات المتفاوتة لإيجاد حلول لأزمة الدينون لدى الدول المحيطة بمنطقة اليورو. وتوقعاتنا الرئيسية أن ذلك سوف يحدث لكنه سيستمر لمدة طويلة كما أن السياسة سيكون لها دور كبير مما يجعل مهمة تحليل اليورو أكثر صعوبة. إضافة لذلك يرجح أن يقوم البنك المركزي الأوروبي بتخفيض التشدد ومن شأن هذا الإجراء دعم قيمة العملة

يتواصل كبح العملة اليابانية بناء على التهديد بالتدخل كما أن الجنيه الاسترليني يساهم بقدر قليل في ذلك حيث أن أسعار الفائدة سوف تظل متدنية مع إمكانية إجراء المزيد من التخفيف النقدي إن لم تكن محتملة وسيظل النمو ضعيفاً. بالنسبة للموقف الحالي يبدو أن الدولار الأمريكي هو الكاسب من هذا السياق ولكن نظراً للعديد من عوامل المخاطر والنتائج السياسية فإننا نحفظ بتوصيتنا بمراكز محايدة للمعاملات

#### البحرين

ذكر بنك البحرين المركزي أن مملكة البحرين قد اختارت ثلاثة بنوك دولية لتقديم استشاراتها حول بيع صكوك قيمتها حوالي 1 مليار دولار أمريكي الشهر القادم حيث تسعى الدولة لسد عجز الموازنة. وسوف تستخدم هذه الأموال لتمويل عجز الموازنة البالغ حوالي 5% من إجمالي الناتج المحلي. وسوف تقدم (سي تي قروب) و (بي إن بي باريبا) و (ستاندر أند تشارترد) استشارات بيع الصكوك والذي يأتي بعد قيام حكومة البحرين برفع سقف الدين العام بمبلغ 1 مليار دينار بحريني (2,65 مليار دولار أمريكي) ليصبح 3.5 مليار دينار بحريني.

#### قطر

كشفت بنك قطر الإسلامي الدولي عن خطط لإصدار صكوك حسب المؤشر الاستدلالي وقد استخدم لهذا الغرض خدمات بعض البنوك لترتيب عملية البيع. وقد قام البنك الإسلامي بتعيين QNB كإيتال وهي الذراع الاستثماري لبنك قطر الوطني وستاندر تشارترد ومجموعة إس إس بي سي لتولي إصدار صكوك طبقاً للمؤشر الاستدلالي، ويعتقد أن تكون الصكوك مقومة بالدولار الأمريكي وقد يتم إصدارها قبل نهاية العام أو أوائل عام 2012م.

حين تحقق عائدات وفقاً لسعر العرض المعتمد بين البنوك السعودية لسنة أشهر أو سعر سايبور إضافة إلى 0.95 نقطة أساسية. ومن المتوقع أن تبلغ تكلفة المشروع حوالي 14 مليار دولار أمريكي تشمل منشآت ذات استطاعة تصديرية تبلغ 400,000 برميل في اليوم، ويتوقع أن يكتمل هذا المشروع ويبدأ عمله بنهاية عام 2013م.

#### تركيا

أعلنت مجموعة البركة المصرفية بأن "البركة ترك كاتيليم بانكاسي (ALBRK)" وهي الذراع الإسلامي التركي للمجموعة - قد تقوم ببيع صكوك تبلغ قيمتها حوالي 200 مليون دولار أمريكي حتى شهر نوفمبر في حين أن الشركة الأم ومقرها في البحرين قد تقوم بجمع حوالي 300 مليون دولار من عملية بيع مماثلة في نهاية السنة - وأضافت المجموعة بأن البنك يسعى لتنفيذ عملية استحواذ في إندونيسيا حيث يعتمز شراء بنك تقليدي صغير الحجم وتحويله إلى بنك يعمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية. وتوقع أن يحقق فرع البركة في مصر نمواً في الأرباح بنسبة 15% في عام 2011.

#### ماليزيا

استخدمت شركة خزانة ناسيونال بي اتش دي، وهي شركة استثمارية حكومية، بعض البنوك لبيع أول صكوك في العالم صادرة باليوان. وسوف تكون عملية بيع الصكوك في هونغ كونغ تحت إدارة (بي أو سي إنترناشونال) و (مجموعة سي أي ام بي القابضة بي إتش دي) و (مجموعة رويال بانك أوف سكوتلاند بي إل سي)، وتسعى شركة خزانة لجمع مبلغ 500 مليون يوان (288 مليون درهم) من الصكوك ذات فترة الخمس سنوات والتي تحقق عائداً يستمد من الأصول تمثيلاً مع الحظر الشرعي للفائدة حسبما أشار بذلك أحد المسؤولين - ويأتي إصدار الصكوك بعملة اليوان بعد أن قامت شركة خزانة ببيع صكوك بالدولار السنغافوري لفترة خمس سنوات تبلغ قيمتها 1.5 مليار دولار أمريكي وذلك في شهر أغسطس 2010.

#### الإمارات العربية المتحدة

كشفت شركة "تمويل" وهي شركة لتمويل الرهن العقاري في دبي عن خطط لإصدار صكوك بقيمة 300-500 مليون دولار أمريكي خلال الربع الرابع من عام 2011. وقد عينت شركة تمويل ثلاثة بنوك لإدارة هذه الصكوك ورفضت إعطاء المزيد من التفاصيل.

#### المملكة العربية السعودية

أعلنت شركة ساتروب (SATROP) عن طرحها للاكتتاب العام لشهادات صكوك صادرة عن شركة أرامكو توتال العربية للخدمات وهي شركة تأسست خصيصاً لإصدار الصكوك نيابة عن شركة ساتروب. وسوف يشكل عائد الإصدار مساهمة شركة أرامكو توتال العربية للخدمات في عملية المشاركة وتستخدم لتمويل شراء وإنشاء وتسليم مجمعي مستودعات بتروكيماوية كجزء من مشروع محطة تكرير ساتروب. وقد حققت الصكوك فائض اكتتاب بلغ 3.5 مرة ليصبح حجم الاكتتاب النهائي 1 مليار دولار أمريكي. وستكون الصكوك ذات سعر عائم ولفترة 14 عاماً في

## الشركات

### آفاق الاستثمار على المدى الطويل (3-5 سنوات)

الأسباب	الموقف الحالي	فترة الأصول
كان متوسط معدل النمو منخفضاً بعض الشيء في العالم المتقدم ومع ذلك فإن الانكشاف للمناطق عالية النمو والأسواق الناشئة ونمو الإيرادات والأرباح قد تبقى متوسط العوائد الاسمية في مستويات رقم فردي مرتفع.	إيجابي	أسهم الأسواق المتقدمة
من المتوقع أن تحقق أسهم الأسواق الناشئة أداء أفضل من أداء أسهم الأسواق المتقدمة بفضل الهيكل التنظيمي الإيجابي والإدارة المالية المتطورة وموازين التجارة وتوسع القوى العاملة والتحضر السريع.	إيجابي	أسهم الأسواق الناشئة
من المحتمل أن يبقى النمو في الأسواق الناشئة عنصر دعم لهذه الفئة من الأصول.	إيجابي	السلع
من المتوقع أن يبقى النمو الاقتصادي وإجراءات التخفيف والأسعار في معدلات منخفضة على مدى المستقبل المنظور.	سلبي	الأسعار النقدية في الأسواق المتقدمة