ما حقيقة «ربيع» الأسواق الخليجية؟

شحرور: الأسعار الراهنة ليست فقاعة والمنطقة ملائمة للاستثمار رغم التحديات

| كتب المحرر الأقتصادي |

نشرة أخبار المال والأعمال لا تشبه النشرة السياسية في أيٍّ من دول المنطقة منذ بداية العام. ففيما تسود الاضطرابات والثورات والنزاعات العديد من دول المنطقة، تحظى بورصات المنطقة بسخونة فوق العادة قياساً بالأسواق العالمية.

يُبرز الدكتور حسين شحرور، رئيس قسم أسواق الأسهم في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا بشركة الوطني للاستثمار التابعة لبنك الكويت الوطني، رسماً بيانياً يقارن أداء نحو 20 سوقاً حول العالم؛ «من يصدّق أن بورصة مصر، (التي تقتنص أسابيع تداولها بين المليونية والمليونية)، سجلت أفضل أداء بين بورصات العالم منذ بداية العام بارتفاعها نحو 24 في المئة؟»

في الخليج شيء مشابه. فمؤشر «إس أند بي» (ستاندرد أند بورز) لأسواق دول مجلس التعاون ارتفع بنحو 12 في المئة، مقارنة بنحو 9 في المئة للأسواق الأميركية و6 في المئة في أوروبا ونحو 11 في المئة في الأسواق الناشئة التي تقارن أسواق الخليج بها عادة.

الأضواء مسلّطة هذه الأيام على البورصة السعودية، التي تقارب قيمتها الرأسمالية تقارب 400 مليار دولار، أي ما يعادل 4 أضعاف البورصة الكويتية، وفوق ذلك، تبدو في موقع جيد من حيث المكاسب، إذ إنها ارتفعت بنحو 17 في المئة منذ بداية العام، ومثلها فعلت السوق الإماراتية (بورصتا أبوظبي ودبي).

لماذا الارتفاع؟

فكيف يفسّر شحرور هذه الارتفاعات وسط التوترات الإقليمية والمحلية على أكثر من جبهة؟

يقدم شحرور أسباباً عامة لارتفاع أسواق المنطقة وأخرى خاصة بكل دولة بعينها. في الأسباب العامة، يتصدر القائمة ارتفاع أسعار النفط، التي تتأرجح قرب 120 دولاراً للبرميل، وهو سعر ممتاز بكل المقاييس للاقتصادات الخليجية، وهناك أيضاً التطورات الاقتصادية الإيجابية في الولايات المتحدة، وتراجع السلبيات (نسبياً) المحيطة بأوروبا مقارنةً بالعام الماضي.

يوضح شحرور أن الأسواق تنظر إلى المستقبل وليس الى الماضي. وعندما تتراجع التوقعات السلبية يتفاءل المستثمرون وينعكس ذلك ايجاباً على أداء السوق ولو أن الوضع العام لا يزال يواجه الكثير من التحديات. جزء من الاهتمام بأسواق الخليج قد يكون عائداً إلى الرغبة الدائمة للمستثمرين بالتنويع. كانت الأسواق الناشئة توفّر هذه الميزة في التسعينات، قبل أن يتزايد ارتباطها بالأسواق المتقدمة في العقد الماضي.

لكن ما مدى ارتباط (correlation) أسواق الخليج بالأسواق العالمية؟

يلفت شحرور إلى أن الارتباط موجود، لكنه كان أقوى في العامين 2008 و2009، حين كانت الأزمة في ذروتها. وهذا طبيعي لأن الترابط بين الأسواق يزداد في الأيام السيئة، فكيف إذا كانت أزمة عالمية؟ ويضيف «مازال الارتباط موجوداً، لكنه يبقى أقل مما كان عليه في 2009، وربما يعود ويرتفع إذا ما حصل شيء سيء في أوروبا غداً، فالأمر يتعلق بالظروف المحيطة في لحظة معينة».

وهناك ارتباط آخر بالأسواق الناشئة. يشير شحرور إلى أن الأسواق الخليجية مصنفة عالمياً كأسواق «ما دون ناشئة»، وهذا عائد إلى عوامل عدة، منها أن القيود التي مازالت مفروضة على الاستثمار الأجنبي، وحجم السيولة المتداولة الأقل من الأسواق الناشئة، والأطر التنظيمية الأقل تقدماً، ومع ذلك فإن بعض أسواق المنطقة، مثل قطر والإمارات، تبدو مرشحة لدخول نادي الأسواق الناشئة.

يبقى الأهم لدى المستثمر أن يعرف أفق النشاط الراهن في أسواق المنطقة؛ هل هي قفاعة أخرى، أم ارتفاع على أسس صلبة؟

لدى شحرور معايير لتحديد الإجابة، عنوانها العريض يكمن في الإجابة على سؤال أولي؛ هل تغيّر الوضع بما يبرر هذا الارتفاع أم لا؟

تحسن الأوضاع الاقتصادية العالمية نسبياً واحد من العوامل. ومضاعف السعر إلى الربحية وسيلة أخرى للتحقق. في السعودية يقارب هذا المعدل 13 مرة، مقارنة بنحو 15 مرة عالمياً، ومقارنة بمعدل تاريخي عالمي عند 18. هذا مؤشر على أن أسواق المنطقة لم تستنفد قدرتها على الصعود. لكن بعد أن صعدت أسواق المنطقة بنسب جيدة منذ بداية العام، هل فات القطار على من لم يدخلوا السوق حتى الآن؟ أم أن الفرصة ما زالت متاحة؟

يجيب شحرور بما لا يريح المضاربين، فهو أصلاً لا يحبذ التوقعات القصيرة المدى. بل على العكس من ذلك، يلفت إلى أن الاستثمار في الأسهم لا بد أن يكون طويل المدى. فالتاريخ يشير إلى أن العوائد على الأسهم كبيرة على المدى البعيد. أما في المدى القريب فالأسواق تتذبذب تبعاً للأخبار المؤثرة فيها.

بهذا المعنى، يعتبر شحرور أن أسواق المنطقة ملائمة للاستثمار حالياً، بفضل الأساسيات القوية، مثل ارتفاع أسعار النفط والإنفاق الحكومي وتوقعات النمو الذي ستستفيد منها الشركات. لكن هل من الممكن أن تنخفض الأسواق الشهر المقبل أو الذي يليه أو بعد ستة أشهر؟ «نعم، هذا ممكن دائماً»، يقول شحرور، «لأن الأسهم من فئات الأصول العالية المخاطر في المدى القصير».

التوقعات القريبة

قضل شحرور ألا يعطي توقعات محددة لأداء الأسواق في الأشهر المقبلة، لكنه يقول إن «نظرتنا إيجابية للعوامل الأساسية المؤثرة في بورصتي قطر والسعودية لأن هناك إنفاقاً حكومياً كبيراً، وبما أن قطر لم تؤدِّ جيدا نسبياً منذ بداية العام فربما تكون الخيار الأفضل لمستثمرين. ومع ذلك يشير شحرور إلى بعض العوامل الخاصة المؤثرة بأسواق دون غيرها. فالسوق السعودية تستفيد من الإنفاق الحكومي الكبير، لاسيما في السوق العقاري، من خلال مبادرة خادم الحرمين الملك عبد الله بن عبد العزيز لبناء 500 ألف وحدة سكنية للمواطنين السعوديين، وازدياد التفاؤل بإصدار قرار بفتح السوق أمام الملكية الأجنبية.

في الكويت، يمكن أن يحصل ارتفاع إذا تم تطبيق خطة التنمية وتحسّن الإطار الرقابي، وتحسن المناخ السياسي. أما مصر، فهناك قلق من الأوضاع السياسية التي تحدد الاتجاه. يقول شحرور «نحن متحفظون في نظرتنا إلى سوق الأسهم المصري، ونرى أن هناك الكثير من المخاطر في هذه السوق حالياً».

بالنسبة للإمارات، يشير شحرور إلى عدد من العوامل الإيجابية هذا العام، منها معالجة ديون شركات دبي على مدى الفترة الماضية، والتعافي من سنة سيئة العام الماضي، فضلاً عن التحسن في بعض قطاعات الاقتصاد، لاسيما السياحة والقطاع الفندقي، وإعلانات التوزيعات الإيجابية لعدد من الشركات المدرجة في سوق الإمارات.

أما في قطر، فالعامل الأبرز لعدم الأداء الجيد مقارنتة بسوقيّ السعودية و الإمارات يتمثل بأن بورصتها ارتفعت كثيراً العام الماضي، بالإضافة الى بعض العوامل الأخرى ومنها البطء في تنفيذ المشاريع المرتبطة باستضافة مونديال 2022، والتوزيعات النقدية التي جاءت دون التوقعات و التي أعلنتها بعض الشركات القيادية وخاصةً البنوك. بالطبع، تبقى أسواق الخليج ذات حضور محدود على خريطة الاستثمار العالمية. النظرة الدولية، كما يقول شحرور، تتأثر بعناوين الأخبار السياسية التي تتصدرها الاضطرابات السياسية في مصر وغيرها. لكنه يشير إلى بعض الاهتمام الدولي بسوقي قطر والإمارات، وبالسوق السعودية أخيراً. يذكر في هذا الصدد أن تقريراً صدر عن إحدى الجهات الاستثمارية بيّن أن السوق السعودية الأقل ارتباطاً بالأسواق العالمية، مما يعطيها قيمة مضافة لتنويع المخاطر في محافظ الاستثمار.

ماذا عن الكويت؟

لكن ماذا عن اهتمام المستثمرين الدوليين بالسوق الكويتية؟

لا بد من الإشارة إلى مفارقة هنا. عندما أصدرت «مورغان ستانلي» مؤشرها الجديد لأفضل 100 سهم في الأسواق ما دون الناشئة أخيرا، أعطت الوزن الأكبر في هذا المؤشر للكويت من بين 21 سوقاً منها الإمارات وقطر والأرجنتين وغيرها. كما أعطت الوزن الأكبر لسهمي «الوطني» (بنسبة 9.2 في المئة)، و«زين» (9 في المئة). يرى شحرور في هذا دليلاً إضافيا على أن في الكويت أسهماً قيادية (blue chips) تمثل فرصاً عالية القيمة، لكنه يلفت إلى أن الأمر ليس جديداً على الكويت، فلطالما كانت تحتل الوزن الأكبر من مؤشر «مورغان ستانلي» الأوسع نطاقاً للأسواق ما دون الناشئة.

ما المشكلة في السوق الكويتية إذاً؟ هل هي في الإطار الرقابي أم في نقص الشفافية أم ماذا؟

ما يراه شحرور أن «الإطار الرقابي (هيئة أسواق المال) يتحسن ولا أعتقد أنه هو ما يبقي المستثمرين بعيدين عن السوق الكويتية». يعود هنا إلى مشكلة «العناوين الإخبارية». التحديات السياسية، وتطبيق خطة التنمية، والأهم «بنية السوق». الحديث هنا يتعلق بوجود عدد كبير من الأسهم المضاربية لشركات لا تقوم بأية أعمال تشغيلية، والعديد منها تستثمر في سوق الأسهم! وبالطبع، ليس هذا هو نوع الشركات الذي يتطلع إليه المستثمر الأجنبي، الذي يتطلع عادة إلى العوامل الأساسية من ربحية وأعمال تشغيلية ومدى الالتزام بالأغراض التي تأسست الشركة لأجلها. وإلى هذه، يضيف شحرور مبادرات الدعم الحكومي، ومقارنة الكويت على هذا الصعيد بأسواق المنطقة الأخرى. ففي السعودية مثلاً، أعلن وزير المالية في مارس من العام الماضي نية الحكومة دعم السوق فحصلت ارتفاعات كبيرة.

كيف تتعامل «الوطني للاستثمار» مع هذه الظروف في الأسواق؟

يشير شحرور إلى أن شركته تضع معايير دقيقة للاستثمار في الأسواق. «فمثلاً، نحن لا نستثمر إطلاقاً في الأسهم المضاربية، بل نعتمد على المؤشرات المالية التي نستقيها من الأبحاث التي نجريها».

ارتفاع أحجام السيولة

ثمة ملاحظة مهمة في نظر شحرور، تتمثل بارتفاع أحجام السيولة المتداولة في أسواق المنطقة. فمثلاً، قفز متوسط التداولات اليومية في السعودية من 4.5 مليار ريال العام الماضي، إلى 12 مليار ريال تقريباً في ما مضى من العام الحالي. وهذا عائد إلى الأسباب نفسها التي أدت إلى ارتفاع أسواق المنطقة، وإن كان شحرور يشير إلى أن بعض هذا الارتفاع عائد لتحسن توقعات المستثمرين، لكن البعض الآخر عائد إلى المضاربة.

ويضرب عدداً من الأمثلة على العديد من أسهم الشركات الصغيرة في السعودية التي تداولت بأكثر من سهم العملاقة «سابك»! ويشير هنا إلى أن الأسهم «الرخيصة» التي بدأت العام بأسعار دون مستوى 10 ريالات ارتفعت بمتوسط 70 في المئة منذ بداية العام و هذا غير مبرر علمياً حيث أن على المستثمرين أن يأخذوا بعين الاعتبار مضاعف السعر الى الربحية و ليس مستوى سعر السهم.

حسين شحرور (تصوير اسعد عبدالله)

أداء الأسواق العالمية منذ بداية العام حتى نهاية أبريل

طفرة السيولة: المتوسط اليومي لقيمة التداولات بملايين الدولارات

السوق	المتوسط اليومي	مضى
السعودية	2.926	1.787
الكويت	139	95
الامارات	114	71
مصر	86	78
قطر	79	76
الأردن	13	14
عمان	12	9
المغرب	10	14
البحرين	1	1
الخليج	3.270	2.038
منطقة (مينا)	3.379	2.144

Data Source from Stock Exchange, Zawya, MENA Equities

> ○ أداء أسواق المنطقة منذ بداية العام يتفوق على البورصات الأميركية والأوروبية والناشئة
>
> ○ المنطقة لم تحضر على خريطة الاستثمار العالمي... والأجانب يتأثرون بعناوين الأخبار
>
> ○ بورصة قطر لم تؤدِّ جيّداً منذ بداية العام وقد تكون أمامها فرصة للتعويض
>
> ○ السوق السعودية تستفيد من الإنفاق الحكومي الكبير لاسيما في العقار
>
> ○ نظرة متحفظة إلى السوق المصرية بسبب المخاطر السياسية
>
> ○ متوسط التداولات اليومية في السعودية ارتفع إلى 12 مليار ريال هذا العام من 4.5 العام الماضي

التحديات

يشير شحرور إلى بعض التحديات التي قد تواجه النشاط الذي تشهده أسواق المنطقة، منها:

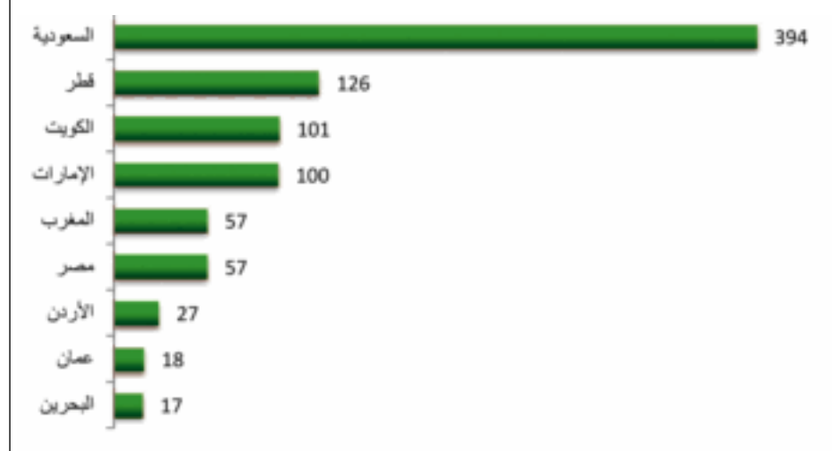
• أزمة الديون الأوروبية، التي قد تعود إلى الواجهة، خصوصاً مع الاستقبال السلبي في الأسواق لفوز فرانسوا هولاند بالانتخابات الفرنسية.

• بعض الإشارات إلى بعض الانتكاس في مسار التعافي الاقتصادي في الولايات المتحدة.

• التحديات الجيوسياسية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.

• أسعار النفط، التي تؤثر فيها عوامل كلية في الغرب والصين والأسواق الصاعدة من جهة والعوامل الجيوسياسية.

القيمة الرأسمالية لأسواق الشرق الأوسط وشمال أفريقيا



صناديق «الوطني للاستثمار»

لدى شركة الوطني للاستثمار ثلاثة صناديق استثمارية، أحدها للسوق الكويتية، والآخر للسوق القطرية، والثالث للأسواق الخليجية.

يشير شحرور إلى أن الصندوق الخليجي يركّز على السوق السعودية بشكل كبير، إذ تتركز أصوله هناك بنسبة تتراوح بين 60 و70 في المئة حسب ظروف الأسواق، وتأتي في المرتبة الثانية للتركز السوق القطرية ثم الكويتية ثم الإماراتية. وقد حقق الصندوق أداء جيداً بلغ 10 في المئة تقريباً منذ بداية العام.

والصندوقان الآخران أيضاً يؤديان جيداً. فخلال العام الماضي، حقق صندوق السوق القطرية أداء قوياً أهّله للفوز بجائزة أفضل الصناديق أداء في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا من «MENA Fund Manager Magazine».

مؤشر «كويت 15»

يرى الدكتور حسين شحرور أن مؤشر «كويت 15» الذي أعلنت البورصة عن إطلاقه بالتزامن مع إطلاق نظام التداول الجديد «جيد، لأنه يمثل الأداء الفعلي للسوق أفضل من المؤشرات المحلية المعتمدة حالياً وعلى وجه الخصوص المؤشر السعري».

بروفايل

يشرف الدكتور حسين شحرور على فريق إدارة الأصول لأسواق الشرق الأوسط وشمال افريقيا في شركة الوطني للاستثمار.

وقبل انضمامه إلى شركة الوطني للاستثمار، عمل شحرور كمستشار لدى «ستايت ستريت غلوبل أدفايزرز» (State Street Global Advisors) في الولايات المتحدة الأميركية، التي تعتبر بين أضخم شركات إدارة الأصول في العالم لصالح المستثمرين من المؤسسات. كما عمل كبروفيسور في العلوم المالية لدى جامعة «بنتلي» (Bentley) المرموقة في مدينة بوسطن.

كما استخدمت العديد من أبحاثه كمرجع في نقاشات لجنة التجارة الفيديرالية الأميركية والعديد من الهيئات الاقتصادية حول العالم.

ويحمل شحرور شهادة الدكتوراه من جامعة «جورجيا ستايت» (Georgia State University) في الولايات المتحدة.

«بيان»: حركة تصحيحية للسوق

أشار تقرير شركة بيان للاستثمار إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية أنهى تعاملات الأسبوع الماضي مسجلاً تراجعاً لمؤشريه الرئيسيين، حيث تأثر بعمليات جني الأرباح التي طالت العديد من الأسهم في مختلف القطاعات، لاسيما قطاعي البنوك والعقار.

ويعد التراجع الذي شهده السوق خلال الأسبوع الماضي بمثابة حركة تصحيحية محدودة كرد فعل طبيعي على الأداء الإيجابي للسوق في الأسابيع السابقة.

من جهة أخرى، يدخل سوق الكويت للأوراق المالية عهداً جديداً مع تطبيق نظام التداول الآلي الجديد «اكستريم»، وذلك بدءاً من الأسبوع الجاري، حيث يشمل النظام الجديد استحداث مؤشر جديد للسوق «كويت 15»، والذي يضم أكبر 15 شركة في السوق من حيث القيمة السوقية وحجم التداول، على أن تتم مراجعة تلك الشركات كل ستة أشهر. كما تمت إعادة هيكلة قطاعات السوق بشكل يعبر عن أنشطة الشركات بكفاءة أعلى، إذ تم استحداث 15 قطاعاً، يتم تصنيف الشركات المدرجة إليها بحسب نشاطها والمجال الذي تعمل فيه. هذا وقد أعلن السوق أنه مع البدء في تطبيق النظام الجديد، سيتم إلغاء الوحدات والكسور، على أن تكون أقل كمية للتداول هي سهم واحد فقط. وقال التقرير انه مما لا شك فيه أن تطبيق النظام الجديد ينظر إليه بعض المتداولين بتحفظ حتى تظهر ملامحه وآثاره عملياً، من ناحية أخرى، فهناك إيجابيات يمكن التعرف عليها حتى قبل تشغيل النظام، منها الحد من ظاهرة ارتفاعات اللحظة الأخيرة الوهمية نتيجة قيام بعض المستثمرين بعمليات مضاربية قبل إغلاق السوق مباشرة. كما أن إلغاء وحدات التداول ربما يفضي إلى تعزيز السيولة المتدفقة إلى السوق، نتيجة زوال القيود المفروضة على كميات البيع والشراء. على صعيد مختلف، شهد الأسبوع الماضي قرار مجلس الوزراء بتشكيل فريق لوضع آليات تنفيذ توصيات اللجنة الاستشارية لمعالجة الأوضاع الاقتصادية في الكويت التي كان قد شكلها سمو الأمير، حفظه الله، قبل شهور عدة، حيث قامت اللجنة المالية في مجلس الوزراء بتشكيل هذه اللجنة، والتي يترأسها وزير التجارة والصناعة، إضافة إلى وزير التربية، بحيث يتم وضع آليات تنفيذ توصيات اللجنة الاستشارية خلال 60 يوماً. الجدير بالذكر أن هذه اللجنة تضاف إلى لجان عديدة وكثيرة قد تم تشكيلها في السنوات الأخيرة، قامت بعمل دراسات متعددة لمعالجة الأوضاع الاقتصادية في الكويت، إلا أننا لم نر أي أثر لهذه الدراسات ولم تقم أي من هذه اللجان بتنفيذ أي شيء يذكر لإصلاح النظام المالي والاقتصادي بالكويت ومعالجة إخفاقاته ومشاكله، الأمر الذي أدى إلى أن تكون تداعيات الأزمة المالية العالمية في الكويت هي من الأشد وطأة مقارنة بالدول المجاورة. إضافة إلى أننا لا نرى أي مصداقية لهذا القرار ما لم يتم تنفيذ الإصلاحات التي أجمعت عليها الدراسات المختلفة، والتي أعدتها جهات وطنية و دولية معتبرة، وليس فقط الإصلاحات التي نصت عليها دراسات اللجنة الاستشارية، كما أن وضع آليات التنفيذ لا يحتاج إلى دراسة طويلة تتم في 60 يوماً، بل يحتاج إلى 60 قراراً تنفيذياً، فالمشاكل معروفة، وإجراءات التعامل معها محددة، ويبقى اتخاذ القرار بالبدء في التنفيذ الفوري. وعلى صعيد آخر، أصدر بنك الكويت المركزي تعليمات جديدة معدلة إلى البنوك المحلية تتعلق بنسبة محفظة التسهيلات الائتمانية إلى الودائع، حيث قال محافظ البنك ان التعليمات الجديدة لا تربط الحد الأقصى للإقراض بنسبة واحدة 85 في المئة، بل انها تربط الحدود القصوى للإقراض بنسب متفاوتة تعتمد على طول فترة استحقاق هذه الودائع، إضافة إلى أنها تسمح للبنوك باستخدام مصادر مالية أخرى إلى جانب الودائع عند احتساب الحدود القصوى للإقراض، وذلك بهدف توجيه البنوك لإدخال تعديلات في هيكل مواردها واستخداماتها تتماشى مع العديد من محاور إصلاحات مالية يستهدفها البنك المركزي. وقد ذكر المحافظ أنه في إطار هذا التوجه، فإن التعليمات الجديدة تسمح للبنوك بالإقراض والتمويل بنسبة 90 في المئة من مواردها المشار إليها في التعليمات، وذلك بدلاً من 85 في المئة، إذا كانت هذه الموارد ضمن فئة استحقاق من 3 أشهر وحتى سنة. مضيفاً ان نسبة الإقراض والتمويل ترتفع إلى 100 في المئة إذا كانت فترة الاستحقاق تزيد على السنة.