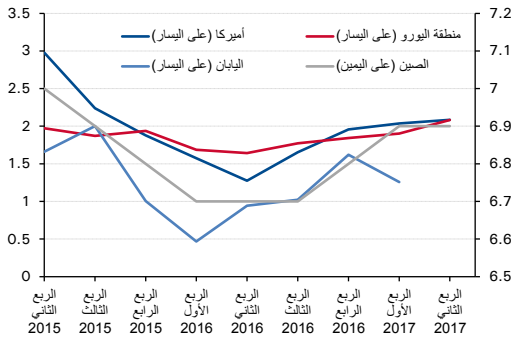


## آلان غرينسبان يحذر من فقاعة في سوق السندات والأسواق تبقى غير مبالية

### الرسم البياني 1: نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي

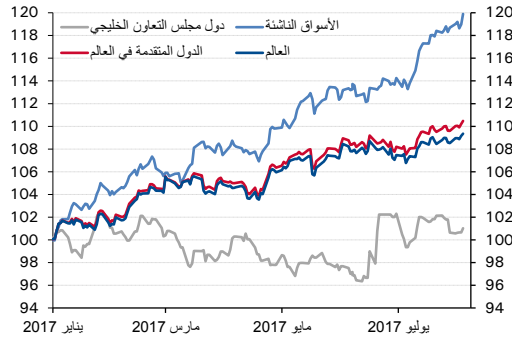
(على أساس ربع سنوي، % النمو السنوي)



المصدر: تومسون رويترز داتاستريم

### الرسم البياني 2: أسواق الأسهم

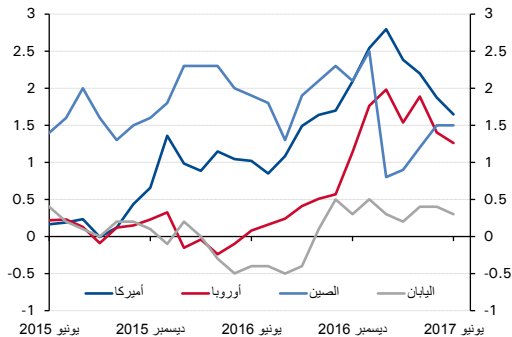
(مؤشر مورغان ستانلي، إعادة تأسيس، 100 = 2016/12/30)



المصدر: مؤشر مورغان ستانلي، تومسون رويترز داتاستريم

### الرسم البياني 3: التضخم العالمي

(% النمو السنوي)



المصدر: تومسون رويترز داتاستريم

يشهد الاقتصاد العالمي حالياً استقراراً في وتيرة نموه فيما يستمر مجلس الاحتياط الفدرالي في تطبيق سياسة التشديد. كما تستعد البنوك المركزية الأخرى أيضاً لاتخاذ تحركات مماثلة، ولكن بعد فترة ليست بقريبة. وفيما يخص أسواق النفط، تعمل منظمة أوبك جاهدة لتحقيق توازن في الأسواق، بينما تظهر على إدارة الرئيس الأميركي دونالد ترامب بوادر واضحة من التخبُّط. وفي ظل تلك التطورات تظهر التساؤلات حول ردة فعل الأسواق، إذ يبدو لحسن الحظ أنها تستجيب لتلك التطورات بشكل جيد جداً. إذ وصلت أسواق الأسهم ارتفاعها في يوليو وكانت الوحيدة بين أسواق الأصول التي جاء أداءها مواكباً للتوقعات. وقد سجلت أسواق الأسهم الأميركية ارتفاعات تاريخية (تجاز مؤشر داو جونز 22,000 نقطة) نتيجة قوة أرباح الشركات وثبات معدل نمو الاقتصاد والتصديق التدريجي من قبل مجلس الاحتياط الفدرالي بالإضافة إلى التقليل من الضوابط وإصلاح محتمل في الضرائب.

وشهدت أسواق الأسهم الأوروبية والناشئة ارتفاعات مماثلة. إذ لا يزال الاقتصاد الأميركي محركاً أساسياً للاقتصاد العالمي وجزءاً مهماً لا يتجزأ من سير وتيرة النمو لجميع الاقتصادات الضخمة التي يبدو أنها تسير في اتجاه مماثل نحو الاعتدال أو الاستقرار. وقد اقترب نمو اقتصاد منطقة اليورو من نمو الاقتصاد الأميركي في العام الماضي للمرة الأولى منذ العام 2011 (نمو منطقة اليورو 1.7% مقابل نمو أميركي 1.5%). كما شهد نموها تقارباً شديداً في النصف الأول من 2017 عند مستوى 2.0%.

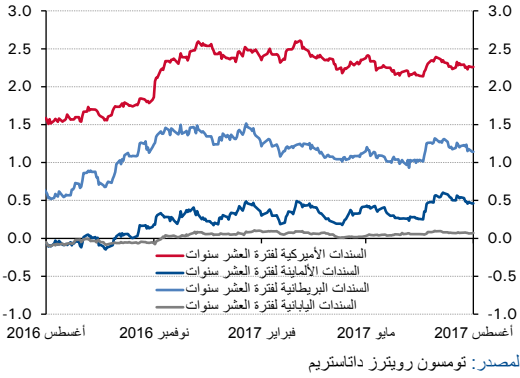
وتوقع صندوق النقد الدولي في تقريره الصادر حديثاً لشهر يوليو بشأن توقعات الاقتصاد العالمي الحفاظ على نمو عالمي على مستوى 3.5% و3.6% في 2017 و2018 على التوالي. كما خفض صندوق النقد في تقريره نمو الاقتصاد الأميركي (2.1%، 2.1%) بينما رفع نمو الاقتصاد الأوروبي (1.9%، 1.7%) ونمو الاقتصاد الصيني (6.7%، 6.4%).

جاء أداء الأسهم هذا العام جيداً بصورة فاقت التوقعات. فقد ارتفعت الأسهم الأميركية بنسبة تجاوزت 10% منذ بداية السنة المالية (مؤشر أس أند بي 500) كما ارتفعت الأسهم الأوروبية بواقع 5% بالعملة المحلية (اليورو) وبنسبة أعلى بكثير بالدولار الأميركي). وارتفعت الأسهم في الأسواق الناشئة بواقع 23% منذ بداية السنة المالية (مؤشر أم أس سي أي للأسواق الناشئة) بينما تراجعت أسواق الأسهم الخليجية في النصف الأول من العام 2017 (مؤشر أم أس سي أي لأسواق دول مجلس التعاون الخليجي +0.6%).

ومن جانب آخر، لم يخلو هذا العام من بعض المفاجآت التي ساهمت في زيادة الانتعاش في الثقة وفي أداء الأسهم، كتراجع التضخم الذي يعني أن مجلس الاحتياط الفدرالي ليس بحاجة لاتخاذ سياسة متشددة فيما يخص رفع الأسعار، وأن بإمكان البنك الأوروبي المركزي المماثلة في تشديد سياسته المالية، بالإضافة إلى إزاحة بعض الضغوطات عن بنك إنجلترا المركزي واستمرار حاجة بنك اليابان المركزي في ضخ السيولة دون توقف.

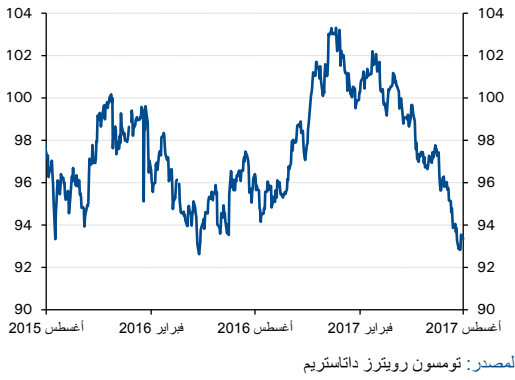
استمر الانخفاض في أسعار الفائدة وتوفر السيولة في دعم انتعاش

#### الرسم البياني 4: العوائد الأساسية العالمية



#### الرسم البياني 5: مؤشر الدولار الأمريكي

(مؤشر)



#### الرسم البياني 6: سعر مزيج برنت

(دولار للبرميل)



الأسهم. إذ تيسرت الأوضاع المالية وفقاً لبعض المقاييس، حتى في أميركا في ظل رفع الفائدة من قبل مجلس الاحتياط. حيث تراجع العوائد على أوراق الخزينة الأميركية لفترة العشر سنوات بواقع 20 نقطة أساس خلال العام (حينما رفع مجلس الاحتياط أسعار الفائدة). وتراجع الدولار بنحو أكثر من 10٪ مقابل اليورو وغيره من العملات. تجدر الإشارة إلى أن هذه التطورات تتشابه إلى حد ما والغموض الذي أحاط موضوع السندات في العام 2005 عندما كان مجلس الاحتياط تحت رئاسة ألان غرينسبان، وبالأخص حينما تراجعت كل من العوائد على السندات طويلة الأجل والدولار بينما ارتفعت الأسهم، في الوقت الذي اتخذ مجلس الاحتياط فيه سياسة متشددة. ويعزى ذلك جزئياً إلى عملية شراء ضخمة لأوراق الخزينة الأميركية من قبل الصين. وقد رفع مجلس الاحتياط الفائدة على الأموال الفيدرالية بواقع 425 نقطة أساس خلال الفترة من العام 2004 حتى 2006 إلا أن العوائد على أوراق الخزينة الأميركية لفترة العشر سنوات لم ترتفع بأكثر من 30 نقطة أساس.

وبالحديث عن ألان غرينسبان فقد ظهر مؤخراً ليحذر من حدوث فقاعة في السندات بدلاً من فقاعة الأسهم لتتشغل حديث الأسواق حالياً. إذ أعرب غرينسبان عن قلقه بأن الارتفاع المستمر في الفائدة (أو نهاية فقاعة في السندات) قد يؤثر على أسواق الأسهم. ولم يحدد غرينسبان عن الوقت الذي قد يظهر ذلك، ولكنه حذر بشأن حدوث ذلك بصورة تصاعدية سريعة كما هو معروف عن الأسواق والفقاعات.

ولكن تلك التحذيرات ليست بجديدة على الأسواق، فقد استمرت بالظهور حول الأسهم والسندات على السواء، وما زالت، وذلك منذ العام 2008. صحيح أن أسعار الفائدة بلغت أقل مستوياتها وأنها ساهمت باستبعاد ارتفاع التضخم، إلا أن حدوث ما يحذر منه غرينسبان غير محتمل ومستبعد على المدى المتوسط.

وقد ساهمت البنوك المركزية من خلال شرائها بكثرة للسندات في دعم أسواق السندات عالمياً وانخفاض الفائدة بصورة كبيرة. ويستعد مجلس الاحتياط حالياً لبيع بعض أصوله في سبتمبر المقبل على الأرجح ولكن بصورة بطيئة مبدئياً، بينما يستمر كل من البنك الأوروبي المركزي وبنك اليابان المركزي بالقيام في عمليات الشراء. حيث يبدو أن تحذيرات غرينسبان سابقة لأوانها في ظل بدء جميع البنوك المركزية الرئيسية في عمليات البيع بالوقت نفسه وبمبالغ ضخمة، لا سيما حين الأخذ بعين الاعتبار أن البنوك المركزية لطالما كانت (منذ العام 2008) شديدة الحذر في تحركاتها. إذ لطالما أرفقت البنوك المركزية مع تصريحاتها بشأن أي تحرك للتضييق النقدي عبارات تؤكد أنه قد تتراجع في حال كان لها نتائج غير مرغوبة.

وطلرت بعض المفاجآت أيضاً فيما يخص الدولار وأسعار النفط، اللذان ساهما أيضاً في انتعاش الأسهم. فقد شهد كل من الدولار وأسعار النفط تراجعاً بصورة على عكس ما أجمعت عليه التوقعات، ما ساهم في زيادة إنعاش الثقة في أسواق الأسهم. حيث يمثل الدولار مصدراً جيداً للصادرات الأميركية والشركات التي تمتلك معظمها أشغالاً في الخارج. كما ينظر للدولار أيضاً على أنه يساهم في حماية الأسواق الناشئة من التدفقات الخارجية. أما فيما يخص تراجع أسعار النفط في النصف الأول من 2017، فإنه قد ساهم في دعم التراجع في التضخم (تراجع الفائدة) ودعم نمو الواردات النفطية.

يبدو حتى الآن أن العوامل التي طرأت مؤخراً، سواء المتوقع منها أو غير المتوقع، قد جاءت في صالح أسواق الأسهم بشكل كبير وساهمت في دعم استقرار أسعار الفائدة، على الأقل فيما يتعلق بالأوراق طويلة الأجل. وقد لوح مجلس الاحتياط الفدرالي مؤخراً بالبدء بالتخفيف من ميزانيته العمومية الضخمة في سبتمبر، مبدئياً بواقع 10 مليار دولار على أساس شهري، ومن ثم على أساس

ربع سنوي، ما يعني أن الميزانية التي تقدر حالياً ب نحو 4.3 تريليون دولار ستراجع على مدى ثلاث سنوات إلى 2.9 تريليون دولار، وستبقى رغم ذلك أكبر من مستواها قبل الأزمة المالية في العام 2008 بثلاثة أضعاف. ولا يزال البنك الأوروبي المركزي يقوم بعمليات شراء مع التلويح بأنه قد يبطئ وتيرة الشراء في العام القادم (حالياً 60 مليار يورو شهرياً). ولا توجد أي مؤشرات بأن بنك اليابان المركزي يعتزم إنهاء عمليات الشراء للسندات الحكومية، ما يعني أن تحذير غرينسبان ليس بالأمر البعيد. ولكن لن تستجيب الأسواق لتلك التحذيرات إلا عندما تظهر الضغوطات التضخمية في البيانات أو عندما تقوم البنوك المركزية ببيع أصولها بكميات كبيرة.

## Head Office

**Kuwait**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Abdullah Al-Ahmed Street  
P.O. Box 95, Safat 13001  
Kuwait City, Kuwait  
Tel: +965 2242 2011  
Fax: +965 2259 5804  
Telex: 22043-22451 NATBANK  
[www.nbk.com](http://www.nbk.com)

## International Network

**Bahrain**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Zain Branch  
Zain Tower, Building 401, Road 2806  
Seef Area 428, P. O. Box 5290, Manama  
Kingdom of Bahrain  
Tel: +973 17 155 555  
Fax: +973 17 104 860

National Bank of Kuwait SAKP  
Bahrain Head Office  
GB Corp Tower  
Block 346, Road 4626  
Building 1411  
P.O. Box 5290, Manama  
Kingdom of Bahrain  
Tel: +973 17 155 555  
Fax: +973 17 104 860

**United Arab Emirates**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Dubai Branch  
Latifa Tower, Sheikh Zayed Road  
Next to Crown Plaza  
P.O.Box 9293, Dubai, U.A.E  
Tel: +971 4 3161600  
Fax: +971 4 3885888

National Bank of Kuwait SAKP  
Abu Dhabi Branch  
Sheikh Rashed Bin Saeed  
Al Maktoom, (Old Airport Road)  
P.O.Box 113567, Abu Dhabi, U.A.E  
Tel: +971 2 4199 555  
Fax: +971 2 2222 477

**Saudi Arabia**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Jeddah Branch  
Al Khalidiah District,  
Al Mukmal Tower, Jeddah  
P.O Box: 15385 Jeddah 21444  
Kingdom of Saudi Arabia  
Tel: +966 2 603 6300  
Fax: +966 2 603 6318

**Jordan**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Amman Branch  
Shareef Abdul Hamid Sharaf St  
P.O. Box 941297, Shmeisani,  
Amman 11194, Jordan  
Tel: +962 6 580 0400  
Fax: +962 6 580 0441

**Lebanon**  
National Bank of Kuwait  
(Lebanon) SAL  
BAC Building, Justinien Street, Sanayeh  
P.O. Box 11-5727, Riad El-Solh  
Beirut 1107 2200, Lebanon  
Tel: +961 1 759700  
Fax: +961 1 747866

**Iraq**  
Credit Bank of Iraq  
Street 9, Building 187  
Sadoon Street, District 102  
P.O. Box 3420, Baghdad, Iraq  
Tel: +964 1 7182198/7191944  
+964 1 7188406/7171673  
Fax: +964 1 7170156

**Egypt**  
National Bank of Kuwait - Egypt  
Plot 155, City Center, First Sector  
5th Settlement, New Cairo  
Egypt  
Tel: +20 2 26149300  
Fax: +20 2 26133978

**United States of America**  
National Bank of Kuwait SAKP  
New York Branch  
299 Park Avenue  
New York, NY 10171  
USA  
Tel: +1 212 303 9800  
Fax: +1 212 319 8269

**United Kingdom**  
National Bank of Kuwait  
(International) Plc  
Head Office  
13 George Street  
London W1U 3QJ  
UK  
Tel: +44 20 7224 2277  
Fax: +44 20 7224 2101

National Bank of Kuwait  
(International) Plc  
Portman Square Branch  
7 Portman Square  
London W1H 6NA, UK  
Tel: +44 20 7224 2277  
Fax: +44 20 7486 3877

**France**  
National Bank of Kuwait  
(International) Plc  
Paris Branch  
90 Avenue des Champs-Elysees  
75008 Paris  
France  
Tel: +33 1 5659 8600  
Fax: +33 1 5659 8623

**Singapore**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Singapore Branch  
9 Raffles Place # 44-01  
Republic Plaza  
Singapore 048619  
Tel: +65 6222 5348  
Fax: +65 6224 5438

**China**  
National Bank of Kuwait SAKP  
Shanghai Representative Office  
Suite 1003, 10th Floor, Azia Center  
1233 Lujiazui Ring Road  
Shanghai 200120, China  
Tel: +86 21 6888 1092  
Fax: +86 21 5047 1011

## NBK Capital

**Kuwait**  
NBK Capital  
38th Floor, Arraya II Building, Block 6  
Shuhada'a street, Sharq  
PO Box 4950, Safat, 13050  
Kuwait  
Tel: +965 2224 6900  
Fax: +965 2224 6904 / 5

**United Arab Emirates**  
NBK Capital Limited - UAE  
Precinct Building 3, Office 404  
Dubai International Financial Center  
Sheikh Zayed Road  
P.O. Box 506506, Dubai  
UAE  
Tel: +971 4 365 2800  
Fax: +971 4 365 2805

## Associates

**Turkey**  
Turkish Bank  
Valikonagl CAD. 7  
Nisantasi, P.O. Box. 34371  
Istanbul, Turkey  
Tel: +90 212 373 6373  
Fax: +90 212 225 0353