

## دولة الإمارات العربية المتحدة التنبؤات الاقتصادية 2013-2014

### موجز تنفيذي

- وصل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي إلى 4.2% في عام 2012، يقوده توسع آخر في الإنتاج النفطي، فضلا عن أداء صحي في القطاع غير النفطي. وتظهر بيانات التوتيرة العالية أن القطاع غير النفطي يواصل أداءه القوي، يدعمه انتعاش في القطاع العقاري، وهذا ينبغي أن يظل النمو عند ما يزيد على 3% خلال الفترة 2013-2014، على الرغم من المساهمة الضعيفة من القطاع النفطي.
- الأموال العامة الموحدة لدول الإمارات العربية المتحدة تظل قوية بين فوائض كبيرة في الحساب المالي والحساب الجاري (9.2% و15% من الناتج المحلي الإجمالي، على التوالي في عام 2012) مما ساعد على تعزيز الأصول الخارجية، لاسيما لدى جهاز أبو ظبي للاستثمار. وسوف ترى أسعار النفط الأقل انخفاضا في هذه الفوائض، ولكن دولة الإمارات العربية المتحدة ستظل دائنا خارجيا صافيا ضخما.
- تجاوزت شركات دبي أزمة الديون فيها من خلال سلسلة من العمليات الناجحة لإعادة هيكلة المؤسسات المملوكة للحكومة، واستفادت من انتعاش اقتصادها، والوصول لأسواق رأس المال. ومن المتوقع تجديد معظم الديون البالغة قيمتها 20 مليار دولار الواجبة لأبو ظبي والمصرف المركزي في عام 2014. ولكن دبي لا تزال في حاجة إلى بيع الأصول والحفاظ على وصولها إلى الأسواق الرأسمالية، للتأكد من الوفاء بالتزامات ديونها الهيكلية الأخرى الواجبة السداد في 2015-2016.
- هبط نمو الائتمان المحلي بارتفاع القروض المتعثرة والتعرض لعمليات إعادة الهيكلة للمؤسسات المملوكة للحكومة. والواقع أن الجهاز المصرفي هو سليم بوجه عام، ونتوقع بعض الارتفاع في الاقراض لأن النشاط الاقتصادي يتعزز، ويساعد انتعاش القطاع العقاري تعزيز الميزانيات العمومية في المؤسسات المملوكة للحكومة. غير أن المصرف المركزي سيكون راغبا في منع تكرار انتعاش الائتمان غير المستدام الذي حدث في السابق وتضخم أسعار الممتلكات السابق.
- يظل التضخم متوقفا، ولكنه سيعود الصعود، مع انتعاش القطاع العقاري، إلى 2.5% بحلول عام 2014. وسوف يظل ربط سعر الصرف بالدولار، مما يعني انخفاض الأسعار الرسمية حتى عام 2015، ولو أن سياسات الاحتراز الاقتصادي الكلية ستقلل من نمو الائتمان.

الدائرة الاقتصادية

مجموعة سامبا المالية

صندوق بريد 833، الرياض 11241

المملكة العربية السعودية

[ChiefEconomist@samba.com](mailto:ChiefEconomist@samba.com)

+44 207659-8200 (London)

يمكن الحصول على نسخة إلكترونية من هذه النشرة وغيرها من المطبوعات من خلال الموقع الشبكي لمجموعة سامبا المالية على العنوان التالي: [www.samba.com](http://www.samba.com)

### النمو يظل ثابتا في عام 2012

تشير التقديرات إلى أن نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي هو 4.2% في عام 2012، يقوده توسع آخر في إنتاج الهيدروكربونات (الخام، وسوائل الغاز الطبيعي، والغاز)، فضلا عن أداء صحي في القطاع غير الهيدروكربوني. ويقتر صندوق النقد الدولي أن النمو غير النفطي ارتفع إلى 3.5% في 2012، بقيادة الأنشطة الرئيسية في دبي بمجالات النقل والسياحة واللوجستيات والتجارة (وتشير بيانات مركز دبي للإحصاء إلى نمو قدره 4.4% في دبي خلال العام). وقد ساعد الإنفاق القوي من القطاع العام والمؤسسات المملوكة للحكومة أيضا على دفع أنشطة الإنشاء، وعزز من الاستهلاك، وقد عبر الأخير عن صحة تعاملات نقاط البيع (وهي وكيل لمبيعات التجزئة). وبدعم من الزيادة في عام 2011 في مرتبات القطاع العام، وتحسن ظروف العمالة في القطاع الخاص بصفة عامة، فإن إجمالي المعاملات كان قد ارتفع بنسبة 29% تقريبا في عام 2012، بينما كانت قيمة هذه التعاملات أعلى من 21% مقارنة بعام 2011.

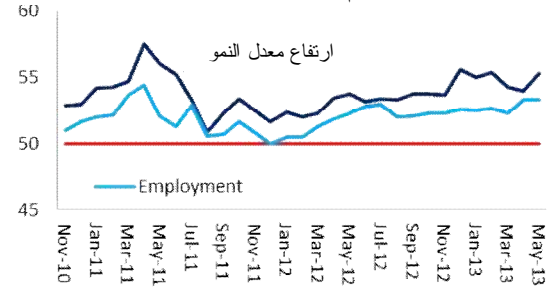
### البيانات عالية الوتيرة تشير إلى توسع مستدام

توحي مؤشرات النشاط الأكثر تكرارا إلى أن نمو القطاع غير النفطي سيظل قويا هذا العام. وبعد أن نمت أحجام الشحن الجوي في مطار دبي الدولي بنسبة تبلغ تقريبا 4% في عام 2012، فقد ارتفعت بنسبة 11.5% في الأشهر الأربعة الأولى حتى شهر أبريل. ويواصل عدد الركاب القادمين نموه أيضا بمعدلات من رقمين. وتظل أيضا معدلات شغل الفنادق من الدرجة العالية قوية، إذ وصلت إلى متوسط قدره 88.2% حتى شهر أبريل في دبي، وتحت 80% بقليل في أبو ظبي، وفقا لبيانات "هوتيستات". وبشكل أعم، فإن مؤشر مديري المشتريات الصادر عن HSBC/Markit لدولة الإمارات العربية المتحدة كلها، يواصل الإشارة إلى نمو قوي في شركات القطاع الخاص غير النفطي. وقد ظل مؤشر مديري المشتريات في أرضية قوية بثبات حتى مايو، إذ ظل بين 54-55 (أي رقم أعلى من 50 يمثل توسعا). ومما يشكل تشجيعا أن المكون الفرعي للطلبات الجديدة ظل قويا هو الآخر، مما يشير إلى أن الأعمال الجديدة يستمر إنشاؤها مما سيساعد على استمرار نمو الاستهلاك.

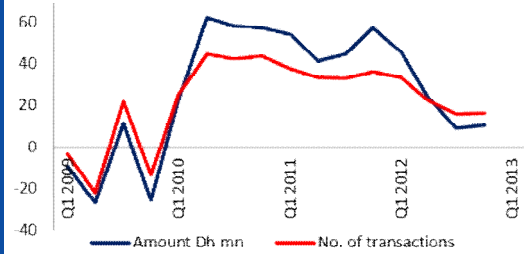
### القطاع العقاري جاري إصلاحه وقد حققت الأسهم تصاعدا

من الواضح أيضا بشكل متزايد أن القطاع العقاري في دولة الإمارات العربية المتحدة جاري إصلاحه. وتشير البيانات المتاحة إلى استقرار أسواق الممتلكات في أبو ظبي، وإلى انتعاش في دبي، حيث أن أسعار المساكن المتوسطة وأسعار الفيلات زادت بما يزيد على 45% من سنة إلى أخرى، وفقا لبيانات شهر مايو الصادرة عن

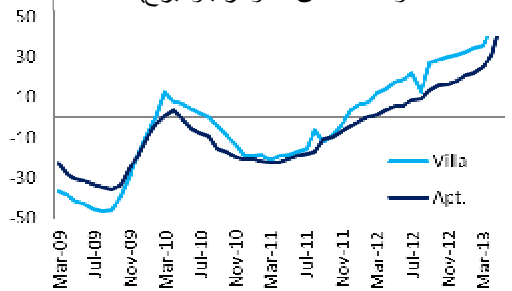
دولة الإمارات العربية المتحدة: مؤشر مديري المشتريات HSBC/Markit  
(عدم التغيير عن الشهر السابق = 50)



دولة الإمارات العربية المتحدة: تعاملات نقاط البيع (% التغيير على مدى 12 شهرا، المصرف المركزي)



دبي: أسعار العقارات (% التغيير من سنة إلى أخرى؛ الفيلات المتوسطة/الشقق؛ كلونتنز/بلمبرغ)



مؤسسة "كلوتنز". غير أن العرض الكبير والانتهاج المتوقع من المساكن هما من السمات الظاهرة في القطاع العقاري في دولة الإمارات العربية المتحدة، وسوف يواصلان التأثير على الأسواق، لاسيما في أبو ظبي. وفي هذه الأثناء، بالرغم من قابليتها للبيع في الأسواق العالمية، فإن سوق الأسهم في كل من أبو ظبي ودبي يعملان بشكل جيد جدا، إذ سجلا مكاسب قدرها 40% و48% على التوالي في منتصف يونيو. وكان إعلان الصعود إلى مؤشر مورغان ستانلي المركب للأسواق الصاعدة اعتبارا من مايو 2014 يحتمل أن يوفر أساسا جديدا لأسعار الأسهم في دولة الإمارات العربية المتحدة.

### إعادة هيكلة المؤسسات المملوكة للحكومة يقترب من الانتهاء

كانت مشكلات الديون في مؤسسات دبي المملوكة للحكومة، وانتهيار أسعار القطاع العقاري هي أساس الأزمة التي اشتعلت في عام 2009، وما ارتبط بها من اتفاقات واسعة النطاق لإعادة الهيكلة. وتقترب هذه الاتفاقات من الانتهاء، مع توقع الانتهاء قريبا من آخر صفقة رئيسية (لمجموعة دبي). غير أنه في نفس الوقت، مع بدء تأخر الالتزامات حول الاتفاقات السابقة، لاسيما 20 مليار دولار في شكل تمويل من أبو ظبي)، والمصرف المركزي إلى صندوق دبي للدعم المالي (الذي قدم بدوره التمويل للمؤسسات المملوكة للحكومة). وهذا يستحق السداد في 2014. ومع أنه من المتوقع بشكل أوسع من جانب الأسواق أن معظم هذه الديون ستجدد مع بعض التسديد الجزئي، فإن الاهتمام سيتحول سريعا إلى التزامات ضخمة تستحق السداد على ديون "عالم دبي" و"نخيل" بعد إعادة هيكليتهما، وذلك خلال الفترة 2015-2016.

وكانت الخطة تعني أن مبيعات الأصول ستوفر أموالا للمساعدة في الوفاء بالمدفوعات في المستقبل، بالرغم من أن التقدم في هذه الجبهة كان بطيئا للغاية. وفي هذه الأثناء، فإن المؤسسات المملوكة للحكومة التي تعمل على أساس شروط تجارية يمكنها أن تقترض، وكانت تقترض، بفضل قويتها الائتمانية، وتدفع مجموع الديون على المؤسسات المملوكة لحكومة دبي إلى 93 مليار دولار، من 84 مليار دولار في العام الماضي طبقا لصندوق النقد الدولي. وقد ساعد انتعاش القطاع العقاري على تعزيز الميزانيات العامة للكثير من المؤسسات المملوكة للحكومة، ولكن المبلغ الذي يقارب 60 مليار دولار من الديون المستحقة السداد خلال 2013-2017، سيشكل تحديا تمويليا هاما ويتطلب استمرار الوصول بسهولة إلى الأسواق الرأسمالية.

### الآفاق الاقتصادية إيجابية بالرغم من هبوط المساهمة من النفط

ارتفع بقوة إنتاج الخام وسوائل الغاز الطبيعي خلال العام الماضي في دولة الإمارات العربية المتحدة، بينما تحرك منتجو مجلس التعاون الخليجي الأعضاء في الأوبك

دين حكومة دبي المباشر المستحق السداد		
الأذون العامة	مليار دولار	تاريخ الاستحقاق
إذن متوسط الأجل باليورو	1.8	2013
إذن متوسط الأجل باليورو	0.5	2015
إذن متوسط الأجل باليورو	0.8	2020
إذن متوسط الأجل باليورو	0.5	2021
صكوك وكالة للدائرة المالية في دبي	1.0	2016
صكوك الدائرة المالية في دبي	1.9	2014
صكوك الدائرة المالية في دبي	0.6	2017
صكوك الدائرة المالية في دبي	0.7	2022
التسهيلات الثنائية/الموحدة		
تسهيل الإجارة	0.2	15/2013
تسهيل القروض بأجل	0.3	16/2014
تسهيل الدائرة المالية لبنك الإنشاء الصيني	1.0	2017
تسهيلات أخرى	0.3	2017
دين الطرف المعني (صندوق دبي للدعم المالي - 20 مليار دولار)		
أذونات حكومة دبي بمقدار 10 مليارات دولارات	10.0	2014
الدائرة المالية لدبي إلى أبو ظبي 10 مليارات دولارات	10.0	2014
<b>مجموع الدين المباشر</b>	<b>29.6</b>	
% من الناتج المحلي الإجمالي	29.8%	
قروض البنوك المحلية*	21.4	
<b>المجموع شاملا ديون البنوك المحلية</b>	<b>51.0</b>	
% من الناتج المحلي الإجمالي	51.5%	

المصدر: حكومة دبي، MTNP prospectus  
\* القروض "السيادية" بنك الإمارات دبي الوطني

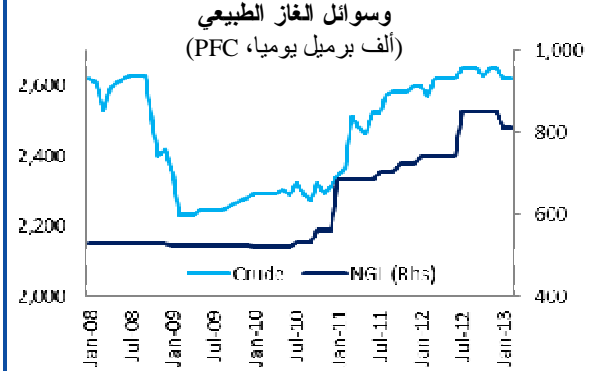
لتغطية العجز الناتج عن خفض العرض الإيراني. غير أنه نظرا لديناميكيات سوق النفط العالمي، وخصوصا التوسع المستمر في الإمدادات من أمريكا الشمالية، هناك مجال أقل لتحقيق مكاسب أخرى هذا العام، وبالنظر إلى أن إنتاج الخام وسوائل الغاز الطبيعي يحتمل أن يصيبها الركود، مما يعني إضافة دفعة صغيرة في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. ومع ذلك، فإن ارتفاع متوسط أسعار النفط إلى ما يزيد عن 100 دولار للبرميل يعني أن الإيرادات ستظل قوية ومؤيدة لارتفاع نشاط الإنفاق العام. وبالإضافة إلى ذلك، يستمر القطاع غير النفطي في أداءه الجيد، وعزز من الثقة انتعاش القطاع العقاري. ونحن نتوقع أن النمو غير النفطي سيستمر في التسارع هذا العام (4.1%) وفي العام القادم (4.5%)، بمساعدة موقف دولة الإمارات العربية المتحدة "كملاذ آمن" في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا الأكثر اتساعا والمصابة بالمشاكل. وسيساعد ذلك على الحفاظ على نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي عند ما يزيد قليلا على 3% سنويا خلال 2013-2014 (انظر الجدول في نهاية هذا التقرير).

### ولكن المخاطر واضحة

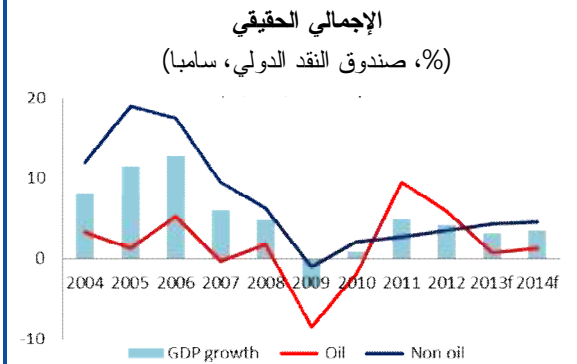
على الرغم من توقعنا لآفاق نمو مواتية لدولة الإمارات العربية المتحدة، فإن هذا يعتمد على التطورات الاقتصادية العالمية وتطورات السوق المالية من حيث استمرار تأييدها، وعدم حدوث أي انخفاض طويل في أسعار النفط. ويتأثر اقتصاد دبي المفتوح بأي هبوط في النمو العالمي، لاسيما في آسيا. وهو يعتمد أيضا على أسواق رأس المال العالمية وعلى قدرتها على تمويل الكثير من الديون الكبيرة على المؤسسات المملوكة للحكومة، فضلا عن دينها السيادي (الذي يقدر بحوالي 50% من الناتج المحلي الإجمالي، بما في ذلك القروض من البنوك المحلية)، وتسهيل مبيعات الأصول كجزء من اتفاقات إعادة هيكلة المؤسسات المملوكة للحكومة.

وقد يثير بعض القلق الضغوط الجارية في الأسواق المالية العالمية، بينما يفكر المشتركون في عالم بدون التيسير الكمي في الولايات المتحدة. وعلى الرغم من ذلك، فإن الأساسيات الاقتصادية في دولة الإمارات العربية المتحدة ككل، تظل قوية، كما تتحسن الأوضاع المالية لدبي، مما يوحي بأنه من غير المحتمل أن يتم سحب دعم السوق. غير أن التكاليف قد ترتفع، وأن المشروعات الأكثر هامشية والمشروعات الأعلى طموحا قد تعاني من الصعوبات، وسيكون من المهم أن تتم إعادة هيكلة "مجموعة دبي" بنجاح بحلول منتصف العام. وبالإضافة إلى ذلك، وكما ذكر صندوق النقد الدولي في بيانه الختامي عن بعثة المادة الرابعة للعام 2013، ينبغي الحرص على أن تحسن المشاعر الذي جاء نتيجة لارتفاع أسعار العقارات، وظروف السيولة العالمية المفككة لا تؤدي إلى جولة جديدة من التحوط الحذر للمخاطر وإعادة الاستدانة من جانب المؤسسات المملوكة للحكومة والشركات الخاصة.

### دولة الإمارات العربية المتحدة: إنتاج النفط

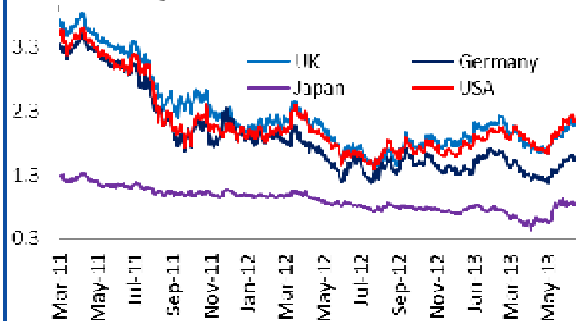


### دولة الإمارات العربية المتحدة: نمو الناتج المحلي



### عائد السندات السيادية

(لأجل 10 سنوات، %، بلومبرغ)



## الإطار رقم 1: البيئة العالمية

يظل النشاط الاقتصادي العالمي غير مستو. ففي الولايات المتحدة، ظل الاستهلاك الخاص ثابتاً في مواجهة ارتفاع الضرائب، ودعمه تحسن في أسعار الأصول وأسعار الفائدة المنخفضة بصورة قياسية، وانخفاض أسعار البنزين. وحتى الوضع المالي تحسن بشدة في الأشهر الأخيرة. ويتعافى اقتصاد اليابان هو الآخر، بقيادة مبادرات قوية جديدة بشأن السياسات، بما فيها التيسير الكمي الضخم. ولكن منطقة اليورو تشكل قصة مختلفة، إذ مر ستة أرباع سنوات من الانكماش وضعف الفرصة لانتعاش مبكر، بالنظر إلى ارتفاع معدلات البطالة واستمرار التوحيد المالي. وقد تراجعت أيضاً فرص النمو الصيني، مع تباطؤ الاستثمار والاستهلاك، بالإضافة إلى انكماش في التصنيع، بينما تراجعت الأسواق الصاعدة بصفة عامة. ويشير الأداء المختلف إلى أن النمو العالمي سيظل ثابتاً عندما يزيد قليلاً على 3% هذا العام مع إمكانية حدوث انتعاش أقوى في عام 2014.

وكانت الأسواق المالية نشطة للغاية في الربع الأول من السنة، مع تعزيز الأسهم والسندات بفضل التيسير النقدي حول العالم في بيئة تضخم منخفض. ويتضمن ذلك برنامج التيسير الكمي الجديد في اليابان وتخفيضات المعدلات في منطقة اليورو والعديد من الأسواق الصاعدة. غير أن العلامات التي تدل على أن التيسير الكمي في الولايات المتحدة الأمريكية قد يتوقف في وقت قبل ما كان متوقعا، بالإضافة إلى ضعف البيانات الصينية، أدى إلى موجة بيع واسعة في مايو/يونيو، وتزايد التقلب. ويبدو أن النشاط الذي حدث لفترة طويلة في أسواق السندات قد انتهى وأن العائدات بدأت في الارتفاع. وبينما قد تكون الأسواق قد سبقت الأحداث بعض الشيء، فمن المتوقع أن يظل المعدل النقدي الفيدرالي قريبا من الصفر حتى عام 2015، فإن "السعي إلى العائد" بلا تمييز قد يكون قد انتهى، مما يوحي بأن الأساسيات الاقتصادية ستعود إلى المقدمة مرة أخرى وأن تكاليف التمويل سترتفع.

وكانت أسعار النفط في حدود ثابتة بين 100 و105 دولارات للبرميل لخام برنت. وتظل الأساسيات ضعيفة بسبب استمرار النمو في العرض غير التقليدي من أمريكا الشمالية، والطلب العالمي الساكن. وبالرغم من أن المخاطر تبدو منخفضة، فنحن نحفظ بتوقعنا المتوسط للسعر عند 107 دولارات للبرميل خلال السنة، ولكننا خفضنا تنبؤنا لعام 2014 إلى 101 دولارا للبرميل.

وتظل توقعات السوق لدولة الإمارات العربية المتحدة مؤاتية. وقد ظلت فروق مبادلات الإعرار الائتماني لأبو ظبي ودبي تهبط بشكل مستمر منذ منتصف عام 2012، وبالرغم من ارتفاع قليل في مايو/يونيو فهي تظل منخفضة عما كانت عليه في بداية

أفاق الاقتصاد العالمي				
2014f	2013f	2012	2011	
نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي (%، سنويا)				
3.9	3.2	3.2	3.2	العالم
2.8	2.1	2.2	1.8	الولايات المتحدة
1.0	1.5	91.	-0.6	اليابان
0.8	-0.6	-0.6	1.4	منطقة اليورو
7.5	7.5	7.8	9.3	الصين
5.8	5.2	5.1	6.2	الأسواق الصاعدة
سعر الفائدة الرسمي (في نهاية الفترة)				
0.25	0.25	0.25	0.25	الولايات المتحدة
0.10	0.10	0.10	0.10	اليابان
1.00	0.50	0.75	1.00	منطقة اليورو
سعر النفط (دولار للبرميل، متوسط الفترة)				
101.0	107.0	111.0	111.8	برنت
المصدر: تقديرات وتنبؤات مجموعة سامبا المالية				





العام (68 و 231، على التوالي). ويظهر اتجاه مماثل في عائدات السندات، إذ ثبت الصك السيادي لديي لأجل 10 سنوات (وأجل استحقاقه هو 20/5/10) ثبت عند أقل من 4%، بينما تقلب سند أبو ظبي (وأجل استحقاقه هو 2019/8/4) بين 1.7% و 2% سنويا.

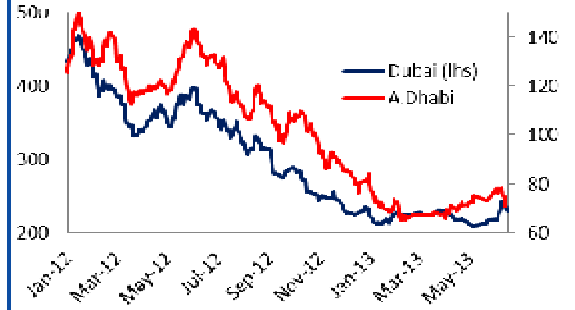
### الضغوط التضخمية تبدو ساكنة

أظهرت البيانات الرسمية أن التضخم في دولة الإمارات العربية المتحدة يظل ساكنا عند ما يقل قليلا عن 1% من سنة إلى أخرى في شهر أبريل. غير أن عنصر الإسكان / الإيجارات في مؤشر أسعار المستهلك يعود إلى وضع موجب (-0.1% من سنة إلى أخرى في شهر أبريل) تمشيا مع ما أعلن من انتعاش في أسعار القطاع العقاري. ونظرا لوزنه الثقيل في مؤشر أسعار المستهلك، فإن هذا الاتجاه المرتفع يتوقع أن يدفع التضخم إلى أعلى خلال الأشهر القادمة. وبالإضافة إلى ذلك، فإن ضغوط الأسعار واضحة في قطاع الخدمات، حيث ارتفعت تكاليف التعليم والترفيه والثقافة. وزادت أسعار الأغذية بشكل متواضع من 2.5% من سنة لأخرى في شهر أبريل، ولكن بخلاف ذلك كانت الضغوط التضخمية ساكنة. وإذا نظرنا إلى الأمام، فإن ضعف أسعار السلع سيساعد على خفض التضخم، ولكننا نتوقع أن إحياء النشاط الاقتصادي والطلب الكلي، مع تأثير أسعار القطاع العقاري المرتفعة، سيرفع معدل التضخم إلى 2% هذا العام، وإلى 2.5% مرة أخرى في عام 2014. ويجب أن نلاحظ أيضا أن بيانات مؤشر أسعار المستهلك الرسمية لا تعكس بدقة التكاليف التي يتحملها السكان الأجانب الذين لا يستفيدون من إعانات الدولة وغيرها من التدابير التي ترمي إلى حماية المواطنين من ارتفاع الأسعار.

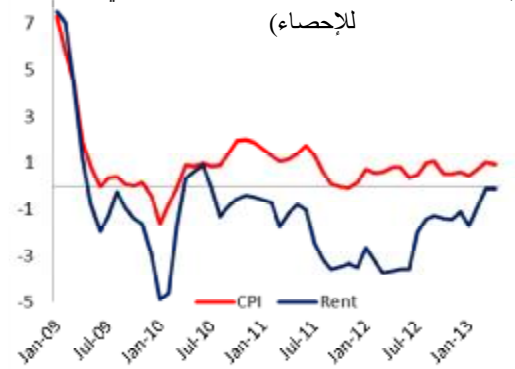
### الحسابات المالية الموحدة ما تزال قوية

إن تحليلات الحسابات المالية لدولة الإمارات العربية المتحدة يعقدها غياب بيانات تفصيلية، والروابط بين حسابات الإمارات المنفردة، وخاصة بين حسابات أبو ظبي المسيطرة، والميزانية الاتحادية. وبالإضافة إلى ذلك، فإن معاملة إيرادات النفط ليست سهلة، لأن نسبة كبيرة منها تدفع مباشرة في حسابات الاحتياطي الحكومي بدلا من الميزانية. ونتيجة لذلك، فإن بيانات ميزانية الإمارات المنشورة الرسمية تقلل من قوة المالية العامة. وبالرغم من ذلك، فإن الحسابات المالية الموحدة، التي يضعها صندوق النقد الدولي، تشير إلى تحسن صحي في مالية دولة الإمارات العربية المتحدة عندما يقدر أن الفائض المالي قد انطلق مرة أخرى إلى 9.3% من الناتج المحلي الإجمالي من حوالي 3% في عام 2011، وإلى عجوزات في الفترة 2009-2010.

دولة الإمارات العربية المتحدة: فروقات مبادلات الإعسار الائتماني السيادية (لأجل 5 سنوات، بلومبرغ)

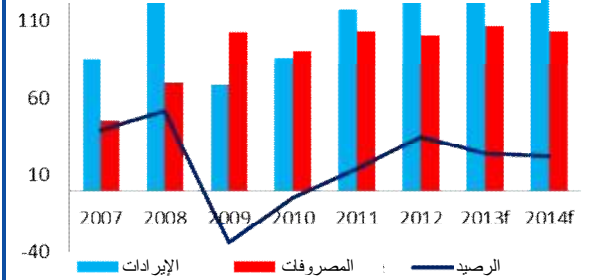


دولة الإمارات العربية المتحدة: التضخم (% التغيير على مدى 12 شهرا؛ المركز الوطني للإحصاء)



دولة الإمارات العربية المتحدة: الحسابات المالية الموحدة

(مليار دولار، صندوق النقد الدولي، سامبا)



وقد ارتفع الإنفاق بشدة بعد الأزمة المالية لعام 2008، وخصوصاً لدعم الشركات المملوكة للحكومة والتي يعترضها مشاكل، والتي تلقت تعزيزاً آخر في عام 2011، بينما زاد الإنفاق المالي (سواء الأجر والمشاريع الرأسمالية) استجابةً للربيع العربي". غير أنه منذ ذلك الوقت، كان هناك تقشف في الإنفاق بينما اتسعت الإيرادات تمشياً مع أسعار النفط وإنتاج النفط الأكثر قوة. وما زالت المشروعات الرأسمالية ذات الأولوية يواصل تمويلها، ولكن كانت هناك جهود لمراقبة الإنفاق الآخر، وخاصة في دبي، وكان هناك انخفاض كبير في المدفوعات للمؤسسات المملوكة للحكومة. وربما انعكس ذلك بشكل واضح في سعر النفط التعادلي التقديري. وطبقاً لتقديرات صندوق النقد الدولي، فقد قفز هذا من 23.4 دولار للبرميل في 2008 إلى 92.4 دولاراً للبرميل في عام 2011، ولكن هذا الرقم هبط إلى أقل من 80 دولاراً للبرميل في عام 2012، ومن المتوقع أن يهبط إلى أقل من 70 دولاراً للبرميل خلال الفترة 2013-2014. وتوقعاتنا أعلى بعض الشيء، ولكننا نظل أقل من أسعار النفط المتوقعة (107 دولاراً للبرميل في 2013 و101 دولاراً للبرميل في 2012). ولذلك، نتوقع أن دولة الإمارات العربية المتحدة ستحقق فوائض مالية صحية تصل إلى حوالي 6% سنوياً.

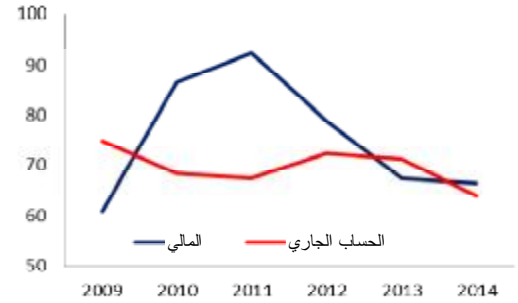
### الجهاز المصرفي يواجه تحديات ولكنه يظل سليماً

إن قدرة البنوك المحلية على تمويل الاستثمار والنمو مقيدة بعض الشيء، لاسيما في دبي التي يواجهون فيها بشكل مهم المؤسسات المملوكة للحكومة والسلطة السيادية (بنك واحد فقط يبلغ عن تعرض بمقدار 20 مليار دولار "للسيادة السيادية" في دبي) وتواجه قروضا ضخمة متعثرة. ووصلت هذه إلى 8.7% في نهاية عام 2012. ويمكن لمزيد من إعادة الهيكلة للمؤسسات المملوكة للحكومة أن يضيف إلى هذا المستوى، ولكن الجهاز المصرفي يحتفظ بقدر كبير من رؤوس الأموال واحتياطي السيولة. وتظهر اختبارات الإجهاد المشتركة بين صندوق النقد الدولي والمصرف المركزي أن الجهاز المصرفي يمكنه أن يمتص زيادة كبيرة في القروض المتعثرة، مع هبوط عدد قليل من البنوك تحت معدل كفاية رأس المال الأدنى الإلزامي في حالة حدوث صدمة مفرطة.

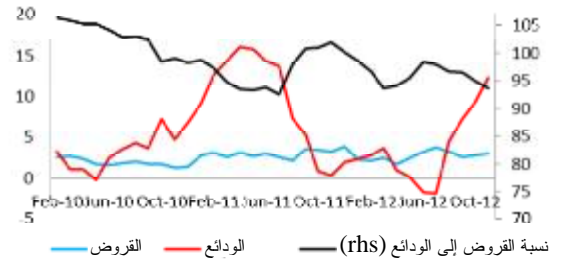
### نمو الائتمان ما زال مكبوتاً

بدأت الودائع المصرفية الارتفاع مرة أخرى بعد هبوطها في النصف الأول من العام 2012، مما ساعد على تحسين موقف السيولة في مصارف دولة الإمارات العربية المتحدة. وقد انخفضت معدلات الائتمان بين المصارف استجابةً لذلك، وانخفضت تحت 1% لثلاثة أشهر (0.9%)، بينما انتعش نمو العرض النقدي مع ارتفاع عرض

أسعار النفط التعادلية لصندوق النقد الدولي  
(دولار للبرميل، صندوق النقد الدولي)



دولة الإمارات العربية المتحدة: القروض والودائع  
(% التغير على مدى 12 شهراً؛ المصرف المركزي)

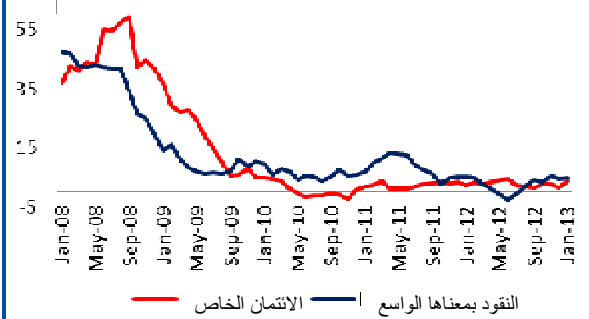


النقود بمعناها الواسع بنسبة 5% في الربع الأول من العام. وبالرغم من تحسن ظروف السيولة، فإن انخفاض نسبة القروض الإجمالية إلى الودائع (90%) وتحسن نسب كفاية رأس المال (20.2% اعتباراً من مارس 2013)، يظل نمو الائتمان المحلي ضعيفاً، إذ ظل منخفضاً بمتطلبات احتياطي كبيرة - والتي ينبثق الكثير منها عن إعادة هيكلة المؤسسات المملوكة للحكومة - وأنظمة الإقراض المقيدة. وقد ارتفع الاحتياطي الإجمالي للبنوك بنسبة 19% في عام 2012، وعاد إلى الارتفاع بنسبة 4% سنوياً حتى أبريل 2013 يصل إلى 24.2 مليار دولار. وتظهر البيانات المتاحة أن الإقراض المصرفي إلى الحكومة وقطاع الإنشاء كان قوياً، ولكن نمو الائتمان الشامل إلى القطاع الخاص يظل متوقفاً، إذ نما فحسب بنسبة 1.6% في عام 2012، وفقاً لبيانات المصرف المركزي. وإذا نظرنا إلى الأمام، نتوقع بعض الانتعاش في نمو الائتمان إلى القطاع الخاص (تظهر بيانات يناير نموًا بمقدار 3.5% من سنة إلى أخرى) بينما يتعزز النشاط الاقتصادي ويقل الضغط من عمليات إعادة هيكلة المؤسسات المملوكة للحكومة. ولكن النمو الشامل للائتمان المحلي يحتمل أن يظل ساكناً عند حوالي 5%.

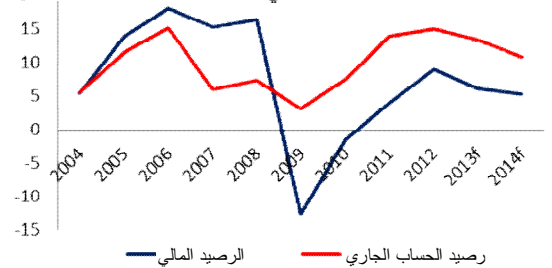
### السياسة النقدية مؤاتية ولكنها تطبق مع الاحتراز

يبدو أن هناك فرصة ضئيلة للتغير في ربط سعر الصرف بالدولار الأمريكي. وفي هذه الحال، فإن سياسة معدلات دولة الإمارات العربية المتحدة تتبع مثيلتها في الولايات المتحدة التي تقرر أن تصبح منخفضة حتى نهاية عام 2014. وهذا سوف يناسب دولة الإمارات العربية المتحدة التي لا تواجه، وفقاً للبيانات الرسمية، أي ضغوط تضخمية وترغب في تنشيط الإقراض لدعم النمو. غير أنه بينما يتوقع أن تظل أسعار الفائدة منخفضة، فيجب على السلطات أن تمنع تكرار ارتفاع الائتمان السابق غير المستدام، خاصة الارتفاع الذي يضخم فقاعة القطاع العقاري مرة أخرى. وهكذا، فإن المصرف المركزي قد أدخل ويدخل تشريعات لتقييد ممارسات الإقراض. ويتضمن ذلك قوانين جديدة حول القروض الخاصة وقروض السيارات، والحدود على الإقراض للحكومات المحلية والمؤسسات المملوكة للحكومة، وتشريع الرهن العقاري الجديد. وقد تكون هناك بعض التأخيرات في التنفيذ نظراً للتردد من جانب المصارف، ولكن الاتجاه واضح. وكما لاحظ صندوق النقد الدولي، فإن القلق الرئيسي هو أن "التوسع السريع في الائتمان وتركيز الإقراض بلا داع لهذا القطاع (المؤسسات المملوكة للحكومة) يجب أن نتجنبه لتقليل خطر ظهور موجة ارتفاع وانهيار جديدة، وحفظ الاستقرار المالي".

دولة الإمارات العربية المتحدة: النقود بمعناها الواسع والائتمان الخاص (% التغير، المصرف المركزي)



دولة الإمارات العربية المتحدة: رصيد الحسابين المالي والجاري (% من الناتج المحلي الإجمالي، صندوق النقد الدولي، سامبا)





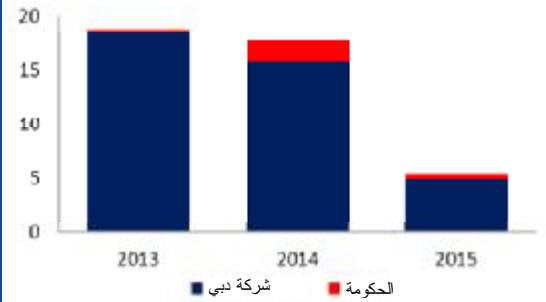
### الحساب الجاري في حالة فائض صحي

تواصل دولة الإمارات العربية المتحدة تحقيق فوائض صحية في الحساب الجاري، إذ أضافت صادرات دبي النامية من السلع والخدمات إلى إيرادات أبو ظبي النفطية الكبيرة. وتشير بيانات صندوق النقد الدولي الأخيرة أن الفائض ارتفع إلى 15% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2012، وبالرغم من انخفاضه بعض الشيء تمشيا مع توقعات سعر النفط الأكثر انخفاضا، فنحن نتوقع أن يظل فوق 10% من الناتج المحلي الإجمالي حتى 2013-2014. وسوف تساعد هذه الفوائض على تعزيز الأصول الخارجية، وخصوصا في صندوق أبو ظبي للثروة السيادية. وفي الواقع أن البيانات الرسمية لإجمالي الأصول الخارجية لدولة الإمارات العربية المتحدة غير متاحة، ولكن معهد التمويل الدولي يتوقع أن هذه الأصول ستزيد على التزامات الدولة الخارجية بحوالي 480 مليار دولار في نهاية 2013.

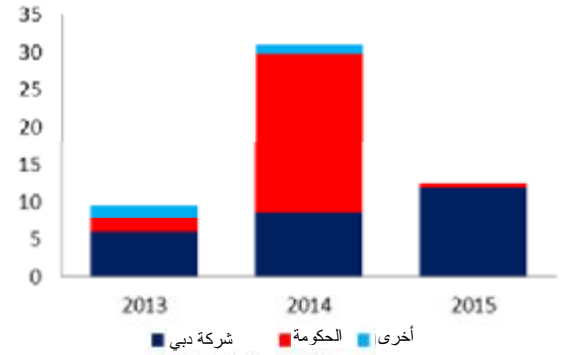
### القلق إزاء الديون

بينما يعد فائض الحساب الجاري صحيا والأصول الخارجية كبيرة، فإن الشواغل إزاء الديون الخارجية ما زالت ظاهرة، خصوصا بالنسبة لمجموعة دبي، نظرا للتوزيع غير المستوى للديون، وإمكانية الحصول على إيرادات النفط. والواقع أن غياب بيانات دقيقة تغطي جميع الشركات والمؤسسات المملوكة للحكومة يجعل من تحليل مواقف المديونية أمرا صعبا: فالأرقام المشار إليها في البيان الختامي لمفاوضات المادة الرابعة التي قام بها صندوق النقد الدولي (38% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2012) تظهر فحسب المسؤوليات الأجنبية للجهاز المصرفي "بسبب التغطية غير الكاملة للديون التي حصلت عليها المؤسسات غير المصرفية في الأسواق الدولية". وعلى الرغم من ذلك، فإن جميع الجهود قد بذلت لتلبية الالتزامات الخارجية، وسوف يستمر ذلك. وكما لاحظنا في السابق، فمن المتوقع أن تجدد أبو ظبي معظم الديون البالغة 20 مليار دولار على صندوق دبي للدعم المالي والمستحقة السداد في العام القادم، مما يخفف الضغط على دبي، بينما يبدو أن الأسواق ستنتظر بشكل مؤاتي في طلبات إعادة التمويل. وعندما ذهبت دبي إلى السوق في وقت سابق من هذا العام، فقد تلقت 15 مليار دولار في أوامر تبلغ 1.25 مليار دولار من التأمين بالصكوك. وتواجه دبي احتياجات تمويلية قدرها 9.5 مليار دولار في عام 2013، وهو أقل من 14.6 مليار دولار في العام الماضي، بينما تحتاج أبو ظبي إلى الحصول على 18.8 مليار دولار، وفقا لبيانات صندوق النقد الدولي، بالرغم من أن هذا يمكن تحديثه في تقرير المادة الرابعة القادم.

أبو ظبي: السندات والقروض المستحقة  
(مليار دولار، صندوق النقد الدولي)



دبي: السندات والقروض المستحقة  
(مليار دولار، صندوق النقد الدولي)



## المؤشرات الاقتصادية الرئيسية

2014f	2013f	2012e	2011	2010	
416.5	395.8	380.7	345.7	303.2	إجمالي الناتج المحلي الإجمالي الإسمي (مليار دولار)
83,296	80,449	78,772	72,958	65,267	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (آلاف الدولارات)
3.5	3.2	4.2	4.9	0.9	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (% التغير)
1.4	0.8	5.9	9.4	-1.9	نسبة قطاع الهيدروكربونات من الناتج المحلي الإجمالي
4.5	4.3	3.5	2.7	2.1	نسبة القطاع الغير هيدروكربوني من الناتج المحلي الإجمالي
5.2	4.0	10.1	14.0	12.1	الناتج المحلي الإجمالي الإسمي (% التغير)
-3.3	-3.8	18.9	48.9	34.1	نسبة قطاع الهيدروكربونات من الناتج المحلي الإجمالي
11.0	10.0	4.2	4.0	3.1	نسبة القطاع الغير هيدروكربوني من الناتج المحلي الإجمالي
2.5	2.0	0.7	1.0	0.9	معدل التضخم في مؤشر أسعار المستهلك (% التغير)
129.4	133.9	139.2	119.1	80.0	صادرات الهيدروكربونات (مليار دولار)
45.4	52.9	57.2	48.1	23.1	رصيد الحساب الجاري (مليار دولار)
10.9	13.4	15.0	13.9	7.6	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
170.0	170.0	168.0	168.0	168.0	الدين الخارجي (مليار دولار)
40.8	42.9	44.1	48.6	55.4	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
22.4	24.4	34.9	13.9	-4.3	الرصيد المالي (مليار دولار)
5.4	6.2	9.2	4.0	-1.4	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
54	52	50	37	43	الاحتياطيات الدولية (مليار دولار)
2620	2610	2628	2511	2300	إنتاج النفط الخام (مليون برميل يوميا)
890	850	808	700	550	إنتاج سوائل الغاز الطبيعي (مليون برميل يوميا)
990	980	970	950	931	إنتاج الغاز الطبيعي (مليون وحدة معادل برميل النفط يوميا)

المصادر: مجموعة سامبا، صندوق النقد الدولي، معهد التمويل الدولي، السلطات الوطنية.

**James Reeve**  
**Senior Economist**  
[James.Reeve@samba.com](mailto:James.Reeve@samba.com)

**Andrew B. Gilmour**  
**Senior Economist**  
[Andrew.Gilmour@samba.com](mailto:Andrew.Gilmour@samba.com)

#### إقرار إخلاء المسؤولية

تستند هذه النشرة إلى معلومات متاحة عموماً للجمهور من مصادر تعتبر موثوقة وحديثة في وقت إعدادها. ولكن مجموعة سامبا المالية لا تتحمل أي مسؤولية مهما كان نوعها عن دقة أو اكتمال محتوياتها، أو عن أي من تبعات الاستناد إلى المعلومات التي تتضمنها. وبالإضافة إلى ذلك، فإن المعلومات ووجهات النظر الواردة فيها:

- 1- ليس القصد منها أن تكون دراسة كاملة أو شاملة أو لتقديم المشورة، ويجب ألا تعامل كبديل عن المشورة المتخصصة والبحث المتأن في الحالات الفردية.
- 2- وليس القصد منها السعي لبيع أو شراء أدوات مالية أو الدخول في أي استراتيجيات استثمارية.
- 3- ولا تشكل أية ضمانات عن الأداء في المستقبل.

ولذا، لا نقدم أي إيداع أو ضمان صريح أو ضمني، من حيث الواقع أو القانون، بما في ذلك، على سبيل المثال لا الحصر، أي ضمانات تجارية مستهدفة لغرض محدد، بغض النظر عن الشكل (مثل العقد أو الإهمال أو خلافه) والذي من خلاله قد تتخذ إجراءات قانونية ضد مجموعة سامبا المالية.

مجموعة سامبا المالية  
صندوق بريد 833، الرياض 11421  
المملكة العربية السعودية