



الموضوع الرئيسي: سوق الأسهم مقيم بصورة عادلة ويتأهب للإرتفاع

بعد إجراء فحص دقيق وشامل للبيانات الجديدة المتعلقة بأرباح الشركات قمنا بإجراء تعديل لتوقعاتنا بشأن أداء سوق الأسهم حيث نقدر الآن القيمة العادلة لمؤشر تداول العام عند مستوى 10,000 نقطة أي أعلى من مستواه الحالي بصورة طفيفة. كما نتوقع أن يتخطى مؤشر تداول قيمته العادلة منهياً العام عند مستوى 12,000 نقطة مما يعني تحقيق زيادة في قيمته تربو قليلاً عن 20 بالمائة فوق مستواه الحالي.

وتتلخص العوامل الرئيسية وراء هذه الزيادة فيما يلي :

- **أرباح عام 2007 والفصل الأول من عام 2008 فاقت التوقعات:** سجلت الأرباح للعام 2007 في مجمل السوق باستثناء المصارف نمواً بنسبة 21,5 بالمائة وهو مستوى فاق توقعاتنا وكذلك جاءت نتائج الفصل الأول أعلى بقليل من تقديراتنا.
- **تحسن الأوضاع الاقتصادية:** أصبح واضحاً منذ إصدار تقريرنا لشهر ديسمبر 2007 أن أسعار النفط ستكون أعلى وأسعار الفائدة ستكون أقل مما توقعنا. وكان لا بد من أن يساهم هذان العاملان في تحسن أداء الشركات المدرجة في سوق الأسهم.
- **التضخم:** يتم قياس الأرباح بالقيمة الاسمية لذا فإن رفع توقعاتنا بشأن متوسط معدل التضخم للعام 2008 (من 4,5 بالمائة في ديسمبر إلى 8,2 بالمائة حالياً) يعني أن الأرباح ستكون أعلى مما توقعناه في السابق.

ونتوقع أن يأتي النمو في الأرباح قوياً في قطاعي التطوير العقاري والتشييد والبناء وذلك بفضل قوة الطلب المحلي الذي يتيح للشركات العاملة في هذين القطاعين زيادة أرباحها. كما نتوقع أن تتقلص أرباح شركات قطاع التأمين حيث أعلنت أكبر الشركات العاملة في هذا المجال وهي شركة "التعاونية" انخفاضاً كبيراً في أرباحها للفصل الأول نتيجة الخسائر التي منيت بها محفظتها الاستثمارية. أما قطاع الطاقة والمرافق الخدمية فيتوقع أن يسجل انخفاضاً في نمو أرباحه حيث تواجه شركات هذا القطاع ارتفاعاً في التكلفة ولا تستطيع الشركة السعودية للكهرباء (التي تسيطر على هذا القطاع) تمرير تلك الزيادة في التكاليف إلى المستهلكين لأن الأسعار التي تتقاضاها مقابل خدماتها ثابتة.

أقدمت مؤسسة النقد (البنك المركزي السعودي) على رفع معدل الاحتياطي النظامي المفروض على البنوك التجارية في 3 مايو في رابع عملية رفع منذ نوفمبر الماضي وذلك بهدف امتصاص السيولة التي نجمت عن خفض أسعار الفائدة. وعلى الرغم من أن خطوات الرفع السابقة لم تكن ذات تأثير كبير على نمو الدين، إلا أننا نعتقد أن تضافر عمليتي الرفع الأخيرتين سيحد من نمو عرض النقود وإن لم يكن بالقدر الكافي الذي سينتج عنه تأثير واضح على التضخم.

موجز أسواق النفط: واصلت أسعار النفط ارتفاعاتها القياسية ولم يكن للزيادة التي وعدت المملكة بإحداثها في سوق النفط قريباً أي تأثير يذكر على الأسعار كما لا يبدو أن هناك زيادة إنتاجية أخرى متوقعة من أعضاء أوبك قبل اجتماعهم المرتقب في سبتمبر القادم.

مؤشر تداول عند مستوى 12,000 نقطة بنهاية العام



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:
براد بورلاند
رئيس الدائرة الاقتصادية والأبحاث
jadwaresearch@jadwa.com

الإدارة العامة:
الهاتف +966 1 279-1111
الفاكس +966 1 279-1571
صندوق البريد 60677، الرياض 11555
المملكة العربية السعودية
www.jadwa.com



الموضوع الرئيسي: سوق الأسهم مقيم بصورة عادلة ويتأهب للإرتفاع

بعد إجراء فحص دقيق وشامل للبيانات الجديدة المتعلقة بأرباح الشركات قمنا بإجراء تعديل لتوقعاتنا بشأن أداء سوق الأسهم حيث نقدر الآن القيمة العادلة لمؤشر تداول العام عند مستوى 10,000 نقطة أي أعلى من مستواه الحالي بصورة طفيفة. كما نتوقع أن يتخطى مؤشر تاسي قيمته العادلة منهيًا العام عند مستوى 12,000 نقطة مما يعني تحقيق زيادة في قيمته تزيد قليلاً عن 20 بالمائة فوق مستواه الحالي.

ونتوقع أن يأتي النمو في الأرباح قوياً في قطاعي التطوير العقاري والتشييد والبناء وذلك بفضل قوة الطلب المحلي الذي يتيح للشركات العاملة في هذين القطاعين زيادة أرباحها. كما نتوقع أن تتقلص أرباح شركات قطاع التأمين حيث أعلنت أكبر الشركات العاملة في هذا المجال وهي شركة "التعاونية" انخفاضاً كبيراً في أرباحها للفصل الأول نتيجة الخسائر التي منيت بها محفظتها الاستثمارية. أما قطاع الطاقة والمرافق الخدمية فيتوقع أن يسجل انخفاضاً في نمو أرباحه حيث تواجه شركات هذا القطاع ارتفاعاً في التكلفة ولا تستطيع الشركة السعودية للكهرباء (التي تسيطر على هذا القطاع) تمرير تلك الزيادة في التكاليف إلى المستهلكين لأن الأسعار التي تتقاضاها مقابل خدماتها ثابتة.

وكنا قد قدرنا في توقعاتنا السابقة بشأن أداء سوق الأسهم والتي وصفنا فيها مؤشر تداول بأنه "يخلق بعيداً وبسرعة كبيرة" (أنظر نشرتنا لشهر ديسمبر 2007) أن القيمة العادلة للمؤشر تراوح عند مستوى 8,500 نقطة وتوقعنا أن ترتفع قيمة المؤشر بنهاية العام إلى مستوى 10,000 نقطة بناءً على توقعاتنا بنمو الأرباح بمعدل 15 بالمائة. وكان مؤشر تداول حين إصدار ذلك التقرير قد اجتاز حاجز 11,000 نقطة، لكنه تراجع لاحقاً في يناير وظل مستواه يتراوح بين 9,000 و10,000 نقطة منذ ذلك الحين.

لكن لجأنا إلى إعادة فحص تقديراتنا السابقة تلك في ضوء البيانات التي صدرت عن أرباح الشركات لمجمل عام 2007 وعن الفصل الأول من هذا العام، حيث جاء معدل نمو الأرباح عام 2007 في حدود 12,7 بالمائة متأثراً بضعف أرباح قطاع المصارف التي تراجعت بنسبة 22,8 بالمائة نتيجة لانخفاض الدخل من عمليات الوساطة (تراجعت قيمة الأسهم المتداولة العام الماضي بنسبة 51 بالمائة مقارنة بعام 2006). لكن عدا ذلك نجد أن نمو أرباح الشركات كان جيداً حيث بلغ 21,5 بالمائة.

تداول' مهياً لتحقيق مكاسب مضطربة



مقارنة بالأسواق الأخرى

| السوق | مكرر الربحية |
|----------------------------------|--------------|
| البرازيل | 17.2 |
| الصين | 26.7 |
| دبي | 12.2 |
| كوريا | 14.9 |
| الكويت | 17.0 |
| الهند | 20.9 |
| الاتحاد السوفيتي | 13.3 |
| المملكة العربية السعودية | 23.1 |
| الولايات المتحدة (إس آند بي 500) | 16.6 |

وقد بلغ معدل العائد على السعر أو مكرر الربحية لمؤشر تداول العام، بناءً على أرباح عام 2007، ما يعادل 23,1 بالمائة وذلك بتاريخ 20 مايو مقارنة بمكرر ربحية بلغ 26,6 بالمائة في نهاية العام الماضي. لكن لا يزال هذا المكرر يبدو مرتفعاً نسبياً مقارنة بالعديد من الأسواق العالمية والإقليمية (على الرغم من أن أسواق الأسهم البرازيلية والروسية تطغي عليها شركات التعدين والطاقة إلا أنها



تقترب من الوصول إلى نهاية دورتها الربحية، بينما تشهد أسواق الهند تحسناً في مكرر الربحية في أعقاب تراجع أسعار الأسهم فيها مؤخراً هذا العام بما يعادل 20 بالمائة). وبغض النظر عن ذلك نعتقد أن الشركات السعودية تمتلك مقومات تسمح لها بتحقيق أرباح قوية تستطيع من خلالها تعزيز مكررات الربحية عند المستوى المشار إليه.

ومرة أخرى شوّه أداء قطاع المصارف والخدمات المالية بيانات أرباح الفصل الأول من عام 2008، فبناءً على البيانات المتوفرة حتى الآن وحسب تقديراتنا فقد جاء النمو في أرباح الفصل الأول في حدود 10,6 بالمائة، ولكن باستبعاد المصارف وشركة "التعاونية" (التي أطلق عليها سابقاً الشركة الوطنية للتأمين التعاوني) والتي تأثرت كثيراً بشطب كثير من ديونها نتيجة تعرضها لأزمة الرهن العقاري نجد أن نمو الأرباح يبلغ 16,3 بالمائة. (مع مراعاة أننا استثنينا كذلك كافة شركات التأمين الجديدة التي لا يزال العديد منها يعاني من الخسائر).

كذلك جاء نمو أرباح الفصل الأول لقطاع التشييد والبناء الأسرع بين جميع قطاعات السوق السعودي بنسبة نمو تجاوزت 30 بالمائة بفضل الطلب الكبير الذي أتاح لشركات القطاع تعزيز أرباحها. أيضاً استفاد قطاع الأسمنت من ازدهار عمليات البناء فاحتل المركز الثاني بنسبة نمو بلغت 28 بالمائة وجاء ثالثاً قطاع الزراعة والصناعات الغذائية نتيجة للأداء القوي الذي حققته شركة إنتاج مشتقات الألبان "المراعي" وشركة صناعة المواد الغذائية "صافولا" (كانت هاتين الشركتين ضمن القطاع الصناعي بموجب الهيكلة القديمة لسوق الأسهم).

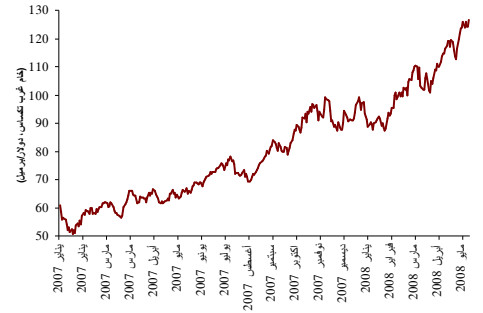
لقد استخدمنا بيانات الفصل الأول من العام الحالي لتساعدنا في صياغة توقعاتنا بنمو الأرباح للعام 2008 ككل. وبعد بحث كافة القطاعات المكونة لسوق الأسهم السعودي فقد رأينا رفع توقعاتنا بنمو الأرباح لمجمل السوق من 15 بالمائة إلى 19,6 بالمائة. وتتلخص العوامل الرئيسية وراء هذه الزيادة فيما يلي :

- **أرباح عام 2007 والفصل الأول من عام 2008 فاقت التوقعات:** سجلت الأرباح للعام 2007 في مجمل السوق باستثناء المصارف نمواً بنسبة 21,5 بالمائة وهو مستوى فاق توقعاتنا وكذلك جاءت نتائج الفصل الأول أعلى بقليل من تقديراتنا.
- **تحسن الأوضاع الاقتصادية:** أصبح واضحاً منذ إصدار تقريرنا لشهر ديسمبر 2007 أن أسعار النفط ستكون أعلى وأسعار الفائدة ستكون أقل مما توقعنا. وكان لا بد من أن يساهم هذان العاملان في تحسن أداء الشركات المدرجة في سوق الأسهم.
- **التضخم:** يتم قياس الأرباح بالقيمة الاسمية لذا فإن رفع توقعاتنا بشأن متوسط معدل التضخم للعام 2008 (من 4,5 بالمائة في ديسمبر إلى 8,2 بالمائة حالياً) يعني أن الأرباح ستكون أعلى مما توقعناه في السابق.

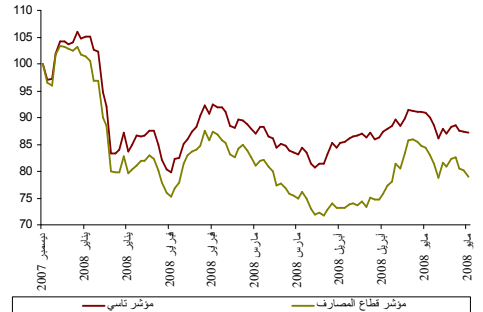
نتيجة لارتفاع أسعار العقارات بوتيرة متسارعة وقوة الطلب عليها نتوقع أن تسجل قطاعات التشييد والبناء والتطوير العقاري والأسمنت أعلى معدلات نمو الأرباح في سوق الأسهم السعودي، بينما نتوقع أن يأتي أقل مستوى أداء من نصيب قطاع التأمين حيث أعلنت أكبر شركة فيه (التعاونية) تراجعاً حاداً في أرباحها للفصل الأول بسبب خسائر تكبدتها محفظتها الاستثمارية. وفيما يلي تفصيل توقعاتنا بشأن الأرباح لكل قطاع على حده:

المصارف: نتوقع أن يأتي النمو في أرباح البنوك ضعيفاً بعض الشيء مرة أخرى هذا العام في حدود 10 بالمائة. ورغم أن حالات إهلاك الأصول التي تدنت قيمتها بسبب أزمة الائتمان العالمية لا تزال حتى الآن بسيطة إلا أن احتمال إجراء تعديلات

أسعار النفط تواصل ارتفاعها



أداء البنوك سيكون ضعيفاً





في الميزانيات العمومية يظل قائماً كما أن المنافسة المتزايدة من قبل الشركات الاستثمارية الجديدة ستقلل من الأرباح فضلاً عن أن زيادة معدل الاحتياطي النظامي المفروض على البنوك التجارية الذي يقضي بتقليل الأموال المخصصة من قبل البنوك للإقراض سيحد من مستوى الربحية.

الصناعات البتروكيمياوية: سيؤدي الارتفاع المتزايد في تكلفة العمليات الهندسية والمشتریات وأعمال التشييد من جهة وتراجع أسعار بيع المنتجات، وإن كانت لا تزال مرتفعة، جراء الزيادة العالمية في الطاقة الإنتاجية من جهة أخرى إلى تراجع نمو الأرباح في قطاع البتروكيمياويات إلى نسبة 10 بالمائة.

الاستثمار المتعدد: نسبة لأن شركات الاستثمار المتعدد هي شركات قابضة وذات أنشطة متعددة ومتنوعة فسيعكس أداء معظمها بصورة كبيرة الوضع في مجمل سوق الأسهم. ونتوقع أن يحقق هذا القطاع نمو أرباح عند مستوى 15 بالمائة وذلك نتيجة لتأثر شركة المملكة القابضة التي تعتبر أكبر شركات القطاع بضعف الاقتصاد العالمي جراء تخصيص جزء كبير من محفظتها للاستثمار في أصول أجنبية.

توقعات نمو الأرباح

| القطاع | نمو العائد على السهم للعام 2008 | مكرر الربحية حسب أرباح 2008 |
|----------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| البنوك | 10 | 18.5 |
| الصناعات البتروكيمياوية | 10 | 31.8 |
| الاستثمار المتعدد | 15 | 53.0 |
| التشييد والبناء | 35 | 17.6 |
| الطاقة والمرافق الخدمية | 5 | 18.0 |
| الاستثمار الصناعي | 20 | 24.1 |
| الأسمت | 30 | 11.6 |
| التطوير العقاري | 35 | 18.3 |
| النقل | 15 | 22.4 |
| الإعلام والنشر | 20 | 10.4 |
| الفنادق والسياحة | 10 | 47.5 |
| التجزئة | 15 | 20.7 |
| الاتصالات | 5 | 13.2 |
| التأمين | 15- | 11.1 |
| الزراعة والصناعات الغذائية | 15 | 26.8 |
| مؤشر تداول العام | 19.6 | 19.3 |

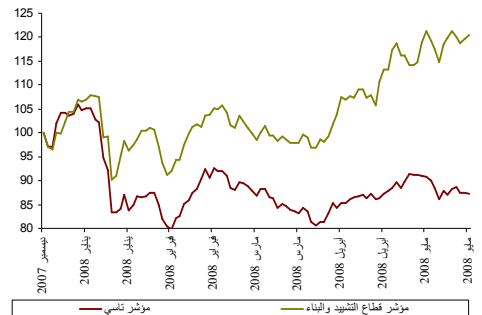
التشييد والبناء: مما لا شك فيه أن الطلب القوي جداً على العقارات سيتيح لشركات التشييد والبناء ليس فقط تمرير تكاليفها المتزايدة إلى المستهلك النهائي بل يتيح لها كذلك زيادة هوامشها الربحية. ونتيجة لذلك نتوقع أن يسجل هذا القطاع نمواً في الأرباح يصل إلى 35 بالمائة خلال عام 2008.

الطاقة والمرافق الخدمية: تسيطر على هذا القطاع الشركة السعودية للكهرباء التي ستجد صعوبة في زيادة أرباحها للعام 2008 حيث لا تتوفر لها مرونة كافية لتمرير التكاليف المرتفعة إلى جمهور المستهلكين، مما يجعلنا نتوقع نمو الأرباح في هذا القطاع بنسبة لا تتجاوز 5 بالمائة.

الاستثمار الصناعي: يتشكل هذا القطاع من طيف واسع من الصناعات التي ستستفيد على الأرجح من النمو القوي للاقتصاد غير النفطي لذا نتوقع أن يصل نمو الأرباح فيه إلى 20 بالمائة.

الأسمت: مما لا شك فيه أن الطلب القوي جراء ازدهار عمليات التشييد في المنطقة

مكاسب قوية متوقعة لقطاع التشييد





سيؤدي إلى نمو قوي في أرباح شركات الأسمنت فضلاً عن أن انخفاض الإنفاق الرأسمالي نتيجة اكتمال المشاريع التوسعية للقطاع سيدعم هو الآخر نمو الأرباح الذي نتوقه أن يبلغ 30 بالمائة.

التطوير العقاري: تتمتع شركات التطوير العقاري في الوقت الحالي بمرونة كبيرة في تحديد الأسعار وذلك في ضوء الطلب القوي على العقارات في جميع أنحاء المملكة الأمر الذي يجعلنا نتوقع أن يسجل القطاع نمواً مرتفعاً في الأرباح يصل إلى 35 بالمائة.

النقل: على الأرجح ستستفيد الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري التي تسيطر على قطاع النقل من زيادة حجم البضائع المنقولة نتيجة لازدياد حركة الصادرات والواردات على حد سواء بالرغم من أن أسعار تأجير بعض قطع أسطولها تشهد تراجعاً. ومن جهة أخرى ستواصل أسعار التجزئة المنخفضة للوقود دعمها لنمو الشركات الأخرى في القطاع، ونتوقع أن تنمو الأرباح في القطاع بنسبة 15 بالمائة.

الإعلام والنشر: نسبة للنقص في المطابع وشركات الإعلان في المملكة تعتبر الفرصة سانحة لشركات هذا القطاع لزيادة أرباحها ولذا نتوقع أن تحقق نمواً في الأرباح بنسبة 20 بالمائة.

الفنادق والسياحة: سيؤدي التوسع الحالي في فرص الحصول على تذاكر طيران رخيصة مقروناً بانخفاض قيمة الريال إلى تشجيع زيادة عدد المسافرين بغرض السياحة داخل المملكة كما سيؤدي استمرار قوة الاقتصاد إلى تحفيز الأشخاص للسفر بغرض التجارة والأعمال. ولكن نتيجة لعدم سعي الشركتين المدرجتين في هذا القطاع إلى اغتنام فرص النمو فإننا نتوقع أن يكون نمو الأرباح في حدود 10 بالمائة.

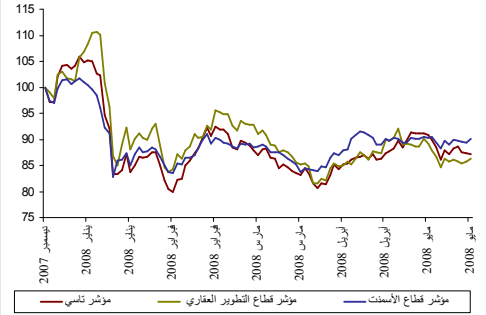
التجزئة: أدى التضخم إلى تآكل القدرة الشرائية للمستهلكين بصفة عامة وذوي الدخل المنخفض منهم على وجه الخصوص. ولكن نتيجة لأن أكبر شركات التجزئة المدرجة في سوق الأسهم تعتمد بصورة أكبر على المستهلكين من ذوي الدخل المتوسط فسوف تظل تستفيد من الأوضاع الاقتصادية الجيدة وازدياد النمو السكاني مما يؤدي إلى نمو أرباح القطاع بنسبة 15 بالمائة حسب توقعاتنا.

الاتصالات وتقنية المعلومات: من المتوقع أن تجبر المنافسة الجديدة في قطاع الاتصالات وخاصة من قبل شركة زين السعودية المتخصصة في خدمات الهاتف النقال المشغلين الحاليين إلى خفض أسعارهم وتحسين وتعزيز خدماتهم. وعلى الرغم من أن العدد الكلي لمشاركي الهاتف النقال سيكون في تزايد (تعتبر نسبة امتلاك الهاتف النقال في السعودية منخفضة مقارنة بالدول الأخرى في المنطقة) إلا أننا لا نتوقع أن يتجاوز نمو الأرباح في هذا القطاع نسبة 5 بالمائة.

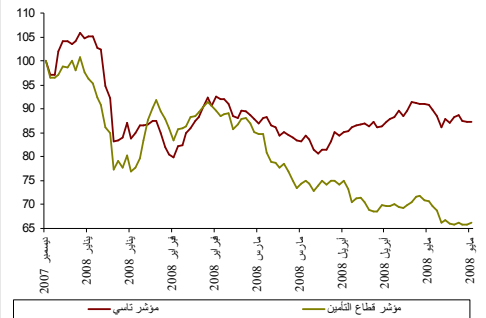
التأمين: هبطت أرباح شركة "التعاونية" للفصل الأول من العام الحالي بنسبة 81 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي نتيجة لعمليات شطب الديون الناتجة عن استثمارات ضربتها أزمة قروض الرهن العقاري. وبالرغم من التشريعات الجديدة في المملكة التي تشجع على توسعة الطلب على خدمات التأمين إلا أن أداء الشركة سيتأثر بالمنافسة من شركات التأمين الجديدة، ونتوقع أن تنخفض أرباح القطاع هذا العام بنسبة 15 بالمائة (مع الأخذ في الاعتبار أن تحليلنا لم يشمل شركات التأمين التي تم إدراجها مؤخراً في سوق الأسهم).

الزراعة والصناعات الغذائية: على الرغم من أن أسعار بعض المواد الغذائية الأساسية تخضع لمراقبة الحكومة إلا أن هذا القطاع سيستفيد بدرجة كبيرة من الارتفاع الحاد في أسعار الأغذية عالمياً ومحلياً (حسب صندوق النقد الدولي كانت أسعار الأغذية في أبريل الماضي أعلى بنسبة 46 بالمائة عن مستواها قبل عام)،

مكاسب جيدة لقطاعي الأسمنت والتطوير العقاري



نتائج ضعيفة لقطاع التأمين





لكن سيؤدي التقليل المستمر للدعم الحكومي إلى خفض معدل نمو الأرباح في قطاع الزراعة والصناعات الغذائية إلى نسبة 15 بالمائة.

بتطبيق افتراضاتنا بشأن أرباح عام 2008 على الأسعار الحالية للأسهم نصل إلى مكرر ربحية أجل عند مستوى 19,3 وهو مستوى نرى أنه قريباً من القيمة العادلة لمؤشر تداول. كذلك أخذنا في اعتبارنا نسبة مكرر الربحية إلى نمو الأرباح وهي طريقة تستخدم لمعرفة المعدل الذي يدفعه المستثمر في سبيل تحقيق نمو أرباح قدره 1 ريال. فإذا كانت نسبة مكرر الربحية إلى نمو الأرباح تساوي 1 فذلك يعني أن قيمة السوق عادلة أما إذا تراوحت بين صفر إلى 1 فيعني ذلك أنها دون مستواها العادل وإذا كانت أكثر من 1 أو سالبة فيعني ذلك أن قيمة السوق مرتفعة.

نسبة مكرر الربحية إلى نمو الأرباح

| القطاع | نسبة مكرر الربحية إلى نمو الأرباح |
|----------------------------|-----------------------------------|
| البنوك | 2.0 |
| الصناعات البتروكيمياوية | 3.5 |
| الاستثمار المتعدد | 4.1 |
| التشييد والبناء | 0.7 |
| الطاقة والمرافق الخدمية | 3.8 |
| الاستثمار الصناعي | 1.4 |
| الأسمت | 0.5 |
| التطوير العقاري | 0.7 |
| النقل | 1.7 |
| الإعلام والنشر | 0.6 |
| الفنادق والسياحة | 5.2 |
| التجزئة | 1.6 |
| الاتصالات | 2.8 |
| التأمين | 0.6- |
| الزراعة والصناعات الغذائية | 2.1 |
| مؤشر تداول العام | 1.2 |

ويؤكد استخدام هذه الطريقة رؤيتنا القائلة بأن قيمة السوق الحالية قريبة من القيمة العادلة كما يدعم استنتاجاتنا حيال أداء كل قطاع على حده. وعليه تبدو قطاعات التشييد والبناء والأسمت والتطوير العقاري والإعلام والنشر هي التي تعطي أفضل قيمة، بينما يتوجب على المستثمرين أن يكونوا حذرين تجاه قطاعات الفنادق والسياحة والاستثمار المتعدد والطاقة والمرافق الخدمية حيث تبدو الأسعار مغالى فيها.

ونعتقد أنه بناء على مكرر ربحية أجل عند مستوى 19,3 ونمو أرباح عند مستوى 19,6 بالمائة وبالتالي نسبة مكرر ربحية إلى نمو أرباح عند 1,2 يعتبر مؤشر تداول مقيم في الوقت الحالي بصورة عادلة عند مستوى 10,000 نقطة. وفي ضوء الأداء الاقتصادي القوي وأسعار النفط المرتفعة والتوقعات بتحقيق الشركات لأرباح مرتفعة والسيولة العالية ووجود قائمة طويلة من عمليات الطرح الأولى (التي تساهم في حالة التفاؤل فيما يبدو) نعتقد أن مؤشر تداول يتهيأ لكسر حاجز قيمته العادلة مع مرور الأيام، لذا نتوقع أن ينهي مؤشر تداول العام الحالي قريباً من مستوى 12,000 نقطة.



الاقتصاد تحت المجهر

تأثير رفع معدل الاحتياطي النظامي على البنوك التجارية

أقدمت مؤسسة النقد (البنك المركزي السعودي) على رفع معدل الاحتياطي النظامي المفروض على البنوك التجارية في 3 مايو في رابع عملية من نوعها منذ نوفمبر الماضي وذلك بهدف امتصاص السيولة التي نجمت عن خفض أسعار الفائدة. وعلى الرغم من أن خطوات الرفع السابقة لم تكن ذات تأثير كبير على نمو الدين، إلا أننا نعتقد أن تضافر عمليتي الرفع الأخيرتين سيحد من نمو عرض النقود وإن لم يكن بالقدر الكافي الذي سينتج عنه تأثير واضح على التضخم.

لقد أصبحت سياسة تعديل نسبة الاحتياطي النظامي المفروضة على البنوك التي ظلت ثابتة لمدة 27 عاماً إحدى الوسائل الرئيسية التي تستخدمها مؤسسة النقد للتخفيف من الآثار الناجمة عن خفض أسعار الفائدة وذلك لأن رفع معدل الاحتياطي النظامي المفروض على البنوك يؤدي إلى زيادة حجم الأموال التي تلتزم البنوك بإيداعها لدى مؤسسة النقد كاحتياطي قانوني مما يؤدي إلى تقليص حجم الأموال المتاحة للبنوك لتمويل عمليات الإقراض وبالتالي تباطؤ النمو الائتماني مما يقود إلى خفض معدل التضخم.

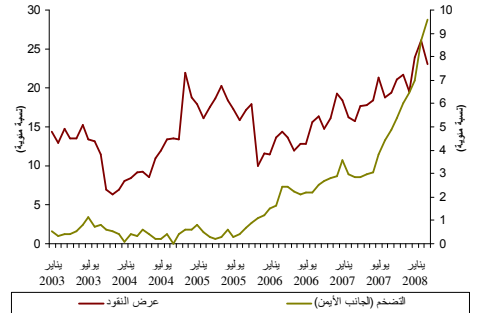
تشير البيانات الجديدة إلى أن الزيادتين الكبيرتين السابقتين في معدل الاحتياطي المفروض على الحسابات الجارية واللتين أدتا إلى رفعه من 7 بالمائة في نوفمبر إلى 10 بالمائة في يناير لم تكونا ذات تأثير كبير. فبالرغم من زيادة حجم ودائع الاحتياطي القانوني من 28,8 بليون ريال في نوفمبر إلى 42,4 بليون ريال في فبراير استطاعت البنوك زيادة الودائع الأخرى لدى مؤسسة النقد خلال تلك الفترة بمبلغ 15,5 بليون ريال. كذلك نجد أن استنادة القطاع الخاص واصلت الارتفاع وجاء حجم إقراض البنوك إلى القطاع الخاص كنسبة من إجمالي الودائع أعلى من حجمه قبل زيادة معدل الاحتياطي النظامي وذلك على الرغم من انخفاض نمو عرض النقود إلى أدنى مستوى له خلال 3 شهور بنسبة 23 بالمائة في مارس.

لجأت مؤسسة النقد مرة أخرى في 3 مايو إلى رفع معدل الاحتياطي النظامي للحسابات الجارية إلى 13 بالمائة بعد أن كانت زادت نقطتين مئويتين في أبريل، كما رفعت معدل الاحتياطي النظامي للودائع الآجلة وودائع الادخار من 2 بالمائة إلى 4 بالمائة. وسوف تؤدي هاتين الخطوتين إلى إلزام البنوك بزيادة احتياطياتها القانونية بمبلغ 16,1 بليون ريال (حسب بيانات شهر مارس). وتجدر الإشارة إلى أن مؤسسة النقد طلبت من البنوك منذ نوفمبر الماضي تجنب مبلغ إضافي قدره 25,1 بليون ريال كاحتياطيات وهو مبلغ يعادل 2,1 بالمائة من إجمالي أصول البنوك.

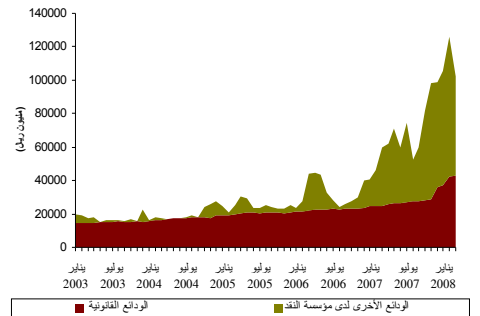
جاءت الزيادة الحادة في رفع معدلات الاحتياطي النظامي متزامنة مع عمليات خفض أسعار الفائدة حيث جرى خفض سعر إعادة الشراء العكسي (الذي تدفعه مؤسسة النقد مقابل الودائع) في 3 مايو لأول مرة منذ منتصف مارس من 2,25 بالمائة إلى 2 بالمائة. ولم تعد سوق العقود الآجلة هذا العام تبني أسعارها على أي عمليات خفض إضافية في أسعار الفائدة من قبل مجلس الاحتياطي الفيدرالي (تضطر مؤسسة النقد اقتفاء أثر أي تعديلات على سعر الفائدة يجريها مجلس الاحتياطي الفيدرالي من أجل دعم سعر الصرف للريال المربوط بالدولار). ورغمما عن ذلك ستبقى أسعار الفائدة منخفضة جداً (أقل بكثير من الصفر في حالة تقييمها في شكل أرقام معدلة حسب التضخم). ولذلك نعتقد أن رفع معدلات الاحتياطي النظامي سيحد من نمو عرض النقود ولكن من المستبعد أن يؤدي إلى إبطائه بدرجة كبيرة.

ومما لا شك فيه أن رفع معدلات الاحتياطي النظامي سيؤدي إلى خفض أرباح البنوك حتى وإن لم يكن له تأثير كبير على نمو الإقراض وذلك لأن الاحتياطيات القانونية لدى مؤسسة النقد لا تحقق فوائد بينما تحقق الودائع الأخرى فوائد تحسب على أساس سعر الفائدة العكسي. ولذلك فالبنوك في حاجة لتوسيع الفروقات بين سعر الإقراض وسعر الودائع للمحافظة على مستوى الربحية، حيث تساعد زيادة الأول (سعر الإقراض) كذلك على تقليص نمو عرض النقود.

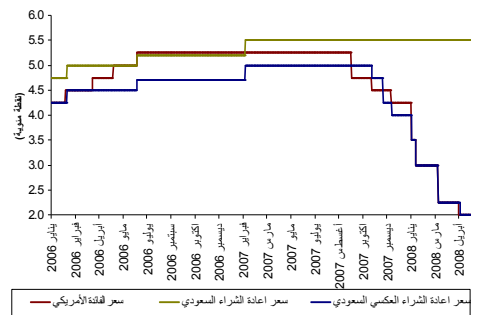
عرض النقود ساعد في زيادة التضخم



احتياطيات البنوك تفوق كثيراً معدل الاحتياطي النظامي



عمليات خفض أسعار الفائدة تصل إلى نهايتها





موجز التطورات الاقتصادية

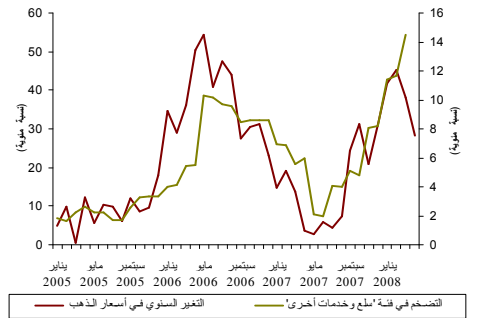
واصل التضخم صعوده المتسارع حيث ارتفع على أساس سنوي من 8,7 بالمائة في فبراير إلى 9,6 بالمائة في مارس وظلت الإجراءات هي مصدره الرئيسي مرتفعة بنسبة 15,8 بالمائة بينما تراجع مركز أسعار المواد الغذائية التي كانت في المرتبة الثانية وحلت محلها فئة "مصرفات وخدمات أخرى" التي قفز معدل التضخم في أسعارها إلى 14,5 بالمائة. وتتكون هذه الفئة التي تعتبر أحد مكونات مؤشر تكلفة المعيشة من مستلزمات النظافة الشخصية والفنادق والرسوم الإدارية والمجوهرات. ونعتقد أن تلك القفزة في معدل تضخم تلك الفئة جاءت نتيجة لارتفاع أسعار المجوهرات نسبة لحساسية هذه السلع إزاء الأسعار العالمية للذهب والفضة. ويوضح الرسم البياني العلاقة القوية بين التضخم في فئة "مصرفات وخدمات أخرى" والتغير السنوي في سعر الذهب. وبالرغم من أن أسعار الذهب انخفضت قليلاً في أبريل إلا أنها عاودت الارتفاع مرة أخرى في مايو وسبحذو التضخم في أسعار بنود فئة "مصرفات وخدمات أخرى" في الغالب حذو أسعار الذهب.

ارتفع معدل التضخم في أسعار المواد الغذائية من 11,2 بالمائة في فبراير إلى 12,2 بالمائة في مارس وسيكون على الأرجح قد ارتفع أكثر في أبريل. ونورد هنا مرة أخرى الرسم البياني لسعر الأرز والذي كنا قد نشرناه في نشرتنا الشهرية الأخيرة وذلك بعد تحديده لنوضح مدى الارتفاع الذي وصلت إليه أسعار الأرز مؤخراً. وقد تصافرت عدة عوامل أهمها الزيادة الكبيرة في حجم الطلب وتضاؤل المخزونات والتخزين وحظر الصادرات متسببة في رفع أسعار الأرز بنسبة 51 بالمائة في أبريل أو ما يعادل ثلاثة أضعاف سعره في أكتوبر 2007. وفي هذا السياق قررت الهند التي تعتبر المصدر الرئيسي لواردات المملكة من الأرز في مارس حظر تصدير جميع أنواع الأرز باستثناء الأرز البسمتي الذي فرضت عليه رسوم صادر بلغت 200 دولار للطن. والآن يبحث المسؤولون السعوديون فكرة الاستثمار في زراعة الأرز في تايلاند بهدف المساعدة في حماية المملكة من الارتفاع العالمي في أسعار الأرز.

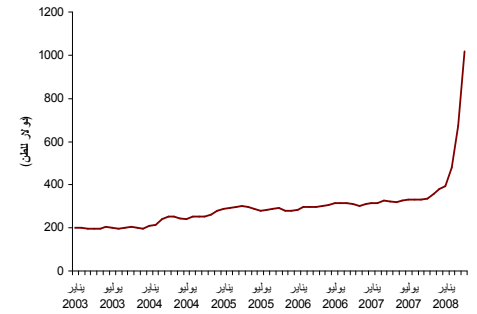
كذلك ارتفع معدل التضخم في أسعار الجملة بشدة حتى وصل إلى 9 بالمائة خلال الفصل الأول من العام الحالي مقارنة بمعدل 5,8 بالمائة خلال الفصل الأخير من العام الماضي. ومرة أخرى تأتي أسعار الذهب أحد العوامل الرئيسية وراء هذا الارتفاع حيث تشكل تقريباً معظم فئة "سلع أخرى" التي تعتبر أحد الفئات المكونة لمؤشر تكلفة المعيشة مسجلة أسرع معدل نمو على أساس سنوي بنسبة 36,2 بالمائة، حلت بعدها في المركز الثاني المواد الكيميائية والمنتجات المرتبطة بها بمعدل نمو 21,5 بالمائة. ولم تنعكس مستويات الارتفاع في أسعار الجملة بصورة كلية على تكلفة المعيشة خلال السنوات الأخيرة، في دلالة واضحة على أن تجار التجزئة أصبحوا يقللون من هوامش أرباحهم، الأمر الذي يفسر الاختفاء الفعلي للفجوة بين مقياسي التضخم (مقياس أسعار التجزئة ومقياس أسعار الجملة) طيلة الفصلين الماضيين.

ولا يبدو أن للتضخم حتى الآن تأثير كبير على إنفاق المستهلكين. فبالرغم من عدم توفر أرقام منشورة عن مبيعات التجزئة إلا أن هناك بيانات عن العمليات المنفذة عن طريق نقاط البيع تشير إلى أن نمو إنفاق المستهلكين (تم قياسه كمتوسط 3 شهور من متوسط قيمة العمليات المنفذة عبر كل وحدة من نقاط البيع) ظل قوياً طيلة الفصل الأول من هذا العام. ويبدو أن إنفاق المستهلكين قد تأثر بشدة بأوضاع سوق الأسهم حيث بدأ المستهلكون منذ منتصف عام 2004 استثمار معظم أموالهم الفائضة في سوق الأسهم بدلاً من إنفاقها ثم تناقص إنفاقهم مرة أخرى وبدرجة أكبر بعد انهيار سوق الأسهم في أوائل 2006. ويشير الرسم البياني على الهامش الأيمن إلى أن إنفاق المستهلكين ينمو الآن بأسرع معدلاته منذ مطلع عام 2003.

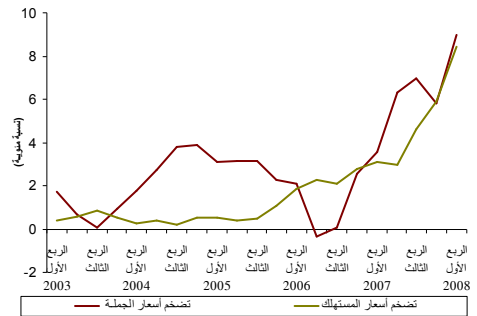
أسعار الذهب تزيد من التضخم



الارتفاع الحاد في أسعار الأرز يتواصل



أسعار الجملة كذلك في ارتفاع



إنفاق المستهلكين لا يزال قوياً





موجز أسواق النفط

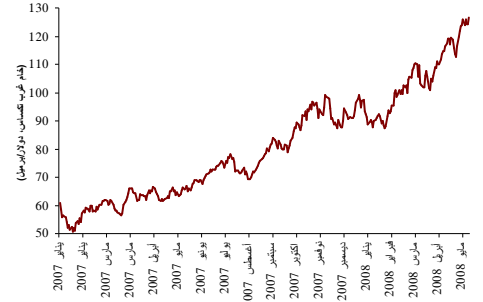
واصلت أسعار النفط تسجيل ارتفاعاتها القياسية حتى بلغت مستوى **132 دولاراً للبرميل في 21 مايو**، وذلك نتيجة لاستمرار تخوف السوق من عدم التوازن بين الطلب والعرض. وقد ظل ارتفاع الأسعار وتباطؤ الاقتصاد العالمي العاملين الرئيسيين في خفض التوقعات بشأن حجم الطلب حيث قلصت وكالة الطاقة الدولية تقديراتها بشأن نمو الطلب العالمي خلال عام 2008 بنسبة 20 بالمائة في مايو ليصل إلى 1,03 مليون برميل في اليوم. وليست هناك مؤشرات قوية على إمكانية دخول معروض نفطي كبير جديد إلى السوق باستثناء كمية إضافية في حدود 300,000 برميل في اليوم متوقعة من المملكة (أنظر أدناه). وجدير بالملاحظة أن الطلب على النفط بهدف استخدامه كأداة تحوط ضد ضعف الدولار لم يعد في الفترة الأخيرة عاملاً مهماً في ارتفاع الأسعار حيث نجد أن أسعار النفط ارتفعت بواقع 10 دولارات للبرميل بالرغم من بدء التحسن في مستوى الدولار منذ منتصف أبريل.

لا يزال المستهلكون يحطون بحماية من التأثير الكامل لارتفاع أسعار النفط من خلال التحكم في الأسعار في الكثير من الأسواق الناشئة وبواسطة الضرائب في أوروبا وعن طريق تحمل الشركات المالكة للمصافي جزء من التكاليف العالية في الولايات المتحدة. ونعتقد أن انخفاض الاستهلاك في الولايات المتحدة سيكون هو السبب الرئيسي لبدء انخفاض أسعار النفط الذي نتوقه خلال ما تبقى من هذا العام. ومن شأن انخفاض الأرباح تمرير المصافي الأمريكية المزيد من الارتفاع في الأسعار إلى المستهلكين مما أدى إلى ارتفاع السعر المتوسط للجازولين العادي في الولايات المتحدة بنسبة 13 بالمائة منذ نهاية مارس. ولقد شجعت أسعار الجازولين المرتفعة التوسع في نظام المشاركة في السيارات كما قللت من مبيعات السيارات ذات الدفع الرباعي وقد تؤدي قريباً إلى انخفاض حاد في استهلاك النفط في الولايات المتحدة.

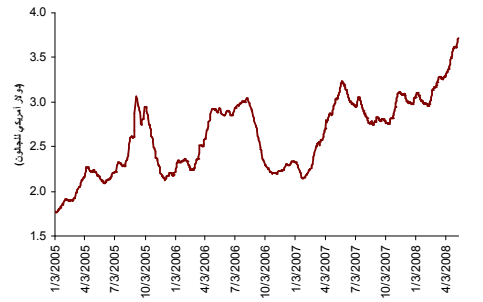
قررت المملكة زيادة إنتاجها من النفط بواقع 300,000 برميل في اليوم ابتداء من يونيو المقبل وبذلك يصل حجم إنتاجها الكلي إلى 9,45 مليون برميل في اليوم. وقد تم الإعلان عن هذه الزيادة خلال الزيارة الأخيرة للرئيس الأمريكي جورج بوش إلى المملكة والذي ظل يدعو إلى زيادة الإنتاج بغية خفض الأسعار. ولا ننسى أن أسعار النفط المرتفعة حالياً تسبب كذلك القلق للمسؤولين السعوديين وذلك لأنها تهدد حجم الاستهلاك وتشجع على الاستثمار في مصادر طاقة بديلة، وتتكون الطاقة الإنتاجية الاحتياطية للمملكة حالياً من الخام العربي الثقيل الذي يتطلب عمليات تكرير معقدة ومكلفة الأمر الذي يؤدي لارتفاع الطلب على الخام العربي الخفيف الذي لا تتوفر منه أية كميات فائضة عالمياً. ولن تؤدي الكميات الجديدة إلا إلى زيادة المخزون العالمي ولن يكون لها تأثير يذكر في خفض الأسعار ما لم يتم العثور على مشتريين لها. وعموماً كان تأثير إعلان هذه الزيادة في الإنتاج على أسعار النفط العالمية ضئيلاً جداً.

وستكون زيادة الإنتاج السعودي على الأرجح هي الزيادة الوحيدة في إنتاج النفط من قبل أعضاء منظمة أوبك خلال الصيف الحالي حيث ذكرت العديد من الدول الأعضاء أن الإمدادات النفطية في السوق كافية وأن أوبك لن تعقد أي اجتماع رسمي قبل الاجتماع القادم المقرر عقده في سبتمبر. وتدعم الزيادة الأخيرة في مخزونات النفط رؤية أوبك حول وضع السوق حيث ظل المخزون الأمريكي في ازدياد منذ بداية العام وكان مستواه في الأسبوع الأول من مايو أعلى منه في مطلع يناير بنسبة 12,5 بالمائة.

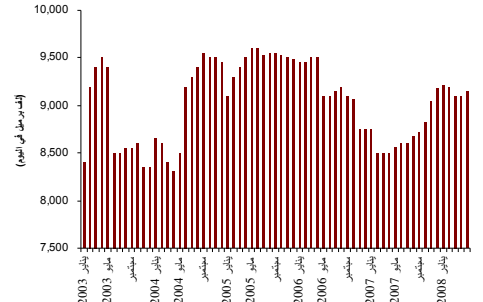
أسعار النفط تواصل ارتفاعها



المستهلك الأمريكي بدأ يحس بالضغط (سعر الجازولين العادي في أمريكا)

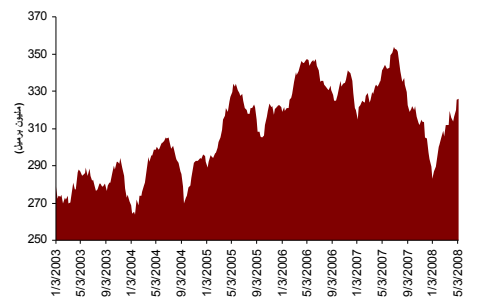


المملكة ترفع إنتاجها



زيادة المخزونات النفطية

(مخزونات النفط حسب إحصاءات إدارة معلومات الطاقة الأمريكية)





البيانات الأساسية

| 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 | |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| توقعات | توقعات | توقعات | تقديري | | | | | | |
| النتائج الإجمالية الاسمي | | | | | | | | | |
| 1863 | 1713 | 1712 | 1414 | 1318 | 1183 | 939 | 805 | 707 | (بليون ريال سعودي) |
| 496.8 | 456.7 | 456.6 | 377.1 | 351.5 | 315.3 | 250.3 | 214.6 | 188.6 | (بليون دولار أمريكي) |
| 8.8 | 0.0 | 22.1 | 7.3 | 11.5 | 26.0 | 16.7 | 13.8 | 3.0 | (معدل التغير السنوي) |
| النتائج الإجمالية الفعلي | | | | | | | | | |
| (معدل التغير السنوي) | | | | | | | | | |
| 1.0 | 5.0 | 4.0 | -1.5 | 0.2 | 7.8 | 6.7 | 17.2 | -7.5 | القطاع النفطي |
| 7.8 | 8.0 | 7.6 | 5.9 | 6.4 | 5.8 | 5.3 | 3.9 | 4.1 | القطاع الخاص غير النفطي |
| 4.5 | 5.0 | 5.0 | 4.3 | 6.1 | 4.0 | 3.1 | 3.1 | 2.9 | القطاع الحكومي |
| 5.0 | 6.4 | 5.5 | 3.5 | 4.3 | 6.1 | 5.3 | 7.7 | 0.1 | معدل التغير الكلي |
| المؤشرات النفطية (متوسط) | | | | | | | | | |
| 85.0 | 76.0 | 90.0 | 72.3 | 66.1 | 56.7 | 41.5 | 31.1 | 26.2 | خام غرب تكساس القياسي |
| | | | | | | | | | (دولار/برميل) |
| 79.5 | 72.0 | 85.0 | 68.1 | -0.5 | -0.6 | 0.7 | 0.4 | 0.2 | سلة الخام السعودي (دولار/برميل) |
| 9.6 | 9.5 | 9.2 | 8.8 | 9.2 | 9.5 | 9.0 | 8.8 | 7.5 | الإنتاج (مليون برميل/يوم) |
| مؤشرات الميزانية العامة | | | | | | | | | |
| (بليون ريال سعودي) | | | | | | | | | |
| 780 | 706 | 792 | 622 | 674 | 564 | 392 | 293 | 213 | إيرادات الدولة |
| 685 | 611 | 532 | 443 | 393 | 346 | 285 | 257 | 234 | منصرفات الدولة |
| 95 | 95 | 260 | 179 | 280 | 218 | 107 | 36 | -21 | الفائض/العجز المالي |
| 5 | 6 | 15 | 13 | 21 | 18 | 11 | 4 | -3 | (كنسبة من الناتج الإجمالي) |
| 240 | 230 | 250 | 267 | 366 | 475 | 614 | 660 | 660 | الدين العام المحلي |
| 12.9 | 13.4 | 14.6 | 18.9 | 27.8 | 40.2 | 65.4 | 82.0 | 93.3 | (كنسبة من الناتج الإجمالي) |
| المؤشرات النقدية (متوسط) | | | | | | | | | |
| 5.0 | 6.2 | 8.2 | 4.1 | 2.3 | 0.7 | 0.3 | 0.6 | 0.2 | التضخم (معدل التغير السنوي) |
| 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.20 | 4.75 | 2.50 | 1.75 | 2.00 | سعر الإقراض الأساسي لمؤسسة النقد |
| (نسبة مئوية سنوية) | | | | | | | | | |
| مؤشرات التجارة الخارجية | | | | | | | | | |
| (بليون دولار) | | | | | | | | | |
| 257.1 | 227.8 | 260.5 | 201.2 | 187.7 | 161.1 | 110.4 | 82.0 | 63.6 | عائد صادرات النفط |
| 292.9 | 261.0 | 290.2 | 229.7 | 210.5 | 180.1 | 125.7 | 93.0 | 72.3 | عائد الصادرات الإجمالي |
| 153.9 | 129.3 | 106.0 | 81.5 | 63.8 | 54.6 | 41.1 | 33.9 | 29.6 | الواردات |
| 139.0 | 131.7 | 184.2 | 148.2 | 146.6 | 125.5 | 84.6 | 59.1 | 42.6 | الميزان التجاري |
| 93.5 | 79.2 | 126.7 | 91.8 | 98.9 | 90.0 | 51.9 | 28.0 | 11.9 | ميزان الحساب الجاري |
| 18.8 | 17.3 | 27.8 | 24.3 | 28.1 | 28.5 | 20.7 | 13.1 | 6.3 | (كنسبة من الناتج الإجمالي) |
| 644.2 | 553.7 | 477.7 | 359.8 | 273.4 | 195.5 | 127.9 | 97.1 | 73.3 | الاحتياطي الرسمي من الموجودات الأجنبية |
| المؤشرات الاجتماعية والسكانية | | | | | | | | | |
| 26.9 | 26.1 | 25.3 | 24.5 | 23.7 | 23.1 | 22.5 | 22.0 | 21.5 | تعداد السكان (مليون نسمة) |
| 8.2 | 8.5 | 8.8 | 9.0 | 9.1 | 8.8 | 8.5 | 8.2 | 7.6 | معدل البطالة (ذكور، فوق سن 15، نسبة مئوية) |
| 18451 | 17483 | 18039 | 15394 | 14843 | 13640 | 11112 | 9745 | 8773 | متوسط دخل الفرد |

المصدر: توقعات جدوى للأعوام 2007 - 2010. مؤسسة النقد العربي السعودي لأرقام الناتج القومي والمؤشرات النقدية ومؤشرات التجارة الخارجية، وزارة المالية ومؤشرات الميزانية، مصلحة الإحصاءات العامة وتقديرات جدوى لأرقام صناعة النفط والمؤشرات الاجتماعية والسكانية.



إخلاء المسؤولية

ما لم يُشر بخلاف ذلك، لا يسمح بإطلاقاً بنسخ أي من المعلومات الواردة في هذه النشرة جزئياً أو كلياً دون الحصول على إذن تحريري مسبق ومحدد من شركة جدوى للاستثمار.

لقد بذلت شركة جدوى للاستثمار جهداً كبيراً للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو إعلانات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية عن دقة أو اكتمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحتويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى استخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خيار أو مشورة لاتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.