



## نظرة عامة

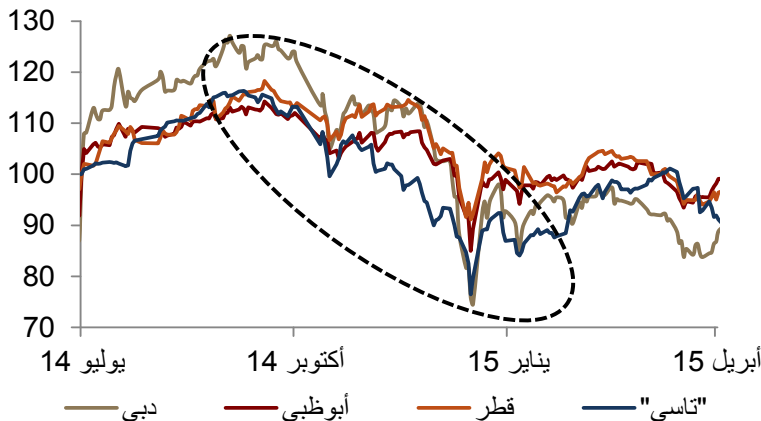
بما أن اقتصاد المملكة العربية السعودية يعتمد بدرجة كبيرة على النفط، فإن حدوث أي تغييرات كبيرة في أسعار النفط ستبعتها على الأرجح تغييرات نفسية وأخرى فعلية في سوق الأسهم. ويظهر تأثير التغيرات النفسية غالباً على سوق الأسهم بصورة فورية، بينما يستغرق ظهور تأثير التغيرات الفعلية فترة زمنية أطول. لذلك، عندما تبقى أسعار النفط منخفضة لفترة طويلة، فإن ذلك ينعكس في نهاية المطاف على السياسة الاقتصادية ونشاط القطاع الخاص وربحية الشركات.

إن دخول المستثمرين المؤسساتيين الأجانب للاستثمار المباشر في سوق الأسهم السعودي وضعف الأداء في أسواق الأسهم الخليجية مؤخراً، خاصة في ظل تراجع أسعار النفط في النصف الثاني من عام 2014، يجعل من الضروري تقييم طبيعة العلاقة بين مؤشر الأسهم السعودية "ناسي" وأسعار النفط العالمية. ونعتقد أن تحليل هذه العلاقة سيتيح فهماً أفضل لنوع الاستراتيجية التي سيتبناها المستثمرون الأجانب في محاولتهم لتنويع استثماراتهم أو تحوطهم ضد التغيرات في أسعار النفط.

### التأثيرات النفسية مقابل التأثيرات الفعلية لأسعار النفط على سوق الأسهم

عند حدوث تراجع كبير في أسعار النفط العالمية، يصحب ذلك التراجع تأثير فوري وقصير الأجل على سوق الأسهم، نتيجة للتغير في الحالة النفسية للمستثمرين. وبما أن المستثمرين الأفراد يشكلون نحو 90 بالمائة من حجم التداولات اليومية في السوق السعودي، فإن الحالة النفسية تلعب دوراً أكبر في القرارات الاستثمارية مقارنة بأسواق الأسهم الأكثر تطوراً. ويمكن الاستدلال على ذلك بالأحداث الأخيرة التي أعقبت التراجع الحاد في أسعار النفط، الذي انخفض بنحو 50 بالمائة منذ منتصف عام 2014 (شكل 1). وفي حالة "ناسي"، لا يعكس المسار النازل للمؤشر المعطيات الأساسية للسوق السعودي، إذ أن الانخفاض في أسعار النفط لا يؤثر في العادة بصورة فورية على نمو الإقتصاد أو الشركات. فالسبب وراء الهبوط الحاد في "ناسي" يرتبط أكثر بعمليات البيع بسبب الذعر الناتجة عن تدني درجة التفاؤل للمستثمرين. فعندما اضطرت أسعار النفط، أصاب الخوف الكثير من

شكل 1: أداء أسواق الأسهم الخليجية منذ يوليو 2014



\* ملحوظة: المؤشر معدل بحيث يساوي 100 نقطة في يوليو 2014

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي  
كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث  
falturki@jadwa.com

أسد خان  
اقتصادي أول  
rkhan@jadwa.com

الإدارة العامة:

الهاتف +966 11 279-1111

الفاكس +966 11 279-1571

صندوق البريد 60677، الرياض 11555

المملكة العربية السعودية

www.jadwa.com



المستثمرين الأفراد من لجوء الحكومة السعودية إلى خفض، أو حتى ربما، تقليص الإنفاق الذي يقود بدوره إلى تراجع أرباح الشركات في المدى الطويل. لكن مخاوف المستثمرين من انخفاض الإنفاق الحكومي وتأثيره على أداء الشركات هدأت بعد مصادقة الحكومة على ميزانية أخرى توسعية في نهاية عام 2014. ومنذ ذلك الحين، بدأ مؤشر "تاسي" يتعش مدعوماً بانتقال السلطة بطريقة سلسلة، ومكافأة راتب الشهرين التي منحت إلى موظفي القطاع العام، وكذلك الاستقرار النسبي في أسعار النفط العالمية.

التأثير الثاني الفعلي لتذبذب أسعار النفط والذي يظهر في فترة زمنية أطول يتحقق من خلال مساري انتقال منفصلين لكنهما مرتبطين ببعضهما البعض، أحدهما عبر القطاع الحكومي والثاني عبر القطاع الخاص.

### التأثير عبر القطاع الحكومي

بما أن 86 بالمائة من دخل الحكومة يأتي من الإيرادات النفطية، فإن استمرار أسعار النفط منخفضة لفترة زمنية طويلة سيؤثر بلا شك على الإنفاق الحكومي.

فإذا نظرنا إلى انتقال التأثير عبر القطاع الحكومي، نجد أن التغيرات في أسعار النفط تؤثر على إيرادات الدولة. ففي حال بقيت أسعار النفط مرتفعة لفترة تزيد على العام، فإننا نتوقع تعزيز الميزانية العامة للدولة، مما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الحكومي، والذي يدفع بدوره معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي وربحية الشركات، ويترجم ذلك في النهاية إلى تأثير إيجابي على سوق الأسهم. أما عندما تبقى أسعار النفط منخفضة لفترة طويلة، فتكون النتيجة عكسية. وفي جميع مراحل عملية انتقال التأثير عبر القطاع العام، هناك ارتباطات مباشرة وتأثيرات قوية على القطاع الخاص.

منذ عام 1974م، هناك ثلاث فترات شهدت تراجعاً في أسعار النفط مدى زمني طويل أدى إلى انخفاض في إجمالي تكوين رأس المال الحكومي الثابت (شكل 2). كانت الفترة الأولى بين عامي 1981 و 1986، عندما تراجعت أسعار النفط على أساس سنوي في جميع تلك السنوات الخمس، من متوسط 35 دولاراً للبرميل عام 1981 إلى 14,5 دولاراً للبرميل عام 1986. خلال نفس الفترة كذلك، تراجع إجمالي تكوين رأس المال الحكومي الثابت على أساس المقارنة السنوية، منخفضاً من 73 مليار ريال عام 1981 إلى 25 مليار ريال عام 1986. فقط ابتداءً من عام 1988، وبفضل زيادة أسعار النفط، على أساس المقارنة السنوية، بدأ إجمالي تكوين رأس المال الحكومي الثابت يزيد أيضاً.

الفترة الثانية كانت بين عامي 1992 و 1994. وجاء التراجع في أسعار النفط خلال تلك الفترة أقل حدة، حيث انخفض من 19 دولاراً للبرميل إلى 15 دولار للبرميل. رغم ذلك، هبط إجمالي تكوين رأس

عادة يكون حدوث تراجع كبير في أسعار النفط العالمية مصحوباً بتأثير فوري/قصير الأجل على سوق الأسهم.

تأثير تغيرات أسعار النفط في المدى الطويل يتحقق من خلال مساري انتقال منفصلين.

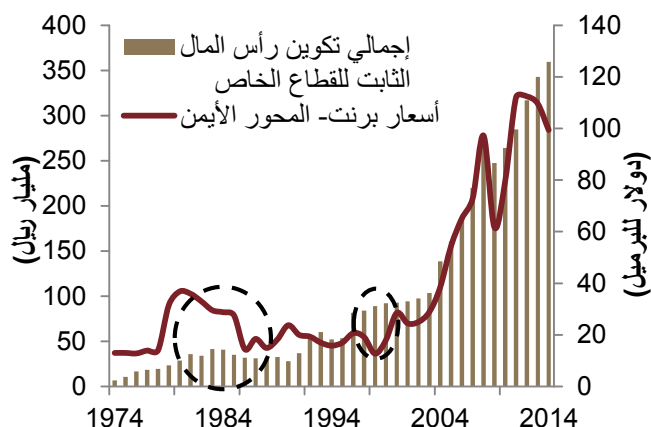
تراجع أسعار النفط لفترة طويلة سيؤثر على الإنفاق الرأسمالي للحكومة.

منذ عام 1974م، هناك ثلاث فترات شهدت تراجعاً في أسعار النفط مدى زمني طويل أدى إلى انخفاض في إجمالي تكوين رأس المال الثابت للحكومة.

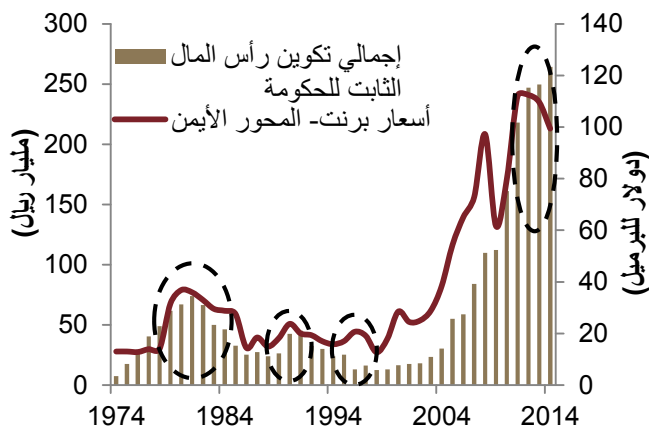
كانت الفترة الأولى بين عامي 1981 و 1986...

والفترة الثانية كانت بين عامي 1992 و 1994...

شكل 3: أسعار النفط وإجمالي تكوين رأس المال الثابت للقطاع الخاص



شكل 2: أسعار النفط وإجمالي تكوين رأس المال الثابت للحكومة





المال الثابت من 45 مليار ريال عام 1991 إلى 23 مليار ريال عام 1994. عام 1995 سجل النفط انتعاشاً طفيفاً، وارتفع إجمالي تكوين رأس المال الثابت إلى 25 مليار ريال. في الفترة الثالثة، هبطت أسعار النفط، على أساس سنوي، في عامي 1997 و 1998، أعقبه هبوط في إجمالي تكوين رأس المال الثابت في عامي 1997 و 1999 ثم ارتفع مباشرة بعد ذلك.

منذ النصف الثاني لعام 2014، دخلت المملكة العربية السعودية في فترة أخرى من تراجع أسعار النفط لفترة طويلة. بلغ متوسط سعر النفط عام 2014 نحو 99 دولاراً للبرميل، ونتوقع أن ينخفض إلى 61 دولاراً للبرميل خلال عام 2015، ثم يرتفع بدرجة طفيفة إلى 68 دولاراً عام 2016. أما إجمالي تكوين رأس المال الحكومي الثابت، فقد سجل مستوى قياسياً عام 2014 وبلغ 264 مليار ريال. في الفترة القادمة، نتوقع تراجع إجمالي تكوين رأس المال الحكومي الثابت، ولكن ليس بصورة حادة.

خلال الفترة الحالية لتراجع أسعار النفط، لن يكون الانخفاض في إجمالي تكوين رأس المال الحكومي الثابت حاداً كما كان الحال في الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي. والسبب وراء ذلك هو أن ضخامة الاحتياطيات الأجنبية الموجودة لدى "ساما" والتي بلغت في نهاية أبريل 2015 نحو 2,6 تريليون ريال (683 مليار دولار)، ستوفر دعامة مالية كافية للحكومة تبقي مستويات الإنفاق المرتفعة خلال عام 2015 وبعده. علاوة على ذلك، هناك فرصة واسعة للحكومة للاستدانة من النظام المصرفي، في ظل تصنيفها الائتماني القوي وانخفاض مستويات مديونيتها. وفي الحقيقة، نتوقع أن تغير الحكومة استراتيجيتها التمويلية، وذلك بالمزاوجة بين السحب من الاحتياطيات الأجنبية والاستدانة لتمويل عجز الميزانية عام 2015. وبناءً على ذلك، فإننا نتوقع أن يرتفع الدين العام إلى 9,6 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي بنهاية هذا العام، مقارنة بـ 1,6 بالمائة من الناتج المحلي في نهاية عام 2014.

### التأثير عبر القطاع الخاص

بلا شك، تؤثر التغيرات في أسعار النفط على سوق الأسهم من خلال تأثيرها على القطاع الخاص. في المدى القصير يؤثر ارتفاع أو انخفاض أسعار النفط بصورة فورية على مستوى الثقة في الشركات. ولكن عندما تبقى أسعار النفط مرتفعة (أو منخفضة) لفترات أطول، يبدأ مديرو الشركات التفكير بشأن القرارات الاستثمارية المستقبلية. وفي المدى المتوسط يتم تنفيذ تلك القرارات الاستثمارية التي تؤثر في نهاية المطاف على نمو القطاع الخاص. وينعكس ارتفاع أو انخفاض النمو المتوقع لشركات المساهمة على تحسن أو تراجع الأداء في مؤشر "ناسي".

بالنظر إلى نفس الفترات التي تراجعت فيها أسعار النفط المشار إليها في الفقرات السابقة (1981-1986، 1992-1994، 1997-1998)، هناك تكييف أكثر تنوعاً في إجمالي تكوين رأس المال الثابت للقطاع الخاص. ويبدو أن إجمالي تكوين رأس المال الثابت للحكومة يتكيف في العادة مع ارتفاع أو انخفاض أسعار النفط خلال فترة سنة إلى سنتين، بينما تتأخر القرارات الاستثمارية للقطاع الخاص عن تلك الفترة. وبما أن تكييف إجمالي تكوين رأس المال الثابت للقطاع الخاص مع أسعار النفط يأتي مختلفاً، فإن تأثير أسعار النفط على سوق الأسهم عبر القطاع الخاص لا يكون فورياً.

خلال فترة هبوط أسعار النفط بين عامي 1981 و 1986، تراجع إجمالي تكوين رأس المال الخاص الثابت في كل سنة من تلك السنوات، باستثناء عام 1983، ثم ارتفع بنسبة 1,9 بالمائة، على أساس سنوي، فقط عام 1988. وعندما تراجعت أسعار النفط في جميع السنوات بين عامي 1991 و 1994، تراجع إجمالي تكوين رأس المال الثابت فقط عام 1994. وخلال فترة تراجع أسعار النفط عامي 1997 و 1998، لم يتم أي خفض في إجمالي تكوين رأس المال الثابت (شكل 3). وهناك حالة استثنائية واحدة، شهدت حدوث تأثير فوري لانخفاض أسعار النفط على إجمالي تكوين رأس المال الثابت للقطاع الخاص. كان ذلك عام 2009، ولكن بسبب الطبيعة العالمية للأحداث التي انتشرت بعد ذلك

...والثالثة جاءت خلال عامي 1997 و 1998.

خلال الفترة الحالية لتراجع أسعار النفط، لن يكون الخفض في إجمالي تكوين رأس المال الحكومي الثابت حاداً كما كان الحال في الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي...

...نتيجة للموجودات الأجنبية الضخمة لدى "ساما" التي بلغت في نهاية أبريل 2015 نحو 2,6 تريليون ريال (683 مليار دولار) كسبب رئيسي.

عندما تظل أسعار النفط مرتفعة (أو منخفضة) لفترات أطول، يبدأ مديرو الشركات التفكير بشأن القرارات الاستثمارية المستقبلية.

إذا نظرنا إلى نفس الفترات التي تراجعت فيها أسعار النفط، نجد أن هناك تكييفاً أكثر تنوعاً في إجمالي تكوين رأس المال الثابت للقطاع الخاص.

بينما يتكيف الإنفاق الرأسمالي الحكومي في العادة وفقاً لارتفاع أو انخفاض أسعار النفط خلال فترة سنة إلى سنتين، نجد أن القرارات الاستثمارية للقطاع الخاص تتأخر عن تلك الفترة.



والتذبذبات الكبيرة في أسعار النفط خلال ذلك العام، فإن سبب الخفض الفوري لإجمالي تكوين رأس المال الثابت يعتبر واضحاً.

إذا نظرنا إلى بيانات الأرباح الصافية لشركات المساهمة وأسعار النفط، لا نجد علاقة واضحة بينهما، ولكن هذا الاستنتاج مبني على بيانات فترتها الزمنية قصيرة تعود إلى عام 2005. من عام 2006 إلى عام 2008، زادت أسعار خام برنت، على أساس المقارنة السنوية، لكن متوسط صافي الأرباح للشركة الواحدة هبط في جميع تلك السنوات الثلاث. في عام 2009، أثرت نتائج الأزمة المالية العالمية على أسعار النفط وربحية الشركات، حيث سجل كلاهما تراجعاً، على أساس المقارنة السنوية. في عامي 2010 و 2011، ارتفعت أسعار النفط، على أساس سنوي، وكذلك متوسط أرباح الشركات. عام 2012، بقيت أسعار النفط فعلياً مستقرة، في حين تراجعت أرباح الشركات بدرجة طفيفة. منذ عام 2012، سجلت أسعار النفط تراجعاً، على أساس سنوي، مقابل ارتفاع في متوسط أرباح شركات المساهمة (شكل 4).

رغم عدم وجود علاقة واضحة بين أسعار النفط والأرباح الصافية لشركات المساهمة، لكن التحليل يعتبر مشوهاً بعض الشيء نتيجة لعدد الشركات التي تمت إضافتها إلى (تداول) منذ عام 2006. رغم وجود اكتتابات كبيرة خلال هذه الفترة، إلا أن الاكتتابات تضمنت أيضاً عدد من الشركات الصغيرة، خاصة من قطاعي التأمين والنشر، وقد ساهم ذلك جزئياً في تشويه متوسط صافي الأرباح لشركات المساهمة خلال الفترة المذكورة.

إذا نظرنا إلى بيانات الأرباح الصافية (الربحية) لشركات المساهمة وأسعار النفط، لا نجد علاقة واضحة بينهما.

هناك بعض التشويه في التحليل نتيجة لعدد الشركات التي أضيفت إلى (تداول) منذ عام 2006.

### تحليل العلاقة بين أسعار النفط ومؤشر "تاسي"

كما ذكرنا أعلاه، تؤثر التغيرات في أسعار النفط على الاستثمار من خلال القطاعين العام والخاص على حد سواء، وينعكس ذلك بدوره على سوق الأسهم. ولكن، لتحديد طبيعة الارتباط بين أسعار النفط و"تاسي" بصورة دقيقة، قمنا بعمل رسم تفصيلي لارتباط أسعار الأسهم في كل قطاع من قطاعات السوق بأسعار خام برنت، مستخدمين البيانات اليومية على مدى الثماني سنوات الأخيرة (جدول 1). يعادل ارتباط "تاسي" بأسعار النفط خلال تلك الفترة 0,355، وهو معدل لا يعتبر كبيراً إذا أخذنا في الاعتبار اعتماد الاقتصاد السعودي على النفط، بصفة عامة.

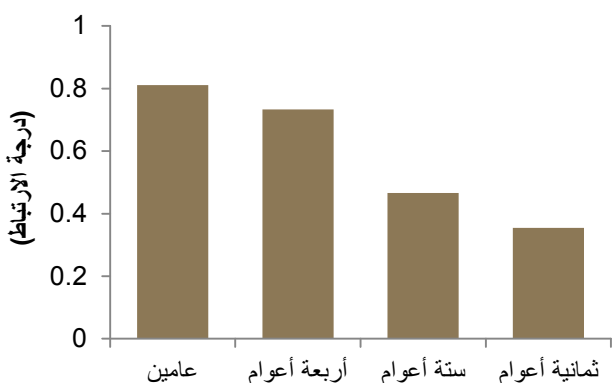
يعادل ارتباط "تاسي" بأسعار النفط خلال فترة الثماني سنوات الأخيرة 0,355، وهو معدل لا يعتبر كبيراً إذا أخذنا في الاعتبار اعتماد الاقتصاد السعودي على النفط، بصفة عامة.

هناك تباعد واضح بين حركة "تاسي" وحركة أسعار النفط معظم فترات الماضي القريب، حيث نرى أن الارتباط يتخذ مساراً نازلاً بطريقة تدريجية. خلال فترة العامين الممتدة بين مارس 2007 ومارس 2009 كان الارتباط يساوي 0,811، لكنه تراجع ليساوي 0,355 في السنوات الثماني بين مارس 2007 إلى مارس 2015 (شكل 5). جاءت أعلى مستويات الارتباط بين أسعار النفط ومؤشر "تاسي" خلال الفترة بين مارس 2007 ومارس 2009 وبين مارس 2009 ومارس 2011، في حين تراجع الارتباط خلال فترة العامين بين مارس 2011 ومارس 2013. شهدنا الفترة بين مارس 2013 ومارس 2015

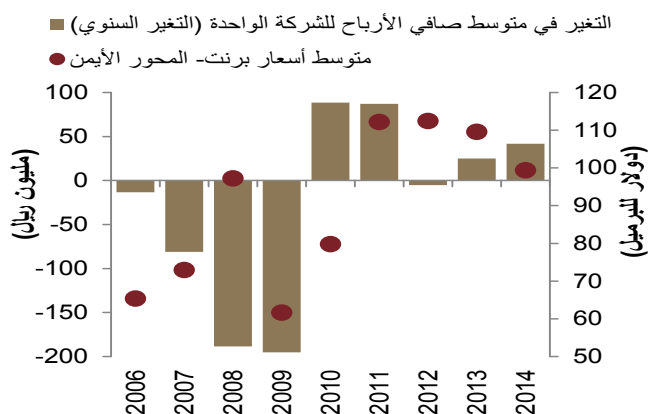
هناك تباعد واضح بين حركة "تاسي" وأسعار النفط معظم فترات الماضي القريب.

شهدت الفترة بين مارس 2013 ومارس 2015 ارتباطاً سلبياً...

شكل 5: تراجع ارتباط "تاسي" مع أسعار النفط منذ عام 2007



شكل 4: التغير السنوي في متوسط الأرباح الصافية لشركات المساهمة وأسعار خام برنت





ارتباطاً سلبياً (شكل 6)، لكن الارتباط أصبح إيجابياً بطريقة متزايدة منذ سبتمبر 2014، بعد أن بدأت أسعار النفط تتراجع بدرجة حادة.

..لكن الارتباط أصبح إيجابياً بطريقة متزايدة منذ سبتمبر 2014.

### جدول 1: الارتباط بين أسعار النفط وسوق الأسهم حسب كل قطاع

معامل الارتباط	القطاع
0,672	البتروكيماويات
0,499	الاستثمار الصناعي
0,435	الاسمنت
<b>0,355</b>	"تاسي"
0,348	الطاقة والمرافق الخدمية
0,270	الاتصالات وتقنية المعلومات
0,201	الزراعة والصناعات الغذائية
0,199	التجزئة
0,168	النقل
0,140	الفنادق والسياحة
0,098	التأمين
0,080	المصارف والخدمات المالية
0,074	الإعلام والنشر
0,058	الاستثمار المتعدد
0,038	التشييد والبناء
0,026	التطوير العقاري

نعتقد أن التباعد بين أسعار النفط و"تاسي" تعود إلى...

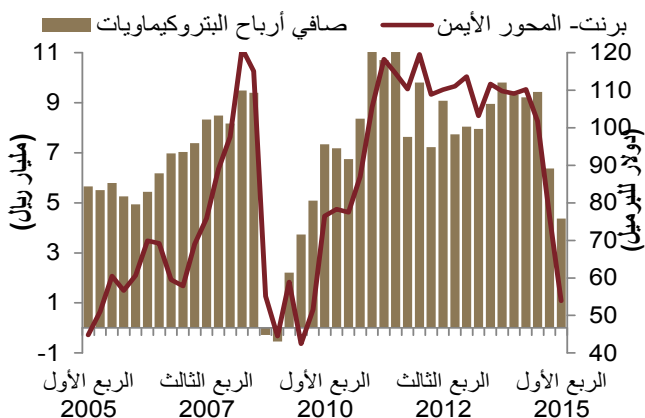
(1) الجهود الحكومية المتواصلة لتنويع الاقتصاد...

(2) قلة تذبذب أسعار النفط في السنوات الأخيرة...

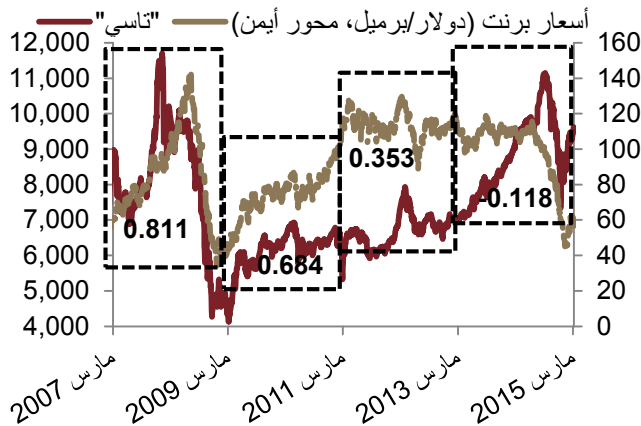
(3) تراكم احتياطات ضخمة من الموجودات الأجنبية مع مستويات دين منخفضة خلال العقد الماضي.

ونعتقد أن هذا التباعد بين أسعار النفط و"تاسي" يعود إلى ثلاثة عوامل. أولاً، الجهود المتواصلة من قبل الحكومة لتبني سياسات تنويع الاقتصاد، حيث أدت تلك الجهود إلى ضعف الارتباط بين حركة أسعار النفط وحركة سوق الأسهم. ثانياً، يمكن أن يكون سبب هذا التباعد هو ارتفاع أسعار النفط وقلة تذبذبها خلال السنوات الأخيرة مقارنة بالسنوات السابقة لها. وأخيراً، فإن تراكم احتياطات أجنبية ضخمة مع مستويات دين منخفضة خلال العقد الماضي ساهم في تقليص الارتباط. وحيث أن الحكومة السعودية تمتلك احتياطات أجنبية كانت قد اقتربت من 700 مليار دولار، فقد وفر لها ذلك الوضع وسادة مالية تحميها من آثار تقلبات أسعار النفط.

شكل 7: صافي الأرباح الربعية لشركات البتروكيماويات وأسعار برنت



شكل 6: الارتباط بين "تاسي" وأسعار برنت خلال فترات مدتها عامين





## أسعار النفط والبتروكيماويات ومؤشر "تاسي"

على الرغم من عدم دخول أي من شركات المساهمة بطريقة مباشرة في صناعة النفط، التي تحتكرها شركة أرامكو السعودية، إلا أن هناك بعض القطاعات التي ربما يتأثر أداؤها بالتذبذبات قصيرة المدى في أسعار النفط. ومن أوضح الأمثلة لتلك القطاعات قطاع البتروكيماويات، حيث تؤثر التغيرات في سعر النفط على قدرة القطاع على المحافظة على ميزته التنافسية على مستوى العالم.

تعود الميزة التنافسية لشركات البتروكيماويات القائمة في المملكة إلى استخدام الإيثان الذي يستخلص من الغاز الطبيعي كلقيم، حيث تقل أسعار الغاز الطبيعي في المملكة عن مستويات الأسعار العالمية. تستخدم شركات البتروكيماويات الأوروبية والآسيوية عموماً الناftا، التي تستخلص من خلال تكرير النفط الخام، كلقيم. وبما أن الناftا تستخرج من النفط الخام، فإن سعر الأولي يتحدد بسعر الأخيرة. ويؤدي تراجع أسعار النفط العالمية إلى انخفاض التكاليف المتعلقة بالطاقة بالنسبة لشركات البتروكيماويات الآسيوية والأوروبية، ما يجعل المنتجات السعودية المعتمدة على الإيثان أقل تنافسية نسبياً. نتيجة لذلك، تؤثر التغيرات في أسعار النفط بصورة مباشرة على الأرباح الصافية لقطاع البتروكيماويات في المملكة. هناك ارتباط قوي بين الأرباح الصافية الربعية لقطاع البتروكيماويات وأسعار النفط (شكل 7). لذا، فإن أي تغييرات في سعر النفط تؤدي إلى تأثيرات نفسية وفعالية على أداء أسهم شركات البتروكيماويات السعودية (شكل 8)، وهذا هو السبب الذي يفسر وجود ارتباط أقوى بين أسعار أسهم هذا القطاع وأسعار النفط مقارنة بالقطاعات الأخرى.

علاوة على ذلك، فإن ضخامة وزن قطاع البتروكيماويات، من حيث القيمة السوقية والأرباح الصافية، مقارنة بجميع القطاعات في "تاسي"، يعني أن أي تغيير في أسهم قطاع البتروكيماويات سينعكس بشكل أوضح على مؤشر "تاسي" ككل (شكل 9).

## شركة أرامكو السعودية ومؤشر "تاسي"

وافق مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية في المملكة في مايو 2015 على خطط لإعادة هيكلة شركة أرامكو السعودية، راسماً الخطوط العريضة لفصل الشركة عن وزارة البترول والثروة المعدنية. حالياً، ليس هناك لأي من الشركات المدرجة في سوق الأسهم علاقة مباشرة بصناعة النفط، التي تسيطر عليها شركة أرامكو المملوكة للدولة. وتندرج الكثير من الشركات التي تزود أرامكو باحتياجاتها بصورة مباشرة، أو أن عملها يتأثر بشدة بمشاريع أرامكو، تحت القطاعات التالية: البتروكيماويات، والاستثمار الصناعي، والاسمنت والبناء والتشييد. ثلاثة من تلك القطاعات الأربع أظهرت كذلك ارتباطاً أقوى بأسعار النفط مقارنة ببقية القطاعات (جدول 1).

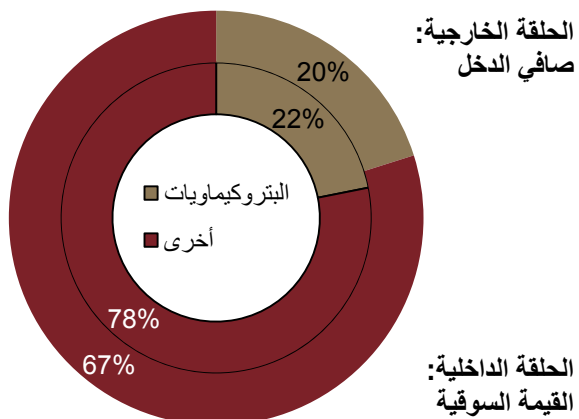
أكثر القطاعات تأثراً بالتذبذبات قصيرة المدى في أسعار النفط هو قطاع البتروكيماويات.

تؤثر التغيرات في أسعار النفط بصورة مباشرة على الأرباح الصافية لقطاع البتروكيماويات في المملكة.

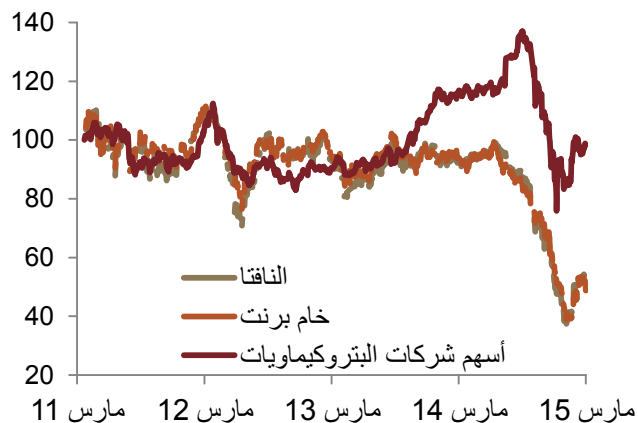
الأرباح الصافية الفصلية لقطاع البتروكيماويات لها ارتباط وثيق بأسعار النفط.

حالياً، ليس هناك لأي من الشركات المدرجة في سوق الأسهم وصول مباشر إلى صناعة النفط، التي تسيطر عليها شركة أرامكو المملوكة للدولة.

شكل 9: صافي الدخل والقيمة السوقية لقطاع البتروكيماويات مقابل بقية القطاعات في "تاسي" (الربع الأول 2015)



شكل 8: الناftا وخام برنت ومخزونات البتروكيماويات\*



\* ملحوظة: المؤشر معدل بحيث يساوي 100 نقطة في 30 مارس 2011



خلال السنوات الخمس الأخيرة، استثمرت شركة أرامكو مبالغ ضخمة في تطوير البنى التحتية، خاصة قطاع التكسير، بما في ذلك الاستثمار في ثلاثة مصافي جديدة. وحسب النشرة السنوية لعام 2014 الصادرة من أرامكو السعودية، تم إنفاق مبلغ إجمالي قدره 143 مليار دولار على شراء خدمات ومواد من الشركات المحلية خلال الفترة بين عامي 2010 و 2014 (شكل 10). هذه الفترة هي نفسها التي شهد فيها "تاسي" بعض أضعف مستويات ارتباطه بأسعار النفط. عام 2014، ذهب نحو 86 بالمائة من إجمالي الصرف على المشتريات إلى الشركات المحلية، وكانت بعض القطاعات في سوق الأسهم هي المستفيد الأكبر. وقد أشارت أرامكو، في نفس النشرة، إلى أنها ستواصل الاستثمار بمستويات أكبر خلال العقد القادم، ولكن بتركيز أكبر على الأعمال في قطاع التنقيب والإنتاج.

ونعتبر إعادة هيكلة أرامكو السعودية خطوة لجعلها منظمة تقودها التوجهات التجارية، مع زيادة الاستقلالية في المسائل المالية. نتيجة لذلك، ستصبح أرامكو السعودية أكثر حساسية تجاه حركة أسعار النفط العالمية، حيث يتوقع أن يؤثر تراجع أسعار النفط لفترات طويلة على الإنفاق بصورة أكثر حدة، كما هو الحال بالنسبة لشركات النفط العالمية الأخرى. كذلك، ومع عدم وجود أي شركة من الشركات المدرجة حالياً في السوق المالية السعودية مرتبطة بصورة مباشرة بأي من أنشطة التنقيب والإنتاج أو أن لها خبرة كبيرة في أعمال التنقيب، فإن حصة الإنفاق المخصصة لشراء خدمات محلية ترتبط بهذه الأنشطة ستكون كذلك محدودة على الأرجح. ولذلك، فإننا نرى أن إعادة الهيكلة المقترحة لشركة أرامكو السعودية والاتجاه للتركيز على الاستثمار في التنقيب والإنتاج، لن يؤدي على الأرجح إلى تحقيق إيرادات إضافية للشركات المدرجة في سوق الأسهم، عموماً، وزيادة ارتباطها الكلي بأسعار النفط، نتيجة لذلك.

### أسعار النفط والأوضاع الجيوسياسية والمستثمرين الأجانب

مع وجود مثل هذا الارتباط النفسي القوي بين أسعار النفط وأداء سوق الأسهم، هناك آثار واضحة متوقعة، تأتي ربما في شكل تغيرات أسرع وأكثر حدة في سوق الأسهم، بمجرد فتحه أمام المستثمرين الأجانب. وبشكل أكثر تحديداً، سوف يكون السؤال المهم حول كيفية تجاوب المستثمرين الأجانب مع حركة الأسعار في سوق النفط والتي تملحها التطورات الجيوسياسية في المنطقة.

خلال السنوات الخمس الأخيرة، كانت التطورات الجيوسياسية الإقليمية وتأثيرها على أسعار النفط، هي المحدد الرئيسي لمؤشر الثقة لدى المستثمرين الأجانب. إذا نظرنا إلى الاتجاهات التاريخية، نجد أنه في الأوقات التي شهدت اضطرابات إقليمية، (عام 2011)، أو تراجع حاد في أسعار النفط، (أبريل 2010 ومارس 2012 والنصف الثاني من عام 2014 ومطلع عام 2015)، كانت نتائج تداولات الأجانب في السوق السعودية من خلال اتفاقيات المبادلة عمليات بيع صافية. ولكن، عندما استقرت

خلال السنوات الخمس الأخيرة، استثمرت شركة أرامكو مبالغ ضخمة في تطوير البنى التحتية، خاصة قطاع التكسير.

عام 2014، ذهب نحو 86 بالمائة من إجمالي الصرف على المشتريات إلى الشركات المحلية.

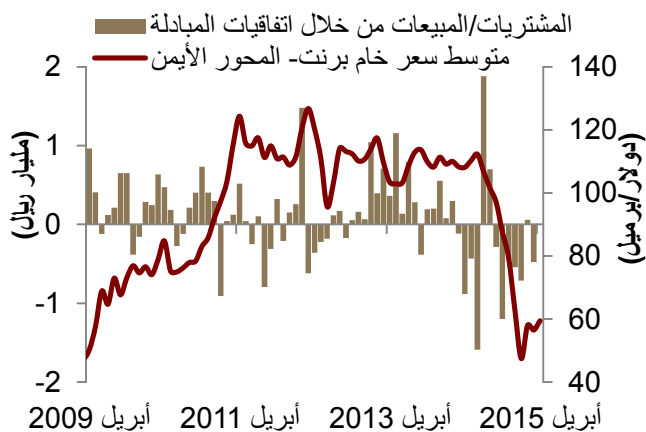
خلال العقد القادم ستتركز أرامكو على الاستثمار في أنشطة التنقيب والإنتاج...

...ولكن، بما أنه لا توجد شركة من الشركات المدرجة حالياً في سوق الأسهم مرتبطة بصورة مباشرة بأي من أنشطة التنقيب والإنتاج...

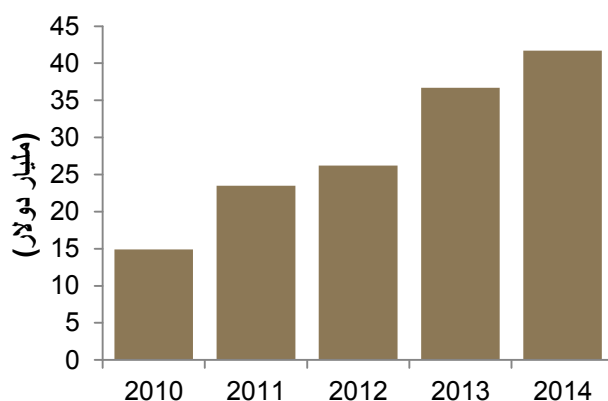
...فإن ذلك سيؤدي إلى الحد من الإيرادات الإضافية للشركات المدرجة في السوق بصفة عامة.

تميل أسعار النفط والتطورات الجيوسياسية في المنطقة إلى التأثير على مستوى الثقة لدى المستثمرين الأجانب.

شكل 11: أسعار النفط ومشتريات الأجانب من الأسهم السعودية عبر اتفاقيات المبادلة



شكل 10: قيمة مشتريات أرامكو السعودية من الشركات المحلية





أسعار النفط والأوضاع الجيوسياسية، (نوفمبر 2009 إلى نوفمبر 2010، نوفمبر 2012 إلى يناير 2014)، زادت المشتريات من خلال اتفاقيات المبادلة (شكل 11). هذا الأمر يدل على أنه رغم التفاعل النفسي مع أسعار النفط والتوترات الإقليمية في المدى القصير، إلا أن المستثمرين الأجانب سيواصلون الاستثمار في السعودية على المدى الطويل. ويعود ذلك إلى الأهمية الكبرى التي تتمتع بها المملكة في أسواق الطاقة العالمية والإقتصاد العالمي. في الحقيقة، يشكل الاستقرار الواضح والنمو القوي للإقتصاد في المملكة دليلاً كافياً للمستثمرين العالميين، يتيح لهم التمييز بين الإمكانيات المستقبلية الجيدة للإقتصاد السعودي والاقتصادات الأخرى الهشة في المنطقة. استعداد المملكة وقدرتها على الوفاء بتعهداتها في الإنفاق، من خلال الاحتياطييات الأجنبية الضخمة وإصدار سندات الدين، بهدف تحقيق النمو الإقتصادي.

يشكل الاستقرار الواضح والنمو القوي للإقتصاد في المملكة دليلاً كافياً للمستثمرين العالميين، يتيح لهم التمييز بين الإمكانيات المستقبلية الجيدة للإقتصاد السعودي والاقتصادات الأخرى الهشة في المنطقة.

## إخلاء المسؤولية

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

البيانات المالية الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من شركة رويترز وشركة بلومبيرغ وشركة تداول ومن مصادر محلية أخرى، ما لم تتم الإشارة بخلاف ذلك.

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 ادعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمنياً، 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.