



## ”تاسي“ يرتفع إلى مستويات لم يشهدها منذ سنوات

- خلال الشهور القليلة الماضية شهدنا عدداً من التطورات الإيجابية، أدت إلى تعزيز ثقة المستثمرين في المملكة وقادت إلى بعض التحسن في أداء سوق الأسهم السعودي.
- في الواقع، ارتفع مؤشر السوق السعودية (تاسي) بنسبة 8 بالمائة تقريباً منذ بداية عام 2018، وحالياً يتداول عند مستويات لم نشهدها منذ أغسطس 2015.
- رغم أن ارتفاع أسعار النفط إلى مستويات لم تبلغها منذ سنوات كان له دور كبير في رفع مستويات الثقة، لكنه قطعاً لم يكن العامل الوحيد. لقد تعززت الثقة وسط المستثمرين بفضل الوضوح إزاء توجهات السياسة الاقتصادية للمملكة، وكذلك التوقعات بإدراج السوق السعودي في مؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة، وهو الأمر الذي تحقق بالفعل لاحقاً.
- إن ترقية السوق السعودي إلى مستوى الأسواق الناشئة تشكل علامة بارزة للمملكة، وهي ثمرة للإصلاحات العميقة التي أجريت على أسواق المال السعودية خلال السنوات القليلة الماضية. علاوة على ذلك، يتوقع أن يؤدي إدراج سوق ”تداول“ في مؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة، عند اكتماله في ديسمبر 2019، إلى جذب نحو 5 مليار دولار من الأصول غير النشطة إلى السوق السعودي.
- كذلك، أدى الإدراج في مؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة إلى تشجيع المستثمرين الأجانب على تحقيق مشتريات قياسية. وبصفة خاصة، بلغ إجمالي صافي المشتريات عبر اتفاقيات المبادلة والمستثمرين الأجانب المؤهلين نحو 7,9 مليار ريال خلال الربع الأول من عام 2018.
- بالنظر إلى المستقبل، نتوقع استمرار تدفق رؤوس الأموال من المستثمرين الأجانب المؤهلين ومن اتفاقيات المبادلة باتجاه السوق السعودي والذي شهدناه حتى اللحظة في عام 2018، خاصة بعد الزيادة الكبيرة لاحتمالات إدراج السوق السعودي في مؤشر مورجان أستانلي للأسواق الناشئة بعد إدراجه في مؤشر فوتسي راسيل، ويتوقع صدور القرار الخاص بالإدراج في المؤشر الأول في يونيو 2018.

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي

كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث  
faturki@jadwa.com

أسد خان

رئيس، الأبحاث الاقتصادية  
rkhan@jadwa.com

شكل 1: ”تاسي“ سجل مؤخراً مستويات قياسية لم يشهدها منذ سنوات



الإدارة العامة:

الهاتف +966 11 279-1111

الفاكس +966 11 279-1571

صندوق البريد 60677، الرياض 11555

المملكة العربية السعودية

www.jadwa.com

جدوى للاستثمار شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية  
لأداء أعمال الأوراق المالية بموجب ترخيص رقم 37 /6034

للاطلاع على أرشيف الأبحاث لشركة جدوى للاستثمار،  
وللتسجيل للحصول على الإصدارات المستقبلية يمكنكم الدخول  
إلى موقع الشركة:

<http://www.jadwa.com>



## أداء مؤشر "تاسي" في الآونة الأخيرة

خلال الشهور القليلة الماضية شهدنا عدداً من التطورات الإيجابية، أدت إلى تعزيز ثقة المستثمرين في المملكة وقادت إلى بعض التحسن في أداء سوق الأسهم السعودي. وفي الواقع، ارتفع مؤشر السوق السعودية (تاسي) بنسبة 8 بالمائة تقريباً منذ بداية عام 2018، وحالياً يتداول عند مستويات لم نشهدها منذ أغسطس 2015. ومما زاد من تشجيع المستثمرين أن هذا التفاؤل المتجدد جاء في وقت تشهد فيه أسواق الأسهم العالمية ارتفاعاً في مستويات التذبذب. ورغم أن ارتفاع أسعار النفط إلى مستويات لم تبلغها منذ سنوات كان له دور كبير في رفع مستويات الثقة، لكنه قطعاً لم يكن العامل الوحيد. لقد كان لأسلوب الوضوح والتوجه الجديد للسياسة الاقتصادية للمملكة، بما في ذلك الإعلان عن أكبر إنفاق تقديري في الميزانية العامة للدولة في العام الجديد، مساهمته الواضحة في تعضيد مستوى الثقة وسط المستثمرين. إضافة إلى ذلك، أجرت هيئة السوق المالية المزيد من التسهيل للشروط الخاصة بالمستثمرين الأجانب المؤهلين في بداية العام. هذه الخطوة بدورها حثت مورجان أستانلي لإرسال رسالة إيجابية في غاية الأهمية زادت من احتمالية إدراج سوق (تداول) في مؤشر مورجان أستانلي للأسواق الناشئة. من عدة نواحي، ربما يعتبر القرار الأخير الخاص بإدراج سوق (تداول) في مؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة، بمثابة تمهيد للإدراج في مؤشر مورجان أستانلي للأسواق الناشئة، حيث يتوقع صدور قرار بشأن الأخير في يونيو 2018.

## أداء مؤشر "تاسي"

أدى تضافر مجموعة من العوامل، أهمها: إعلان المملكة عن ميزانية توسعية للعام 2018، وتخفيف القيود الخاصة بالمستثمرين الأجانب المؤهلين، وارتفاع أسعار النفط، إلى تحقيق مؤشر (تاسي) أداء إيجابي خلال الأسابيع الأولى من عام 2018. وفي وقت لاحق من الربع الأول لعام 2018، ورغم بعض التراجع خلال فبراير نتيجة للاضطراب الذي شهدته سوق الأسهم الأمريكية، ارتفع مؤشر (تاسي) ليصل إلى أعلى مستوى له في عامين ونصف، نتيجة للتوقعات بإدراجه في مؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة، وهو الأمر الذي تحقق بالفعل في وقت لاحق (شكل 2).

## الميزانية العامة للمملكة:

تضمنت ميزانية 2018 أكبر إنفاق تقديري على الإطلاق، بلغت قيمته 978 مليار ريال، بزيادة 88 مليار ريال، ما يعادل 10 بالمائة، مقارنة بالإنفاق التقديري عام 2017 (شكل 3). كذلك، قررت الميزانية زيادة أكثر بنود الإنفاق الحكومي دعماً للنمو، وهو الإنفاق الرأسمالي، بنسبة 14 بالمائة على

خلال الشهور القليلة الماضية شهدنا عدداً من التطورات الإيجابية، أدت إلى تعزيز ثقة المستثمرين في المملكة...

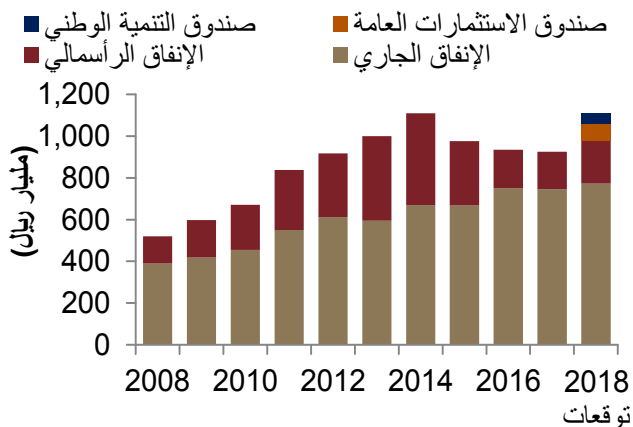
...قادت إلى بعض التحسن في أداء سوق الأسهم السعودي.

في الواقع، ارتفع مؤشر السوق السعودية (تاسي) بنسبة 8 بالمائة تقريباً منذ بداية عام 2018، وحالياً يتداول عند مستويات لم نشهدها منذ أغسطس 2015.

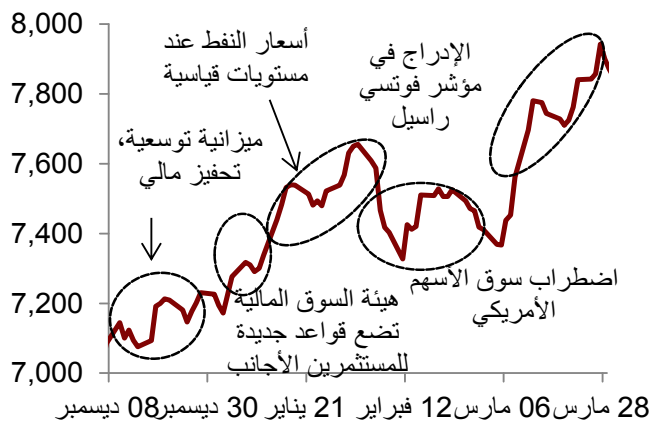
إعلان المملكة عن ميزانية توسعية للعام 2018، وتخفيف القيود الخاصة بالمستثمرين الأجانب المؤهلين...

...وارتفاع أسعار النفط...

شكل 3: أكبر ميزانية توسعية على الإطلاق في عام 2018، تضمنت انفاقاً رأسمالي أعلى من العام السابق



شكل 2: مجموعة عوامل ساهمت في الأداء الإيجابي لمؤشر "تاسي"





أساس سنوي، ليصل إلى 205 مليار ريال، مقارنة بمبلغ 180 مليار ريال عام 2017. وبالتزامن مع الميزانية، أعلنت الحكومة أنه سيتم إنفاق مبلغ تبلغ قيمته الإجمالية 133 مليار ريال بواسطة صندوق الاستثمارات العامة وصندوق التنمية الوطني خلال العام. بصورة منفصلة، كذلك صدر مرسوم ملكي قبل الميزانية قضى بتخصيص مبلغ 72 مليار ريال لتنفيذ برامج تهدف إلى تحفيز النمو في القطاع الخاص (للمزيد من المعلومات بهذا الخصوص، يمكنكم الرجوع إلى تقريرنا الصادر في ديسمبر 2017 بعنوان: [الميزانية السعودية للعام 2018](#)).

كما يوضح الشكل 2، لقد ساعدت بالفعل الثقة الإيجابية الناجمة عن الميزانية التوسعية على رفع مؤشر (تاسي) خلال الأيام الأخيرة من شهر ديسمبر 2017، لكن كذلك ساعد مرسوم ملكي صدر في مطلع يناير 2018 وتضمن دفع علاوة بمبلغ 1000 ريال شهرياً للعاملين في القطاع الحكومي خلال العام بهدف تخفيف أعباء المعيشة، على تعزيز مستويات الثقة. وبصفة خاصة، فقد ساهمت تلك العلاوة في تحسين مستوى الدخل المتاح للصرف لدى بعض الأسر السعودية، ويرجح أن يكون جزء من ذلك الدخل الإضافي قد تم إنفاقه في استهلاك سلع وخدمات تجارة التجزئة. ونتيجة لذلك، سجل مؤشر التجزئة ضمن "تاسي" أحد أكبر المكاسب في أعقاب صدور المرسوم الملكي (شكل 4، أنظر تحليل أداء القطاعات في الصفحات اللاحقة).

#### أسعار النفط:

أدت التوقعات الأكثر إشراقاً للاقتصاد العالمي والتحسين في ميزان أسواق النفط، إلى ارتفاع أسعار خام برنت بنسبة 8 بالمائة، على أساس ربعي، في الربع الأول لعام 2018، لتصل إلى 67 دولاراً للبرميل، والآن تحوم الأسعار حول أعلى مستوى لها في ثلاث سنوات عند 70 دولاراً للبرميل.

في الماضي، كان حدوث تحسن كبير في أسعار النفط العالمية، يتبعه عادة تأثير فوري وقصير المدى على سوق الأسهم، وذلك نتيجة للتغير في مستوى الثقة. ويعود ذلك الأمر بصورة أساسية إلى حقيقة أن المستثمرين الأفراد يشكلون نحو 85 بالمائة من حجم التداولات اليومية في السوق السعودي، مما يجعل الثقة تلعب في الغالب دوراً أكبر في القرارات الاستثمارية، مقارنة بأسواق الأسهم الأكثر تطوراً (للمزيد من المعلومات بهذا الخصوص، يمكنكم الرجوع إلى تقريرنا الصادر في يونيو 2015 بعنوان: [أسعار النفط وسوق الأسهم السعودية](#)). ورغم أن العلاقة بين مؤشر (تاسي) وأسعار النفط قد تزعزعت بعض الشيء في السنوات الأخيرة (شكل 5)، لكن لا تزال أسعار النفط تؤثر على مستوى ثقة المستثمرين في سوق الأسهم، خاصة عندما يحدث تغيير كبير في الأسعار. وعليه، فإن ارتفاع الأسعار إلى أعلى مستوى لها في ثلاث سنوات، قد ساهم أيضاً في رفع مستويات مؤشر (تاسي).

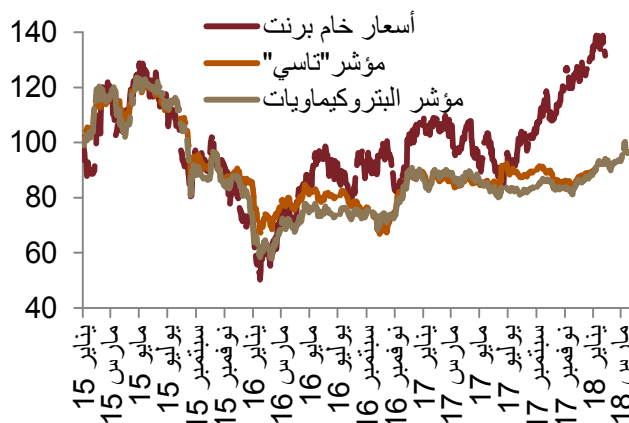
...هي بعض العوامل التي ساهمت في جعل مؤشر (تاسي) يحقق أداءً إيجابياً خلال الأسابيع الأولى من عام 2018.

ساعد مرسوم ملكي صدر في مطلع يناير 2018 والذي تضمن، من بين أشياء أخرى، دفع علاوة بمبلغ 1000 ريال شهرياً للعاملين في القطاع الحكومي خلال العام بهدف تخفيف أعباء المعيشة، على تعزيز مستويات الثقة.

ارتفعت أسعار خام برنت بنسبة 8 بالمائة، على أساس ربعي، في الربع الأول لعام 2018، لتصل إلى 67 دولاراً للبرميل...

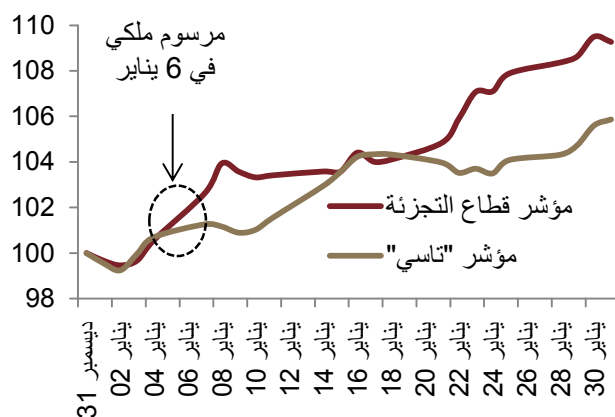
...وبما أن أسعار النفط ارتفعت إلى أعلى مستوى لها في ثلاث سنوات، فقد ساهم ذلك أيضاً في رفع مستويات مؤشر "تاسي".

شكل 5: "تاسي" وأسعار النفط اتخذنا مسارين منفصلين مؤخراً\*



ملحوظة: المؤشر وأسعار النفط معدلين بحيث يساوي كل منهما 100 نقطة في يناير 2015

شكل 4: تحسن أداء قطاع التجزئة بعد المرسوم الملكي القاضي بدفع علاوات لمنسوبي القطاع الحكومي\*



\* ملحوظة: المؤشر معدل بحيث يساوي 100 نقطة في 31 ديسمبر 2017



## تعديلات هيئة السوق المالية:

في وقت سابق من هذا العام، أعلنت هيئة السوق المالية عن إجراءات لمزيد من التخفيف للقيود على المستثمرين الأجانب. وعلى وجه الخصوص، قررت هيئة السوق المالية، من خلال التعديلات التي أعلنتها في يناير 2018، تخفيض الحد الأدنى لقيمة الأصول التي يجب أن تكون تحت إدارة المستثمر الأجنبي المؤهل ليسمح له بالتداول في أسهم شركات المساهمة السعودية إلى 500 مليون دولار بدلاً من 1 مليار دولار في السابق. إضافة إلى ذلك، عمدت هيئة السوق المالية إلى تسهيل عملية تسجيل المستثمرين الأجانب المؤهلين لدى الهيئة، مع تحديث نموذج حفظ الأوراق المالية المستقل لتعزيز عملية وصول المستثمر الأجنبي المؤهل إلى السوق السعودي.

وتضمن بيان أصدره مؤشر مورجان أستانلي، بعد وقت وجيز من تلك الإعلانات أعلاه، رسالة غاية في الإيجابية، مشيراً إلى أنه لا توجد مشاكل فيما يتعلق بنموذج التشغيل الجديد الذي يطبقه السوق السعودي (تداول)، والذي ظل مستخدماً منذ أبريل 2017. ورغم إشارة مورجان أستانلي إلى أنه يحتاج إلى بعض الوقت لإعطاء تقييم كامل لنموذج التشغيل الجديد، لكن التطورات المذكورة أعلاه ستزيد من احتمالية إدراج البورصة السعودية في مؤشر مورجان أستانلي للأسواق الناشئة، عندما يصدر القرار النهائي بهذا الخصوص في يونيو 2018.

## الإدراج في مؤشر فوتسي روسيل:

في أواخر مارس 2018، أكد مؤشر فوتسي راسيل، وهو مؤشر عالمي، قرار إدراج السوق السعودي في مؤشره للأسواق الناشئة. وجاء هذا القرار بعد رحلة بدأت في سبتمبر 2015، عندما تم في البدء وضع المؤشر السعودي في قائمة المراقبة. وتحققت الموافقة بعد نجاح سوق الأسهم السعودي في اختبار مؤشر فوتسي راسيل الخاص بالمعايير الرئيسية لجودة السوق، والذي كان السوق قد فشل في اجتيازه عام 2016 (جدول 1).

واعتماداً على القيمة السوقية الحالية لمؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة والتي تبلغ حوالي 4,7 تريليون دولار، وبما أن القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي تصل إلى 133 مليار دولار، فذلك يعني أن وزن السوق السعودي يقدر بنحو 2,7 بالمائة من مؤشر الأسواق الناشئة. ووفقاً لمؤشر فوتسي راسيل، فهناك ما يقارب 200 مليار دولار من الأصول غير النشطة تلاحق حالياً مؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة، ما يعني أن إدراج السوق السعودي، عند اكتماله في ديسمبر 2019، سيؤدي إلى جذب نحو 5,4 مليا دولار من تلك الأصول غير النشطة. وسيتم جدولة عملية الإدراج

في وقت سابق من هذا العام، أعلنت هيئة السوق المالية عن إجراءات لمزيد من التخفيف للقيود على المستثمرين الأجانب.

تضمن بيان أصدره مؤشر مورجان أستانلي، بعد وقت وجيز من تلك الإعلانات أعلاه، رسالة غاية في الإيجابية...

...أدت إلى زيادة احتمالات إدراج البورصة السعودية في مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة، عند صدور القرار النهائي في يونيو 2018.

في أواخر مارس 2018، أكد مؤشر فوتسي راسيل، وهو مؤشر عالمي، قرار إدراج السوق السعودي في مؤشره للأسواق الناشئة.

## جدول 1: مصفوفة معايير جودة السوق في مؤشر فوتسي راسيل: المملكة العربية السعودية

المعيار	سوق ناشئة تأنيوي	سبتمبر 2017	سبتمبر 2016
تصنيف البنك الدولي حسب الدخل القومي للفرد		مرتفع	مرتفع
الجدارة الائتمانية		استثمار	استثمار
السوق والبيئة التنظيمية			
سوق رسمي، وهناك سلطات تنظيمية تقوم بمراقبته (كلجنة تداول الأوراق المالية)	☑	نجاح	نجاح
لا يوجد اعتراض أو قيود كبيرة أو عقوبات يتم تطبيقها على استثمار لرأسمال ما أو استعادة رأس المال أو الأرباح	☑	نجاح	غير مستوفي
الحفظ والتسوية			
التسوية: من النادر حدوث صفقات فاشلة	☑	محظور	لا ينطبق
الحفظ: منافسة كافية لضمان خدمات حفظ عالية الجودة	☑	نجاح	غير مستوفي
المقاصة والتسوية: نظام T+2/T+3 (نظام يقضي بأن تكون الفترة الزمنية ما بين تنفيذ الصفقة وبين تسجيل انتقال ملكية الورقة المالية والسداد الفعلي لقيمة الصفقة يومي عمل أو ثلاثة)	☑	T+2 (يومي عمل)	T+0 (نفس اليوم)
بيئة التداول			
الوساطة: منافسة كافية لضمان خدمات وساطة عالية الجودة	☑	نجاح	غير مستوفي
السيولة: سيولة في السوق كافية لدعم الاستثمارات العالمية الكبيرة	☑	نجاح	نجاح
تكلفة الصفقات: تكاليف منظورة وغير منظورة تعتبر مناسبة وتنافسية	☑	نجاح	نجاح
الشفافية: معلومات مفصلة عن السوق/ وضوح كامل/ تنفيذ الصفقة في حينها	☑	نجاح	نجاح



نفسها بحيث تكتمل في خمسة شرائح، تدرج الشريحة الأولى في مارس 2019، وتدرج الشريحة الأخيرة في ديسمبر 2019. ويكمن السبب وراء عملية الإدراج على مراحل، من بين أسباب أخرى، في إحداث أقل قدر من الضغط على الأسعار في مؤشر "تاسي"، ولجعل عملية خروج رؤوس الأموال من الأسواق الأخرى في مؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة والتي ترغب في شراء أسهم "تاسي" تتوزع على مدى زمني أوسع (شكل 6).

وبالمجمل، فإن ترقية السوق السعودي إلى مستوى الأسواق الناشئة يشكّل علامة بارزة للمملكة وهي ثمرة للإصلاحات العميقة التي أجريت على أسواق المال السعودية خلال السنوات القليلة الماضية. علاوة على ذلك، فإن هذه الترقية ستزيد بدرجة كبيرة امكانية إدراج السوق السعودي في مؤشر مورجان أستانلي للأسواق الناشئة في يونيو 2018. فوق ذلك، نعتقد أن إدراج "تداول" في مؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة لن يساعد فقط على جذب فوائده إلى أسواق رأس المال، بل كذلك سيجلب فوائده إلى الاقتصاد ككل.

#### مقارنة الأداء مع الأسواق الأخرى:

حقق مؤشر (تاسي)، الذي تحسن أدائه بفضل العوامل المشار إليها أعلاه، زيادات كبيرة منذ نهاية عام 2017، حيث ارتفع من حوالي 7200 نقطة إلى المستويات الحالية التي بلغت 7800 نقطة، مما جعله أحد أفضل أسواق الأسهم أداءً مقارنة بالمؤشرات العالمية والإقليمية الرئيسية (شكل 7). أدى تزايد المخاوف من ارتفاع معدل التضخم في الولايات المتحدة، وبالتالي زيادة احتمالات إقدام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على تشديد السياسة النقدية، إلى عمليات بيع كبيرة في أسواق الأسهم الأمريكية وغيرها من الأسواق المتقدمة الرئيسية. في نفس الوقت، شهدت بعض أسواق الأسهم في دول المنطقة التي تعتمد على النفط تحسناً في الأداء، لكن لم تسجل أي منها أداءً يماثل أداء "تاسي" منذ بداية العام.

تم تقدير وزن السوق السعودي بنحو 2,7 بالمائة من القيمة الإجمالي لمؤشر الأسواق الناشئة...

...ويتوقع أن يجذب نحو 5 مليار دولار من الأصول غير النشطة.

شهدت بعض أسواق الأسهم في دول المنطقة التي تعتمد على النفط تحسناً في الأداء، لكن لم تسجل أي منها أداءً يماثل أداء "تاسي" منذ بداية العام.

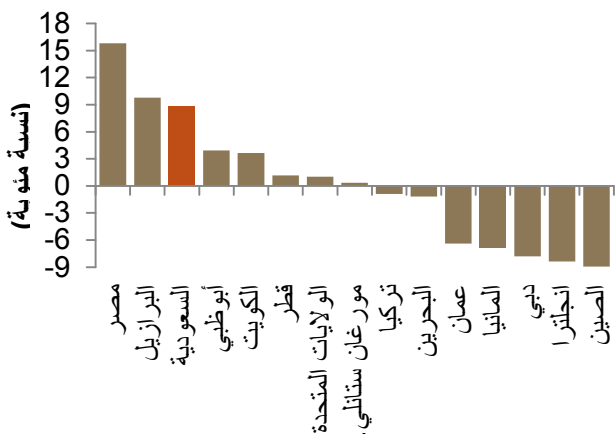
#### التطورات الرئيسية

##### قيم التداول بقيت منخفضة:

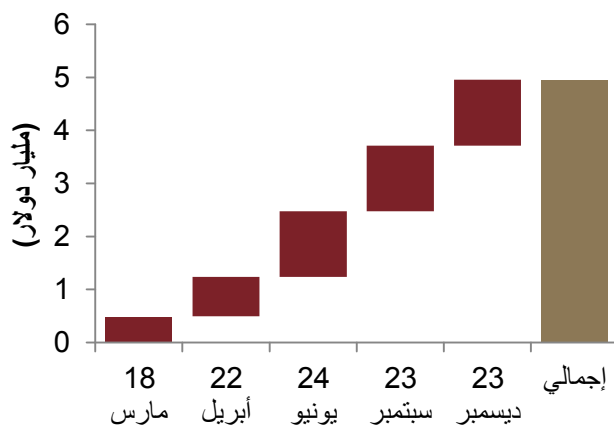
ظل متوسط قيمة التداولات اليومية يتراجع منذ تسجيله مستويات قياسية في عام 2014. وكما أشرنا في تقريرنا الصادر في أبريل 2016 بعنوان: [السوق المالية السعودية \(تداول\) في عام 2016](#)، فإن انعدام وضوح الرؤية، مقرونًا بانخفاض أسعار النفط، وتدفع الأموال خارج الأسواق الناشئة، وزيادة التوترات الجيوسياسية في المنطقة، ساهم في خفض قيم التداولات اليومية. بلغ متوسط

بلغ متوسط قيمة التداولات اليومية عام 2014 نحو 8,5 مليار ريال، لكنه انخفض بمتوسط 27 بالمائة للسنة الواحدة في السنوات الثلاث التالية.

شكل 7: يعتبر "تاسي" أحد أفضل المؤشرات أداءً مقارنة بالأسواق العالمية الرئيسية حتى اللحظة الحالية من عام 2018



شكل 6: الإدراج في مؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة سيؤدي إلى تدفقات بحوالي 5 مليار دولار من خلال 5 شرائح في عام 2019



\* من نهاية ديسمبر 2017 وحتى نهاية مارس 2018



قيمة التداولات اليومية عام 2014 نحو 8,5 مليار ريال، لكنه انخفض بمتوسط 27 بالمائة للسنة الواحدة في السنوات الثلاث التالية. وحتى اللحظة الحالية من عام 2018، سجلت قيم التداول اليومية ارتفاعاً طفيفاً، وهي متسقة مع المستويات التاريخية، حيث ترتفع قيم التداول في العادة تبعاً للمسار الذي يكون عليه مؤشر "تاسي" (شكل 8).

#### زيادة مشاركة المستثمرين الأجانب:

شهدت بداية عام 2018 زيادة كبيرة في صافي المشتريات للأجانب. وبصفة خاصة، بلغ إجمالي صافي المشتريات عن طريق اتفاقيات المبادلة ومشتريات المستثمرين الأجانب المؤهلين نحو 7,9 مليار ريال في الربع الأول من عام 2018. وفي الحقيقة، شهد مارس أكبر صافي تدفق لأموال قادمة إلى السوق السعودي من اتفاقيات المبادلة ومشتريات المستثمرين الأجانب المؤهلين، بلغت قيمتها 3,8 مليار ريال (شكل 9). ووفقاً لأحدث تقرير صادر عن السوق السعودية "تداول"، بلغت الحصة السوقية المجمعة للمستثمرين الأجانب المؤهلين واتفاقيات المبادلة نحو 1,53 مليار ريال في مارس 2018، مرتفعة من 1,05 مليار ريال في نهاية يناير 2018، ومن 0,93 مليار ريال قبل عام.

ونعتقد أن إدراج "تداول" في مؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة والتوقعات بإدراجه في مؤشر ومورجان أستانلي للأسواق الناشئة، كانت هي المحفزات على المدى القصير لتلك التدفقات القياسية باتجاه السوق السعودي. وعلى نطاق أوسع، فإن الارتفاع في صافي المشتريات جاء على الأرجح نتيجة لعوامل استعرضناها سابقاً، وبصفة خاصة، التعديلات التي أجرتها هيئة السوق المالية بهدف المزيد من تخفيف القيود على المستثمرين الأجانب المؤهلين. إضافة إلى ذلك، فعلى الرغم من تطبيق عدد من الإصلاحات الاقتصادية ذات التأثير السلبي خلال عام 2018، مثل رفع أسعار الطاقة، وتطبيق ضريبة القيمة المضافة، وتطبيق المقابل المالي للعمالة الأجنبية، فإننا ننظر إلى زيادة التدفقات المالية نحو السوق السعودية كتأكيد على الثقة بشأن مسار الاقتصاد الكلي. والأهم من ذلك، يبدو أن المستثمرين العالميين قد اقتنعوا بالبرامج التي تدعم الأهداف الشاملة لرؤية 2030، سواء كانت تلك المدرجة تحت الموازنة المالية للعام 2018 أو تلك التي تضمنها برنامج التوازن المالي (وللمزيد حول هذا الموضوع، الرجاء الاطلاع على تقريرنا الصادر في فبراير 2018 بعنوان: [الاقتصاد السعودي عام 2018](#)).

#### تحليل أداء القطاعات الرئيسية

سجلت معظم القطاعات، تماشياً مع أداء مؤشر "تاسي"، أداءً إيجابياً منذ بداية العام (شكل 10). ورغم أن العوامل الكلية المشار إليها أعلاه قد ساعدت في تحسين الأداء العام لسوق الأسهم السعودي، لكن هناك عوامل مختلفة أثرت على أداء كل قطاع على حده. وتضمنت قائمة أفضل

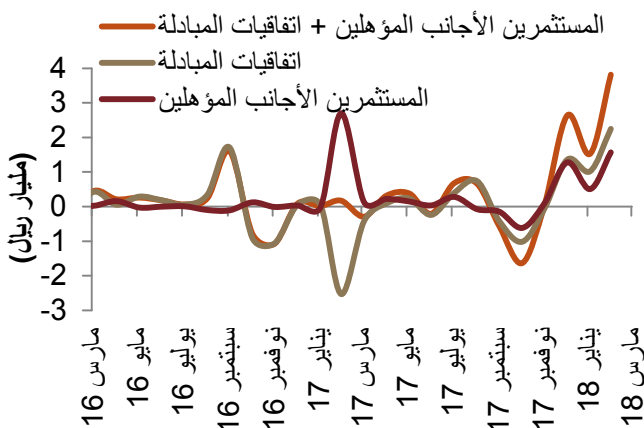
حتى اللحظة الحالية من عام 2018، سجلت قيم التداول اليومية ارتفاعاً طفيفاً، وهي متسقة مع المستويات التاريخية.

شهد مارس أكبر صافي تدفق لأموال قادمة إلى السوق السعودي من اتفاقيات المبادلة ومشتريات المستثمرين الأجانب المؤهلين، بلغت قيمتها 3,8 مليار ريال.

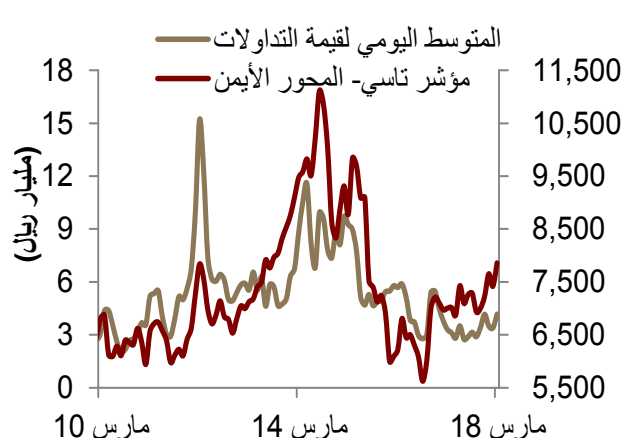
ونعتقد أن إدراج "تداول" في مؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة والتوقعات بإدراجه في مؤشر ومورجان أستانلي للأسواق الناشئة، كانت هي المحفزات على المدى القصير لتلك التدفقات القياسية باتجاه السوق السعودي.

سجلت معظم القطاعات، تماشياً مع أداء مؤشر "تاسي"، أداءً إيجابياً منذ بداية العام.

شكل 9: ارتفاع صافي المشتريات عبر اتفاقيات المبادلة والمستثمرين الأجانب المؤهلين إلى مستويات قياسية مؤخراً



شكل 8: قيم التداولات تتحرك باتساق مع مؤشر "تاسي"





القطاعات أداءً منذ بداية عام 2018، قطاعات الإعلام، إنتاج الأغذية، وتجزئة الأغذية، بينما شملت أضعف القطاعات أداءً، قطاعات التأمين، والسلع طويلة الأجل، وإدارة وتطوير العقارات.

#### أفضل القطاعات أداءً:

في حالة قطاع الإعلام، يبدو أنه لا يوجد تفسير واضح للارتفاع الكبير، بنسبة 25 بالمائة، الذي سجله منذ بداية العام. ومما لاشك فيه، أن إعادة انطلاق دور السينما في المملكة خلال عام 2018 قد ساعد على تعزيز الثقة بالقطاع، والذي يتوقع أن يستفيد من الأثر غير المباشرة لانطلاق النشاط السينمائي، خاصة في مجال الدعاية والإعلان. والتفسير الأكثر منطقية، هو أن قطاع الإعلام أكثر انفتاحاً على نشاط المضاربة من قبل المستثمرين الأفراد الذين يشكلون نسبة عالية من قيمة التداولات في السعودية، تصل إلى 85 بالمائة من القيمة الإجمالية. وبما أن المستثمرين الأفراد عموماً يميلون نحو المخاطر الأعلى والأفاق الاستثمارية الأقصر، مقارنة بنظرائهم من المستثمرين المؤسساتيين، فهم يركزون غالباً على القطاعات الأصغر في سوق الأسهم، كالإعلام، الذي يعتبر أكثر عرضة لتغيرات الأسعار. على سبيل المثال، جاء قطاع الإعلام ضمن أفضل أو أضعف ثلاث قطاعات في 9 من الشهور الـ 12 في عام 2017، وفي كثير من الأحيان يتأرجح أداءه بين خسائر كبيرة أو أرباح كبيرة. وفي لحظة من اللحظات خلال يوليو 2017، ارتفع قطاع الإعلام بنسبة 107 بالمائة لسبب غير واضح.

من ناحية أخرى، نعتقد أن الدعم الموجه لحماية الأسر محدودة الدخل من آثار زيادة أسعار الطاقة، عبر برنامج "حساب المواطن"، إضافة إلى المرسوم الملكي الصادر مؤخراً والذي تضمن دعماً شهرياً بمبلغ 1000 ريال لكل موظف من منسوبي الحكومة خلال العام لمساعدتهم على مواجهة ارتفاع تكاليف المعيشة، قد شكلا عاملين رئيسيين لتحسن الأداء في كل من قطاع إنتاج الأغذية وقطاع تجزئة الأغذية. وبما أن المتلقين الرئيسيين لتلك الإعانات هم على الأرجح الأسر منخفضة الدخل، والذي يتميزون بأنهم أكثر ميلاً للاستهلاك، فمن المرجح أن يكون الدخل الإضافي قد تم صرفه في استهلاك السلع والخدمات التي تباع بالتجزئة.

#### أضعف القطاعات أداءً:

تضمنت قائمة القطاعات الأضعف أداءً منذ بداية عام 2018، قطاعات التأمين، والسلع طويلة الأجل، وإدارة وتطوير العقارات. يعود الأداء الضعيف لقطاع التأمين على الأرجح إلى التشديد المتوقع في القوانين واللوائح الخاصة بهذه الفئة. وكانت "ساما" قد منعت خلال الشهور الأخيرة عدداً من شركات التأمين من إصدار، أو إعادة تجديد، أو بيع خدمات تأمين، إما بسبب انتهاكها الواضح للأنظمة أو لمشاكل تتصل بكفاية رأس المال.

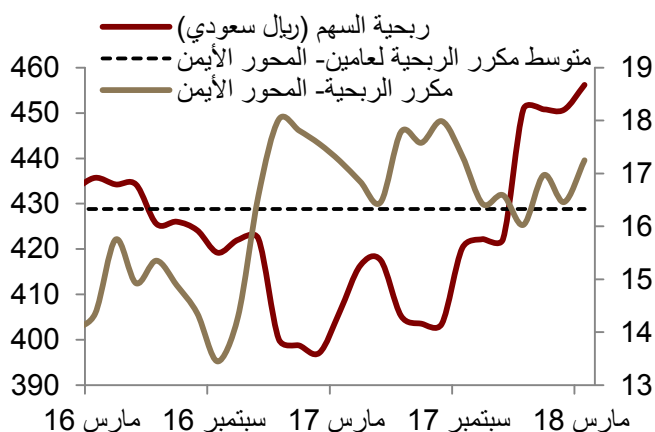
تضمنت قائمة أفضل القطاعات أداءً منذ بداية عام 2018، قطاعات الإعلام، إنتاج الأغذية، وتجزئة الأغذية...

...في حالة قطاع الإعلام، يبدو أنه لا يوجد تفسير واضح للارتفاع الكبير، بنسبة 25 بالمائة، الذي سجله منذ بداية العام.

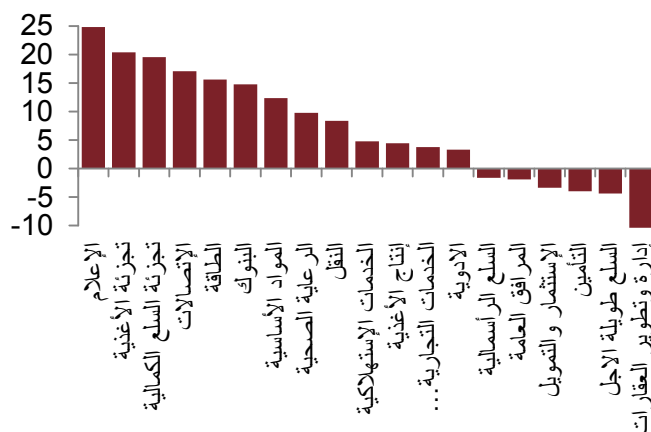
شملت أضعف القطاعات أداءً، قطاعات التأمين، والسلع طويلة الأجل، وإدارة وتطوير العقارات.

يعود الأداء الضعيف لقطاع التأمين على الأرجح إلى التشديد المتوقع في القوانين واللوائح الخاصة بهذه الفئة...

شكل 11: مكررات الربحية وربحية السهم في مؤشر "ناسي"



شكل 10: أداء القطاعات في مؤشر "ناسي" (التغير كنسبة مئوية)\*



\* من نهاية ديسمبر 2017 وحتى نهاية مارس 2018



كذلك، عانى قطاع السلع طويلة الأجل نتيجة لتطبيق ضريبة القيمة المضافة. وكما أشرنا في تقريرنا بعنوان: **تقرير التضخم- يناير 2018** الصادر في فبراير 2018، هناك حافز للأسر لزيادة استهلاكهم ومشترياتهم من السلع طويلة الأجل قبيل تطبيق ضريبة القيمة المضافة في عام 2018، ومن ثم خفض الاستهلاك بعد ذلك. سجلت تعاملات نقاط البيع، والتي تعتبر أحد المؤشرات الرئيسية لقياس الانفاق الاستهلاكي في المملكة، ارتفاعات قياسية، حيث وصلت قيمتها 20 مليار في ديسمبر 2017، لكنها هبطت بنسبة 20 بالمائة، على أساس شهري، في يناير 2018. وأخيراً، بقي قطاع إدارة وتطوير العقارات يزرخ تحت تأثير التراجع الكبير في قطاع التشييد، حيث لم تشهد مبيعات الاسمنت، والتي تعتبر مؤشراً أساسياً لنشاط التشييد، أي تحسن حتى اللحظة الحالية من عام 2018، والآن تعتبر المبيعات عند أدنى مستوى لها في أربع سنوات.

...كذلك، عانى قطاع السلع طويلة الأجل نتيجة لتطبيق ضريبة القيمة المضافة في المملكة...

...وبقى قطاع إدارة وتطوير العقارات يزرخ تحت تأثير التراجع الكبير في أنشطة البناء والتشييد.

## قيم الأسهم

رغم ارتفاع سوق الأسهم السعودي، لكن قيم الأسهم في مؤشر "ناسي" تراجعت مؤخراً نتيجة لتحسن الأرباح. وعلى وجه الخصوص، ارتفعت الأرباح الربعية بنسبة 13 بالمائة، على أساس سنوي (نص مظلل 1)، مما أدى إلى انخفاض مكرر الربحية. حالياً، يقل مكرر الربحية في "ناسي" والذي يبلغ 17,25 مرة بدرجة طفيفة عن متوسطه لعامين والذي يبلغ 16,33 مرة، وذلك نتيجة لنمو الأرباح (شكل 11). بالنظر إلى القطاعات منفردة، نجد أن مكرر الربحية لدى عدد قليل من القطاعات يفوق بدرجة كبيرة المتوسط العام. وعلى وجه الخصوص، فاقت مكورات الربحية في ثلاث قطاعات هي: تطوير العقارات، والإعلام، والاستثمار والتمويل، المتوسط العام بنسب مرتفعة (شكل 12).

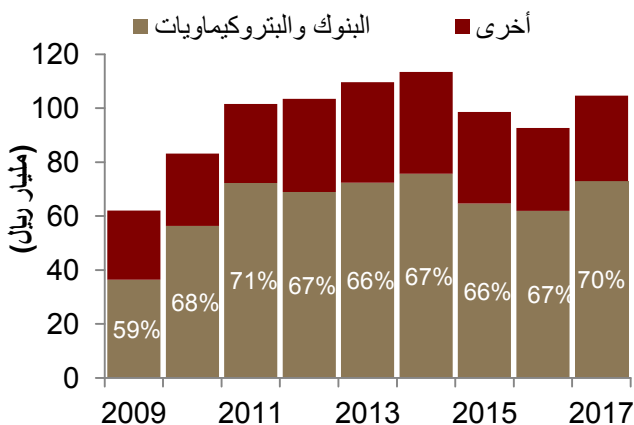
رغم ارتفاع سوق الأسهم السعودي، لكن قيم الأسهم في مؤشر "ناسي" تراجعت مؤخراً نتيجة لتحسن الأرباح.

وعلى وجه الخصوص، ارتفعت الأرباح الربعية بنسبة 13 بالمائة، على أساس سنوي، مما أدى إلى انخفاض مكرر الربحية.

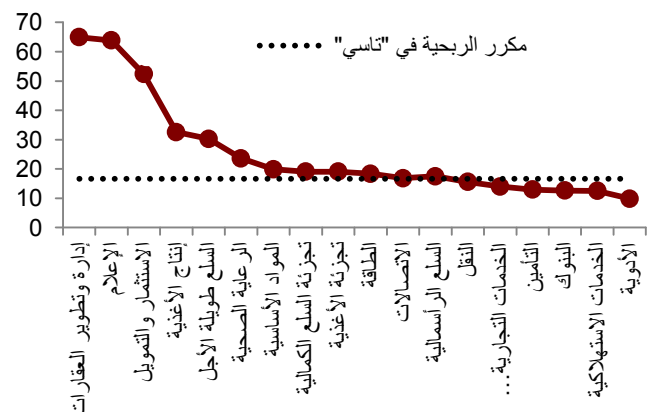
## نص مظلل 1: أرباح شركات المساهمة

تشير أحدث بيانات سوق الأسهم إلى ارتفاع أرباح شركات المساهمة في الربع الرابع لعام 2017، والمحسوبة وفقاً للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، على أساس سنوي، مقابل انخفاضها على أساس ربعي. بلغ إجمالي أرباح شركات المساهمة في الربع الرابع 15,2 مليار ريال، مرتفعة بنسبة 5 بالمائة، على أساس سنوي. وبالنسبة لعام 2017 ككل، ارتفعت ربحية شركات المساهمة بنسبة 13 بالمائة، على أساس سنوي، وهي تعتبر عودة إلى نمو الربحية بعد تراجعها لعامين متتاليين. من ناحية أخرى، تأثر ارتفاع الربحية بدرجة كبيرة بزيادة أرباح أكبر قطاعين في السوق، هما البنوك والبتروكيماويات. كانت الأرباح المجمعة للقطاعين في السابق تسهم بنحو ثلثي إجمالي ربحية شركات المساهمة في "ناسي"، لكن مساهمتهما زادت قليلاً إلى 70 بالمائة من إجمالي الأرباح عام 2017، مرتفعة بنحو 3 نقاط مئوية مقارنة بمستواها قبل عام (شكل 13).

شكل 13: قطاعا البتروكيماويات والبنوك شكلا 70 بالمائة من أرباح شركات المساهمة في عام 2017



شكل 12: مكرر الربحية، حسب القطاعات







وإذا نظرنا إلى الأداء خلال فترة زمنية أطول قليلاً، أي فترة أربعة سنوات، نجد أن مكرر الربحية في "تاسي" سجل تراجعاً مقارنة بمكرر الربحية في مؤشر مورجان أستانلي للأسهم لجميع الأسهم ومؤشر مورجان أستانلي للأسهم الناشئة، ورغم الانتعاش الأخير، لا يزال مكرر الربحية في "تاسي" يعتبر عند مستويات معقولة. بلغت نسبة مكرر الربحية في "تاسي" إلى مكرر الربحية في مورجان أستانلي للأسهم الناشئة 1,05 و1,47 على التوالي، في منتصف عام 2014، لكنها انخفضت إلى 0,9 و1,12 في مارس 2018 (شكل 14). وإجمالاً، فإن التراجعات في مكرر الربحية في مؤشر "تاسي" خلال السنوات القليلة الماضية، أدت إلى تقليل مخاطر ارتفاع أسعار الأسهم إلى أكثر من قيمتها العادلة. على سبيل المثال، في لحظة ما في منتصف عام 2014، كانت الأسعار في البورصة السعودية تتجه نحو مستويات مبالغ فيها، حيث ارتفع "تاسي" بنسبة 14 بالمائة خلال أقل من شهرين ليصل إلى أعلى مستوى له في سبع سنوات، عند 11149 نقطة في سبتمبر 2014، وكانت مكورات الربحية تزيد على متوسطها لفترة زمنية طويلة. بعد ذلك، انخفض مؤشر "تاسي" بصورة حادة حتى مطلع عام 2016، وساهم ذلك في نهاية المطاف في انخفاض مكورات الربحية، ونتيجة لتلك العوامل جميعها أصبح "تاسي" الآن جذاباً للمستثمرين.

### التوقعات المستقبلية

بالنظر إلى الربع الثاني عام 2018، هناك عدد من التطورات يرجح أن تساهم في استمرار الزخم الإيجابي لمؤشر "تاسي". نتوقع أن تبقى أسعار النفط تراوح في نطاق سعري بين 65 إلى 70 دولاراً للبرميل خلال فترة الربع الثاني، مما يدعم مستوى الثقة. وعلى صعيد آخر، تشير أرباح شركات المساهمة التي سجلتها في الربع الأول لعام 2018 إلى بعض النتائج المتحققة من تكييف الشركات مع سياسات الاقتصاد الكلي منذ بداية العام. كذلك، يتوقع أن يحقق أكبر قطاعين مساهمين في صافي الدخل في مؤشر "تاسي"، وهما البتروكيماويات والبنوك، بعض الارتفاع في أرباحهما. أولاً، تسببت زيادة الطلب العالمي في تحسن أسعار منتجات البتروكيماويات، كالإيثيلين والبوليثيلين، مما أدى إلى زيادة هامش الأرباح (شكل 15). ثانياً، رغم أن قرار "ساما" في مارس برفع أسعار فائدة إعادة الشراء وإعادة الشراء العكسي بـ 25 نقطة أساس لكل منهما، سيؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل لمعظم الشركات، إلا أن ذلك سيكون في صالح البنوك. علاوة على ذلك، تشير أحدث الاستطلاعات إلى أن هناك احتمال تصل نسبته إلى 70 بالمائة بإجراء زيادة أخرى في أسعار الفائدة الأمريكية بـ 25 نقطة أساس في يونيو 2018، مما يقود على الأرجح إلى زيادات أخرى في أسعار الفائدة السعودية كذلك. نتوقع استمرار تدفق رؤوس الأموال من المستثمرين الأجانب ومن اتفاقيات المبادلة باتجاه السوق السعودي والذي شهدناه حتى اللحظة في عام 2018 خلال الشهور القليلة القادمة، خاصة بعد

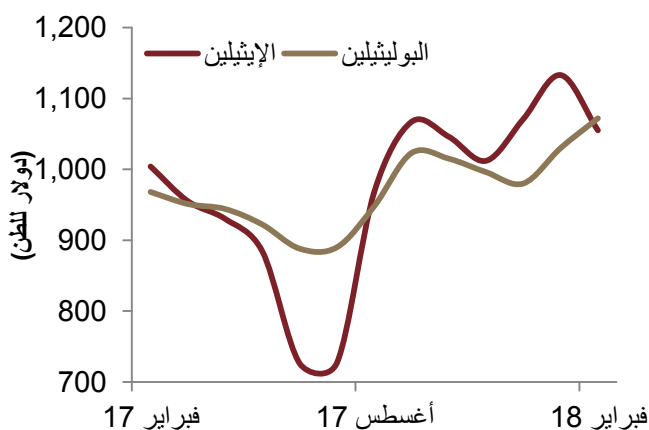
إذا نظرنا إلى الأداء خلال فترة زمنية أطول قليلاً، أي فترة أربعة سنوات، نجد أن مكرر الربحية في "تاسي" سجل تراجعاً مقارنة بمكرر الربحية في مؤشر مورجان أستانلي للأسهم لجميع الأسهم ومؤشر مورجان أستانلي للأسهم الناشئة...

...ورغم الانتعاش الأخير، لا يزال مكرر الربحية في "تاسي" يعتبر عند مستويات معقولة.

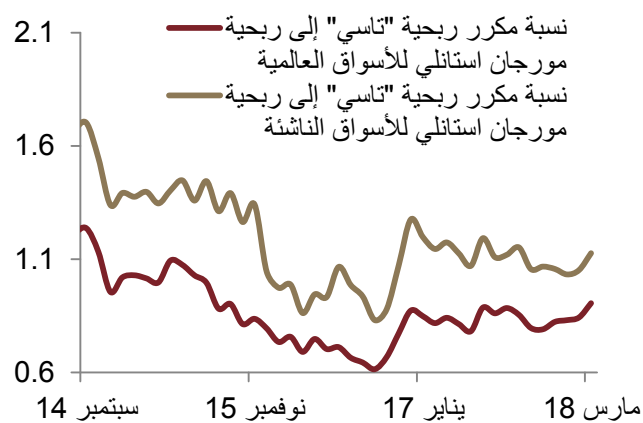
بالنظر إلى الربع الثاني عام 2018، هناك عدد من التطورات يرجح أن تساهم في استمرار الزخم الإيجابي لمؤشر "تاسي"...

...ونتوقع استمرار تدفق رؤوس الأموال من المستثمرين الأجانب ومن اتفاقيات المبادلة باتجاه السوق السعودي والذي شهدناه حتى اللحظة في عام 2018 خلال الشهور القليلة القادمة...

شكل 15: هامش الأرباح لمنتجات البتروكيماويات تحسن مؤخراً



شكل 14: تراجع مكرر الربحية في مؤشر "تاسي" مقارنة بمؤشر مورجان أستانلي للأسواق الناشئة وكذلك للأسواق العالمية





الزيادة الكبيرة لاحتمال إدراج السوق السعودي في مؤشر مورجان أستانلي للأسواق الناشئة بعد الإدراج في مؤشر فوتسي راسيل. وعلى وجه الخصوص، فإننا نتوقع قيام بعض المستثمرين الأجانب المؤهلين، كصناديق التحوط مثلاً، باتخاذ المراكز المناسبة للاستفادة من التدفق المتوقع لرؤوس الأموال بمجرد الإعلان عن الموافقة على إدراج "تاسي" في مؤشر مورجان أستانلي للأسواق الناشئة في يونيو 2018، والذي يسري تطبيقه مع تطبيق الإدراج في مؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة، خلال عام 2019.

...خاصة بعد الزيادة الكبيرة لاحتمال إدراج السوق السعودي في مؤشر مورجان أستانلي للأسواق الناشئة بعد الإدراج في مؤشر فوتسي راسيل.

## 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 الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من شركة رويترز، وشركة بلومبيرج، ومؤشر فوتسي راسيل، وشركة هيرميز، و"ساما"، وشركة "تداول".

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.