



الموضوع الرئيسي: تطورات أسواق النفط تعزز ملامح الاقتصاد

عملت التطورات الأخيرة في أسواق النفط على تحسين الملامح المستقبلية للسعودية، حيث بلغت أسعار النفط أعلى مستوياتها على الإطلاق في أواخر سبتمبر على الرغم من موافقة أوبك على زيادة حصص الإنتاج في أوائل ذلك الشهر. ومن شأن الأسعار والإنتاج الأعلى أن يعززا النمو الاقتصادي وفوائض الميزانية والحسابات الخارجية في السعودية بأعلى من المستويات التي كنا قد توقعناها سابقاً هذا العام. ونتوقع الآن أن يرتفع متوسط أسعار النفط إلى 65 دولار/برميل على المدى المتوسط مما يوفر قاعدة اقتصادية صلبة لنشاط القطاع الخاص غير النفطي.

وكانت المخاوف حيال استمرار الاختلال بين قوى العرض والطلب هي العامل الأساسي وراء ارتفاع الأسعار. واستمر الطلب في النمو رغم ارتفاع الأسعار بينما تأخرت الإمدادات الجديدة من خارج الأوبك عن الدخول إلى الأسواق بالسرعة المتوقعة. وكان الخفض الكبير والمفاجئ في أسعار الفائدة الأمريكية في سبتمبر والتلميح بإجراء تخفيضات أخرى قد أثارا مخاوف الكثيرين بشأن أوضاع الطلب على النفط في الولايات المتحدة؛ كما عملت المضاربات على رفع أسعار النفط مؤخراً. ونرجح أن تتواصل حالة الشح في أسواق النفط في الأجل المتوسط لذا فإن الظروف مهيأة كي تعدل الأوبك حصص الإنتاج برفعها وليس تخفيضها من أجل الحفاظ على الأسعار عند المستوى المطلوب خلال الأعوام القادمة.

مراجعة توقعاتنا فيما يتعلق بأداء أسواق النفط انعكست بصورة إيجابية على الأداء الاقتصادي مستقبلاً. ونتوقع الآن نمو الناتج الإجمالي الاسمي في عام 2007 بمعدل 6,4 بالمائة مقارنة بتوقعاتنا السابقة بأن ينخفض بمعدل 4,3- بالمائة؛ أما الناتج الفعلي فتتوقع نموه بمعدل 2,9 بالمائة. وفي الوقت الذي يعني فيه الارتفاع في النفقات الحكومية والواردات تراجع فوائض الميزانية والحساب الخارجية في عام 2006، إلا أن توقعاتنا الأخيرة بأداء أسواق النفط تشير إلى أنها ستظل قوية على مدى الأعوام القادمة.

الموجز الاقتصادي: تعرض ربط سعر الصرف لضغوط عقب تصريح مؤسسة النقد أن لا نية لديها على تعديل سعر الفائدة عقب خفض سعر الفائدة الأمريكي في 18 سبتمبر. ورغم أن قرار مؤسسة النقد كان بديهياً عند أخذ الاعتبارات الداخلية في الحسبان لكن بعض البنوك الأجنبية فسرت القرار على أنه علامة على أن مؤسسة النقد تعد لتعديل سعر الفائدة أو حتى التخلي عن سياسة الربط.

من ناحية أخرى، استمر التضخم في الصعود في الوقت الذي سجلت فيه الإيجارات ارتفاعاً من خانتين. بالمقابل، تراجع النمو في عرض النقود.

موجز سوق الأسهم: الإعلان عن تاريخ إطلاق النظام التشغيلي الجديد لسوق الأسهم السعودي والذي من شأنه رفع درجة الشفافية تسبب في إحباط المضاربين مما دفع بأسعار أسهم كثير من الشركات الصغيرة إلى الأسفل. تلقت أسهم البنوك دفعة قوية بعد تفعيل القرار بالسماح لمواطني دول الخليج بتملكها، ولا تزال حالة الحذر تسيطر على المستثمرين في سوق الأسهم السعودي.

أسعار النفط عند مستويات قياسية جديدة



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



تطورات أسواق النفط تنعكس ايجابياً على الملامح الاقتصادية

ساهمت التطورات الأخيرة في أسواق النفط في تعزيز الملامح المستقبلية للاقتصاد السعودي، حيث بلغت أسعار النفط أعلى مستوياتها على الإطلاق في أواخر سبتمبر بسبب الشح في الأسواق بدلاً عن الظروف العالمية السلبية (الجيوسياسية أو المتعلقة بالطقس) التي عادة ما ترتبط بالارتفاعات الكبيرة في أسعار النفط والتي تمت رغم موافقة أوبك على زيادة الإنتاج في أوائل الشهر. وسوف تعمل الأسعار وحجم الإنتاج المرتفعين على تحفيز النمو الاقتصادي وتعزيز فوائض الميزانية وميزان المدفوعات بأعلى من المستويات التي كنا قد توقعناها سابقاً. وسوف توفر أسعار النفط البالغة 65 دولار/برميل في المتوسط على المدى المتوسط أرضية صلبة للقطاع غير النفطي.

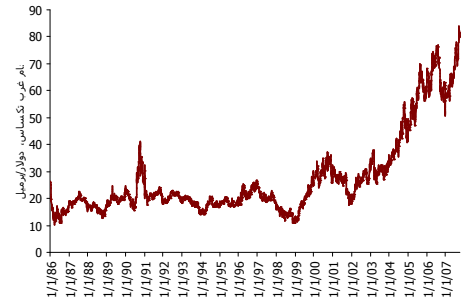
وكان خام غرب تكساس قد سجل رقماً قياسياً مرتفعاً بلغ 83,9 دولار/برميل بتاريخ 20 سبتمبر وظل فوق مستوى 80 دولار/برميل طيلة الفترة منذ منتصف سبتمبر، أي أعلى بواقع الثلث منذ بداية العام. وكانت المخاوف من استمرار الاختلال بين عاملي العرض والطلب هو السبب الرئيسي وراء ارتفاع الأسعار. وظل النمو في الطلب قوياً رغم ارتفاع الأسعار ورغم عدم تدفق الإمدادات الجديدة وأغلبها من خارج الأوبك بالسرعة المتوقعة. وقد عمل تراجع المخزون الأمريكي خلال الأشهر الماضية على رفع توقعات السوق بحدوث حالة شح في الإمدادات في الفصل الأخير من العام عندما يقفز الطلب بسبب دخول فصل الشتاء في نصف الكرة الشمالي.

ومن المثير للانتباه أن تداعيات أزمة أسواق الرهن العقاري في الولايات المتحدة كانت آثارها ايجابية على أسعار النفط حتى الآن. ورغم أن التباطؤ في الاقتصاد الأمريكي قد يؤدي لتراجع الطلب على النفط وبالتالي يؤدي لانخفاض أسعاره، فإن الخفض الكبير المفاجئ في أسعار الفائدة الأمريكية في سبتمبر والتلميح بإجراء تخفيضات أخرى أثارا مخاوف الكثيرين بشأن سلامة الاقتصاد الأمريكي (مما دفع مؤشر داو جونز إلى مستوى قياسي جديد). إضافة إلى ذلك، عملت المضاربات على رفع أسعار النفط خصوصاً أنه يعتبر أكثر أماناً من الكثير من الأصول الأخرى خلال الأزمة المالية الراهنة في الأسواق.

المخاطر الجيوسياسية التي تعمل عادة على رفع الأسعار تكاد تنعدم حالياً مقارنة بصيف عام 2006 عندما ارتفعت الأسعار بسبب المخاوف الكبيرة من برنامج إيران النووي ودخول موسم الأعاصير في خليج المكسيك والعنف الطائفي في نيجيريا وعوامل أخرى من شأنها تعطيل إمدادات النفط. وفي ضوء تراجع الاهتمام بهذه المسائل حالياً رغم تواصل مخاطرها نعتقد أن الفرصة لارتفاع أكبر في سعر النفط إلى مستوى 90 أو حتى 100 دولار للبرميل تظل واردة. الطفرات السعرية بسبب التطورات الجيوسياسية من هذا القبيل سيئة للمنتجين والمستهلكين على السواء ومن المرجح أن تتدخل منظمة الأوبك لتهدئة الأسواق وخفض الأسعار.

وافقت الأوبك في اجتماعها العادي بتاريخ 11 سبتمبر على زيادة الإنتاج بحوالي 500,000 برميل/يوم فوق المستوى الحالي ليلعب 27,2 مليون برميل/يوم (أي أعلى بواقع 1,4 مليون برميل/يوم فوق حصص الإنتاج القديمة—أنظر الجدول). نصيب السعودية من الإنتاج الإضافي يبلغ 300,000 برميل/يوم مما يرفع من حصتها الإنتاجية إلى 8,94 مليون برميل/يوم. ولم تكن الصورة واضحة عما إذا كانت أوبك ستلجأ لرفع الإنتاج خصوصاً أن الكثير من الأعضاء عبروا قبل الاجتماع عن قناعتهم بترك حجم الإنتاج دون تغيير. وعلى الرغم من ذلك لم تكن الزيادة كافية بدلالة أنها لم تمنع الأسعار من الارتفاع. لذا عدلنا توقعاتنا بأداء أسعار النفط برفعها إلى 71 دولار/برميل هذا العام (ما يعادل 65 دولار من برميل النفط السعودي) من تقديرنا السابق البالغ 65 دولار/برميل (57 دولار من برميل النفط السعودي). كما عدلنا أيضاً من توقعاتنا بإنتاج النفط لعام 2007 بصورة طفيفة أخذين في الاعتبار حصة السعودية الأخيرة.

أعلى مستوى على الإطلاق



طفرة أخرى في الأسعار تظل واردة





الحصص الإنتاجية من النفط (ألف برميل/يوم)

الحصص القديمة	إنتاج أغسطس	ألحصص الجديدة	
820	840	870	الجزائر
1290	1350	1360	اندونيسيا
3640	3870	3820	إيران
2360	2450	2530	الكويت
1620	1710	1710	ليبيا
2040	2150	2160	نيجيريا
790	820	830	قطر
8490	8610	8940	السعودية
2440	2570	2570	الإمارات
2340	2360	2470	فنزويلا
25800	26700	27200	

ونرجح أن تظل أسواق النفط مشدودة في الأجل المتوسط رغم غياب أية تطورات سلبية على الساحة العالمية. وحسبما جاء في تقرير أخير لوكالة الطاقة الدولية "من المتوقع استمرار حالة الشح في الأسواق لما بعد عام 2010 حتى عقب أربعة أعوام من الارتفاع في أسعار النفط مع تراجع فائض الطاقة الإنتاجية العالمي لدى الأوبك إلى أدنى مستوياتها بحلول عام 2012". ومع تزايد احتمال تخطي الطلب العالمي على النفط الإمدادات من خارج الأوبك فإن الظروف مهيأة كي ترفع المنظمة من حصص الإنتاج خلال الأعوام القادمة وليس تخفيضها من أجل الحفاظ على الأسعار عند المستوى المطلوب. وإحساسنا هو أن سياسة النفط السعودية ستكون الحفاظ على الأسعار عند مستوى لا يتضرر منه النمو الاقتصادي العالمي أو يتسبب في زيادة الاستثمارات العالمية في إنتاج النفط بصورة مفرطة. وربما يتراوح ذلك السعر حالياً في نطاق 60 - 65 دولار للبرميل.

ونتيجة لهذه الاحتمالات المتعلقة بأحوال أسواق النفط فقد لجأنا إلى رفع توقعاتنا بأسعار النفط على المدى المتوسط حيث نتوقع الآن أن تراوح في حدود 65 دولار/برميل خلال عام 2008 وفي حدود 70 دولار/برميل خلال عامي 2009 و2010. كما أجرينا تعديلاً طفيفاً إلى الأعلى فيما يتعلق بحجم الإنتاج في السعودية حتى عام 2010.

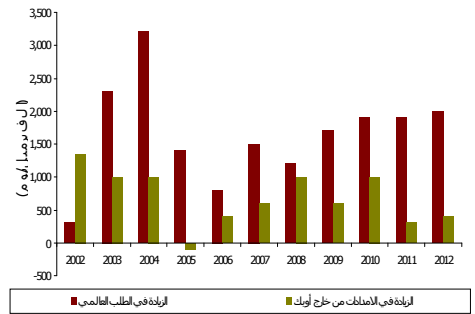
التداعيات على السعودية

مراجعة توقعاتنا المستقبلية فيما يتعلق بأسواق النفط انعكست بصورة إيجابية على الأداء الاقتصادي الكلي، حيث أن تضافر عاملي الأسعار والإنتاج الأعلى يعمل على حفز النمو الاقتصادي وتعزيز الفوائض في الحساب الجاري والميزانية العامة للدولة المرتفعان بصورة كبيرة سلفاً. ورغم أن قوة أداء الاقتصاد لن تأتي على نفس منوال عام 2006 إلا أن الأوضاع ستظل جيدة في عام 2007. ومع احتمال بقاء أسعار النفط مرتفعة تظل التوقعات المستقبلية حتى العام 2010 مبشرة ومنتشبة مع الاستنتاجات التي كنا قد أشرنا إليها في تقريرنا الصادر في يوليو 2007 (العصر الذهبي للاقتصاد السعودي: المرحلة الثانية).

وقد عدلنا من تقديراتنا المتعلقة بنمو الناتج الإجمالي الفعلي في عام 2007 برفعها إلى 2,9 بالمائة من 2,7 بالمائة (الجدول على صفحة 10 يحتوي على بيانات الأداء المتوقع والأداء التاريخي). ويعزى ذلك إلى أننا نتوقع الآن أن يأتي إنتاج النفط هذا العام أقل بواقع 5,8 بالمائة دون مستوى عام 2006، مقارنة بتوقعاتنا السابقة بانخفاضه بمعدل 6,4 بالمائة. وتظل توقعاتنا فيما يتعلق بأداء بقية القطاعات في الاقتصاد على حالها؛ ستكون سنة 2007 هي العام الذي تتحول فيه آليات الطفرة الاقتصادية الحالية من القطاع النفطي إلى القطاع الخاص غير النفطي، وسوف تسجل قطاعات النقل والبناء والتمويل نمواً أسرع من بقية القطاعات.

ونتوقع الآن نمو الناتج الإجمالي الاسمي بمعدل 6,4 بالمائة مقارنة بتوقعاتنا

ستظل الأسواق مشدودة





السابقة التي كانت قد أشارت إلى انخفاض بمعدل 4,3 بالمائة. ونقدر أن يتضاعف حجم الاقتصاد خلال فترة الأعوام الخمسة المنتهية في 2007 لـ 371 دولار. وتعني إيرادات النفط الإضافية أن توقعاتنا بالنمو الاسمي في القطاع النفطي قد تم تعديلها من 16,6- بالمائة نمواً سلبياً إلى 1,7 بالمائة نمواً ايجابياً. وتنعكس الزيادة في حجم الناتج الإجمالي الاسمي بالارتفاع في متوسط دخل الفرد إلى 15,000 دولار لأول مرة منذ عام 1981.

وتشكل إيرادات النفط حوالي 90 بالمائة من إجمالي إيرادات الميزانية، بحيث ينتج عن توقعاتنا بارتفاع أسعار النفط وإنتاجه ففزة كبيرة فيما يتعلق بالفائض في الموازنة العامة. ونسبة للمخاوف من تداعيات التضخم لا نتوقع نمو الإنفاق الحكومي على نفس وتيرة الارتفاع في الإيرادات على الرغم من أن التضخم في تكلفة المشروعات يعني صعوبة احتواء المصاريف. ومن شأن الضغوط التي تنادي برفع أجور منسوبي القطاع العام من أجل مكافحة التضخم أن تؤدي إلى تحجيم قدرة الدولة في السيطرة على النمو في الإنفاق. لذا نتوقع أن يأتي الفائض في ميزانية عام 2007 دون مستواه في العام الماضي رغم أنه سيظل ضخماً على الرغم من ذلك عند مستوى 59 بليون دولار (ما يعادل 16% من الناتج الإجمالي).

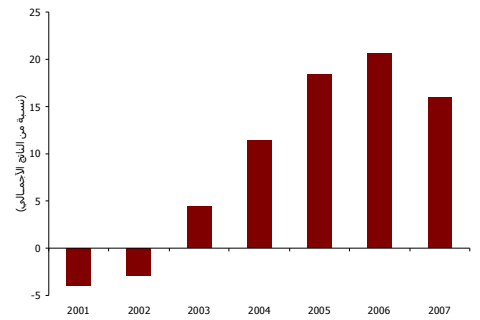
كما انعكست تقديرات أرقام النفط المعدلة ايجابياً على الأوضاع المستقبلية لميزان الحساب الجاري، حيث نتوقع أن تبلغ صادرات النفط أعلى مستوياتها على الإطلاق في عام 2007 عند مستوى 191 بليون دولار أي ما يربو على ثلاثة أضعاف إيرادات صادرات النفط منذ أربعة أعوام مضت. وبما أن الإنفاق على الواردات قد ارتفع بالمثل (ارتفعت خطابات الاعتماد لتمويل واردات القطاع الخاص بمعدل 18 بالمائة خلال الستة أشهر الأولى من عام 2007 مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي)، لكننا لا نزال نتوقع أن يشهد ميزان الحساب الجاري تراجعاً. وفي ضوء الارتفاع المتوقع في دفعات الحسابات الخارجية (نتيجة النقص في العمالة الماهرة في سوق العمل السعودي) نتوقع أن يأتي الفائض في ميزان الحساب الجاري دون المستوى القياسي للعام الماضي، لكنه يظل مرتفعاً بشكل ملحوظ عند مستوى 84 بليون دولار (23 بالمائة من الناتج الإجمالي).

وتبني توقعاتنا بأداء الحساب الجاري على التعديلات التي أجرتها مؤسسة النقد على بيانات عام 2006 التي صدرت مؤخراً والتي كشفت عن بعض الاتجاهات التي نتوقع أن تزداد أهمية خلال الأعوام القادمة

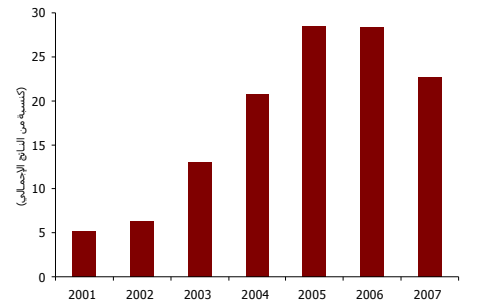
- ارتفاع الواردات: تم تعديل قيمة الواردات ارتفاعاً بما يربو على 3 بليون دولار لتبلغ 63,8 بليون دولار أي 17 بالمائة فوق مستوى عام 2005. وكانت قيمة الواردات قد ارتفعت بمعدل من خانتين سنوياً خلال كل من الأعوام الأربعة المنصرمة، وهو اتجاه نتوقع أن يستمر حيث تتطلب المشاريع العملاقة قيد التنفيذ أو المخطط لتنفيذها استيراد معدات رأسمالية ضخمة. لكن في ظل ارتفاع تكلفة هذه المشاريع فإننا نرجح أن يكون الارتفاع في أحجام أو كمية الواردات الفعلية طفيفاً.

- النمو القوي في الدخل الاستثماري: الدخل الاستثماري هو العائد الذي تكتسبه الدولة مقابل موجوداتها الأجنبية. وكانت البيانات القديمة تقدر الدخل الاستثماري للسعودية عند مستوى 6,9 بليون دولار في عام 2006، أي أعلى من مستوى عام 2005 بما يعادل 40 بالمائة وهو نفس معدل النمو في الموجودات الأجنبية لدى مؤسسة النقد، مما يلمح إلى أن معدل العائد على محفظة مؤسسة النقد لا يتعدى 2,5 بالمائة رغم ارتفاع معدلات الفائدة العالمية (ونعتقد أن معظم موجودات مؤسسة النقد الأجنبية تتكون من أدوات دين حكومية). وقد أشارت البيانات الجديدة إلى أن الدخل الاستثماري قد بلغ 10,4 بالمائة مما يوحي بأن العائد عليها قد بلغ 3,8 بالمائة. وفي ضوء توقع تواصل النمو في الموجودات الأجنبية تمشياً مع استمرار النمو في فائض الحساب الجاري خلال الأعوام القادمة فسوف تتزايد أهمية الدخل الاستثماري كأحد مصادر الإيرادات الأجنبية.

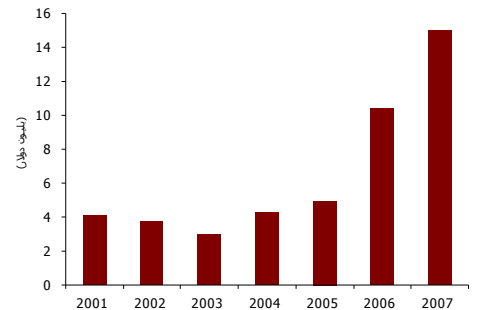
ملاحظ الميزانية تبدو أفضل (الفائض/العجز في الميزانية)



فوائض استثنائية في الحساب الجاري



نمو الاحتياطيات يعزز الدخل الاستثماري





- ارتفاع تحويلات العمالة الأجنبية: النمو السريع في أعداد العمالة الأجنبية سيؤدي إلى ارتفاع التحويلات، حيث يقوم الكثير من العمال الأجانب بتحويل نسب عالية من دخولهم إلى الخارج. وقد أشارت البيانات المعدلة إلى أن تدفقات التحويلات الأجنبية قد بلغت 15,6 بليون دولار عام 2006، أي أعلى بواقع بليون دولار عن تقديرات الزيادة السابقة وبواقع 1,5 بليون دولار فوق مستوى عام 2005. ومن شأن عمليات استقدام العمالة الأجنبية الماهرة وغير الماهرة اللازمة لمجابهة الطفرة في المشاريع العملاقة أن تساهم في ارتفاع حجم التحويلات الأجنبية خلال الأعوام القادمة.

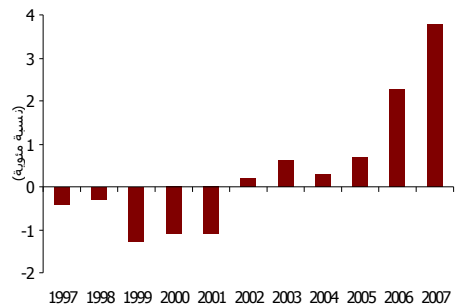
كما تم إجراء تعديلين هامين آخرين على بيانات الحساب الجاري، الأول يتعلق بخفض النمو في الصادرات غير النفطية، والثاني يتعلق بخفض دفعات الخدمات الحكومية الأخرى (المعدات العسكرية بصورة رئيسية). لكن لا يزال الرقمان اللذان تم خفضهما مرتفعان بنسبة كبيرة مقارنة بأرقام عام 2005. وقد انعكست الأرقام المعدلة بما يفوق توقعاتنا بأداء الحساب الجاري بالارتفاع في رصيد الموجودات الأجنبية. لذا نتوقع الآن أن تبلغ الموجودات الأجنبية الرسمية 345 بليون دولار بحلول نهاية عام 2007.

الحسابات الخارجية (بليون دولار)

2007	2006	2006	2005	
متوقع	معدل	تقديري	فعلي	
190.8	187.7	188.8	161.1	صادرات النفط
22.4	22.8	25.0	19.0	صادرات أخرى
76.6	63.8	60.7	54.6	واردات
136.5	146.6	148.5	125.5	الميزان التجاري
23.3	18.2	14.5	12.1	مقبوضات
15.0	10.4	6.9	5.0	دخل استثماري
0.6	0.6	0.6	0.5	قطاع النفط (زيت السفن)
7.8	7.3	7.0	6.7	أخرى
75.7	65.9	67.7	47.7	مدفوعات
6.9	5.9	5.6	4.9	شحن وتأمين
11.5	9.7	9.7	5.0	قطاع النفط
15.5	13.5	12.8	9.6	خدمات خاصة أخرى
25.0	21.2	25.0	14.2	خدمات حكومية أخرى
17.0	15.6	14.6	14.0	التحويلات الخاصة
-52.5	-47.7	-53.2	-35.5	ميزان الخدمات والتحويلات
84.0	98.9	95.4	90.0	ميزان الحساب الجاري
22.6	28.4	27.4	28.5	كنسبة مئوية من الناتج الإجمالي

وقد انتهزنا هذه الفرصة لمراجعة توقعاتنا الأخرى، فقد لجأنا لتحريك توقعاتنا بالتضخم خلال الفترة 2007 - 2010 إلى الأعلى بصورة طفيفة عقب الفحص المتعمق لأسعار المواد الغذائية (لماذا ارتفعت أسعار المواد الغذائية في السعودية الصادر في أوائل هذا الشهر) حيث اقتنعنا بأنها سوف تواصل الارتفاع بمعدل يفوق متوسطها خلال الأعوام القادمة. كما ساهمت القفزة في الإيجارات في أغسطس (بمعدل سنوي يبلغ 12,1 بالمائة) وتداعياتها المحتملة على بقية السلع عندما يلجأ تجار التجزئة إلى عكس تكاليفهم المرتفعة عليها، ساهمت في رفع توقعاتنا بأرقام التضخم. وقد أدى الارتفاع الحاد وغير المتوقع في الإيجارات بالتضخم مع احتمال انخفاض أسعار الفائدة إلى تدهور التوقعات المستقبلية بالتضخم بصورة طفيفة. كما خفضنا من توقعاتنا بمستوى معدلات الفائدة لكن لا نزال متمسكين بقناعتنا بأن الربط مع الدولار سيظل قائماً.

التضخم يرتفع بوتيرة متسارعة





الاقتصاد تحت المجهر

حركة أسعار الفائدة تشكل ضغطاً على الريال

المضاربات في الأسواق الدولية حول مقدرة الربط بين سعر صرف الريال والدولار على الصمود دفعت بالريال إلى أعلى مستوى له مقابل الدولار طيلة 21 عاماً أواخر سبتمبر الماضي. لكن تأكيد محافظ مؤسسة النقد على التزام الدولة بسياسة الربط عملت على استقرار الريال، رغم انه لا يزال أعلى قليلاً من سعر الربط الرسمي. ولا نزال على ثقة بأن ربط سعر الصرف سيظل دون تغيير على المدى المتوسط.

وكانت موجة المضاربات قد انطلقت عقب إعلان مؤسسة النقد عدم نيتها في تعديل سعر إعادة الشراء بعد أن خفضت أمريكا سعر فائدة الأموال الفيدرالية بواقع 50 نقطة أساس (0,5 نقطة مئوية) في 18 سبتمبر. وقد فسرت بعض البنوك الأجنبية تلك الخطوة بمثابة إشارة بأن السعودية ستلجأ لتعديل سعر الصرف أو التخلي عنه نهائياً. والسبب أنه يتعين في ظل نظام سعر الصرف الذي يعتمد على الربط مع غياب القيود على حركة رؤوس الأموال أن يفتفي سعر إعادة الشراء حركة فائدة الأموال الفيدرالية بصورة عامة، وإلا فسوف يؤدي عدم ذلك إلى خلق موجة ضخمة من تدفقات رؤوس الأموال إلى داخل السعودية أو خارجها (اعتماداً على وضع سعر إعادة الشراء، هل هو أعلى أم أدنى من فائدة الأموال الفيدرالية). لذا فقد تم دفع الريال إلى أعلى مستوياته مقابل الدولار منذ تبني سياسة الربط في عام 1986 (رغم أن الحركة الفعلية كانت ضئيلة لا تعدو 0,4 بالمائة).

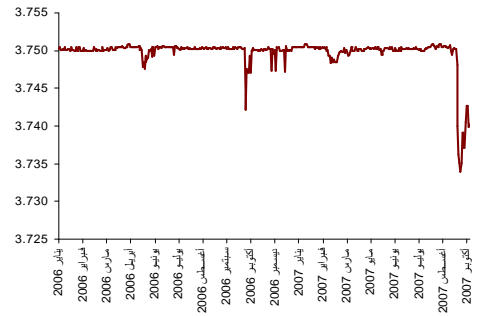
قرار مؤسسة النقد حول سعر الصرف بديهي باعتبار أحوال الاقتصاد السعودي الداخلية، حيث قفز التضخم وحجم عرض النقود كلاهما في يوليو (آخر البيانات المتوفرة وقت اتخاذ القرار حول سعر الصرف). ورغم قناعتنا بأن تعديل سعر الفائدة ليس بالأسلوب الأمثل للسيطرة على التضخم في السعودية (نسبة لتدني مستوى المديونية وعدم حساسيتها لتعديل سعر الفائدة بصورة عامة) حيث أن أسعار الفائدة المنخفضة تساهم في تسريع النمو في الكتلة النقدية وبالتالي التضخم.

إضافة، كانت أسعار الفائدة في سوق المعاملات بين المصارف (المحك الفعلي لتحديد الفائدة على القروض المصرفية) أقل من نظيرتها في الولايات المتحدة بسبب حالة السيولة الهائلة لدى المصارف التجارية السعودية. وكانت فائدة إيداعات الريال لثلاثة أشهر تقل قبل خطوة البنك المركزي الأمريكي عن نظيرتها الأمريكية بواقع 49 نقطة أساس (عادة ما تكون الفائدة السعودية أعلى من نظيرتها الأمريكية عاكسة لعلاوة المخاطر المحلية). ورغم التغير في الفروقات بين سعر إعادة الشراء السعودي والفائدة على الأموال الفيدرالية فإن فائدة إيداعات الريال السعودي لثلاثة أشهر سجلت علاوة فوق مستوى الفائدة الأمريكية في أوائل شهر أكتوبر.

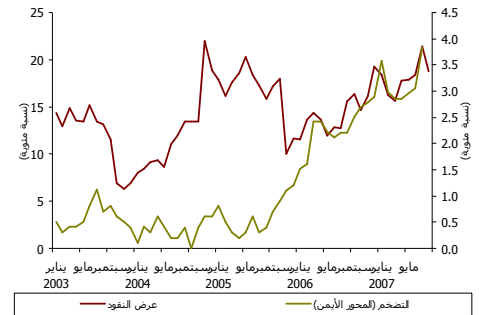
لم تتبع مؤسسة النقد تعديل الفائدة بواسطة البنك المركزي الأمريكي في كل الأحوال في الماضي، حيث أنها حافظت على أسعار فائدتها دون تغيير في شهري مارس ومايو العام الماضي بسبب القلق حيال أوضاع سوق الأسهم وفي النهاية أجرت تعديلاً نقلت فيه 30 نقطة أساس فقط في فبراير هذا العام. كما أن الفروقات البالغة 75 نقطة أساس بين سعر إعادة الشراء وفائدة الأموال الفيدرالية تعتبر عادية. وكما يشير الرسم البياني فقد راوحت الفروقات عند هذا المستوى معظم الوقت بين نوفمبر 2001 ومارس 2004.

وكنا قد اشرنا في تقريرنا الصادر في أغسطس حول سياسة ربط سعر صرف الريال بالدولار بأنه لا توجد حجة اقتصادية قوية للتخلي عن الربط بين سعري الصرف في الوقت الحالي وان سيئات اللجوء لتلك الخطوة قد تفوق حسناتها. وقد عبر محافظ مؤسسة النقد عن التزام الدولة بسياسة الربط في مؤتمر صحفي في أواخر سبتمبر. لكن انصوت تعليقاته على قدر من الغموض بحيث لم يقتنع المستثمرين العالميين كلياً (المعتادين على تحليل اي عبارة تصدر عن صانعي القرار السياسي) لذا لم يتراجع الريال بعد الى مستوى الربط الرسمي البالغ 3,75 مقابل الدولار.

أعلى مستوى للريال مقابل الدولار

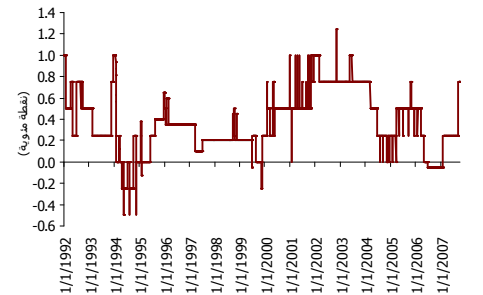


الضغوط التضخمية تتزايد



فروقات سعر الفائدة مسألة عادية

(الفروق بين سعر إعادة الشراء والأموال الفيدرالية)





موجز التطورات الاقتصادية

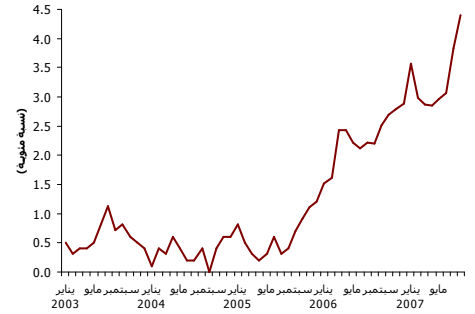
قفز التضخم يواصل الارتفاع
أغسطس من 3,8 بالمائة في يوليو، ولا تزال الإيجارات تمثل الدافع الرئيسي وراء ارتفاع التضخم حيث أظهرت مكونات مؤشر تكلفة المعيشة إرتفاع مجموعة الإيجارات بمعدل سنوي يبلغ 12,1 بالمائة. وتنعكس الإيجارات المرتفعة من خلال رفعها مصاريف تجار التجزئة على أسعار العديد من السلع الأخرى على مستوى كل الاقتصاد. وقد جاءت القفزة في الإيجارات بأعلى مما كنا نتوقع مما حدا بنا لرفع تقديراتنا حول التضخم.

تباطأ النمو في معيار عرض النقود الشامل (ن3) في أغسطس من قرب أعلى مستوى له في ثلاثة أعوام البالغ 21,4 بالمائة في يوليو، رغم أنه لا يزال مرتفعاً عند مستوى 18,8 بالمائة. وقد تصافر انتعاش عمليات الإقراض المصرفية إلى القطاع الخاص التي عانت من تدهور أسعار الأسهم العام الماضي مع استمرار الحكومة وشركة أرامكو في تحويل عوائد النفط إلى الريال لمواجهة متطلبات الإنفاق المحلي على السلع والخدمات في رفع النمو في عرض النقود منذ منتصف العام الماضي. ويدعم النمو القوي في عرض النقود موقف مؤسسة النقد الرامي إلى عدم تخفيض سعر الفائدة حيث أن الفوائد المنخفضة تحفز على الاقتراض مما يرفع من الضغوط التضخمية.

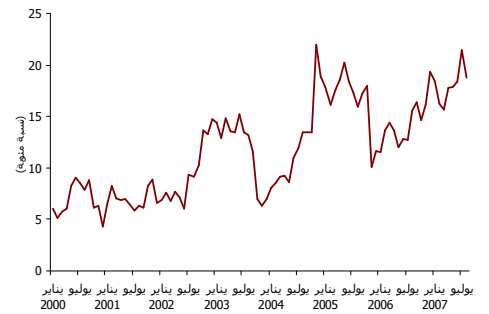
يبدو أن قطاع البناء يشهد عاماً آخر من النمو المرتفع جداً حسب بيانات خطابات الاعتماد (خطابات ضمان بنكية). فقد ارتفعت خطابات الاعتماد المفتوحة لدى البنوك من أجل استيراد مواد بناء بواسطة القطاع الخاص بمعدل 67 بالمائة خلال فترة الأشهر الستة الأولى هذا العام مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي. وتشكل مواد البناء 12 بالمائة من إجمالي خطابات الاعتماد المفتوحة، أي ما يعادى ضعفي قيمتها منذ عام 2004. وقد قفزت قيمة خطابات الاعتماد المفتوحة لاستيراد مواد غذائية 44 بالمائة خلال نفس الفترة عاكسة للارتفاع في أسعار المواد الغذائية العالمية.

تحسن مناخ الأعمال في السعودية، حيث تقدمت المملكة ثلاثة عشر درجة للأمام لتحتل الموقع الثالث والعشرون عالمياً حسب طبعة عام 2008 من تقرير البنك الدولي الذي يصنف الدول حسب سهولة العمل التجاري فيها. وتستخدم الهيئة العامة للاستثمار مؤشر أفضل الدول لممارسة العمل التجاري كأحد المعايير في إطار أهدافها الرامية إلى تحويل السعودية إلى واحدة من أفضل عشرة دول من حيث التنافسية وذلك بحلول عام 2010 (برنامج 10 في 10). وقد ساهمت السياسات المتعلقة بالتجارة الخارجية وتوفير الائتمان بالإضافة إلى إلغاء شرط الحد الأدنى لرأس المال في رفع مرتبة المملكة إلى واحدة من أفضل الدول العام الماضي فيما يتعلق بتأسيس عمل جديد. وتتفوق المملكة حسب الترتيب الحالي على النمسا وفرنسا لكن لا يزال ينتظرها عمل كثير كي تحتل موقعا ضمن العشرة الأوائل. ومن أهم المسائل التي يتوجب على المملكة التعاطي معها حالياً موضوع نفاذ شروط العقود وشروط إغلاق العمل التجاري.

التضخم يواصل الارتفاع

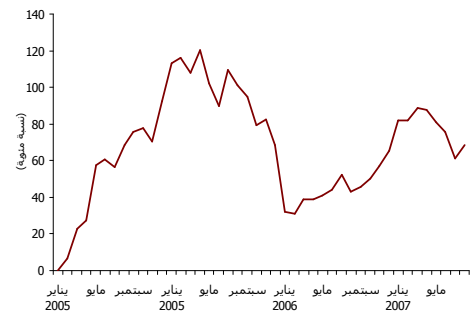


نمو عرض النقود دون مستوياته العليا



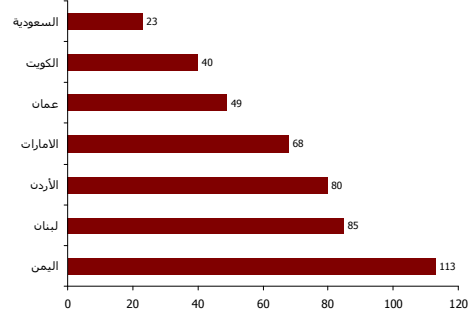
زمن الطفرة في قطاع البناء

(النمو في خطابات اعتماد القطاع الخاص للمواد البناء، المتوسط المتحرك لست أشهر)



الأفضل في المنطقة

(الترتيب حسب تقرير مناخ الأعمال للبنك الدولي)





مرصد سوق الأسهم

نظام التداول الجديد يحبط المضاربين

اتخذت أسعار الأسهم منحى تنازلي عقب إعلان هيئة السوق المالية أن نظام التشغيل الجديد لسوق الأسهم السعودي الذي طال انتظاره سوف يتم تدشينه بتاريخ 20 أكتوبر. ويضم النظام الجديد عدد من التحسينات التي من شأنها الارتقاء بكفاءة تشغيل سوق الأسهم وتوفير درجة عالية من الشفافية. ونعتقد أن احتمال تنفيذ عمليات أشرف أو مراقبة أكثر دقة قد تسبب في خلق حالة من القلق لدى المضاربين مما دعاهم للانسحاب من السوق متسببين في هبوط أسعار الأسهم.

من أبرز مزايا النظام الجديد مقدرته على رفع الطاقة الاستيعابية للسوق بصورة كبيرة، حيث يستطيع معالجة 2 مليون صفقة في اليوم الأول من انطلاقه أي أعلى كثيراً من أعلى مستوى سجله النظام الحالي البالغ 800,000 عملية في اليوم، هذا عدا تمتعه بالمرونة على مضاعفة الطاقة الاستيعابية كلما دعت الحاجة. إضافة إلى ذلك، يتيح النظام الجديد إمكانية التداول في منتجات إضافية مثل السندات والصكوك بل واستيعاب منتجات جديدة كلياً مثل صناديق التداول بالأسهم (ETFs).

تنقسم الأوامر في النظام الجديد إلى ثلاثة أنواع؛ أمر السوق والأمر المحدد بسعر والأمر غير المعلن. الأمر غير المعلن هو أمر محدد السعر يتسم بالضخامة لدرجة أنه قد يتسبب في إرباك السوق إذا ما تم طرحه دفعة واحدة وعادة ما تستخدم الصناديق الاستثمارية الكبيرة هذا النوع من الأوامر ويتم تجزئة الأمر غير المعلن إلى أجزاء وبشروط ألا تتجاوز الكمية الإجمالية 4000 ضعف الكمية المعلنة، ولا يظهر في قائمة الأوامر في السوق إلا الجزء المعلن، وعند تنفيذ الكمية المعلنة بالكامل يتم إضافة كميات جديدة وأولوية جديدة.

ويرتبط النظام بعدد من برامج التشغيل الالكترونية التي تتولى معالجة العمليات والإجراءات الخاصة بتنفيذ عمليات التداول من صفقات وتسويات وتفاصيل ونظام مراقبة السوق ونظام نشر بيانات السوق. وقد تم تطوير النظام بواسطة شركة (OMX) السويدية التي تدير عدد من البورصات العالمية وهي شركة رائدة في صناعة الأنظمة الالكترونية وتقنية الأسواق المالية. وقد شاركت البنوك وشركات الوساطة ومقدمي معلومات السوق في سلسلة الاختبارات وعمليات المطابقة التي أجريت بنجاح وإيجابية على النظام.

وكان مؤشر تداول قد تراجع بحوالي 3 بالمائة تقريبا منذ تاريخ الإعلان عن قرب إطلاق النظام الجديد في 26 سبتمبر. وقد لمحت التقارير في الصحف المحلية إلى أن عدم نشر معلومات متكاملة عن النظام الجديد كان من العوامل وراء هبوط المؤشر. لكننا نعتقد أن النظام الجديد لا ينبغي التعامل معه كمفاجأة حيث ظلت أخباره لا تنقطع من قبل الهيئة أو شركة تداول على مدى عام ونيف، كما أعلنت هيئة سوق المال وشركة تداول عن قرب موعد تطبيقه في الصحف المحلية والتلفزيون وحتى في مواقع الهيئة وشركة تداول على الانترنت. هذا عدا أن شركة تداول قد أعدت ووزعت في صالات التداول في البنوك وشركات الوساطة مطويات تعريفية وأسئلة وأجوبة عن النظام.

ونرحب أن بعض المضاربين ربما انسحبوا من السوق لاعتقادهم أن النظام الجديد يكشف المتلاعبين ويحد من عمليات التدوير. وقد جاء أداء أسهم الشركات الصغيرة التي يفضلها المضاربين أسوأ كثيراً من الشركات الكبيرة منذ الإعلان عن قرب موعد إطلاق النظام الجديد.



موجز سوق الأسهم

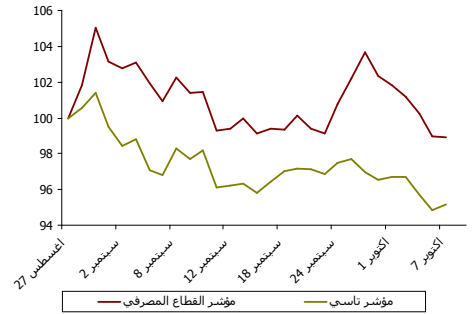
تم السماح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتملك أسهم شركات الخدمات المالية بتاريخ 25 سبتمبر، وبذلك يتم إزالة آخر القيود أمام مشاركة مواطني دول الخليج الكاملة في سوق الأسهم السعودي. وكانت أسهم قطاع البنوك قد قفزت مباشرة بمعدل 1,5 بالمائة في يوم 25 سبتمبر كردة فعل للتدفقات النقدية الكبيرة المتوقعة من بقية دول المنطقة، قبل أن تعود للتمشي مع الاتجاه العام لبقية القطاعات في الأيام التالية. وكانت أسهم قطاع البنوك قد ارتفعت بحوالي 4 بالمائة فوق بقية السوق منذ توجية مجلس الوزراء بتاريخ 27 أغسطس تعليمات إلى هيئة سوق المال لتهيئة السوق أما دخول المستثمرين الخليجين. الأداء القوي لقطاع البنوك يجعله جذاباً على نحو خاص للمستثمرين الخليجين.

بلغ عدد شركات التأمين الجديدة المدرجة في سوق الأسهم هذا العام 14 بانضمام الأهلية للتأمين في 6 أكتوبر. وكان سعر سهم الشركة قد ارتفع بصورة كبيرة في اليوم الأول لإدراجها (607,5 بالمائة)، حالها حال بقية الشركات. ويفضل المضاربون أسهم شركات قطاع التأمين على نحو خاص مما جعل أسهمها تتذبذب بصورة حادة. ويظهر الرسم البياني على الهامش أن حدة التذبذب في مؤشر قطاع التأمين قد ارتفعت على نحو كبير مقارنة ببقية السوق وذلك منذ اليوم الأول لإدراج أول شركة تأمين بتاريخ 5 مايو (تحدد درجة التذبذب بأخذ الفرق بين أعلى وأدنى سعر للتداول اليومي واحتسابها كنسبة مئوية من سعر إغلاق المؤشر). فإذا ما استثنينا التعاونية للتأمين صاحبة أكبر قيمة سوقية من مؤشر هذا القطاع فإن درجة التذبذب ترتفع بصورة أكثر حدة.

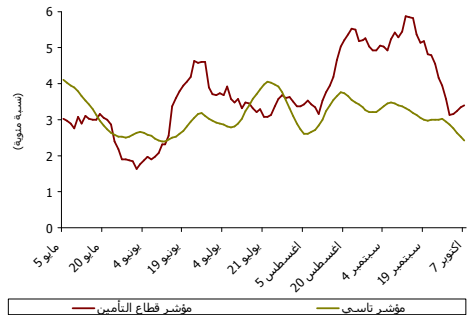
حتى 8 أكتوبر قامت ستة شركات فقط من إجمالي عدد الشركات المدرجة البالغ عددها 105 بالإعلان عن نتائجها المالية للفصل الثالث من هذا العام. وباستثناء شركة واحدة، فقد أظهرت جميعها نمواً في الأرباح بنهاية الفصل الثالث وللصول الثلاثة المنتهية في 30 سبتمبر، رغم ظهور بعض التباطؤ في معدل نمو الأرباح مقارنة بالأعوام السابقة. أما الشركة الوحيدة التي أعلنت عن تراجع النمو في أرباحها حتى الآن فهي تبوك للأسمنت. وقد ذكر المدير التنفيذي للشركة أن تراجع النمو في الأرباح جاء بسبب تراجع المبيعات مما يعتبر مفاجأة خصوصاً أن قطاع البناء يعتبر أحد أسرع القطاعات نمواً في الاقتصاد.

البيانات الجديدة التي نشرتها شركة تداول أظهرت أن ثقة المستثمرين لم تتعافى بعد منذ انهيار سوق الأسهم العام الماضي. وعلى الرغم من أن عدد الشركات الجديدة التي تم إضافتها خلال الفصول الثلاث هذا العام قد بلغ عشرون شركة، إضافة إلى اكتمال عدد مماثل من عمليات تجزئة الأسهم وإصدار حقوق أولوية مما رفع من عدد الأسهم المتاحة للتداول، إلا أن المتوسط اليومي لحجم التداول قد انخفض بمعدل 19 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي. بل حتى أن المتوسط اليومي لعدد الصفقات قد انخفض بنسبة أكبر بلغت 25 بالمائة. ولم يشهد غير قطاعي الزراعة والتأمين ارتفاعاً في حجم عمليات التداول خلال الأشهر التسعة الأولى هذا العام، وهما القطاعين المفضلين للمضاربين، رغم أن معظم الزيادة في قطاع التأمين يمكن تفسيرها من خلال عمليات الطرح الأولى.

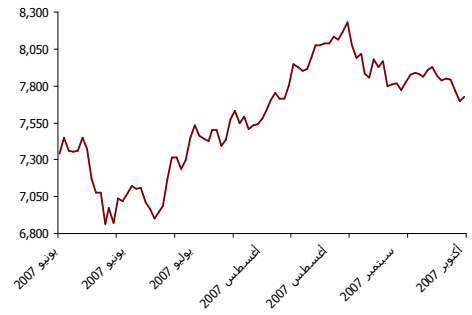
الإصلاحات تدعم أداء البنوك (100 نقطة في 27 أغسطس)



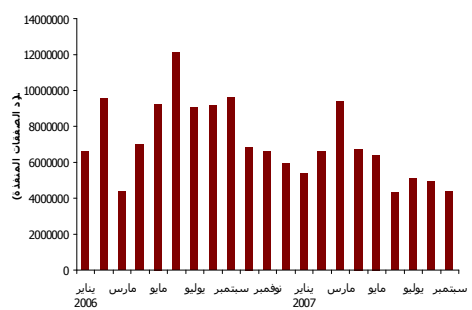
أسهم التأمين تتذبذب بشدة



ناسداي في انتظار نتائج الفصل الثالث



انخفاض حجم التداول يعكس حذر المستثمرين





البيانات الأساسية

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	
تقديري	تقديري	تقديري	تقديري						
الناتج الإجمالي الإسمي									
1685	1600	1437	1391	1308	1183	939	805	707	(بليون ريال سعودي)
479.3	426.7	383.1	371.0	348.7	315.3	250.3	214.6	188.6	(بليون دولار أمريكي)
5.3	11.4	3.2	6.4	10.6	26.0	16.7	13.8	3.0	(معدل التغير السنوي)
الناتج الإجمالي الفعلي									
(معدل التغير السنوي)									
1.0	5.0	4.0	-5.8	0.2	7.8	6.7	17.2	-7.5	القطاع النفطي
8.0	8.5	7.4	7.3	6.4	5.8	5.3	3.9	4.1	القطاع الخاص غير النفطي
4.5	5.3	6.0	6.3	6.1	4.0	3.1	3.1	2.9	القطاع الحكومي
5.2	6.7	6.1	2.9	4.3	6.1	5.3	7.7	0.1	معدل التغير الكلي
المؤشرات النفطية									
(متوسط)									
70.0	70.0	65.0	71.0	66.1	57.2	41.5	31.1	26.6	خام غرب تكساس
64.0	64.0	59.5	65.0	60.5	49.5	34.7	26.9	23.7	القياسي (دولار/برميل)
9.5	9.4	9.0	8.6	9.2	9.5	9.0	8.8	7.5	سلة الخام السعودي
(دولار/برميل)									
(إنتاج (مليون برميل/يوم)									
مؤشرات الميزانية العامة									
(بليون ريال سعودي)									
727	720	645	671	660	564	392	293	213	إيرادات الدولة
635	583	516	445	390	346	285	257	234	منصرفات الدولة
92	137	129	222	270	218	107	36	-21	الفائض/العجز المالي
5.5	8.6	9.0	16.0	20.6	18.4	11.4	4.5	-2.9	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
260	250	270	320	380	475	614	660	660	الدين العام المحلي
17.2	17.3	20.1	25.6	29.1	40.2	65.4	82.0	93.3	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
المؤشرات النقدية									
(متوسط)									
3.0	3.5	4.1	3.8	2.3	0.7	0.3	0.6	0.2	التضخم (معدل التغير السنوي)
4.00	4.50	4.75	5.25	5.20	4.75	2.50	1.75	2.00	سعر الإقراض الأساسي لمؤسسة النقد (نسبة مئوية سنوية)
مؤشرات التجارة الخارجية (بليون دولار)									
207.5	205.4	182.3	190.8	187.7	161.1	110.4	82.0	63.6	عائد صادرات النفط
235.6	231.4	205.5	213.1	210.5	180.1	125.7	93.0	72.3	عائد الصادرات الإجمالي
119.5	104.0	89.6	76.6	63.8	54.6	41.1	33.9	29.6	الواردات
116.0	127.5	115.9	136.5	146.6	125.5	84.6	59.1	42.6	الميزان التجاري
67.9	75.2	60.7	84.0	98.9	90.0	51.9	28.0	11.9	ميزان الحساب الجاري
15.1	17.6	15.9	22.6	28.4	28.5	20.7	13.1	6.3	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
535.5	470.8	399.7	344.6	273.4	195.5	127.9	97.1	73.3	الاحتياطي الرسمي من الموجودات الأجنبية
المؤشرات الاجتماعية والسكانية									
26.6	25.8	25.1	24.4	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)
16918	16532	15277	15227	14725	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 لمؤشرات الميزانية. مصلحة الإحصاءات العامة وتقديرات جدوى لأرقام النفط والمؤشرات الاجتماعية والسكانية.



إخلاء المسؤولية

ما لم يشر 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.