



## جدوى للاستثمار Jadwa Investment

أبريل 2016

### السوق المالية السعودية "تداول" في عام 2016

#### ملخص

- شهد مؤشر سوق الأسهم السعودية "تاسي" هبوطاً حاداً منذ منتصف عام 2015، ليصبح أحد أضعف أسواق الأسهم أداءً بين المؤشرات العالمية والإقليمية الرئيسية. ورغم أن تراجع أسعار النفط شكّل العامل الأهم لذلك الهبوط، إلا أن هناك عدد من التطورات الأخرى لعبت دورها في إضعاف الثقة لدى المستثمرين المتعاملين في السوق.
- بصفة عامة، أدى ضعف الملامح المستقبلية لنمو الاقتصاد الصيني إلى تدفق استثمارات الأسهم إلى خارج الأسواق الناشئة. وبصفة خاصة، عانى مؤشر "تاسي" بسبب تفاقم الأوضاع السياسية في المنطقة وارتفاع أسعار الطاقة، إضافة إلى مبالغة ردة فعل المستثمرين الأفراد الذين عادة ما يتخذون قراراتهم الاستثمارية بناءً على نظرة قصيرة المدى.
- كذلك، ساهمت العوامل المذكورة أعلاه في بطء مشتريات المستثمرين الأجانب المؤهلين منذ إتاحة هيئة السوق المالية الفرصة لهم في يوليو 2015، ولكن كما ذكرنا في مناسبات سابقة، فإن مخاطر زيادة أسعار الأسهم إلى مستويات مبالغ فيها في المدى القصير إلى المتوسط، أدى كذلك إلى إضعاف حماس المستثمرين الأجانب للدخول منذ البداية.
- شهدنا في الأسابيع الأخيرة بعض بوادر الانتعاش في مؤشر "تاسي"، كما أن التحسن الطفيف في أسعار النفط والاستقرار في أسواق الأسهم العالمية يدعونا للتفاؤل الحذر بشأن أداء السوق خلال الفترة القادمة.
- سجلت معظم القطاعات تراجعاً في أرباحها تمثيلاً مع ضعف أوضاع الاقتصاد الكلي. ورغم أن الأرباح قد تشهد مزيداً من الضعف، لكن هناك بعض القطاعات، كالمصارف والزراعة والصناعات الغذائية، يتوقع أن تبقى متماسكة رغم صعوبة الأوضاع في السوق.

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي

كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث

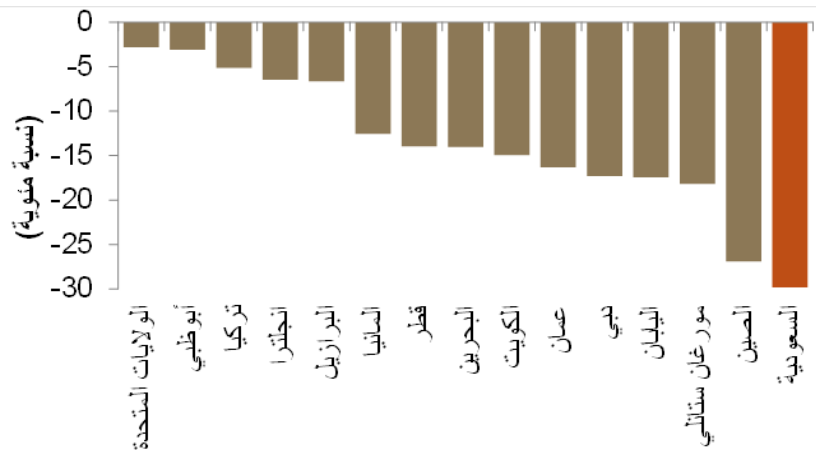
faturki@jadwa.com

أسد خان

اقتصادي أول

rkhan@jadwa.com

شكل 1: أداء "تاسي" مقارنة بالمؤشرات العالمية والإقليمية الرئيسية منذ منتصف عام 2015\*



\* ملحوظة: الأداء حتى 7 مارس 2016

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

شهدت السوق المالية السعودية (تداول) هبوطاً حاداً منذ منتصف عام 2015، حيث انخفضت قيمتها من نحو 9,000 نقطة إلى 5,500 نقطة في يناير 2016، لتصبح أحد أضعف أسواق الأسهم أداءً بين المؤشرات العالمية والإقليمية الرئيسية (شكل 1). ورغم أن تراجع أسعار النفط شكّل العامل الأبرز لذلك الهبوط، لكن هناك مجموعة من التطورات الأخرى لعبت دوراً في إضعاف الثقة لدى المستثمرين المتعاملين في مؤشر الأسهم السعودية "تاسي".

## الوضع العالمي:

يجب النظر إلى التراجع الحاد في مؤشر "تاسي" منذ عام 2015 في سياق نمط عام شهدته تدفقات استثمارات محفظة الأسهم في الأسواق الناشئة، حيث كانت هناك توقعات على نطاق واسع بقيام الاحتياطي الفيدرالي برفع أسعار الفائدة. النظرية الاقتصادية التقليدية تقول أن خفض أسعار الفائدة الأمريكية يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال واستثمارات الأسهم باتجاه الأسواق الناشئة ذات العائد الأعلى، في حين يؤدي ارتفاع تلك الفائدة إلى تقليل التدفقات. وفي ذات الوقت، أصبحت ثقة المستثمرين العالميين في الأسواق الناشئة تزداد ضعفاً، نتيجة لتعمق المخاوف بشأن نمو الاقتصاد الصيني في أغسطس 2015. وقد أدى تضايف العاملين المذكورين أعلاه، إلى تدفق استثمارات الأسهم خارج الأسواق الناشئة بعد منتصف عام 2015 (شكل 2).

## الصين وأسعار النفط ومؤشر "تاسي":

أقدم البنك المركزي الصيني في أغسطس 2015 على إجراء ثلاث تخفيضات متتالية في العملة الوطنية (اليوان)، ما أدى إلى انخفاض قيمته بنسبة 3 بالمائة مقارنة بالدولار الأمريكي. كان هذا الخفض هو أكبر تراجع مفرد خلال أكثر من 20 عاماً، ويهدف إلى تعزيز الصادرات ومن ثم دعم النمو الإقتصادي، وقد أدى هذا الخفض إلى تراجع أسعار خام برنت بنسبة 18 بالمائة خلال الشهر. كذلك، تعرض اليوان لخفض إضافي آخر بنسبة 0,8 بالمائة في يناير 2016، وقد ساهم هذا الخفض جزئياً في هبوط خام برنت بنسبة 19 بالمائة خلال الشهر أيضاً. ويمكن القول أن ضعف الثقة بشأن نمو الاقتصاد الصيني، أدى إلى المزيد من الضغط على أسعار النفط التي تراجعت سلفاً في أغسطس 2015 ويناير 2016 على حدٍ سواء. وبما أن الصين تمثل أحد أكبر الأسواق لصادرات المملكة من النفط الخام والبتروكيماويات، فقد جاء التأثير السلبي على مؤشر "تاسي" سريعاً وكبيراً (شكل 3).

شهدت السوق المالية السعودية (تداول) هبوطاً حاداً منذ منتصف عام 2015...

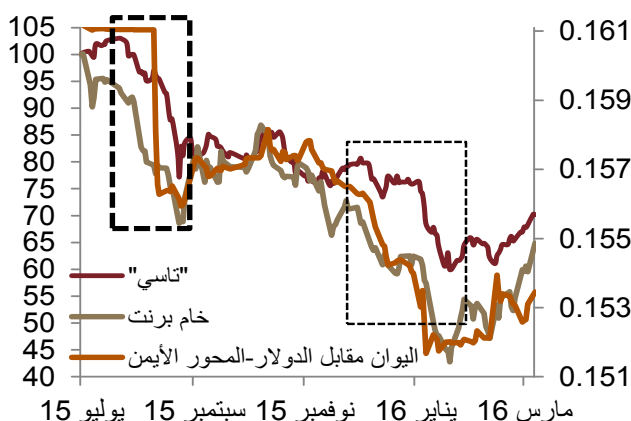
...وقد ساهم عدد من العوامل في إضعاف الثقة لدى المستثمرين المتعاملين في السوق.

يجب النظر إلى التراجع الحاد في مؤشر "تاسي" منذ عام 2015 في سياق نمط عام...

...ذلك النمط الذي شهد تدفق استثمارات الأسهم خارج الأسواق الناشئة...

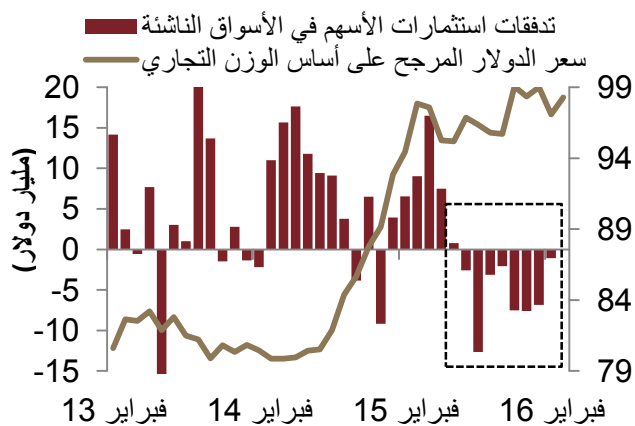
أدى ضعف ثقة المستثمرين بشأن نمو الاقتصاد الصيني إلى تأثير سلبي على مؤشر "تاسي"...

شكل 3: أداء "تاسي" وخام برنت واليوان الصيني منذ منتصف عام 2015\*



\* ملحوظة: مؤشر "تاسي" وخام برنت معدلين بحيث يساويان 100 نقطة في أول يوليو 2015

شكل 2: تراجع صافي مشتريات الأجانب من أسهم الأسواق الناشئة منذ منتصف عام 2015





## عوامل أخرى غير أسعار النفط؟

وفي الحقيقة، يوضح ربط تراجع "تاسي" بنمو الاقتصاد الصيني وأسعار النفط، جزءاً من القصة وليس القصة الكاملة. فالملاحظ أنه منذ منتصف عام 2015 تأثرت معظم أسواق الأسهم في الدول المصدرة للنفط بدرجة كبيرة، نتيجة لتزايد المخاوف من تباطؤ الاقتصاد الصيني، لكن لا يزال مؤشر "تاسي" يسجل أضعف مستويات الأداء (شكل 4). ونعتقد أن حدة التراجع في مؤشر "تاسي" تعود للأسباب التالية:

## زيادة التوترات الجيوسياسية في المنطقة:

شهد العام الماضي تفاقماً في الاضطرابات السياسية في المنطقة ساهمت في تثبيط رغبة المستثمرين ليس فقط تجاه مؤشر "تاسي"، بل كذلك تجاه مؤشرات أسواق المنطقة. ورغم أن التاريخ الحديث للمنطقة اتسم بالصراعات المتكررة والعنيفة، إلا أن التوتر الجيوسياسي الحالي يعتبر بالغ الحدة، حتى بالمعايير التاريخية. فسوريا والعراق وليبيا واليمن تعاني جميعها من تطاول أمد صراعات أهلية معقدة، في حين تواجه كل من تونس ومصر وتركيا هجمات عالية التنسيق تشنها منظمات إرهابية، تزيد من التحديات الأمنية التي تواجه المنطقة. في الظروف الطبيعية، وفي الحالات التي يؤثر فيها غموض الأوضاع السياسية الإقليمية بصورة سلبية على مستوى الثقة لدى المستثمرين، نتوقع أن تكون هناك زيادة في علاوة المخاطر التي تضاف إلى أسعار النفط، لأن المنطقة تعتبر مصدراً رئيسياً للبخام. ويفترض أن يؤدي ارتفاع أسعار النفط الناجم عن علاوة المخاطر، إلى دعم الموقف الائتماني والمركز المالي الخارجي للمملكة وغيرها من دول الخليج الأخرى، الذي يقود في النهاية إلى تأثير إيجابي على سوق الأسهم، يكون أقرب إلى ما شهدناه يحدث عام 2011 خلال ما يسمى بـ "الربيع العربي". لكن الصراع الإقليمي المحتمل حالياً يختلف عن تلك الحالات، لأنه يتصاف مع تخمة كبيرة في سوق النفط العالمي، حيث نشهد مستويات مرتفعة من الإنتاج من عدد من الدول، فضلاً عن مستويات قياسية من مخزونات الخام التجارية. لذلك، فعلى الرغم من ارتفاع مستوى التوترات الجيوسياسية لم تنشأ علاوة مخاطر في أسعار النفط، ويعود ذلك إلى اعتقاد المتعاملين في السوق بوجود كميات كافية من النفط لمقابلة أي صدمة في نقص الإمدادات في المدى القصير (شكل 5).

## عدم وضوح السياسات يزيد من الغموض في السوق:

كما أوضحنا في تقارير سابقة، نعتقد أن أحد العوامل الرئيسية لإنشاء سوق للأسهم متطورة وسلسلة هو توافر البيانات والمعلومات في الوقت المناسب وبصورة متسقة. رغم أننا نلمس دلائل واضحة على الجهود المبذولة لتحسين معايير الإبلاغ لدى الهيئات الحكومية والخاصة في نشر البيانات ذات الصلة، لكن العنصر المفقود حتى الآن هو التوجهات بشأن السياسة الاقتصادية على المستوى

...لكن أداء "تاسي" جاء ضعيفاً حتى مقارنة بمؤشرات الأسواق الرئيسية في الدول المصدرة للنفط.

ونعتقد أن حدة التراجع تعود إلى:

تفاقم الاضطرابات السياسية في المنطقة...

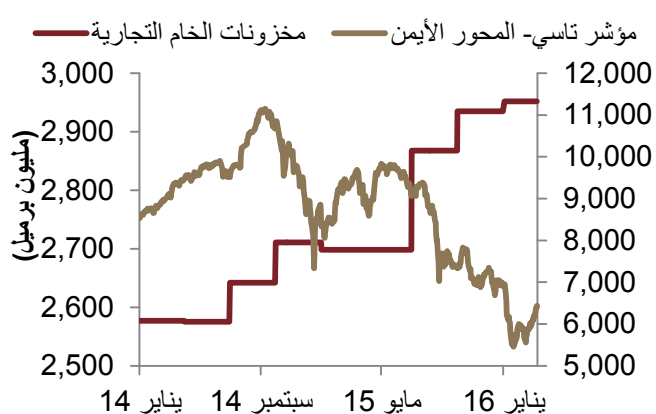
...حيث تعاني سوريا والعراق وليبيا واليمن من صراعات أهلية معقدة امتدت لفترة طويلة...

...لكن تخمة المعروض في أسواق النفط العالمية أدى إلى عدم إضافة علاوة مخاطر إلى أسعار النفط...

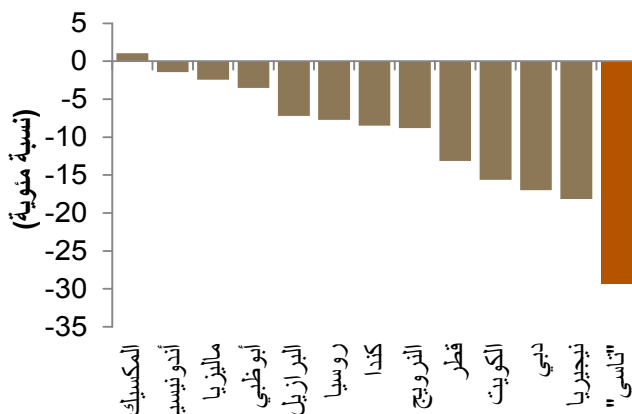
... ما أدى إلى فقدان المملكة للدعم من حيث الموقف الائتماني والمركز المالي الخارجي، على عكس ما حدث في حالات سابقة.

عدم وضوح السياسة الاقتصادية يزيد من الغموض...

شكل 5: مقارنة "تاسي" بمخزونات الخام التجارية لدى دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية



شكل 4: مقارنة أداء "تاسي" بمؤشرات الدول الرئيسية المنتجة للنفط منذ منتصف عام 2015\*



\* ملحوظة: الأداء حتى 7 مارس 2016



الكلي. هناك عدد من القرارات الرئيسية، تم تنفيذها أو يجري التخطيط لها، ولكن حتى اليوم لم تصدر توضيحات رسمية كافية لها. ومثال ذلك، الطريقة السريعة التي تم بها تنفيذ الزيادات في أسعار الطاقة، حيث كانت الفترة الزمنية بين إعلان الزيادات وتنفيذها قصيرة للغاية. وتعتقد شركة جدوى أن تبني برنامج إصلاحات فعال سيضيف مكاسب كبيرة للاقتصاد السعودي، لكن انعدام الوضوح وقلة التفاصيل بشأن تحديد الموعد الدقيق وطبيعة الزيادات المستقبلية للأسعار، إن وجدت، ستزيد من الغموض في سوق الأسهم. وبالمثل، فرغم التوقعات بأن يتم توضيح عدد من الإصلاحات الاقتصادية في خطة التحول الوطني، إلا أنه حتى الآن لم يتم الإعلان رسمياً عن الموعد الذي سيتم فيه نشر تلك الخطة.

...رغم أننا نتوقع أن تكشف خطة التحول الوطني الإصلاحات الاقتصادية...

...لكن حتى الآن لم يتم الإعلان رسمياً عن الموعد الذي سيتم فيه نشر تلك الخطة.

## أحجام التداول

ساهم عدم وضوح السياسات، حتى اللحظة، مقروناً مع انخفاض أسعار النفط وتدفق استثمارات الأسهم خارج الأسواق الناشئة وزيادة التوترات الجيوسياسية في المنطقة، في هبوط حجم التداولات الشهرية في مؤشر "تاسي". ويبدو أن المستثمرين فضلوا توخي جانب الحذر، نتيجة لعدم الكشف عن كامل تفاصيل القرارات الرئيسية المرتبطة بمستقبل الاقتصاد السعودي حتى اليوم، حيث بلغ متوسط قيمة التداولات خلال الفترة من بداية عام 2015 وحتى يونيو منه نحو 8,2 مليار ريال في اليوم، بينما هبط المتوسط بنسبة 37 بالمائة في الفترة من يوليو 2015 وحتى فبراير 2016 ليصل إلى 5,2 مليار ريال في اليوم (شكل 6). تزامن الانخفاض الأخير الملحوظ في قيمة التداولات مع ارتفاع حاد في نشاط المضاربة في قطاعات صغيرة بعينها، خاصة قطاع النشر. وعلى الرغم من بعض الأخبار الإيجابية المرتبطة بقطاع النشر، لكنها لا تبرر المستويات المرتفعة بشكل استثنائي لقيم التداول التي شهدتها النصف الثاني من عام 2015 (شكل 7). ويعود نشاط المضاربة إلى أن المستثمرين الأفراد يسعون إلى تحقيق أرباح في مدى زمني قصير من خلال التركيز على القطاعات الأصغر في سوق الأسهم التي تكون أكثر قابلية لتغيرات الأسعار. وتدل أنماط التداول التي سجلها قطاع النشر على ذلك النوع من نشاط المضاربة، حيث نجم ارتفاع قيمة التداول بصورة مباشرة عن نشاط المضاربة في ظل تراجع السوق.

يبدو أن المستثمرين فضلوا توخي جانب الحذر، ما أدى إلى تراجع كبير في حجم التداولات الشهرية في "تاسي"...

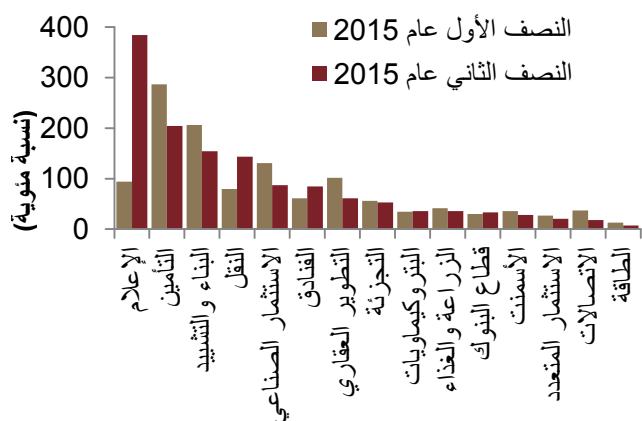
...والذي ترافق مع ارتفاع حاد في نشاط المضاربة في بعض القطاعات الصغيرة.

## المستثمرين الأجانب المؤهلين

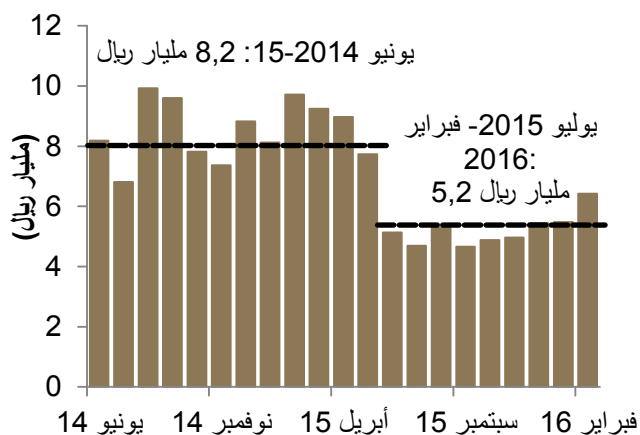
تشير أحدث البيانات إلى أن صافي مشتريات المستثمرين الأجانب المؤهلين بلغت خلال الشهر الثمانية المنتهية في فبراير 2016 نحو 784 مليون ريال، أو ما يعادل 0,1 بالمائة من قيمة السوق البالغة 1,4 تريليون ريال في مارس 2016 (شكل 8). وفي ظل التطورات التي استعرضناها في الفقرات السابقة، فمن غير المستغرب أن يكون هناك ضعف في مشتريات المستثمرين الأجانب المؤهلين منذ

تشير أحدث البيانات إلى أن صافي مشتريات المستثمرين الأجانب المؤهلين بلغت منذ السماح لهم بالاستثمار في "تاسي" نحو 784 مليون ريال.

شكل 7: ارتفاع متوسط قيمة التداول كنسبة مئوية من القيمة السوقية وسط القطاعات الأصغر



شكل 6: تراجع متوسط قيمة التداولات منذ منتصف عام 2015





فتح "تاسي" أمامهم في يوليو 2015. إضافة إلى ذلك، نعتقد أن ضعف مشتريات المستثمرين الأجانب تفاقم نتيجة لعامل توقعناه في وقت سابق.

وكنا قد ذكرنا في تقريرنا الصادر في أغسطس 2014 بعنوان: "سوق الأسهم السعودي" أن فتح السوق المالية السعودية زاد من مخاطر ارتفاع أسعار الأسهم إلى مستويات مبالغ فيها في المدى القصير إلى المتوسط، وأن ذلك ربما يؤدي إلى إحجام المستثمرين الأجانب عن الدخول في البداية. وتوقعنا أن تتحرك الأسهم في مؤشر "تاسي" إلى مستويات سعرية غير عادلة، في ظل السيطرة الكبيرة للمستثمرين الأفراد على السوق، علاوة على استعدادهم الأكبر للمخاطر مقارنة بالمستثمرين المؤسسيين. وإذا نظرنا إلى مكررات الربحية في السابق، نجد أنها ارتفعت بسرعة شديدة لتتخطى متوسط أدائها لفترة زمنية طويلة في مناسبتين منفصلتين، ولم تنخفض إلى مستواها العادل إلا ببطء شديد، بعد ظهور تطورات أخرى، أبرزها انخفاض الأسعار وضعف النتائج الفصلية للشركات المدرجة في السوق. وقد حدثت كلا حالتي ارتفاع مستويات مكررات الربحية في أوقات قريبة من إعلانات تتصل بفتح السوق المالية السعودية أمام المستثمرين الأجانب، في يوليو 2014 ومرة أخرى في أبريل 2015 (شكل 9). وحيث أصبح مؤشر "تاسي" غال نسبياً مقارنة بالكثير من المؤشرات العالمية والإقليمية حتى وقت قريب، فنعتقد أن ذلك السبب دفع المستثمرين الأجانب إلى الانتظار حتى تنخفض المكررات أو تبلغ مستواها الأدنى، قبل دخولهم إلى السوق، واضعين في اعتبارهم جميع العوامل غير المالية المذكورة آنفاً.

### بيع الأسهم بأقل من قيمتها العادلة

تماماً كما تجاوزت الأسهم في مؤشر "تاسي" قيمتها العادلة لفترات قصيرة في الماضي، يبدو أن العكس حدث أيضاً بتكدب الأسهم لخسائر ضخمة منذ منتصف عام 2015. لقد أدت سيطرة المستثمرين الأفراد إلى رد فعل غير منطقي مبالغ فيه، لا يتفق مع المعطيات الأساسية القوية للاقتصاد الكلي للمملكة. فميزانية المملكة للعام 2016 تضمنت خفضاً طفيفاً في الإنفاق، مقارنة بالعام السابق، لم يتعدى 20 مليار ريال، بإنفاق إجمالي بلغت قيمته 840 مليار ريال. ورغم أن هذا الإنفاق سيؤدي إلى ثاني عجز على التوالي في الميزانية يقدر بنحو 326 مليار ريال، إلا أنه يؤكد التزام الحكومة ومقدرتها على دعم النشاط الاقتصادي من خلال الإبقاء على مستوى مرتفع من الإنفاق. علاوة على ذلك، لا تزال المملكة تتمتع باحتياطات أجنبية ضخمة تبلغ حالياً 584 مليار دولار، فضلاً عن مقدرتها على إصدار سندات دين، وهو ما تقوم به منذ يونيو 2015. وإجمالاً، فإننا نعتقد أن تضايف قصير المدى الأفاق الاستثمارية للمستثمرين الأفراد مع مختلف العوامل التي استعرضناها أعلاه، قد ساهم في بيع الأسهم في مؤشر "تاسي" بأقل من قيمتها العادلة.

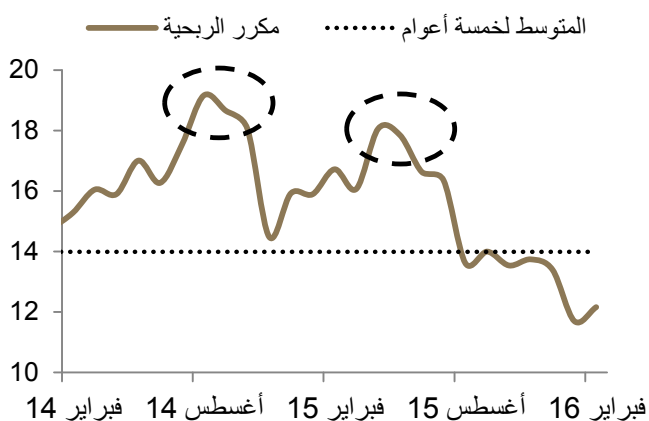
أحجم المستثمرون الأجانب من الدخول في "تاسي" منذ البداية، نتيجة للسعر المرتفع نسبياً للأسهم السعودية، حتى وقت قريب.

ساهمت سيطرة المستثمرين الأفراد في رد فعل غير منطقي مبالغ فيه...

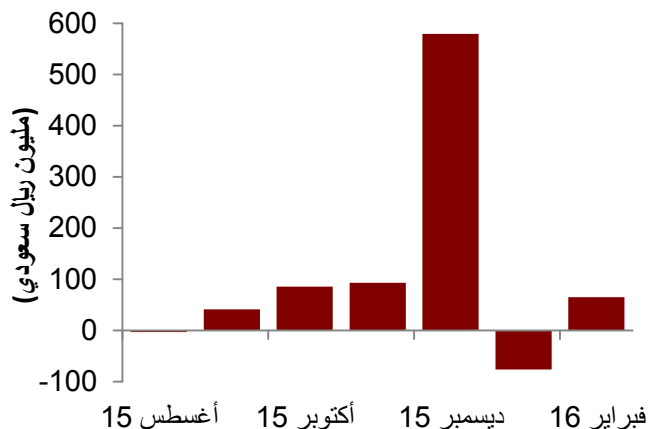
...ما أدى إلى بيع الأسهم في مؤشر "تاسي" بأقل من قيمتها العادلة...

...لكن هذا الأمر لا يتفق مع المعطيات الأساسية القوية للاقتصاد الكلي في المملكة.

شكل 9: مكرر الربحية في مؤشر "تاسي"



شكل 8: صافي مشتريات ومبيعات المستثمرين الأجانب المؤهلين





## أداء ومستقبل القطاعات الرئيسية

شهدت معظم القطاعات تراجعاً في أرباحها نتيجة للظروف الصعبة. وبالمجمل، فإن انخفاض أسعار النفط وتراجع الإنفاق الحكومي أديا إلى تراجع مستويات الربحية وضعف مستويات الثقة وسط المستثمرين (شكل 10).

تاريخياً، يشكل قطاعا البتروكيماويات والبنوك مجتمعين نسبة كبيرة من إجمالي صافي الدخل للشركات المدرجة في مؤشر "تاسي". لكن في عام 2015 شهد القطاعان تبايناً في ربحيتهما، حيث تراجع صافي الدخل لقطاع البتروكيماويات بنسبة 38 بالمائة، على أساس سنوي، في حين نما صافي الدخل لقطاع البنوك بنسبة 5 بالمائة. ونتيجة لذلك، شكلت أرباح قطاع البنوك في الربع الأخير لعام 2015 نحو 54 بالمائة من إجمالي صافي الدخل للشركات المدرجة في السوق، مرتفعة من 38 بالمائة في الربع الأول لعام 2014، ما جعل القطاع أكبر مساهم مفرد في الأرباح الكلية للمؤشر (شكل 11).

## البتروكيماويات :

أحد العوامل الرئيسية وراء تراجع ربحية وأداء قطاع البتروكيماويات كان تقلص ميزة انخفاض التكلفة في إنتاج الإيثيلين، الذي يعتبر أكبر أنواع البتروكيماويات إنتاجاً في العالم، من ناحيتين. من الناحية الأولى، استفاد منتج الإيثيلين في أوروبا وآسيا من انخفاض أسعار لقيم النافثا المستخرج من النفط، ومن الناحية الثانية، أدى ارتفاع سعر لقيم البتروكيماويات في المملكة إلى زيادة التكلفة الإجمالية لدى شركات البتروكيماويات السعودية.

تضمنت ميزانية المملكة للعام 2016 زيادات في أسعار مدخلات الطاقة المحلية، بما في ذلك اللقيم الرئيسي لصناعة البتروكيماويات "الإيثين". حالياً، تم تثبيت سعر أكثر أنواع اللقيم استخداماً في المملكة عند 1,75 دولار للمليون وحدة حرارية بريطانية، مرتفعاً من 0,75 دولار للمليون وحدة حرارية بريطانية في السابق. كذلك، شهد نوع آخر من أنواع اللقيم أقل استخداماً، هو غاز البترول المسال، تعديلاً في سعره (جدول 1).

كانت شركات البتروكيماويات السعودية في يوليو 2015، قبل ارتفاع أسعار اللقيم وعندما كان متوسط أسعار خام برنت عند 57 دولاراً للبرميل، تتمتع بميزة فرق في التكلفة النقدية تصل إلى 587 دولار لإنتاج طن واحد من الإيثيلين، مقارنة بتكلفة الإنتاج لدى الشركات الآسيوية. وفي يناير 2016، عندما ارتفعت أسعار اللقيم وبلغ متوسط أسعار خام برنت 31 دولاراً للبرميل، تقلصت تلك الميزة إلى 382 دولار للطن. وكما ذكرنا في تقريرنا الصادر في يونيو 2015 بعنوان: "العلاقة بين أسعار النفط

شكل قطاعا البتروكيماويات والبنوك مجتمعين نسبة كبيرة من إجمالي صافي الدخل للشركات المدرجة في سوق الأسهم.

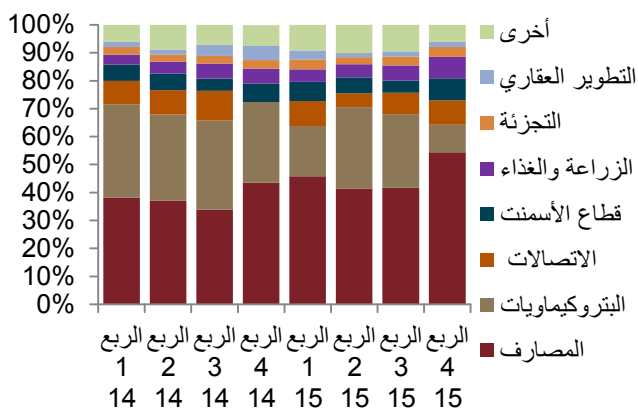
تراجع صافي دخل قطاع البتروكيماويات عام 2015 بنسبة 38 بالمائة، على أساس المقارنة السنوية.

هذا التراجع يعود إلى تقلص ميزة انخفاض التكلفة من ناحيتين...

...من الناحية الأولى، استفاد منتج الإيثيلين في أوروبا وآسيا من انخفاض أسعار لقيم النافثا المستخرج من النفط...

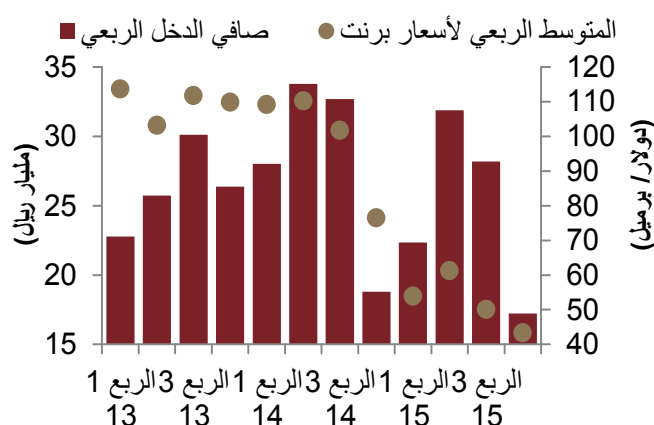
...ومن الناحية الثانية، تضمنت ميزانية المملكة للعام 2016 زيادات في أسعار اللقيم الرئيسي لصناعة البتروكيماويات وهو "الإيثين"...

شكل 11: القطاعات الرئيسية المساهمة في صافي الدخل في "تاسي"\*



\* ملحوظة: تم استبعاد قطاع الطاقة

شكل 10: العلاقة بين صافي الدخل الربحي للشركات المدرجة في "تاسي" وأسعار خام برنت





**والسوق المالية السعودية**، فنظراً للوزن الكبير لقطاع البتروكيماويات، من حيث القيمة السوقية وصافي الدخل، مقارنة بمعظم القطاعات الأخرى في مؤشر "ناسي"، فإن أي تغييرات في ربحية قطاع البتروكيماويات ستنعكس بوضوح على الأداء الكلي للسوق (شكل 12).

...جميع تلك العوامل أثرت على مستوى الربحية في قطاع البتروكيماويات، وانعكس ذلك بوضوح على الأداء الكلي للسوق.

جدول رقم 1: أسعار لقيم البتروكيماويات في المملكة		
السعر القديم	السعر الجديد	
0,75	1,75	الإيثان (دولار/ مليون وحدة حرارية بريطانية)
0,75	1,25	الميثان (دولار/ مليون وحدة حرارية بريطانية)
28 بالمائة أقل من النافثا اليابانية*	20 بالمائة أقل من البروبان الياباني*	البروبان
28 بالمائة أقل من النافثا اليابانية*	20 بالمائة أقل من البوتان الياباني*	البوتان

المصدر: وكالة الأنباء السعودية، وشركة جدوى للاستثمار  
\*ملحوظة: خصم تكلفة الشحن والتأمين من رأس تنورة إلى اليابان

إلى جانب ارتفاع أسعار اللقيم، كذلك يواجه هذا القطاع بطء المشاريع المرتقبة خلال عام 2016، خاصة تلك المتوقعة في الصين والتي تعتبر من المستوردين الرئيسيين لمنتجات البتروكيماويات السعودية والخليجية. كذلك، ربما تواجه الصادرات السعودية منافسة من الزيادة المرتقبة في الطاقة الإنتاجية المحلية لدى الصين والتي تحققت بفضل الاستثمار في تقنيات تحويل الفحم والميثانول إلى أوليفينات، إضافة إلى أن بطء نمو الاقتصاد الصيني سيؤدي للضغط على الطلب على البتروكيماويات.

إلى جانب أسعار اللقيم، يواجه القطاع ارتفاع مستويات المنافسة العالمية....

علاوة على ذلك، هناك احتمال بزيادة صادرات إيران من البتروكيماويات بعد رفع العقوبات الدولية عنها. فوفقاً لشركة البتروكيماويات الوطنية الإيرانية، بلغ إجمالي الإنتاج السنوي من البتروكيماويات 45 مليون طن عام 2014، مقارنة بإنتاج 87 مليون طن للمملكة. وفي حال تم تنفيذ كامل خطة مضاعفة الطاقة الإنتاجية بحلول عام 2021، فستصبح إيران صاحبة أكبر طاقة إنتاجية في المنطقة، لكن هناك عقبات كبيرة تواجه جذب الاستثمارات لتحقيق ذلك الهدف.

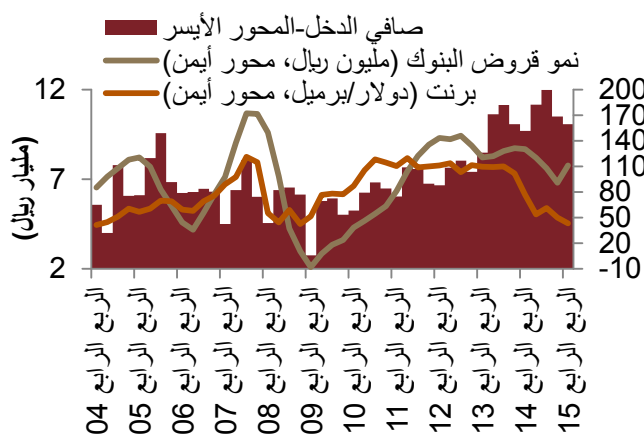
...ومنها احتمال زيادة صادرات إيران من البتروكيماويات بعد رفع العقوبات الدولية عنها.

#### البنوك:

واصل قطاع البنوك أداءه القوي رغم صعوبة التطورات الاقتصادية الكلية، مستفيداً بعض الشيء من ارتفاع أسعار الفائدة. في ديسمبر 2015، قررت "ساما" رفع سعر فائدة الشراء المعاكس من 0,25 بالمائة إلى 0,5 بالمائة، وذلك لأول مرة منذ عام 2009، متبعة أثر الاحتياطي الفيدرالي في رفع سعر

واصل قطاع البنوك أداءه القوي رغم صعوبة التطورات الاقتصادية الكلية.

شكل 13: صافي الدخل لقطاع البنوك بقي مرتفعاً عام 2015، رغم تباطؤ نمو القروض



شكل 12: "ناسي" وصافي الدخل الربحي لقطاع البتروكيماويات





الفائدة الأمريكية، واستمراراً لسياسة المملكة المتمثلة في ربط الريال مع الدولار الأمريكي القائمة منذ 30 عاماً. ونظراً لحقيقة وجود ودائع كبيرة لدى البنوك السعودية بدون فوائد، فإن أي رفع لسعر الفائدة سيبيح تمرير جزء كبير من الأرباح إلى القطاع.

بالنظر إلى المستقبل، سيبقى مؤشر الثقة لدى المستثمرين تجاه قطاع البنوك مرهوناً بعاملين هما: السيولة وجودة الائتمان. خلال النصف الثاني من عام 2015، خفضت البنوك كثيراً من حيازتها من أذونات "ساما" لتوفير السيولة لشراء سندات الدين الحكومية الصادرة حديثاً. وقد ارتفعت سندات الدين التي تم طرحها على البنوك المحلية على أساس صافي بنحو 32 مليار ريال خلال النصف الثاني من عام 2015. ورغم اعتقادنا بأن هناك سيولة كافية لدى البنوك تتيح لها الاستمرار في تقديم القروض إلى القطاع الخاص، إلا أن الارتفاع الملحوظ في أسعار الفائدة بين البنوك السعودية (سايبور) منذ منتصف عام 2015، حتى قبيل رفع سعر فائدة الشراء المعاكس، والارتفاع التحوطي لمخصصات خسائر الائتمان، تحسباً لزيادات محتملة في القروض غير العاملة، ربما يشير إلى تراجع الاستعداد للإقراض. ورغم أن الارتفاع الأخير في أسعار الفائدة أدى إلى زيادة الأرباح، حتى مع تباطؤ نمو القروض (شكل 13)، إلا أن السياق الحالي من انخفاض في أسعار النفط وتراجع في الإنفاق الحكومي وزيادات إضافية في أسعار الفائدة الأمريكية خلال عام 2016، سيؤدي إلى تباطؤ نمو القروض إلى القطاع الخاص، وبالتالي تراجع أرباح البنوك. وتدل المؤشرات في مطلع عام 2016 على حقيقة هذا المسار التراجعي. وكما ذكرنا في تقريرنا الصادر في مارس 2016 بعنوان: [المؤشرات النقدية والمالية في المملكة](#)، فقد سجلت البنوك نمواً سلبياً، على أساس المقارنة السنوية، يعتبر الأول منذ أبريل 2013.

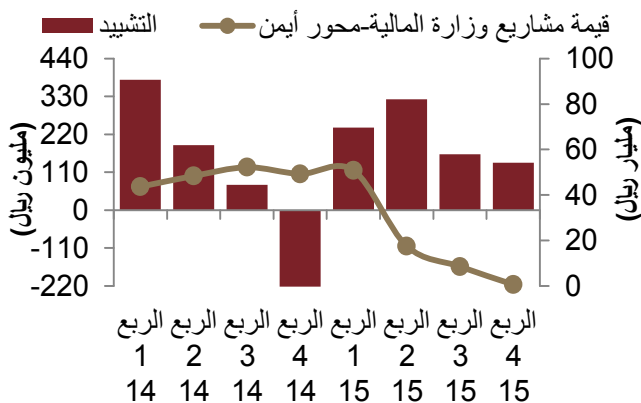
رغم ذلك، لا نزال نرى بعض النقاط المضيئة في القطاع، أهمها إمكانية تحقيق نمو جيد في قروض قطاع المساكن. فعلى الرغم من انخفاض صافي القروض العقارية الجديدة للمساكن بنسبة 68 بالمائة، على أساس سنوي، في عام 2015، لتصل إلى 7,7 مليار ريال، لكننا نعتقد أن هذا الانخفاض ناتج عن تغييرات في اللوائح والقوانين تم تطبيقها طوال العام الماضي، أكثر من كونه ناتج عن إجهام البنوك عن تقديم القروض إلى الشركات. وقد أدت تعديلات أصدرتها "ساما" مؤخراً بخصوص لوائح القروض إلى بعض التسهيل للمقترضين لتلقي القروض، وفي ذات الوقت تقليل المخاطر على المقترضين. وبموجب هذه التعديلات، أصبح الآن مطلوب من المقترضين تسديد دفعة مقدمة تساوي 15 بالمائة فقط من قيمة العقار بدلاً من نسبة 30 بالمائة التي كانت مقررة في السابق، وتتولى وزارة المالية ضمان نسبة الـ 15 بالمائة المتبقية. وعندما تطبق البنوك هذه اللوائح الجديدة خلال عام 2016 سيزداد نشاط الإقراض في شريحة المساكن، خاصة وأن المعروض من الوحدات السكنية سيزيد أيضاً، وسيؤدي ذلك إلى دعم الأرباح في القطاع.

تشكل ثقة المستثمرين تجاه هذا القطاع من خلال عاملين رئيسيين هما: السيولة وجودة الائتمان.

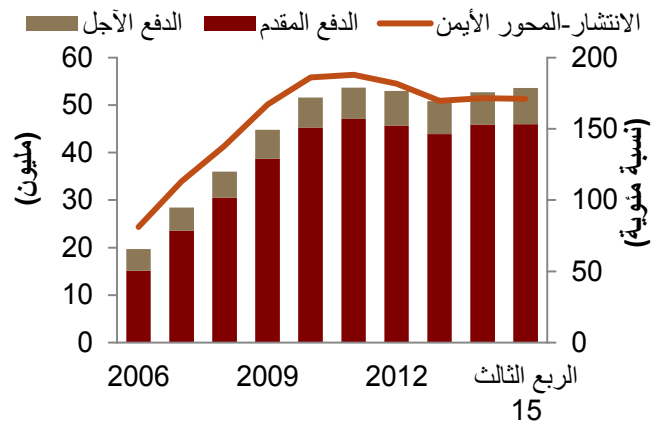
انخفاض أسعار النفط وتراجع الإنفاق الحكومي والزيادات الإضافية في أسعار الفائدة الأمريكية، ستؤدي هذه العوامل إلى تباطؤ نمو القروض إلى القطاع الخاص.

رغم ذلك، لا نزال نرى بعض النقاط المضيئة في القطاع، أهمها إمكانية تحقيق نمو جيد في قروض قطاع المساكن.

شكل 15: صافي الدخل لقطاع التشييد وقيمة العقود المصدقة من قبل وزارة المالية



شكل 14: توزيع مشتري الهاتف الجوال حسب النوع، ومعدلات الانتشار







### الاتصالات:

رغم التحديات التي تواجه قطاع الاتصالات، هناك بعض العوامل الإيجابية ستساعد على دعم الأرباح في القطاع. وبالمجمل، يبدو أن الاشتراكات في خدمة الهاتف الجوال التي تعتبر المورد الرئيسي قد قاربت مرحلة التشبع، حيث ظلت معدلات انتشار خدمة الجوال تحوم حول 170 بالمائة طيلة السنوات القليلة الماضية (شكل 14). والمدخل الرئيسي لتحقيق المزيد من الدخل في هذه الشريحة التي وصلت درجة التشبع سيعتمد على تحويل المزيد من العملاء المشتركين في خدمة الدفع المسبق إلى الاشتراك في خدمة الدفع الأجل (الفاتورة). فميزة عملاء الدفع الأجل لا تقتصر فقط على أنهم يوفرون إيرادات مستقبلية، من خلال العقود الثابتة، بل أنهم يمثلون مستوى عالي من متوسط الإيرادات لكل وحدة ويتيحون بيع منتجات أخرى. وحيث يمثل مشتركو الدفع الأجل حالياً فقط نحو 17 بالمائة من إجمالي مستخدمي الهاتف الجوال، فذلك يشكل مصدراً جيداً محتملاً لزيادة الإيرادات، لكن ذلك لن يتأتى بسهولة. فمن أجل جذب هذا النوع من المشتركين، يتوجب على شركات الاتصالات توفير منتجات مبتكرة لهذه الشريحة سريعة التغير والتي تتألف من قاعدة عملاء متطورين. تتعرض الشركات لمنافسة حادة، في محاولاتها لجذب عملاء جدد، ما يؤدي إلى تقليل فرصة زيادة التعرفة للمشاركين الموجودين، وهو الأمر الذي يقود في النهاية إلى الضغط على الأرباح التشغيلية في المدى القصير.

كذلك، يجب أن يستفيد قطاع الاتصالات من عوامل هيكلية إيجابية في شريحتي خدمة الهواتف النقالة وخدمة البرودباند الثابتة على حدٍ سواء. فمعدلات انتشار خدمة البرودباند الثابتة في المملكة تقل عن مثيلاتها في دول الخليج الأخرى، حيث بلغت في الربع الثالث من عام 2015 نحو 53 بالمائة، مقارنة بـ 70 بالمائة لسلطنة عمان و 91 بالمائة للبحرين، ولذلك تمثل هذه الخدمة فرصة جيدة للنمو.

### التشييد والتطوير العقاري والاسمنت:

ساهم انخفاض أسعار النفط وما نتج عنه من انخفاض في عقود التشييد المصدّق عليها من وزارة المالية، في خلق تذبذب كبير في أرباح شركات قطاع البناء والتشييد (شكل 15). كان الوضع أصعب بالنسبة للقطاع عام 2014، ورغم أن الربحية انتعشت بعض الشيء واستقرت عام 2015، إلا أن صافي الأرباح اتخذ مساراً نازلاً بطريقة تدريجية خلال العام، حيث تأثر الربع الأخير من العام سلباً بالهبوط الحاد في قيمة العقود المصدّقة من قبل وزارة المالية. ورغم أن استقرار الأرباح بعد خفض التكاليف، والذي تحقق بالدرجة الأولى نتيجة لتقليل حجم العمالة، ربما يشير إلى انقضاء المرحلة الأسوأ بالنسبة للقطاع، لكن لا تزال هناك بعض التحديات الماثلة.

على المستوى التشغيلي، ربما يواجه قطاع التشييد انخفاضاً في التدفقات النقدية في حال تم تنفيذ خطة وزارة المالية بخفض قيمة الدفعة المقدمة التي تدفعها للمقاولين، ففي الوقت الحالي تدفع وزارة المالية 20 بالمائة من قيمة العقد مقدماً، لكن هذه النسبة ربما يتم خفضها في المستقبل. كذلك، يعاني القطاع من مشكلة متأخرات استحقاقات العاملين والتي ربما تؤثر على الأرباح في المستقبل. وأخيراً، سيظل القطاع يعاني من انخفاض الإنفاق الاستثماري الحكومي، وهناك احتمال تكرار الانخفاض في حجم العقود المصدّقة من وزارة المالية في الربع الأخير من هذا العام، بطريقة مشابهة لما حدث في عام 2015، ما يؤدي إلى المزيد من التذبذب في الأرباح. وفي الاتجاه الإيجابي، نتوقع أن يستفيد القطاع من زيادة الطلب من القطاع الخاص، خاصة التطوير العقاري. ويتنظر أن يدفع فرض رسوم على الأراضي البيضاء ملاك الأراضي لتطوير أراضيهم أو بيعها إلى مطورين، وسيساهم ذلك في إنعاش نشاط التشييد لدى القطاع الخاص. كذلك، يتوقع أن يستفيد القطاع من برنامج الحكومة المرتقب لتشييد عدد كبير من الوحدات السكنية، والذي يهدف إلى تلبية النقص الحالي في المساكن.

يبدو أن الاشتراكات في خدمة الهاتف الجوال التي تعتبر السوق الرئيسية قد قاربت مرحلة التشبع.

من أهم التحديات التي تواجه قطاع الاتصالات تحويل العملاء المشتركين في خدمة الدفع المسبق إلى الاشتراك في خدمة الدفع الأجل.

يجب أن يستفيد قطاع الاتصالات من عوامل هيكلية إيجابية في شريحتي خدمة الهواتف النقالة وخدمة البرودباند الثابتة.

أرباح قطاع التشييد انتعشت واستقرت عام 2015...

...لكن على القطاع معالجة انخفاض التدفقات النقدية، ومتأخرات استحقاقات العاملين، وانخفاض الإنفاق الاستثماري الحكومي.

من العوامل الإيجابية، سيستفيد القطاع من نشاط التطوير العقاري بسبب الرسوم التي ستفرض على الأراضي البيضاء.



كذلك، يتوقع أن تساهم التطورات المشار إليها أعلاه في دعم النمو في قطاع الاسمنت الذي شهد زيادة في المبيعات بنسبة 8,7 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2015، مقابل زيادة بنسبة 2,5 بالمائة عام 2014، لكن المستويات القياسية من المخزونات وزيادة أسعار الطاقة ستشكل تحدياً لزيادة الأرباح. فاقت مستويات مخزونات الكلينكر، وهو مادة أساسية في منتجات الأسمنت، متوسطها لفترة طويلة بنسبة 100 بالمائة في نهاية عام 2015، وهذه الوفرة ستسهم في دفع الأسعار إلى الأسفل ما لم يتم اكتمال المفاوضات بشأن السماح بتصدير الاسمنت (شكل 16). كذلك، سيقل هامش الربح بسبب الزيادة الأخيرة في أسعار الطاقة التي طبقتها الحكومة على جميع أنواع الوقود. وبما أن قطاع الاسمنت يستهلك كميات ضخمة من الطاقة، فذلك يعني أن التكاليف التشغيلية سترتفع في العام المقبل.

#### الفنادق والتجزئة:

هناك تراجع في نمورية قطاع الفنادق في المملكة رغم التباطؤ في نمو عدد الفنادق في جدة والرياض، في إشارة إلى أن القطاع يعاني من فائض كبير في العروض (شكل 17). وقد شهد كلا المدينتين ثباتاً أو ضعفاً في نمو معدلات الإشغال في عام 2015، نتيجة لتناقص نشاط الشركات بسبب تباطؤ النمو الاقتصادي، ما أدى إلى تراجع متوسط الأسعار اليومية. ويتوقع أن تضيق الرياض وجدة مجتمعين نحو 13,000 غرفة إضافية في عامي 2016 و 2017، لكن نتوقع أن يتم إلغاء أو تأجيل الغالبية العظمى من تلك المشاريع، ما يؤدي إلى تخفيف بعض الضغط على القطاع. على الأرجح ستستخدم المنافسة السعرية في هاتين المدينتين، حيث تسعى الفنادق القائمة إلى زيادة مستويات الإشغال، كما أن الفنادق الجديدة ستعرض خفضاً كبيراً على أسعار إيجار الغرف بهدف الحصول على حصة سوقية.

سيكون المحرك الرئيسي للنمو في هذا القطاع بلا شك الزيارات الدينية، حيث شهدت كل من مكة والمدينة زيادات مطردة في معدلات الإشغال ومتوسط الأسعار اليومية لفترة طويلة، ويرجع تواصل هذه الزيادات لأن كلا المدينتين سيشهد زيادات في عدد الزوار بمتوسط سنوي عند 3 إلى 4 بالمائة خلال الفترة بين عامي 2016 و 2025.

أظهرت معظم المؤشرات المرتبطة بأداء قطاع التجزئة، كمستوى الربحية والإنفاق الاستهلاكي، علامات تباطؤ في عام 2015، رغم بقائها إيجابية. أحد العوامل الرئيسية التي ساهمت في حدوث تباطؤ عام في هذا القطاع كان المزاج السلبي الناتج عن انخفاض أسعار النفط وتراجع الإنفاق الحكومي، إلى جانب التأثيرات الفعلية على الإنفاق الاختياري للأفراد. وتدل السحوبات النقدية من أجهزة الصرف الآلي على تباطؤ نمو الإنفاق الاستهلاكي، حيث نمت بنسبة 7,6 بالمائة على أساس

المستويات القياسية من المخزونات وزيادة أسعار الطاقة ستشكل تحدياً لزيادة الأرباح في قطاع الاسمنت...

...إضافة إلى التباطؤ المتوقع في نمو المبيعات، على أساس المقارنة السنوية.

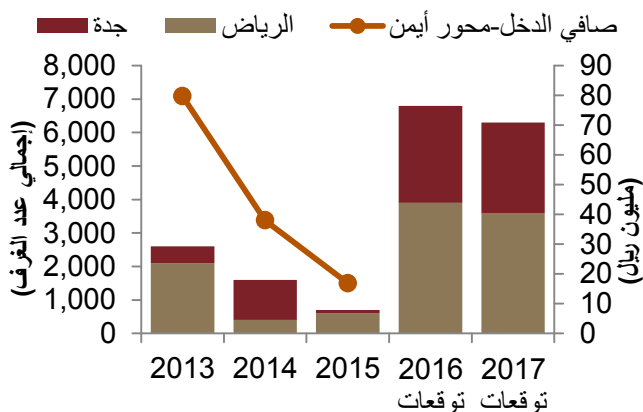
شهدت الفنادق في الرياض وجدة ثباتاً أو ضعفاً في نمو معدلات الإشغال في عام 2015، ما أدى إلى تراجع متوسط الأسعار اليومية.

على الأرجح ستستخدم المنافسة السعرية في هاتين المدينتين، حيث تسعى الفنادق إلى زيادة مستويات الإشغال.

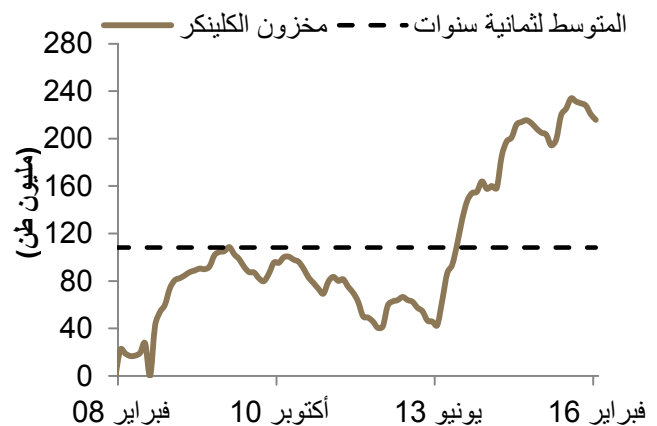
المحرك الرئيسي للنمو في هذا القطاع سيكون بلا شك الزيارات الدينية.

يتوقع المزيد من التوسع في قطاع التجزئة بفضل اعتراف الهيئة العامة للاستثمار السماح بامتلاك شركات البيع بالتجزئة والجملة بنسبة 100 بالمائة.

شكل 17: المعروض من غرف الفنادق، وصافي الدخل للشركات في قطاع الفنادق المدرجة في السوق



شكل 16: مستويات مخزونات الكلينكر





المقارنة السنوية في عام 2015، مقارنة بنسبة نمو 9,7 بالمائة عام 2014. ورغم التوقعات بمزيد من التراجع في الإنفاق الاختياري للأفراد خلال عام 2016، إلا أن هذا التراجع سيخف نتيجة المساعي الحثيثة لزيادة مستوى السعادة، والتي ستساعد في تعزيز الإنفاق. ويعتبر هذا الموضوع في غاية الأهمية، لأن السعوديين يتميزون بنسبة إنفاق مرتفعة مقارنة بنظرائهم من الأجانب.

ستراجع مبيعات وأرباح قطاع التجزئة في الربع الأول لعام 2016، مقارنة بالربع المماثل من العام الماضي، حيث كان القطاع أحد المستفيدين الرئيسيين من القرارات الملكية التي تضمنت صرف مكافأة راتب شهرين للموظفين. بالإضافة إلى ذلك، يتوقع المزيد من التوسع في قطاع التجزئة عام 2016، بفضل اعترام الهيئة العامة للاستثمار في المملكة السماح بامتلاك شركات البيع بالتجزئة والجملة بنسبة 100 بالمائة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمارات. كذلك، سيعزز النمو في هذا القطاع نتيجة لتوسع شبكة المتاجر في جميع أنحاء المملكة، مع فتح نوافذ جديدة للبيع بالتجزئة في ضواحي مدينتي الرياض وجدة، ما يؤدي إلى توسيع النطاق الجغرافي لمبيعات التجزئة. ويتوقع أن يؤدي توسع قطاع التجزئة إلى إضافة نحو نصف مليون متر مربع من الأراضي القابلة للإيجار عام 2016، في جدة والرياض، ما يؤدي إلى انخفاض إيجارات التجزئة، وبالتالي تراجع التكلفة التشغيلية في القطاع.

#### القطاعات الأخرى:

سيكون الأداء في معظم القطاعات المتبقية مرتبطاً بدرجة كبيرة بأداء الاقتصاد ككل، والذي يتوقع أن يشهد تباطؤاً عاماً، ومع ذلك هناك بعض القطاعات ستحقق أداءً جيداً. فقطاع الزراعة والصناعات الغذائية سيستفيد من العوامل الهيكلية والعوامل الدورية على حدٍ سواء، رغم أن ارتفاع أسعار الطاقة سيزيد من التكلفة التشغيلية. ورغم أن زيادة عدد السكان ستضمن بعض النمو في مستوى الاستهلاك في هذا القطاع، لكن الانخفاض المستمر في الأسعار العالمية للسلع والتي تشكل نحو نصف تكلفة البضائع المباعة في القطاع سيجعل الهوامش الربحية ثابتة. ويعتبر انخفاض أسعار السلع في غاية الأهمية لهذا القطاع، لأن المملكة تستورد قرابة 80 بالمائة من احتياجاتها الغذائية. وبالعكس، فإن انخفاض أسعار السلع سيظل يعيق ربحية قطاع الاستثمار الصناعي، والذي شهد تراجع إنتاج الحديد بنسبة 6,7 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2015. سيستفيد قطاع الطاقة من ارتفاع استهلاك الكهرباء، حيث يتوقع أن يزيد الطلب عليها بنسبة 3 بالمائة، على أساس المقارنة السنوية، حسب تقديرات هيئة تنظيم الكهرباء والإنتاج المزدوج في المملكة. ونعتقد أن ارتفاع أسعار الطاقة لن يكون له تأثير على هذا القطاع، لأن الارتفاع في أسعار مدخلات الوقود سيعادله الارتفاع في تعرفه الكهرباء. ينتظر أن يستفيد قطاع التأمين من السعودية، بعد أن أصبح التأمين الصحي متاحاً بطريقة متزايدة للعاملين في القطاع الخاص، فضلاً عن زيادة المشتركين في تأمين المركبات. أما قطاع النقل فيستفيد من زيادة نشاط السفريات الداخلية وكذلك من ارتفاع عدد زوار الأراضي المقدسة القادمين إلى المملكة، رغم أن القطاع سيشهد ارتفاعاً في التكلفة نتيجة لزيادة أسعار الوقود.

#### **الملامح المستقبلية لمؤشر "تاسي"**

لاحظنا في الأسابيع الأخيرة بوادر انتعاش في "تاسي"، ونعتقد أن "تاسي" يتحرك ببطء نحو نمو أكثر رسوخاً، رغم التوقعات بحدوث المزيد من التذبذب في التداول. ورغم أننا لا نتوقع انتعاشاً كاملاً في المدى القريب إلى المتوسط، لكن حالة التحسن النسبي الحالية تدعونا للتفاؤل الحذر بشأن أداء السوق خلال الفترة القادمة.

حالياً، يباع خام برنت بأسعار تقترب من 40 دولاراً للبرميل، حيث لا تزال بعيدة جداً عن مستويات 100 دولاراً للبرميل التي كانت عليها سابقاً، لكنها تشكل تحسناً ملحوظاً مقارنة بالمستويات المنخفضة عند 27 دولاراً للبرميل التي شهدناها في بداية العام. كذلك، استقرت أسواق الأسهم العالمية بعد أن

كذلك، سيعزز النمو في هذا القطاع نتيجة لفتح مواقع جديدة للبيع بالتجزئة في ضواحي مدينتي الرياض وجدة...

...ما يؤدي إلى انخفاض إيجارات التجزئة، وبالتالي تراجع التكلفة التشغيلية في القطاع.

الأداء في معظم القطاعات المتبقية سيكون مرتبطاً بدرجة كبيرة بأداء الاقتصاد ككل.

انخفاض أسعار السلع سيساعد قطاع الزراعة والصناعات الغذائية...

..لكنه سيعيق الربحية في قطاع الاستثمار الصناعي.

رغم أننا نعتقد أن "تاسي" يتحرك ببطء نحو نمو أكثر رسوخاً...



استوعبت تلك الأسواق على ما يبدو التذبذب الكبير الشامل الذي نجم عن المخاوف بشأن نمو الاقتصاد الصيني. ورغم أن تدهور أي من العوامل المذكورة أعلاه سيؤثر سلباً على الحالة المزاجية للمستثمرين، لكن نعتقد أن هناك عامل يوازي تلك العوامل أهمية ويحدد الملامح المستقبلية لمؤشر "ناسي"، يتمثل في قوة المعطيات الأساسية للاقتصاد السعودي. فالحكومة لا تزال تدعم النشاط الاقتصادي، رغم استمرار التراجع الكبير في أسعار النفط، كما أنها تملك احتياطات أجنبية ضخمة ولها قدرة كبيرة على الاستدانة من النظام المصرفي، وهذه العوامل مجتمعة تضمن لها الاستمرار في دعم الاقتصاد. ولكن، نعتقد أن غياب الوضوح بشأن خطة الحكومة للإصلاح الاقتصادي سيجعل من الصعب على "ناسي" تحقيق مكاسب كبيرة. لذا، فإن إعلان برنامج الإصلاح الوطني الذي يتربطه الجميع يعتبر أمر في غاية الأهمية، حيث يتوقع أن يساهم في طمأنة المستثمرين على التزام الحكومة تجاه الإصلاحات الاقتصادية الهيكلية، وبالتالي يساعد القطاع الخاص على اتخاذ قرارات موثوقة ومبنية على معلومات دقيقة فيما يختص بالاستثمار، وهذا يقود في نهاية المطاف إلى تعزيز نشاط القطاع الخاص.

...إلا أن هناك عامل مهم يحدد الملامح المستقبلية للمؤشر، ذلك هو وضوح السياسة الاقتصادية المحلية...

...ولذلك، فإن إعلان برنامج الإصلاح الوطني الذي يتربطه الجميع يعتبر أمر في غاية الأهمية.

## 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 طومسون رويترز، ومعهد التمويل الدولي، ومنظمة أوبك، وإدارة معلومات الطاقة، وشركة تداول، وشركة بلومبيرج، وهيئة الاتصالات السعودية، ووزارة المالية، وشركة أسمنت اليمامة، وشركة جونز لانج لاسالي.

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.