



الموضوع الرئيسي: تراجع أسعار النفط

هبطت أسعار النفط خلال الشهر الماضي بعد أن أدى التأثير التراكمي لتباطؤ نمو الطلب مقرونًا بزيادة العرض إلى وقف الاستمرار في ارتفاع أسعار النفط حيث انخفض سعر خام غرب تكساس القياسي في 1 سبتمبر إلى 111 دولاراً للبرميل مقارنة بأعلى مستوى سجله على الإطلاق وهو 145,3 دولار للبرميل في 3 يوليو. وكانت العوامل التي تسببت في هذا الهبوط الأخير في الأسعار هي نفسها التي قادت إلى ارتفاعها خلال الأعوام القليلة الماضية والمتمثلة في العرض والطلب وتفاعلها مع أسواق المال.

وأدى ارتفاع الأسعار إلى انخفاض الطلب بدرجة كبيرة والذي لا يزال يشهد تناقصاً في كثير من بقاع العالم. ففي الولايات المتحدة انخفض الاستهلاك في النصف الأول من هذا العام بنسبة 3,7 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من عام 2007 كما تراجع الاستهلاك بنسبة أكبر في أوروبا حيث أدت الضرائب المرتفعة إلى وصول أسعار الوقود إلى مستويات قياسية.

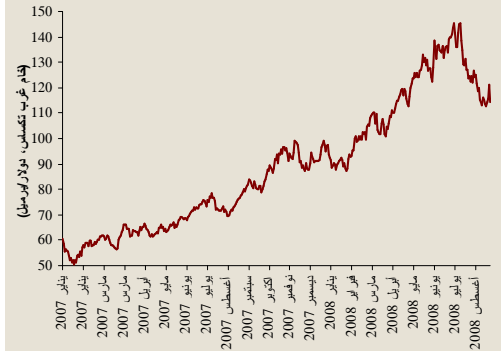
ساهم تباطؤ نمو الطلب في تخفيف حدة المخاوف من انخفاض حجم العرض وهي مخاوف قلت حدتها بدرجة أكبر بفضل زيادة المملكة إنتاجها فضلاً عن تأكيدها بوجود خطط لتوسيع الطاقة الإنتاجية. وتعمل المملكة حالياً على تنفيذ 5 مشاريع ستؤدي إلى رفع طاقتها الإنتاجية الكلية إلى 12,5 مليون برميل في اليوم بزيادة قدرها 1,2 مليون برميل يومياً. وقد ساعدت أسواق المال في مضاعفة آثار تلك التغيرات كما خلقت زخماً في الأسعار على المدى القصير.

وكنا قد توقعنا سابقاً انخفاض أسعار النفط لكن الانخفاض جاء من مستوى أعلى بكثير مما توقعناه مما دفعنا إلى رفع توقعاتنا بشأن أسعار النفط حيث نتوقع الآن أن يبلغ متوسط سعر خام غرب تكساس القياسي 110 دولار للبرميل هذا العام (أي ما يعادل 105 دولار للبرميل للخام السعودي) ثم ينخفض إلى 103,75 دولار عام 2009 ويرتفع إلى 117,5 دولار عام 2010 (ما يعادل 98,5 دولار و 111,5 دولار للخام السعودي على التوالي). وفي اعتقادنا أن أسعار النفط عند هذا المستوى تظل إيجابية بطريقة استثنائية لمستقبل الاقتصاد في المملكة العربية السعودية.

موجز التطورات الاقتصادية: بناءً على تقديراتنا المعدلة بشأن متوسط أسعار النفط مقرونة بزيادة حجم الإنتاج نتوقع أداءً اقتصادياً استثنائياً للعام 2008 حيث من المنتظر أن ينمو الناتج المحلي الاسمي بأسرع معدل له منذ عام 1980 وأن تسجل الميزانية وفوائض الحساب الجاري أعلى مستوياتهما على الإطلاق بالقيمة الاسمية (وأعلى مستوياتهما منذ منتصف السبعينات كنسبة مئوية من الناتج المحلي).

موجز سوق الأسهم: أصدرت هيئة السوق المالية قراراً يتيح للمستثمرين الأجانب غير المقيمين بدخول سوق الأسهم السعودية. وبالرغم من أن بعض تفاصيل القرار تحتاج للتوضيح إلا أنه كان للقرار تداعيات كبيرة على السوق حيث قدم دعماً إضافياً لأسعار الأسهم التي كانت قد ارتفعت سلفاً عقب تنفيذ قواعد الإفصاح الجديدة مطلع الشهر الحالي ونتوقع أن تشهد انتعاشاً كبيراً خلال الفترة المتبقية من العام.

أسعار النفط



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



تراجع أسعار النفط

هبطت أسعار النفط خلال الشهر الماضي بعد أن أدى التأثير التراكمي لتباطؤ نمو الطلب مقروناً بزيادة العرض إلى وقف الاستمرار في ارتفاع أسعار النفط. وكنا قد توقعنا سابقاً انخفاض الأسعار لكن الانخفاض جاء من مستوى أعلى كثيراً مما توقعناه مما دفعنا إلى رفع توقعاتنا بشأن أسعار النفط حيث نتوقع الآن أن يبلغ متوسط سعر خام غرب تكساس القياسي 110 دولار للبرميل هذا العام (أي ما يعادل 105 دولار للبرميل للخام السعودي) ثم ينخفض إلى 103,75 دولار عام 2009 ويرتفع إلى 117,5 دولار عام 2010 (ما يعادل 98,5 دولار و 111,5 دولار للخام السعودي على التوالي). وفي اعتقادنا أن أسعار النفط عند هذا المستوى تظل إيجابية بطريقة استثنائية لمستقبل الاقتصاد في المملكة العربية السعودية.

لقد هبطت أسعار النفط 30 دولاراً للبرميل خلال الشهر الماضي حيث وصل سعر خام غرب تكساس القياسي في 1 سبتمبر إلى 111 دولاراً للبرميل مقارنة بأعلى مستوى سجله على الإطلاق وهو 145,3 دولار للبرميل في 3 يوليو. ويعتبر هبوطاً بهذا الحجم مقاساً بالدولارات (وليس كنسبة مئوية) غير مسبوق إذا وضعنا في اعتبارنا حقيقة أن متوسط سعر البرميل من خام غرب تكساس لم يتعدى 28,8 دولاراً للبرميل طيلة الفترة بين عامي 1988 و 2007.

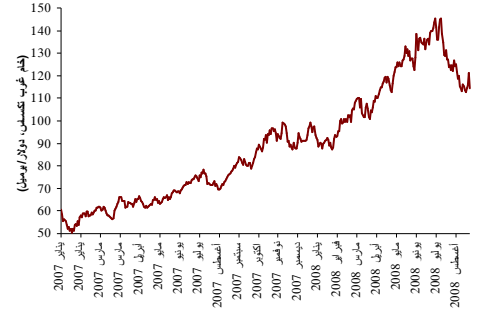
وكانت العوامل التي تسببت في الهبوط الأخير للأسعار هي نفسها التي قادت إلى ارتفاعها خلال الأعوام القليلة الماضية والمتعلقة في العرض والطلب وتفاعلها مع أسواق المال. لقد أدى ارتفاع الأسعار إلى انخفاض الطلب بدرجة كبيرة والذي لا يزال يشهد تناقصاً في كثير من بقاع العالم. وقد نجم عن تباطؤ نمو الطلب أن خفت حدة المخاوف من انخفاض حجم العرض وهي مخاوف قلت حدتها بدرجة أكبر بفضل زيادة المملكة إنتاجها والتأكيد بوجود خطط لتوسيع طاقتها الإنتاجية (تعتبر المملكة أكبر دولة مصدرة للنفط وهي الوحيدة التي لها قدرة احتياطية كبيرة لزيادة الطاقة الإنتاجية). وقد ساهمت أسواق المال في مضاعفة آثار تلك التغيرات كما خلقت زخماً على الأسعار على المدى القصير.

ظهرت دلائل انخفاض الطلب في جميع أنحاء العالم ولكنها كانت أكثر وضوحاً في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تأثر المستهلك الأمريكي بصفة خاصة بالتغيرات في أسعار النفط بسبب انخفاض الضرائب على الوقود. وتنبأت وكالة الطاقة الدولية بانخفاض الطلب على النفط في الولايات المتحدة بمقدار 600,000 برميل يومياً هذا العام وجاء الاستهلاك في النصف الأول من هذا العام أقل بنسبة 3,7 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من عام 2007. ويبدو أن الارتفاع الهائل في أسعار النفط قد أدى إلى تغيير جوهري في عادات استهلاك النفط في الولايات المتحدة حيث هبطت نسبة مبيعات الشاحنات الخفيفة (والتي تشمل السيارات الرياضية التي تستهلك كميات كبيرة من الوقود) إلى 45 بالمائة من إجمالي مبيعات السيارات في يوليو مقارنة بنسبة 60 بالمائة قبل عامين.

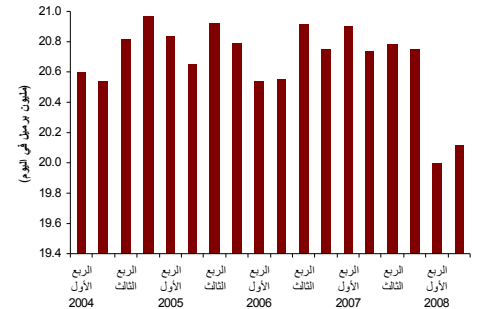
لقد وفرت الأسعار الثابتة لبيع الوقود بالتجزئة في العديد من الأسواق الناشئة الرئيسية الحماية للمستهلكين من التأثير على ارتفاع أسعار النفط بصورة كبيرة إلا أن الحكومات شرعت تمرر بصفة متزايدة التكاليف إلى المستهلكين مما أثر على الطلب. فعلى سبيل المثال قادت الضرائب المرتفعة في أوروبا إلى تقليص استجابة أسعار بيع الوقود بالتجزئة للتغيرات التي حدثت في أسعار النفط حيث وصلت الأسعار على الرغم من تلك التغيرات إلى مستويات قياسية ولجأ المستهلكون إلى خفض صرفهم على الوقود بقدر الإمكان.

وفي الوقت الذي تباطأ فيه الطلب شرع العرض في التزايد مما حدا بالمملكة رفع إنتاجها في يونيو بمقدار 300,000 برميل في اليوم في محاولة منها لكبح جماح الأسعار، كما أنها وعدت خلال قمة الدول المنتجة والمستهلكة للنفط عقدت في جدة

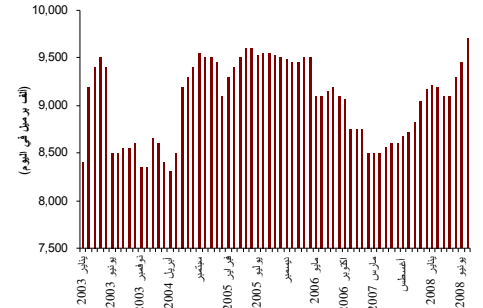
هبطت أسعار النفط...



...مع تباطؤ الطلب في أمريكا...



...وزيادة الإنتاج في السعودية





في يوليو بإضافة 250,000 برميل يوميا أخرى. وكنتيجة لتلك الزيادات بلغ إجمالي إنتاج المملكة من النفط 9,7 مليون برميل يوميا وهو أعلى مستوى إنتاج لها منذ أغسطس 1981 عندما كانت المملكة تسعى لسد النقص في المعروض من النفط الذي نجم عن الحرب العراقية- الإيرانية.

لقد شدد الاتفاق الذي انبثق عن مؤتمر جدة على أهمية ضمان وجود طاقة إنتاج احتياطية كافية في جميع القطاعات المتعلقة بصناعة النفط مثل قطاعات التنقيب والإنتاج والتكرير والتسويق كما أكد على استخدام الطاقة بشكل أكثر كفاءة. وقد ركزت أسهل التوصيات تنفيذاً وأكثرها تأثيراً في أسعار النفط على تحسين مستوى الشفافية ونشر بيانات سوق النفط وكذلك بيانات تفاعل سوق المال مع تلك السوق في حينها. وتم الاتفاق على عقد اجتماع متابعة في وقت لاحق من هذا العام في لندن.

في أعقاب مؤتمر جدة قدّمت شركة النفط الوطنية السعودية (أرامكو) لبعض الحضور عرضاً مفصلاً عن خططها التوسعية في المستقبل والتي تعيد تأكيد أن تلك الخطط في طريقها إلى التنفيذ. وفي الحقيقة تمثل محدودية طاقة الإنتاج الاحتياطية على مستوى العالم (والتي تقدّر بـ 1,5 إلى 2 مليون برميل في اليوم) أحد العوامل التي تزيد من ارتفاع الأسعار. وفي ظل تلك الظروف سيؤدي أي انقطاع للإمدادات (سواء كان نتيجة لسوء الأحوال المناخية أو الإضرابات العمالية أو أعمال التخريب أو التوترات السياسية) إلى خلق ارتفاعات حادة في الأسعار.

تمتلك المملكة أضخم برنامج لتعزيز الطاقة الإنتاجية في العالم ولكن هناك بعض المخاوف بشأن كيفية تنفيذ ذلك البرنامج في ظل النقص الكبير على مستوى العالم في الأيدي العاملة والمقاولين المهرة حيث أدت تلك الظروف إلى تأخير مشروع الخرسانية الذي يبلغ إنتاجه 500,000 برميل يوميا والذي كان مخططاً أن يبدأ إنتاجه في نهاية العام الماضي ولكنه تأجل إلى نهاية يوليو العام الحالي. وهناك خطط توسعية أخرى قائمة يتوقع أن ترفع إجمالي الطاقة الإنتاجية إلى 12,5 مليون برميل في اليوم خلال عام 2009 مقارنة بحجم الإنتاج الحالي الذي يبلغ حوالي 11,3 مليون برميل في اليوم.

بالإضافة إلى ذلك تم وضع خطط لرفع الطاقة الإنتاجية السعودية إلى 15 مليون برميل في اليوم في حالة الضرورة حيث ظل هذا المستوى الأكبر من الطاقة الإنتاجية ضمن الخطة القائمة لعدد من السنوات ولكن تم تجاهله على ما يبدو طيلة الـ 18 شهرا الماضية حيث صرحت وزارة البترول عدة مرات أنه ليست هناك حاجة إلى هذه الطاقة الإنتاجية الإضافية. وبالتأكيد يحتاج اتخاذ القرار بشأن المضي قدماً في تنفيذ هذه الطاقة الإنتاجية الجديدة بعض الوقت، إلا أن المملكة بإعطائها التفاصيل الأساسية أعادت التأكيد لسوق النفط على أن المزيد من النفط سيكون في متناول اليد إذا دعت الحاجة إلى ذلك.

تبلغ تكلفة مشاريع رفع الطاقة الإنتاجية الخمس المخططة حتى عام 2011 حوالي 60 بليون دولار وهي مشاريع ستؤدي إلى زيادة إنتاجية مرتقبة من النفط في حدود 2,95 مليون برميل في اليوم (أي ما يعادل 3 بالمائة من إنتاج العالم من النفط وأكثر من إجمالي الإنتاج في الكويت أو الإمارات). أما إجمالي الإنتاج الفعلي فسيزداد بأقل من هذه الكمية لأن أرامكو تفترض انخفاض في حجم الإنتاج في مواقع أخرى. وسيؤدي صافي الطاقة الإضافية إلى رفع الطاقة الإنتاجية من مستواها الحالي البالغ 11,3 مليون برميل في اليوم إلى 12,5 مليون برميل أي بزيادة قدرها 1,2 مليون برميل يوميا. وسيكون معظم الطاقة الإنتاجية المتوقعة خلال السنوات القليلة القادمة من الخام الخفيف.



التوقعات المستقبلية

نستبعد أن تواصل أسعار النفط هبوطها بالوتيرة الحالية بالرغم من تباطؤ الطلب وزيادة العرض، مما يبرر التعديلات على الأسعار مؤخراً، لمحدودية طاقة الإنتاج الاحتياطية المتاحة على مستوى العالم ورغم الاحتمال القوي بنمو الطلب بوتيرة أسرع من نمو العرض خلال السنوات القليلة القادمة. ونعتقد أن الأسعار ستظل حساسة تجاه أي نقص في الإمدادات النفطية لكن نستبعد أن تهبط كثيراً إلى مادون 100 دولار للبرميل خلال هذا العام مما يجعلنا نتوقع أن يبلغ متوسط سعر خام غرب تكساس القياسي 110 دولاراً للبرميل خلال عام 2008 (أي ما يعادل 105 دولاراً للبرميل للخام السعودي)، وهو سعر يفوق تقديرونا السابق الذي كان في حدود 90 دولاراً للبرميل وذلك بسبب ارتفاع أسعار النفط كثيراً عن المستوى الذي كنا نتوقعه. كذلك نتوقع أن ينخفض متوسط سعر خام غرب تكساس القياسي إلى 103,75 دولار عام 2009 ثم ينتعش مرة أخرى ليصل إلى 117,5 دولار عام 2010.

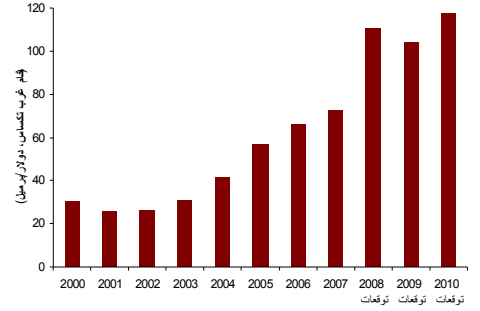
يرجّح استمرار تفوّق نمو الطلب على نمو العرض من النفط من خارج منظمة أوبك خلال السنوات القليلة القادمة حتى مع افتراض ضعف الأوضاع الاقتصادية خلال عام 2009. ومن جانبها تتوقع منظمة الطاقة الدولية أن يرتفع إجمالي الطلب العالمي على النفط بمقدار 900,000 برميل يومياً في عام 2009. كذلك ينتظر أن تتفوق الزيادة في استهلاك النفط في الأسواق الناشئة على انخفاض الطلب في الولايات المتحدة وأوروبا (في حدود 350,000 و 50,000 برميل في اليوم على التوالي) حيث يتوقع أن تبقى الصين والشرق الأوسط أكبر مصدرين للطلب على النفط العام القادم (في حدود 200,000 و 300,000 برميل في اليوم على التوالي). وعلاوة على ذلك نتوقع أن يتسارع نمو الطلب عام 2010 بفضل التحسن المرتقب في أوضاع الاقتصاد العالمي.

وفي الحقيقة هناك عوامل ستؤدي في الغالب إلى الحد من زيادة المعروض من النفط من خارج أوبك أهمها ارتفاع التكاليف والنقص في العمالة والمعدات اللازمة فضلاً عن تشديد الشروط التي تفرضها الدول المضيفة. ومع ذلك يزداد المعروض من النفط من خارج أوبك حالياً بمعدل 640,000 برميل في اليوم حسب تقديرات منظمة الطاقة الدولية نتيجة لزيادة الإنتاج من البرازيل وكازاخستان وأذربيجان على وجه الخصوص. ولكن بالرغم من أن العرض من خارج أوبك سيزداد على الأرجح بوتيرة أكبر عام 2010 نتيجة لمزيد من المشاريع التي بدأت إنتاجها الفعلي إلا أنه لن ينمو في اعتقادنا بنفس سرعة نمو الطلب.

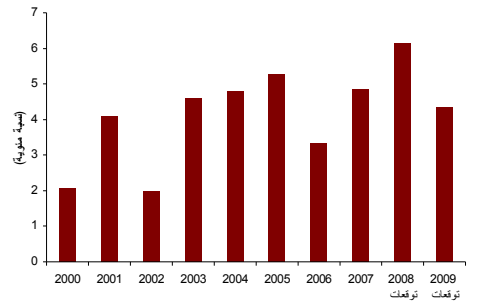
من المقرر أن يلتقي أعضاء أوبك خلال سبتمبر ولكن تشير تصريحات المسؤولين في تلك الدول إلى استبعاد رفع حجم الإنتاج حيث يوجد اختلاف واضح وسط أعضاء المنظمة الذين يرغب بعضهم في إبقاء أسعار النفط مرتفعة (مثل إيران وفنزويلا) بينما يرغب البعض الآخر في خفض الأسعار إلى مستوى يضمن عدم الإضرار بمستوى الطلب العالمي (مثل المملكة). ولا نتوقع إجراء تعديل في الحصص الإنتاجية لأوبك خلال قمتها القادمة في سبتمبر ولكن قد يوافق الأعضاء على زيادات طفيفة في الإنتاج خلال السنوات القليلة القادمة وذلك لضمان وفرة النفط في السوق (نعتقد أن أوبك لن تفكر في خفض إنتاجها إلا إذا هبطت أسعار النفط إلى ما دون مستوى 70 دولاراً للبرميل).

لذا نعتقد أن طاقة الإنتاج الاحتياطية على مستوى العالم ستظل محدودة خلال السنوات القليلة القادمة وينبغي علينا أن نضع في اعتبارنا أن الطاقة الإنتاجية الجديدة لا تعني بالضرورة زيادة الصادرات. فعلى سبيل المثال ارتفع الطلب على النفط في الشرق الأوسط بنسبة 15 بالمائة خلال السنوات الثلاث الماضية كما ارتفع إجمالي استهلاك الطاقة في المملكة من 1,45 مليون برميل في اليوم إلى 1,84 مليون برميل بزيادة 8,5 بالمائة خلال السنوات الثلاث المنتهية في يونيو 2008.

أسعار النفط ستظل مرتفعة



الطلب على الخام في الشرق الأوسط في ازدياد





الاقتصاد تحت المجهر

أداء اقتصادي استثنائي عام 2008

بناءً على تقديراتنا بأن يتراوح متوسط سعر خام غرب تكساس القياسي في حدود 110 دولار للبرميل مقروناً بزيادة في حجم الإنتاج نتوقع أداء اقتصادياً استثنائياً للعام 2008 حيث من المنتظر أن ينمو الناتج المحلي الاسمي بأسرع معدل له منذ عام 1980 وأن تسجل الميزانية وفوائض الحساب الجاري أعلى مستوياتها على الإطلاق بالقيمة الاسمية (وأعلى مستوياتها منذ منتصف السبعينات كنسبة مئوية من الناتج المحلي). وعلى الرغم من أن الأرقام الرئيسية لن تبدو جيدة خلال عامي 2009 و 2010 إلا أن قوة الاقتصاد الأساسية ستظل سليمة.

ويتوقع أن ينمو الناتج المحلي الاسمي بنسبة 38,3 بالمائة هذا العام ويصل حجم الاقتصاد إلى ما يربو على 500 بليون دولار ما يعني أن قيمة النشاط الاقتصادي في المملكة ستزيد بمقدار 145 بليون دولار هذا العام وهي زيادة تعادل حجم اقتصاد باكستان والفلبين مجتمعين. لكن لن ينعكس ذلك على الاقتصاد بصورة فورية وبنفس المعدلات إذ سيعيق نقص المهارات والظروف المقيدة لزيادة الطاقة الإنتاجية عملية إنفاق جزء كبير من تلك الأموال بطريقة مثمرة في الوقت الحالي مما يجعلنا نعتقد أن معظم تلك السيولة سيتم حفظها وتوفيرها. ونتوقع أن يأتي أداء الناتج المحلي الفعلي والذي يعكس تأثير التغيرات في الأسعار قوياً ويسجل نمواً نسبته 6,1 بالمائة.

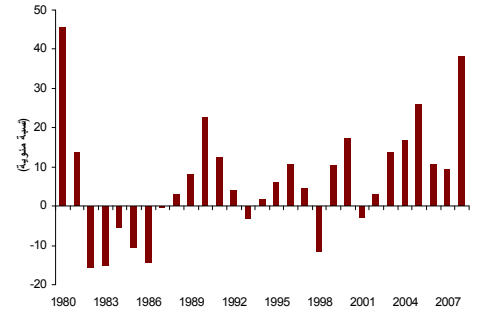
نتوقع أن يسفر ارتفاع الأسعار النفط وزيادة حجم الإنتاج عن إيرادات قياسية من صادرات النفط تصل هذا العام إلى 330 بليون دولار كما نتوقع ارتفاع الصادرات غير النفطية بسبب زيادة الإنتاج وارتفاع الأسعار العالمية للبتر وكيمياويات والمعادن. ومن ناحية ثانية ستؤدي الزيادة في حجم المعدات والمواد الخام المطلوبة للمشاريع العملاقة مقرونة بارتفاع أسعار تلك المعدات والمواد إلى رفع قيمة الواردات.

ولقد أبقينا على توقعاتنا حول البنود الأخرى للحساب الجاري دون تغيير يذكر حيث سيغلب على تلك البنود الإنفاق على الخدمات المستوردة التي نتوقع زيادة حجمها نتيجة للتوسع في استخدامها وكذلك بسبب نقص المهارات المحلية. وإجمالاً نتوقع أن يرتفع فائض الحساب الجاري إلى 197 بليون دولار (ما يعادل 37,4 بالمائة من الناتج المحلي) الأمر الذي يؤدي إلى حدوث قفزة في حجم الأصول الخارجية الحكومية التي من المنتظر أن تنهي هذا العام عند مستوى 549 بليون دولار.

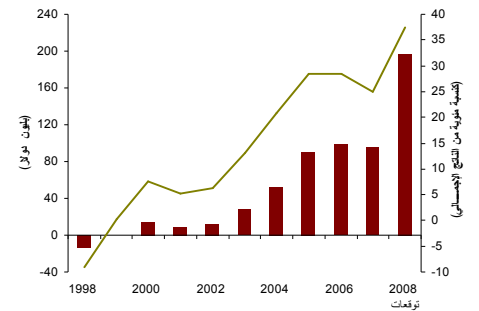
أما إيرادات الميزانية فينتوقع أن تصل هذا العام إلى 1 تريليون ريال (270 بليون دولار) للمرة الأولى نتيجة لإيرادات النفط الاستثنائية الأمر الذي يوفر للحكومة فرصة كبيرة لزيادة إنفاقها. ولكن رغمًا عن ذلك فقد أبقينا على توقعاتنا حول الإنفاق الحكومي دون تغيير وذلك لأن توقعاتنا كانت قد تضمنت سلفاً نمواً في الإنفاق بنسبة 20 بالمائة بالإضافة إلى إحساسنا بأن الحكومة السعودية غير مائلة إلى زيادة الإنفاق كما أنها لن تكون قادرة على الموافقة على المزيد من توسيع الإنفاق بسبب القيود الكبيرة على زيادة الطاقة الإنتاجية التي تؤثر على تنفيذ المشاريع. وقد عدلنا توقعاتنا حول فائض الميزانية برفعه إلى 443 بليون ريال (أي 22,4 بالمائة من الناتج المحلي).

وبناءً على تقديراتنا بانخفاض متوسط سعر النفط العام القادم (حيث يبلغ سعر خام غرب تكساس القياسي 103,75 دولار للبرميل) نتوقع أن ينكمش فائض الميزانية والحساب الجاري وأن ينمو الناتج المحلي الاسمي ببطء. ولكن في ظل ارتفاع سعر خام غرب تكساس إلى 117,5 دولار للبرميل في عام 2010 نتوقع أن يبقى فائض الميزانية وفائض الحساب الجاري كليهما قوياً جداً وسينتعش الناتج المحلي الاسمي كما سيقع الناتج المحلي للقطاع الخاص غير النفطي نمواً بنسبة 8 بالمائة ما يعني أن الاقتصاد السعودي سيظل في وضع قوي جداً.

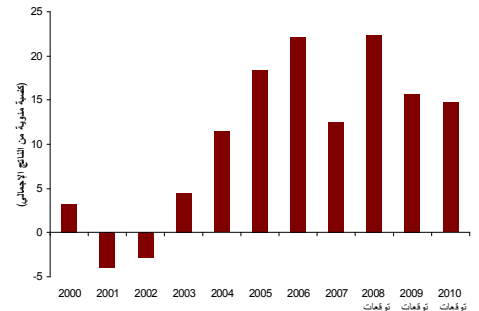
أقوى نمو في الناتج الاسمي منذ سنوات



فائض الحساب الجاري يسجل أعلى مستوياته على الإطلاق



فائض ضخم في الميزانية

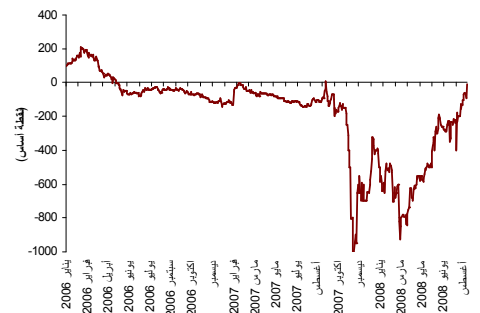




موجز التطورات الاقتصادية

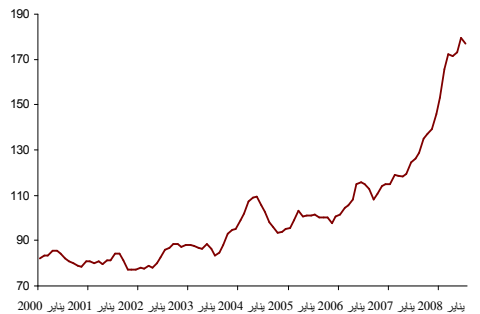
تعززت قيمة الريال بشدة خلال الأسابيع الأخيرة تمشياً مع التحسن في قيمة الدولار في أسواق النقد الأجنبي وهو تحسن جاء نتيجة لحدوث تغيير في مشاعر المستثمرين إزاء قوة النشاط الاقتصادي خارج الولايات المتحدة. كان المستثمرون قد توقعوا لبعض الوقت أداءاً اقتصادياً ضعيفاً في الولايات المتحدة غير أن البيانات الأخيرة الشحيحة تشير إلى أنهم خففوا من توقعاتهم بشأن مستقبل الاقتصاد في المناطق الأخرى من العالم مما جعل الدولار نسبياً أكثر جاذبية. وستؤدي قوة الدولار إلى خفض مستوى التضخم المستورد إلى المملكة كما ستخفف من حدة الضغوط في أسواق المال التي تدفع باتجاه رفع قيمة الريال. وحالياً لا تعكس عقود الريال لسنة قادمة أي زيادة في قيمة الريال مقابل الدولار خلال الـ 12 شهراً القادمة.

خفت الضغوط على الريال



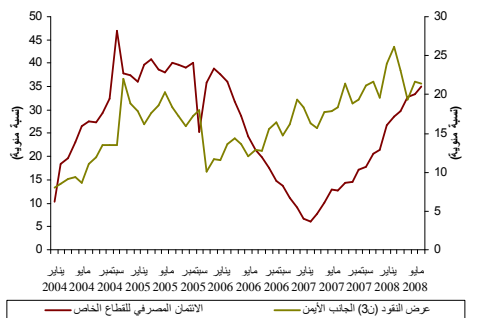
كذلك تشير الأسعار العالمية للسلع إلى حدوث تباطؤ في معدل التضخم حيث انخفض في يوليو المؤشر العالمي لأسعار الغذاء الذي يستخدمه صندوق النقد الدولي كما هبطت مؤخراً أسعار الذهب إلى أدنى مستوياتها خلال 8 أشهر. ويشكل الغذاء حوالي 26 بالمائة من مؤشر تكاليف المعيشة كما يعتبر الذهب المحدد الرئيسي لسعر معظم المجوهرات التي تهيم على مجموعة "سلع وخدمات أخرى" التي تعتبر أحد مكونات مؤشر تكلفة المعيشة (تشكل 13 بالمائة من المؤشر). وعلى الرغم من أن انخفاض أسعار تلك السلع من شأنه تقليص الارتفاع الشهري في معدل التضخم إلا أن التغير على أساس سنوي سيبقى مرتفعاً وذلك لأن أسعار الأغذية ارتفعت خلال الـ 12 شهراً الماضية بنسبة 40 بالمائة كما ارتفعت أسعار الذهب بنسبة 25 بالمائة.

الارتفاع في أسعار السلع بلغ ذروته



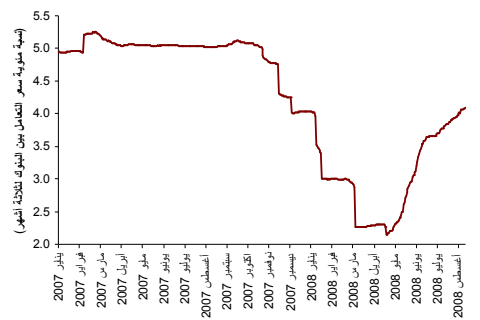
ويبدو أن الإجراءات التي اتخذت لإبطاء النمو في عرض النقود قد بدأت تؤتي أكلها حيث استقر نمو عرض النقود عند نسبة 20 بالمائة خلال الشهور الخمس الأخيرة واستقر عند نسبة 20,9 بالمائة على أساس سنوي في يوليو في أعقاب سلسلة من الزيادات في مستوى متطلبات الاحتياطي النظامي المفروض على البنوك التجارية. وبما أن تلك المتطلبات تحدد نسبة الودائع التي يفترض على البنوك إيداعها لدى مؤسسة النقد السعودي فإن رفعها سيقول من الأموال المتاحة للبنوك التجارية لإقراضها إلى عملائها مما يزيد من احتمال إبطاء التضخم. وقد تواصل نمو اقتراض القطاع الخاص في الارتفاع حيث بلغ 34,9 بالمائة في يونيو مسجلاً أعلى ارتفاع له من عامين.

نمو عرض النقود لا يزال مرتفعاً



وتواصل عملية رفع مستوى متطلبات الاحتياطي النظامي مقرونة بالآثار الناجمة عن المشاكل في القطاع المالي العالمي تأثيرها على أسعار الفائدة حيث تؤدي حاجة البنوك للأموال لتكوين الودائع الاحتياطية القانونية المتزايدة المطلوب إيداعها لدى مؤسسة النقد السعودي إلى رفع سعر الفائدة المستخدم في التعاملات بين البنوك السعودية. بلغ سعر الفائدة بين البنوك لمدة 3 شهور 4,17 بالمائة في 30 أغسطس بزيادة نسبتها 2,14 بالمائة عن انخفاضه الأخير في 4 مايو وأعلى بـ 136 نقطة أساس عن سعر الفائدة المقابل في الولايات المتحدة. ويبدو أن هناك بعض البنوك أكثر حرصاً من غيرها على توفير التمويل لأن ودائع البنوك التجارية غير القانونية لدى مؤسسة النقد تبلغ 26 بليون ريال مما يدل ضمناً على أن السيولة المتوفرة لقطاع البنوك ككل تعتبر قوية.

لا يزال الطلب يدفع سايبور





سوق الأسهم

موجز سوق الأسهم

أصدرت هيئة السوق المالية قراراً يتيح للمستثمرين الأجانب بدخول سوق الأسهم السعودية. وبالرغم من أن بعض تفاصيل القرار تحتاج للتوضيح إلا أنه كان للقرار تداعيات كبيرة على السوق حيث قدم دعماً إضافياً لأسعار الأسهم التي كانت قد ارتفعت سلفاً عقب تنفيذ قواعد الإفصاح الجديدة مطلع الشهر الحالي لذا نتوقع انتعاشاً كبيراً في السوق خلال الفترة المتبقية من العام.

وبموجب ذلك القرار أصبح بإمكان المستثمرين الأجانب حيازة الأسهم السعودية من خلال اتفاقيات مبادلة مع الشركات المرخص لها من قبل هيئة السوق المالية للتعامل بصفة أصيل. وينص القرار على احتفاظ الشريك السعودي بالملكية القانونية للأسهم بينما يخول المستثمر الأجنبي الاستفادة من أرباح الأسهم وكذلك تحمل أي خسارة تنتج عن التداول في تلك الأسهم. كذلك يلزم القرار الشخص المرخص له (الطرف السعودي) بأن يبرم اتفاقاً مع المستثمر الأجنبي ينص على احتفاظ الشخص المرخص له بحق التصويت للأسهم موضوع الاتفاقية ويحرم المستثمر الأجنبي من ذلك الحق ولكن في نفس الوقت يمنع القرار الشخص المرخص له من ممارسة أي حق من حقوق التصويت لتلك الأسهم. هناك 59 شركة استثمارية في الوقت الحالي تعتبر جهات مرخص لها.

وتأمل هيئة السوق المالية من خلال اتخاذ ذلك القرار بتلك الكيفية وبالضوابط المتضمنة فيه تحقيق قدر أكبر من الاستقرار الذي يمكن أن يجلبه المستثمرون الأجانب إلى سوق الأسهم وفي نفس الوقت تفادي المخاطر التي قد تنجم من نقل ملكية أصول محلية إلى مستثمرين أجانب. ويتوقع أن تأتي معظم التدفقات الأجنبية من شركات الاستثمار التي تتخذ قراراتها بناءً على المعطيات الأساسية للشركات المراد شراء أسهمها ولا تتأثر بالإشاعات والمضاربات التي تحرك الكثير من المستثمرين المحليين. ويشير القرار إلى أن هيئة السوق المالية ستقوم بمراقبة الصفقات بغية منع تدفق رؤوس أموال أجنبية مضاربة.

في الحقيقة لن يكون هناك تدفقاً فورياً لرؤوس الأموال الأجنبية حيث أن اتفاقيات التبادل تحتاج لمصادقة هيئة السوق المالية كما تنتظر توضيح العديد من الجوانب الفنية. وعلى العموم هناك طلب قوي على أسهم الشركات السعودية من قبل شركات الاستثمار الأجنبية مما يجعلنا نتوقع تدفقاً قوياً لرأس المال الأجنبي في حالة رأت تلك الشركات أن الأنظمة واللوائح الجديدة جاذبة.

لقد أدى إعلان فتح سوق الأسهم السعودي أمام المستثمرين الأجانب إلى قفز مؤشر تاسي بنسبة 5,2 بالمائة وهو أكبر كسب يحققه المؤشر خلال يوم واحد منذ أبريل 2007. وقد جاءت هذه الانطلاقة في أعقاب الانتعاش الذي شهده مؤشر تاسي الأسبوع الماضي بعد أن خسر 13 بالمائة خلال الأسبوعين اللذين سبقا ذلك الأسبوع عندما لجأ بعض المستثمرين إلى بيع أسهمهم في السوق نتيجة لمتطلبات قواعد الإفصاح الجديدة. وكان قد صدر إعلان رسمي بأنه ابتداء من 16 أغسطس ستنتشر أسماء جميع الأشخاص الذين يملكون حصة تعادل 5 بالمائة أو أكثر من أسهم أي شركة من الشركات المتداولة على موقع تداول بصفة يومية بعد إغلاق السوق. ويستهدف هذا الإجراء زيادة الشفافية وتقليل عمليات المضاربة. ونتيجة لذلك سعى بعض كبار المستثمرين إلى تقليص حيازاتهم من الأسهم إلى أقل من 5 بالمائة لأسباب تتعلق بالخصوصية.

في الواقع لم يكن ذلك الهبوط ناتجاً عن المعطيات الاقتصادية الأساسية التي نرى أنها قوية في ظل النمو الجيد لأرباح الشركات التي تجاوزت نسبة 20 بالمائة في المتوسط خلال الفصل الثاني من العام مفروراً مع التوقعات الاقتصادية القوية التي من شأنها دعم ربحية الشركات. ونعتقد أن التوقعات والعائدات الفعلية لتدفق رؤوس الأموال من المستثمرين الأجانب ستدعم مستقبلاً سوق الأسهم ونتوقع تحقيق أرباح جيدة من الأسهم خلال ما تبقى من العام.

مؤشر تاسي يرتد صاعداً





ركن المستثمر

طريقة جدوى للتقييم بأسلوب خصم التدفقات النقدية

ساهم الارتفاع في تقارير أبحاث الأسهم حول الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي بدرجة كبيرة في زيادة توعية المستثمر، غير أنها تسببت في بعض التشويش حيث يعجز المستثمر عن فهم قيام مجموعة من المحللين بدراسة نفس الشركة ثم يخرج كل منهم بتوصية بشأن سهم تلك الشركة تختلف عن الأخرى. وعلى الرغم من أن اختلاف الآراء يعتبر أمراً طبيعياً إلا أن الكثير من التباين قد ينتج عن الاختلاف في المدخلات الجوهرية التي تستخدم في نموذج التقييم.

من أكثر الأساليب شيوعاً في تقييم الأسهم أسلوب خصم التدفقات النقدية الذي تعتمد فيه القيمة العادلة للسهم على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة بعد خصم تلك التدفقات باستخدام معدل خصم يعكس المخاطر المتوقعة. وتركز نماذج خصم التدفقات النقدية بدرجة كبيرة على عنصرين أساسيين هما المقياس المستخدم في التدفقات النقدية وتقدير معدل الخصم ولذلك فإن أي تغيير طفيف في أي من هاتين القيمتين قد يكون له تأثير كبير على القيمة العادلة للسهم.

إن قياس التدفقات النقدية الذي نستخدمه في نموذجنا للتقييم هو خصم التدفقات النقدية الحرة لحملة الأسهم الذي هو عبارة عن التدفقات النقدية المتاحة بعد تسديد الشركة لأصول القروض وفوائدها والتي ستجد في النهاية طريقها إلى المستثمرين في شكل أرباح أو زيادة في سعر السهم. وهناك قياس آخر بديل هو التدفقات النقدية الحرة للشركة وهو عبارة عن إجمالي التدفقات النقدية التي تذهب إلى الجهات التي لها مطالبات على الشركة بما فيهم الدائنون. ومن المعلوم أن التدفق النقدي للشركة يكون على الدوام أعلى من التدفق النقدي لحملة الأسهم لأي شركة مدينة ولذا فإن استخدامه يؤدي إلى تضخيم قيمة الشركة ومن ثم يجعل سعر سهم تلك الشركة أعلى من قيمته العادلة. وبما أن مستثمري الأسهم هم في الحقيقة يشترون حصة من أسهم الشركة فإننا نعتقد أن التدفق النقدي لحملة الأسهم هو الأسلوب الأنسب لتقييم السهم.

يمكن تعريف سعر الخصم بأنه هو المعدل الذي يتم به خصم التدفقات النقدية المتوقعة حتى تاريخ التقييم ولذلك كلما قلَّ معدل الخصم المستخدم كلما ارتفعت القيمة العادلة للسهم ويفترض أن يعكس معدل الخصم معدل العائد المطلوب على الاستثمار. ولحساب معدل ذلك العائد تستخدم علاوة مخاطر السهم بغرض قياس مخاطر امتلاك ذلك السهم. وفي اعتقادنا أن العائدات التاريخية لسوق الأسهم (بدلاً عن استخدام رقم عشوائي) هي أفضل وسيلة لتقدير علاوة مخاطر السهم.

لكن ليس هناك إجماع بين المحللين حول الطريقة المناسبة لحساب علاوة مخاطر الأسهم. وقد استخدمنا في جدوى في تقاريرنا السابقة الخاصة ببحوث الأسهم المتوسط الحسابي للعائدات التاريخية السنوية منذ بدء السوق، ويعكس استخدام المتوسط الحسابي بدقة مستوى التذبذب وهو يعتبر منسجماً مع أسلوب التقييم المتبع. ويأتي المتوسط الحسابي دائماً أكبر من المتوسط الهندسي الذي يحسب الفائدة المركبة. ونحن من جانبنا نرى مزايا في كلا الطريقتين الأمر الذي جعلنا نستخدم الآن متوسطاً للمتوسطين الحسابي والهندسي في تقديراتنا لعلاوة مخاطر الأسهم.



البيانات الأساسية

2010 توقعات	2009 توقعات	2008 توقعات	2007	2006	2005	2004	2003	2002	
الناتج الإجمالي الاسمي									
2311	2040	1978	1431	1308	1183	939	805	707	(بليون ريال سعودي)
616.3	544.0	527.5	381.5	348.7	315.3	250.3	214.6	188.6	(بليون دولار أمريكي)
13.3	3.1	38.3	9.4	10.6	26.0	16.7	13.8	3.0	(معدل التغير السنوي)
الناتج الإجمالي الفعلي									
									(معدل التغير السنوي)
2.0	3.0	8.0	0.5	-0.8	6.2	6.7	17.2	-7.5	القطاع النفطي
7.9	8.2	6.5	5.8	6.1	5.8	5.3	3.9	4.1	القطاع الخاص غير النفطي
2.5	2.5	2.5	2.7	3.1	4.0	3.1	3.1	2.9	القطاع الحكومي
5.0	5.3	6.1	3.4	3.2	5.6	5.3	7.7	0.1	معدل التغير الكلي
المؤشرات النفطية (متوسط)									
117.5	103.8	110.4	72.3	66.1	56.6	41.5	31.1	26.2	خام غرب تكساس القياسي (دولار/برميل)
111.5	98.5	105.0	68.1	60.5	49.5	34.7	26.9	23.7	سلة الخام السعودي (دولار/برميل)
9.9	9.7	9.5	8.7	9.2	9.5	9.0	8.8	7.5	الإنتاج (مليون برميل/يوم)
مؤشرات الميزانية العامة									
									(بليون ريال سعودي)
1082	948	974	622	674	564	392	293	213	إيرادات الدولة
740	627	532	443	393	346	285	257	234	منصرفات الدولة
342	320	443	179	280	218	107	36	-21	الفائض/العجز المالي
15	16	22	12	21	18	11	4	-3	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
240	230	250	267	366	475	614	660	660	الدين العام المحلي
10.4	11.3	12.6	18.7	28.0	40.2	65.4	82.0	93.3	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
المؤشرات النقدية (متوسط)									
5.0	6.2	8.2	4.1	2.3	0.7	0.3	0.6	0.2	التضخم (معدل التغير السنوي)
5.50	5.50	5.50	5.50	5.20	4.75	2.50	1.75	2.00	سعر الإقراض الأساسي لمؤسسة النقد
									(نسبة مئوية سنوية)
مؤشرات التجارة الخارجية									
									(بليون دولار)
370.7	321.7	331.8	205.5	187.7	161.1	110.4	82.0	63.6	عائد صادرات النفط
409.5	357.6	363.8	233.4	210.5	180.1	125.7	93.0	72.3	عائد الصادرات الإجمالي
149.8	125.9	103.2	82.5	63.8	54.6	41.1	33.9	29.6	الواردات
259.7	231.7	260.6	150.8	146.6	125.5	84.6	59.1	42.6	الميزان التجاري
206.5	173.7	197.1	95.0	98.9	90.0	51.9	28.0	11.9	ميزان الحساب الجاري
33.5	31.9	37.4	24.9	28.4	28.5	20.7	13.1	6.3	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
823.9	689.5	548.9	359.8	273.4	195.5	127.9	97.1	73.3	الاحتياطي الرسمي من الموجودات الأجنبية
المؤشرات الاجتماعية والسكانية									
26.6	25.8	25.0	24.2	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)
23137	21048	21062	15736	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 إطلاقاً 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 إدعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مسؤولية قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية عن دقة أو إكمال 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 لإتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.