



إدارة البحوث  
فريق بحوث الراجحي المالية  
Tel. +966 1 211 9319, research@alrajhi-capital.com

## نوفمبر 2010 : الاقتصاد السعودي يرتفع بنسبة 24%

لقد أدت الشواهد الواضحة على بطء الاقتصاد الأمريكي الى اجبار بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي لتهيئة الأسواق المالية لجولة ثانية من التسهيلات الكمية. وقد نتج عن ذلك انخفاض الدولار الأمريكي وتدخل العديد من الدول في أسواق العملات. وعلى الصعيد المحلي، نما الناتج المحلي الاجمالي في المملكة العربية السعودية بنسبة 24% ليصل الى 798.5 بليون ريال في النصف الأول من 2010 مدفوعا بارتفاع بنسبة 44% في القطاع النفطي. وقد انخفض التضخم بشكل طفيف متشبا مع توقعاتنا. وفي الامارات تتمتع البنوك بنسب رأس مال أعلى تفوق ما تم اقتراحه في اتفاقية بازل 3. أما في البحرين، ورغم انخفاض الناتج المحلي الاجمالي الفعلي، فقد تمكنت البلاد من تحقيق نمو ضخم بنسبة 4.6% في الربع الثاني-2010.

**الاقتصاد العالمي:** لقد سيطر ا لحدث عن جولة ثانية من التسهيلات الكمية في الولايات المتحدة الأمريكية على المشهد الاقتصادي العالمي في الأسابيع القليلة الماضية. وقد نتج عن ذلك انخفاض حاد في قيمة الدولار الأمريكي وتدخل السلطات المعنية في أسواق العملات في جميع الدول، من اليابان إلى كوريا الجنوبية إلى تايوان والبرازيل. إننا نرى شواهد واضحة على تباطؤ النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية مما اضطر بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي لاتخاذ إجراء بهذا الخصوص. إن الجولة الثانية من التسهيلات الكمية ربما لا تؤدي مباشرة إلى تحفيز النمو بزيادة الائتمان في الولايات المتحدة الأمريكية ولكنها ستساعد قطاع الصادرات من خلال انخفاض الدولار وهي الطريقة المحتملة لوضع الاقتصاد في مساره الصحيح.

**الاقتصاد السعودي:** لقد نما الناتج المحلي الاجمالي الاسمي للمملكة العربية السعودية بنسبة 24.1% ليصل الى 798.5 بليون ريال في النصف الأول 2010، من 643.3 بليون ريال في النصف الأول 2009. إن هذا النمو الحاد في النصف الأول ما هو الا انعكاس لانتعاش اسعار النفط وحجم انتاج النفط في البلاد مقارنة بالمؤشر الأساسي المنخفض للنصف الأول 2009. وقد نما القطاع النفطي بأكثر من نسبة 44% بينما بلغت نسبة النمو في القطاع غير النفطي 13.15%. خلال الفترة. غير أن النمو في القطاع الخاص يبدو بطيئا، إذ ارتفع بنسبة 6.5% في النصف الأول مقارنة بالفترة المماثلة من العام السابق. أما القطاعات الفرعية الرئيسية كالصناعات، باستثناء تكرير النفط، والبناء والتشييد، فقد نمت بنسبة 9.2% و 7.9% على التوالي.

**الاقتصاد الخليجي:** يبدو أن البنوك في دولة الإمارات العربية المتحدة في وضع جيد تمكثها من تطبيق الإصلاحات المقررة بموجب اتفاقية بازل 3. وكما أشرنا إلى ذلك في تقريرنا الاقتصادي الأخير، فقد انخفض سعر الفائدة بين مصارف الإمارات العربية بعد قبول خطة إعادة هيكلة الديون لشركة دبي العالمية. ورغم ذلك، فإننا نعتقد أن التباطؤ لا يزال سائدا في قطاع العقارات في البلاد وبخاصة في دبي. أما في البحرين، فقد نما الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 4.6% على أساس الربع الثاني مقارنة بنفس الربع من العام السابق.

### الشكل 1: مؤشرات اقتصادية أساسية

2010 (متوقع)	2009	2008	
3.9%	0.6%	4.2%	الناتج القومي المحلي الحقيقي
2.5%	-6.7%	4.2%	القطاع النفطي
4.4%	3.5%	4.6%	القطاع الخاص غير النفطي
4.6%	4.4%	3.7%	القطاع الحكومي غير النفطي
5.5%	4.2%	9.0%	التضخم (نهاية الفترة)
			المالية العامة
670	510	1101	الدخل الحكومي
640	596	520	الإنفاق الحكومي
30	-86	581	الميزانية العمومية

المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، والراجحي المالية

## لمحة عامة عن الاقتصاد العالمي الأسباب الداعية إلى الجولة الثانية من التسهيلات الكمية

إن أهم قضيتين من القضايا الاقتصادية العالمية الجاري مناقشتها بشكل مكثف حالياً هما الجولة الثانية من التسهيل الكمي (QE-2) التي يقوم بها الاحتياطي الفيدرالي وإجراءات التدخل في أسواق العملات من جانب البنوك المركزية في العالم أجمع. وكلتا هاتين القضيتين ليستا مستقلتين تماماً عن بعضهما البعض، إذ أدى الحديث عن الجولة الثانية من التسهيلات الجاري حالياً بين محافظي الاتحاد الفدرالي للبنوك المركزية في الولايات المتحدة إلى انخفاض حاد في قيمة الدولار الأمريكي مقابل جميع العملات الرئيسية. فالمال المتوفر بسهولة في الأسواق المتقدمة وخاصة في الولايات المتحدة يتم توجيهه حالياً نحو مختلف فئات الأصول وخاصة في أسواق الأسهم الناشئة مما أدى إلى ارتفاع في قيمة عملاتها. ففي الهند، على سبيل المثال، بلغ العجز في الحساب الجاري ما يناهز 3% من الناتج المحلي الإجمالي، وهو أعلى نسبة عجز على مدى العقدين الماضيين، في الوقت الذي ارتفع فيه سعر الروبية الهندية إلى الحد الأقصى مقابل الدولار في الأسابيع القليلة الماضية نتيجة للتدفقات الرأسمالية الضخمة في أسواق الأسهم والقروض. وسيؤدي حفر من السيولة النقدية من قبل بنوك الاحتياطي الفيدرالي في هذا النظام إلى تعزيز الاتجاه السائد لانخفاض قيمة الدولار. وقد بدأت بلدان مثل اليابان وكوريا الجنوبية والبرازيل إما بالتدخل بشكل مباشر في سوق العملات أو باتخاذ تدابير للسيطرة على ارتفاع سعر تبادل عملاتها.

الجولة الثانية من التسهيلات الكمية. وتدخل البنوك المركزية في جميع أنحاء العالم مترابطة مع بعضها

ورغم أن العديد من البلدان قد وصفت الجولة الثانية من التسهيلات الكمية باعتبارها سياسة تتعلق بالعملية قصد بها خفض قيمة الدولار، فإن الحديث عن الجولة الثانية من التسهيلات الكمية من جانب محافظي البنوك المركزية في الولايات المتحدة قد ازداد حدة في الأسابيع القليلة الماضية. وقد بدأ النقاش مع واحد من أعضاء لجنة السوق المفتوحة الاتحادية (FOMC) الذي أيده في ذلك السيد بن برنانكي (رئيس مجلس إدارة بنك الاحتياطي الفدرالي نفسه. وعلاوة على ذلك، فقد كشف محضر اجتماع اللجنة الفيدرالية المنعقد في شهر سبتمبر أن اللجنة قد أدركت مدى الحاجة إلى التسهيل في السياسات النقدية قبل فوات الأوان. وينصب تركيز بنك الاحتياطي الفدرالي على إحياء توقعات التضخم باعتبار أن معدلات التضخم الأساسي قد بدأت تتجه نحو الانخفاض. وفي ضوء ما تقدم، وباعتبار التوجهات السائدة في البيانات الاقتصادية الحقيقية، يتبين لنا أنه يلزم الأجهزة الحكومية المختصة والبنوك المركزية اتخاذ التدابير الكفيلة بدعم الانتعاش الاقتصادي الأخذ في التنازل.

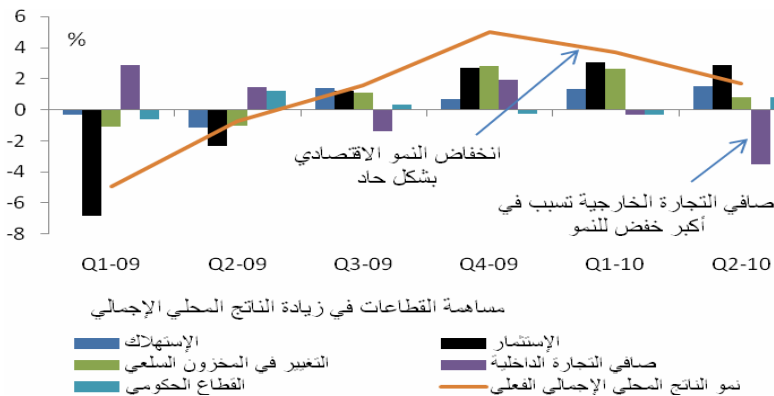
إن الهدف من الجولة الثانية من التسهيلات الكمية هو إعادة توقعات التضخم إلى مستوياتها السابقة إذ أن التضخم الرئيسي ظل في اتجاه انخفاضي.

### التباطؤ الحاد في النمو الاقتصادي

بدأ الانتعاش الاقتصادي في الولايات المتحدة في النصف الثاني من عام 2009 بشكل رئيسي بسبب تعديل مخزون البضائع. وكان متوسط النمو في الربعين الأخيرين من النصف الثاني من عام 2009 بنسبة 3,3% وبلغ متوسط مساهمة قطاع المخزون من ذلك ما يقرب من 2%. واستمر الوضع على هذا النحو في الربع الأول من عام 2010 حيث بلغت مساهمة المخزون في ذلك نسبة 2,6% من مجمل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي البالغ 3,3%. وقد ساعد تكديس المخزون على نمو الاقتصاد بوجه عام، الذي انعكس على تحسن سوق العمل وساعد على إنعاش سوق الاستهلاك. ومع ذلك، لم يحقق سوق العمل المستوى المتوقع من الانتعاش. أما الاستهلاك فقد كان مدفوعاً إلى حد كبير بالحوافز المالية التي تقدمها الحكومة الاتحادية. وقد كانت التخفيضات الضريبية للراغبين في شراء المنازل، وخطوة "إعطاء النقود لشراء السيارات" لمشترى السيارات بمثابة جرعة من الترياق لهذين القطاعين. وفي الوقت الذي بدأت فيه هذه التدابير تساعد على الانتعاش، فقد تسببت أزمة الديون في اليونان في تراجع الآمال في الانتعاش على المستوى العالمي في بداية الربع الثاني من العام. وقد أثرت هذه الأزمة على الاقتصاد الأمريكي بطريقتين: الأولى، ارتفعت قيمة الدولار ارتفاعاً حاداً مع عودة العزوف عن المخاطرة إلى الارتفاع على المستوى العالمي. والثانية، أن هذه الأزمة قد أثارت علامة استفهام حول مدى استدامة النمو القوي في بلدان منطقة اليورو مع قيام تلك البلدان في تشديد قيودها على الإنفاق. وحتى الاقتصاديات القوية من حيث المقومات الاقتصادية مثل ألمانيا بدأت في تطبيق تدابير تقشف صارمة. وقد أثرت هذه العوامل مجتمعة على حركة التصدير في الولايات المتحدة. وكانت المحصلة النهائية لهذه المؤثرات مساهمة القطاع الخارجي بنسبة -3,5% من نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الربع الثاني من عام 2010م.

النمو الاقتصادي في التباطؤ بعد أن بلغ ذروته في الربع الأخير.. من 2009

الشكل 2: تباطؤ النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة



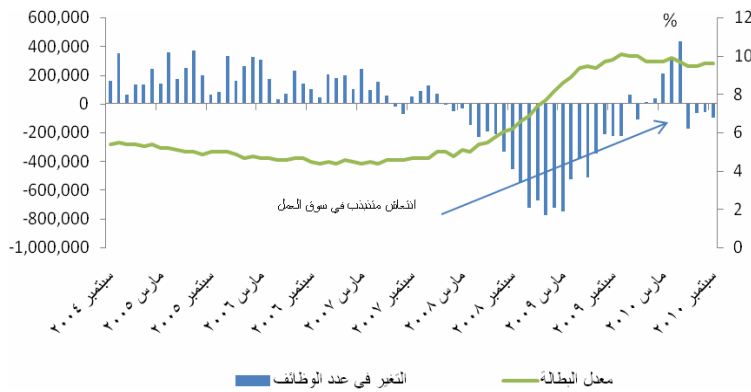
المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية

## سوق العمل و جانب المستهلك من الاقتصاد

أدى الانتعاش المتوقع بسبب مخزون البضائع في الولايات المتحدة إلى حصول تحسن في سوق العمل. فقد أصبحت جداول الرواتب للوظائف غير الزراعية إيجابية في نوفمبر 2009 بعد 22 شهرا من الانخفاضات المتتالية. واستمر سوق العمل في استيعاب مزيد من القوى العاملة حتى نهاية شهر مايو من هذا العام، قبل أن يشهد شهر يونيو بداية انخفاض جديد في مجمل الوظائف غير الزراعية. ومع ذلك، فإن هذا الانخفاض يعزى إلى تسريح العمال من قبل الحكومة وخاصة العاملين في التعداد السكاني الذين سبق التعاقد معهم خلال شهري أبريل ومايو من هذا العام. ورغم أن القطاع الخاص لا يزال يستوعب أعدادا جديدة من القوى العاملة التي تضاف إلى جدول الرواتب، فقد انخفضت أعداد القوى العاملة بشكل كبير عن أعلى مستوياتها التي كانت عليها في شهري مارس وأبريل. وقد أثر هذا التراجع السريع في سوق العمل على مشاعر المستهلكين لدرجة أن مؤشر الثقة الخاص بالرؤساء التنفيذيين قد أخذ في التراجع تبعا لذلك. ومن الواضح أن تباطؤ سوق العمل بوجه عام وما أعقبه من بطء في نمو الدخل يؤدي حتما إلى ضعف الاستهلاك. ويستدل على ذلك من رقم مبيعات التجزئة الذي يكشف مدى التباطؤ في الإنفاق الاستهلاكي الشخصي. وكان الإنفاق الاستهلاكي الشخصي (PCE) الذي يشكل قرابة 70٪ من الاقتصاد الإجمالي قد حقق نمواً بمعدل 1,7٪ على مدى الفترات ربع السنوية الأربع الماضية. ولوضع هذا الرقم في إطاره الصحيح، يمكن القول بأن متوسط نمو نفقات الاستهلاك الشخصي الربعي خلال الفترة 2004-2007 كان يناهز نسبة 3٪.

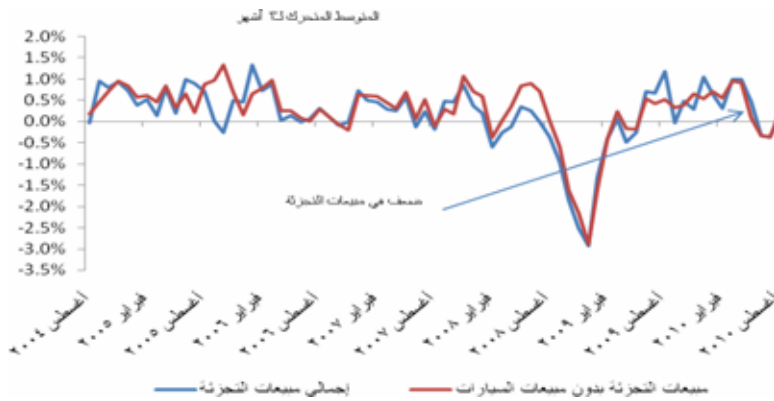
سوق العمل المنخفض سيفرض قيودا على نمو الاستهلاك

الشكل 3 : انتعاش متذبذب في سوق العمل



المصدر: بلومبيرج، الراجحي أيسهالما

الشكل 4 : علامات التباطؤ في نمو الاستهلاك



المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية

## جانب الإنتاج والاستثمار من الاقتصاد

لقد بدأ تباطؤ الاستهلاك يترك أثره على الإنتاج والاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية .. وتظهر مؤشرات معهد إدارة التوريد بنوعها الصناعي وغير الصناعي ، والتي تبين أنشطة التصنيع والخدمات على التوالي، التي نشرت مؤخرا بأن النمو في الإنتاج الصناعي أخذ في الانخفاض. وعلاوة على ذلك، هناك علامات واضحة على ضعف حجم طلبات المصانع والسلع الرأسمالية. وكلا هذين النوعين من المؤشرات يندرجان تحت الاستثمارات في المستقبل في البلاد.

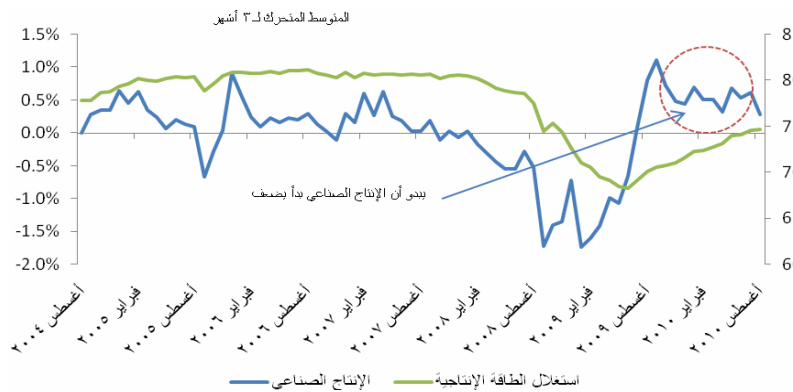
يبدو أن هناك ضعفا في الإنتاج والاستثمار

الشكل 5 : تراجع وتيرة التوسع قطاعي التصنيع والخدمات



المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية

الشكل 6 : تراجع معدلات النمو في الإنتاج الصناعي



المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية

الشكل 7 : ضعف واضح في طلبات المصانع



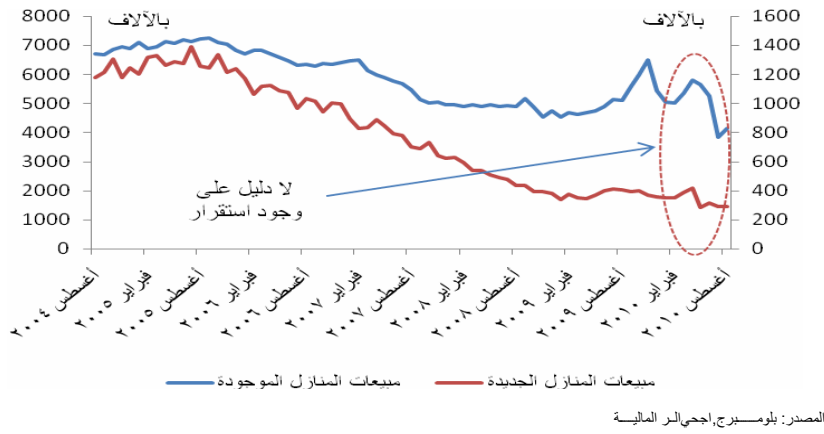
المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية

## قطاع الإسكان الأمريكي لا يزال تحت الضغوط

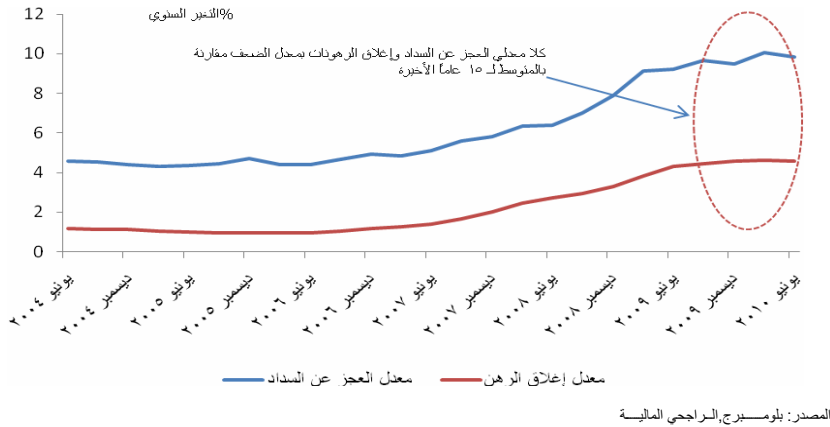
رغم أن حصة قطاع الإسكان من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي قد انخفضت من نسبة تزيد عن 6% في نهاية عام 2006 إلى 2,6% في الربع الثاني من عام 2010، إلا أن تحقيق الاستقرار في سوق الإسكان يعتبر أمراً بالغ الأهمية بالنسبة للاقتصاد بوجه عام. ويبدو أنه ليس هناك حد أدنى يشكل أساساً لمبيعات المساكن خصوصاً بعد انتهاء مهلة التخفيض الضريبي في منتصف العام. كما يتعرض سوق الإسكان لمزيد من الضغوط الناجمة عن ارتفاع معدلات نزع ملكية ومصادرة العقارات المرهونة، إلى الضعف، الأمر الذي ترتب عليه زيادة المعروض من الوحدات السكنية. ورغم أن معدل الرهن العقاري قد انخفض إلى مستوى قياسي إلا أن ذلك لم يكن قادراً على إنعاش السوق. ومع ذلك، فإن الانخفاض التدريجي في أسعار ومبيعات المنازل يرجح أن يكون بنسبة أقل، باعتبار أن هذه النسبة قد انخفضت بالفعل إلى نصف المستوى الذي كانت عليه في عام 2007م.

سوق الإسكان لا يزال يبدو غير مستقر

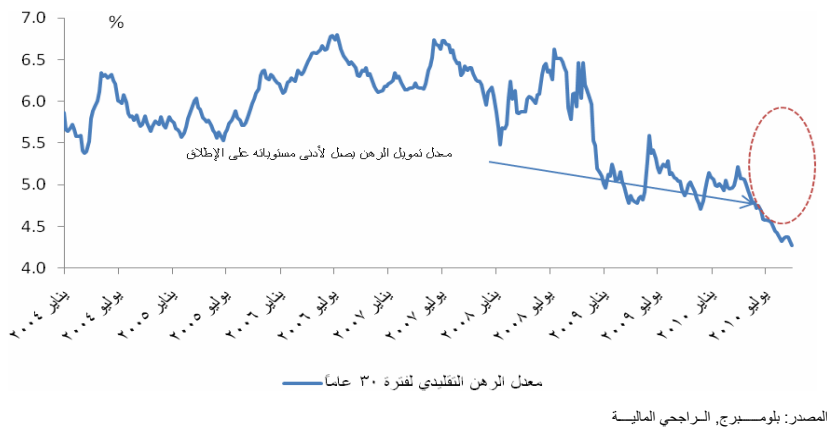
الشكل 8 : عدم وجود دلالات على الاستقرار في مبيعات المنازل



الشكل رقم 9 : ارتفاع مستوى الحجز والمصادرة



الشكل رقم 10 : عدم استفادة قطاع الإسكان من انخفاض معدلات الرهن العقاري

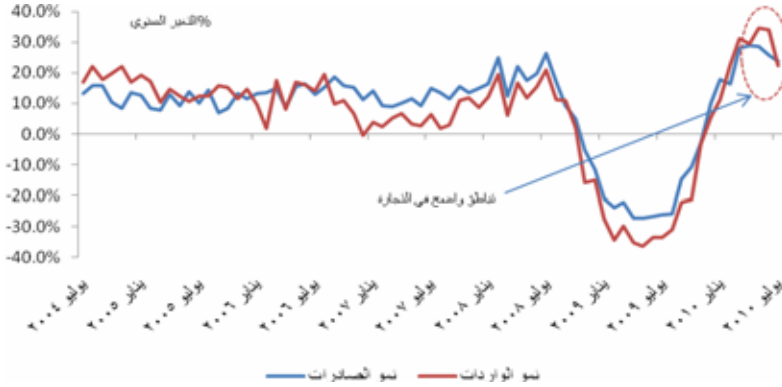


## التجارة الخارجية الأمريكية تسجل انخفاضاً

يبدو أن هناك علامات واضحة للانخفاض في التجارة الخارجية

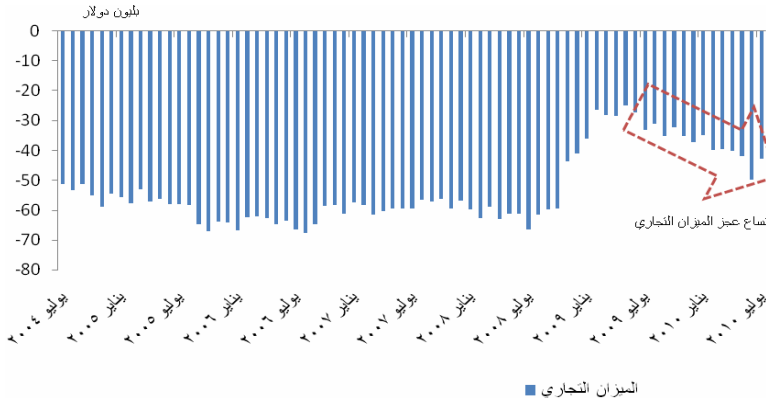
تزامن الانتعاش الاقتصادي في النصف الثاني من عام 2009 مع حصول انتعاش كبير في حركة التجارة الخارجية الأمريكية. وقد ساهمت التجارة الخارجية الصافية مساهمة إيجابية في نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي على مدى ثلاث فترات من أصل أربعة فترات ربع سنوية من عام 2009. ومع ذلك، وللأسباب المذكورة أعلاه (ارتفاع قيمة الدولار وتباطؤ النمو في أوروبا) فقد أخذت حركة التجارة الخارجية في التباطؤ في الأشهر الأخيرة. وكان التباطؤ في حركة التصدير أكثر حدة مما كان عليه في حركة الاستيراد مما أدى إلى حصول عجز أكبر في الميزان التجاري. ويعود التباطؤ الحاد في النمو الاقتصادي الذي حدث في الربع الثاني من العام بصورة أساسية إلى مساهمة التجارة الخارجية الصافية بنسبة -3,5%.

الشكل رقم 11 : تباطؤ سرعة النمو في التجارة الخارجية



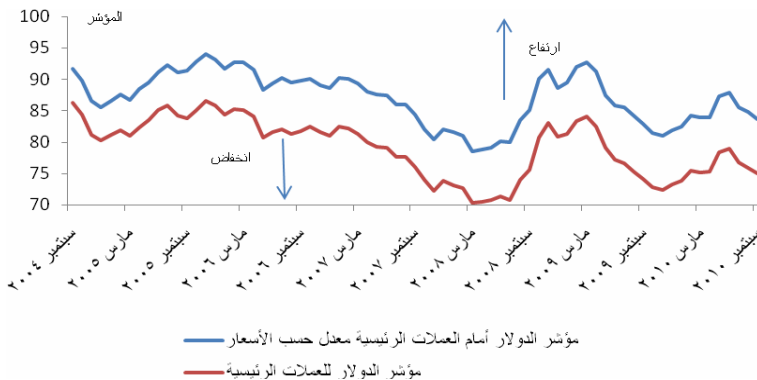
المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية

الشكل الرقم 12 : اتساع العجز التجاري



المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية

الشكل الرقم 13 : انخفاض قيمة العملة في الأشهر الأخيرة



المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية



## الخلاصة

تبيّن المؤشرات الواردة أعلاه بوضوح أن زخم الانتعاش الاقتصادي قد تباطأ في الولايات المتحدة. وكان نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1,7% في الربع الثاني من عام 2010 (مقارنة بنسبة 3,3% في الربع الأول من عام 2010) قد برر الإشارات الواردة في حينه من هذه المؤشرات. وما زالت هذه المؤشرات تظهر نفس الاتجاه في الربع الثالث من العام. ويمكن أن يعزى هذا التباطؤ إلى عدة عوامل من بينها تضاؤل الحوافز المالية، وأزمة الديون في اليونان التي أدت إلى تباطؤ النمو في أوروبا وإلى ارتفاع حاد في سعر صرف الدولار في النصف الأول من 2010. ولم تتمكن الحوافز المالية من إحداث القدر المطلوب من التحسن في سوق العمل لدعم النمو في الاستهلاك. ورغم أن القطاع الخاص قد استحدث وظائف جديدة، إلا أن الوظائف العامة قد شهدت تراجعاً ملموساً في الأشهر الأربعة الأخيرة. كما أن الاستثمار الذي كان يمثل النقطة المضيق الوحيدة في الاقتصاد الأمريكي يبدو أيضاً أنه أخذ في التباطؤ. ولهذه الأسباب، فإن الوضع الاقتصادي في الولايات المتحدة يتطلب جولة أخرى من التسهيلات الكمية. ويتضح الأثر الإيجابي لهذه الإجراءات بالفعل إذ أدى توقع حصول تحفيز إضافي من البنك المركزي إلى حدوث ارتفاع حاد في أسعار صرف الدولار الأمريكي. وقد أدى ذلك إلى دعم سوق الأسهم حتى لو كانت البيانات الاقتصادية ليست مشجعة بالقدر الكافي.

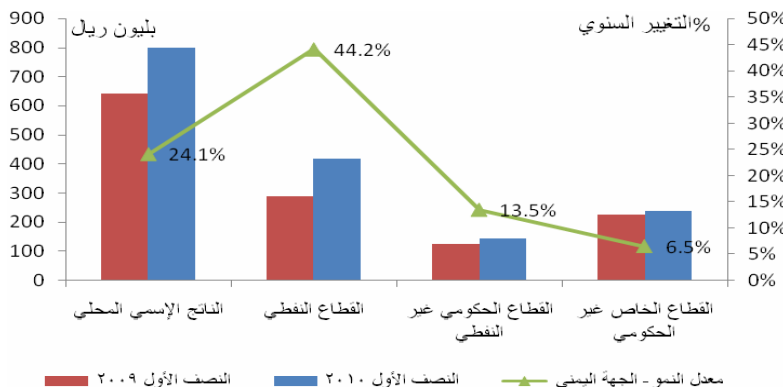
لقد انخفض زخم الانتعاش الاقتصادي. غير أن الحديث عن الجولة الثانية من التسهيلات الكمية أدى إلى خفض الدولار بشكل حاد ومن المحتمل أن يصب ذلك في مصلحة التجارة الخارجية

## الاقتصاد السعودي نمو قوي في النصف الأول

لقد كان عام 2010 هو أول عام تقوم فيه مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات (CDSI) بنشر بيانات أولية حول نمو الناتج المحلي الإجمالي للنصف الأول. ووفقاً للبيان الصادر عن المصلحة المذكورة، فقد حقق الناتج المحلي الإجمالي الاسمي للمملكة العربية السعودية نمواً بنسبة 24,12٪ ليصل إلى 798,5 بليون ريال في النصف الأول من عام 2010 مقارنة بمبلغ 643,3 بليون ريال في نفس الفترة من عام 2009م. وقد كانت هذه القفزة الكبيرة في النمو في النصف الأول انعكاساً للانتعاش في أسعار النفط وإنتاج النفط في البلاد مقارنة بالأسعار المنخفضة التي سادت في النصف الأول من عام 2009. فقد قفزت أسعار قطاع النفط بما يزيد عن 44٪ مقارنة بالنمو في القطاع الحكومي الذي سجل ارتفاعاً بنسبة 13,5٪ خلال نفس الفترة. ومع ذلك، يبدو أن النمو في القطاع الخاص يميل إلى التباطؤ والركود، حيث حقق نمواً بنسبة لا تتجاوز 6,5٪ في النصف الأول مقارنة بالفترة ذاتها من العام الماضي. كما سجلت القطاعات الفرعية الرئيسية مثل قطاع التصنيع باستثناء صناعة تكرير النفط نمواً بنسبة 9,2٪ والأعمال الإنشائية والبناء بنسبة 7,9٪.

نما الناتج المحلي الإجمالي الاسمي للمملكة بنسبة كبيرة بلغت 24% في النصف الأول 2010 على اثر ارتفاع أسعار النفط بنسبة 44%

الشكل رقم 14 : الارتفاع القوي في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي على خلفية ارتفاع أسعار النفط



المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، الراجحي المالية

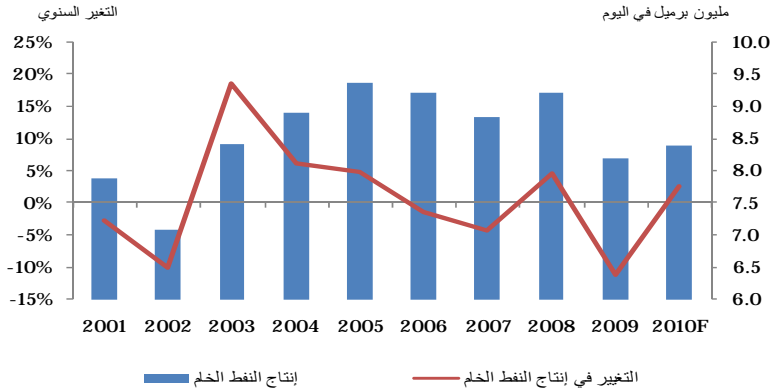
أما في النصف الثاني من العام الحالي 2010، فمن غير المرجح الحفاظ على نفس المستوى العالي من النمو الذي شهده النصف الأول من هذا العام. وكما ذكر أعلاه، فقد ساعد على إبراز هذا النمو المرتفع إلى حد كبير اثر مؤشر الأساس الذي ساد في فترة النصف الأول من 2009. وكان النمو الاسمي في النصف الأول من عام 2010 فقط بنسبة 4,3٪ مقارنة بالنصف الثاني من عام 2009. ومع ذلك، ما زال إنتاج النفط الخام يرتفع ببطء في المملكة العربية السعودية، حيث وصل معدل إنتاج النفط الخام في البلاد إلى 8,23 مليون برميل يوميا في شهر أغسطس مقارنة بعدد 8,21 مليون برميل يوميا في شهر يوليو حسبما ورد في تقرير منظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك). وقد سجل الإنتاج اليومي للنفط الخام لغاية شهر أغسطس من عام 2010 ارتفاعاً بمعدل 1,5٪ عن متوسط الإنتاج اليومي في عام 2009 بأكمله. ومع ذلك، يبدو أن أوبك قد خفضت من تقديراتها لإنتاج المملكة من النفط الخام حيث قدرت إنتاج المملكة من النفط الخام بمعدل 8,05 مليون برميل يوميا بينما كان الإنتاج الفعلي 8,18 مليون برميل يوميا كما ورد في التقرير السنوي الصادر مؤخراً عن مؤسسة النقد العربي السعودي. ونحن نتوقع أن يكون معدل إنتاج النفط الخام أعلى من ذلك بحيث يصل إلى 8,38 مليون برميل يوميا، أي بزيادة 2,4٪ لهذا العام. كما تظهر البيانات الشهرية ارتفاعاً تصاعدياً في إنتاج النفط الخام في البلاد. وعلاوة على ذلك، شهد الاقتصاد العالمي انتعاشاً قوياً في النصف الثاني من عام 2009 والنصف الأول من عام 2010 مما ساعد على انتعاش الطلب على استيراد النفط الخام. وعلى الرغم من أننا نتوقع حصول اعتدال في وتيرة الانتعاش الاقتصادي العالمي، إلا أننا لا نتوقع انهياراً في الطلب على النفط الخام.

من غير المرجح أن يشهد النصف الثاني من 2010 نفس المستوى العالي من النمو إذ يتوقع أن يتلاشى أثر القاعدة المنخفضة للنمو

ومما يؤكد على انتعاش القطاع غير النفطي ذلك النمو الكبير في الصادرات غير النفطية. فقد نمت الصادرات غير النفطية بنسبة 22٪ في العام على أساس شهر يونيو مقارنة بنفس الشهر من العام السابق، و بنسبة 39٪ في العام على أساس سنوي كما في شهر مايو. وقد سجلت الصادرات غير النفطية نمواً بنسبة 23,3٪ في النصف الأول من عام 2010 مقارنة بنفس الفترة من عام 2009. وعلاوة على ذلك، فإن ما يؤكد على زخم الانتعاش هذا هو حقيقة أن الصادرات غير النفطية ارتفعت بنسبة 12,1٪ في النصف الأول من عام 2010 بالزيادة عما كانت عليه في النصف الثاني من عام 2009. وبلاستناد إلى هذا الانتعاش في مجال التجارة وغيرها من الأدلة التي يمكن ذكرها في هذا الخصوص، فإننا نتوقع أن يسجل قطاع الصناعة التحويلية نمواً بنسبة 4٪ في 2010 مقارنة بنسبة 2,3٪ من النمو المتحقق في العام الماضي.

يتوقع أن يكون أداء القطاع غير النفطي جيداً حتى خلال النصف الثاني

## الرقم 15 : مواصلة الارتفاع في إنتاج النفط الخام



المصدر: بلومبيرج، ساما، الراجحي المالية

## دعم الحكومة يتجسد في ارتفاع النفقات الرأسمالية

في التقرير السنوي الذي صدر مؤخرا عن مؤسسة النقد العربي السعودي، يقدر العجز في ميزانية الدولة بمبلغ 86 بليون ريال لعام 2009 مقارنة بتقديرات سابقة بلغت أرقامها 45 بليون ريال. ويرجع ارتفاع العجز أساسا إلى تعديل بالزيادة في الإنفاق مما يؤكد على تقديم الدولة مزيدا من الدعم لاقتصاد البلاد. وقد تجاوزت الإيرادات والنفقات على حد سواء تقديرات الميزانية، ولكن الإنفاق قد ارتفع بنسبة أعلى من ذلك. وكانت عائدات النفط الفعلية التي حققتها الدولة قد بلغت 434.4 بليون ريال سعودي بينما بلغت الإيرادات الأخرى 75,4 بليون ريال. وعليه فقد وصل إجمالي الإيرادات إلى 509,8 بليون ريال سعودي في السنة. وقد انخفضت عائدات النفط انخفاضا هائلا وصل إلى 55,8% في عام 2009 مقارنة بنسبة 35,9% من الانخفاض التي تم تسجيلها في عام 2008 بينما انخفضت الإيرادات الأخرى أيضا بنسبة 35,9% في الفترة ذاتها. وهكذا، فقد وصلت نسبة الانخفاض في إجمالي الإيرادات إلى 53,7%.

وعلى الرغم من هذا الانخفاض الحاد في الإيرادات، فقد ارتفع الإنفاق الحكومي بنسبة 14,7% ليصل إلى 596 بليون ريال في عام 2009 مقارنة بالنفقات الفعلية البالغة 520 بليون ريال في عام 2008. وكانت النفقات الفعلية أعلى بنسبة 25% مقارنة مع مخصصات النفقات المدرجة في الميزانية والبالغة 475 بليون دولار في عام 2009. وقد شهدت النفقات الرأسمالية زيادة ملحوظة حيث ارتفعت بنسبة 37% لتصل إلى 179,8 بليون ريال. أما حصة النفقات الرأسمالية من إجمالي النفقات فقد ارتفعت إلى 30,2% في عام 2009 مقارنة بنسبة 25,2% في العام السابق. ويمكن أن يعزى هذا الارتفاع في النفقات الرأسمالية إلى مبادرات اتخذتها الحكومة لدعم الاقتصاد خلال فترة الركود العالمي في العام الماضي.

## توقع إيرادات حكومية أعلى

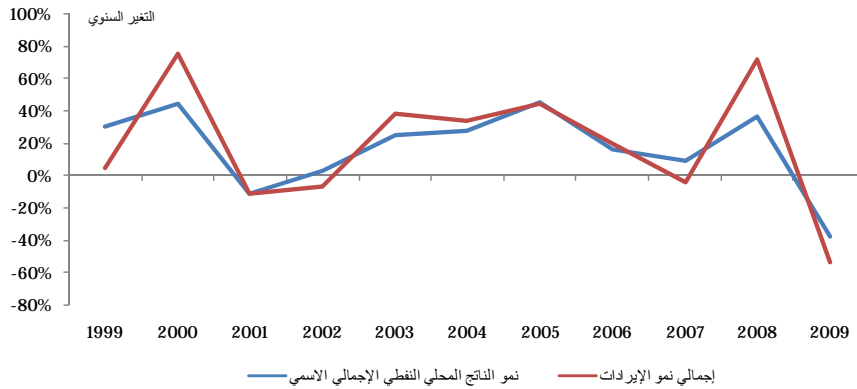
قدرت الحكومة بند الإيرادات بمبلغ مليار 470 بليون ريال والنفقات بمبلغ 540 بليون ريال في ميزانية الدولة لعام 2010. وقد تم رصد مخصصات كل من الإيرادات والنفقات الفعلية بأقل مما كانت عليه بالفعل في عام 2009. ومع عودة قطاع النفط إلى الانتعاش، نتوقع أن تحقق عائدات النفط قفزة من الارتفاع في هذا العام. كما نتوقع أن يرتفع إجمالي الإيرادات ليصل إلى 670 بليون ريال في عام 2010 مقارنة بإجمالي الإيرادات الفعلية التي بلغت 510 بليون ريال في عام 2009. أما إيرادات النفط فمن المرجح أن تتقفز إلى 560 بليون ريال بينما تساهم الإيرادات الأخرى بمبلغ 110 بليون ريال من مجمل إيرادات الدولة. وتستند توقعاتنا بارتفاع عائدات النفط على حقيقة أن من المتوقع حصول مزيد من الارتفاع في إنتاج النفط والأسعار على حد سواء. وهكذا، فإننا نتوقع ارتفاعا بنسبة 30% في إجمالي الإيرادات لهذا العام. والواقع أن العلاقة بين نمو الناتج المحلي الإجمالي الاسمي للنفط ومجموع معدلات نمو الإيرادات يضيف مزيدا من الدعم لرأينا هذا. وكان التحول في نمو إجمالي الإيرادات أكبر من نمو الناتج المحلي الإجمالي الاسمي. فعلى سبيل المثال، ارتفع الناتج المحلي الإجمالي الاسمي للنفط بنسبة 37% في حين أن نمو إجمالي الإيرادات كان بنسبة 71% في عام 2008. من ناحية ثانية، انخفض الأول بنسبة 38% بينما انخفض الثاني بنسبة 54% في عام 2009. ومما يدعم رأينا في إمكانية تحقيق نسبة أعلى من الإيرادات هو حقيقة أن وزارة الطاقة الأمريكية تتوقع أن يرتفع دخل أوبك إلى 731 بليون دولار في عام 2010 مقارنة بما حققته في عام 2009 وهو مبلغ 571 بليون دولار، أي بزيادة قدرها 28%. ووفقا لتقديرات الوزارة المذكورة، فقد حققت المملكة العربية السعودية إيرادات بمبلغ 131 بليون دولار (491 بليون ريال سعودي) في الأشهر الثمانية الأولى من عام 2010 مقارنة بمبلغ 92 بليون دولار (345 بليون ريال سعودي) في الفترة ذاتها من عام 2009، أي بزيادة قدرها 42%. ويستند النمو القوي المرتقب في الإيرادات غير النفطية على توقعاتنا بتحقيق نمو قوي في الناتج المحلي غير النفطي.

لقد أدى تعديل الإنفاق الحكومي برفع تقديراته إلى ارتفاع العجز إلى 86 بليون ريال في 2009

شهد الإنفاق الرأسمالي ارتفاعا ملحوظا بنسبة 37% ليصل إلى 179.8 بليون ريال

يتوقع أن تكون الإيرادات الحكومية أعلى من تقديراتنا السابقة ويعزى ذلك أساسا إلى ارتفاع بنسبة 44% في القطاع النفطي في النصف الأول 2010

الرقم 16 : التقلب في الإيرادات أكبر من التقلب في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي من النفط

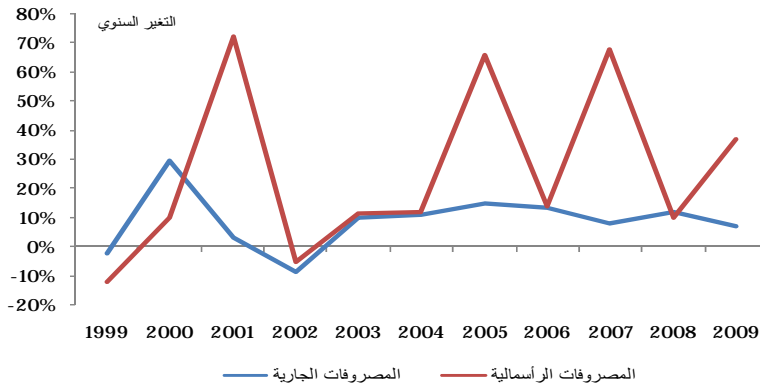


المصدر: ساما، الراجحي المالية

### التقلبات الدورية تشير إلى تباطؤ نمو الإنفاق الحكومي

ومع ذلك ، فإننا نتوقع أن يكون نمو النفقات ضئيلاً نسبياً هذا العام. والسبب في تضائل نمو النفقات يعود إلى التقلبات الدورية الطبيعية لنمو النفقات الرأسمالية. والشكل أدناه يوضح كيف أن السنوات التي تشهد نمواً مرتفعاً في النفقات الرأسمالية غالباً ما تعقبها سنوات من النمو المعتدل. وبناءً عليه، فإننا نتوقع أن تنمو النفقات الرأسمالية بنسبة 11% في 2010 مقابل نمو ضخم بنسبة 37% في 2009 بيد أننا نتوقع أن تنمو المصروفات الجارية، التي قد تضاعفت تقريباً في العقد الأخير، بنسبة 6% مقابل ارتفاعها بنسبة 7% في العام الماضي.

الشكل الرقم 17 : النمو الدوري في النفقات الرأسمالية يشير إلى احتمال حصول انخفاض في النفقات



المصدر: ساما، الراجحي المالية

في ضوء البيانات الجديدة الصادرة عن مؤسسة النقد العربي السعودي، فقد قمنا بمراجعة توقعاتنا للإيرادات والنفقات الحكومية والميزانية الحكومية. واستناداً إلى البيانات الجديدة عن إنتاج النفط ، فقد قمنا بتعديل تقديراتنا ليصبح إجمالي الإيرادات 670 بليون ريال. ومن ناحية ثانية، فإن التعديل الحاد بالزيادة في النفقات قد اضطرنا أيضاً بتعديل تلك التقديرات بالزيادة للعام الحالي. وما زلنا نعتقد أنه سيكون لدى الدولة فائض في ميزانية هذا العام بحدود 30 بليون ريال سعودي وهو أقل بقليل من توقعاتنا السابقة.

الشكل رقم 18 : تفاصيل الإيرادات والنفقات الحكومية

مجموع الإيرادات	مجموع النفقات	رأس المال	الميزانية العمومية
1101	520	131	581
983	389	180	-86
118	440	200	30
75	280	260	-70
434	640	440	200
400	440	200	30
470	670	200	30

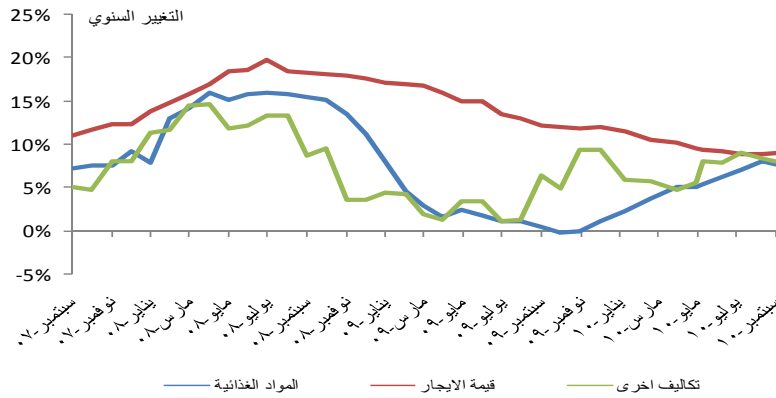
المصدر: ساما، والراجحي المالية

### التضخم : متوافق مع توقعاتنا

وفق توقعاتنا ، انخفض معدل التضخم السنوي في شهر سبتمبر إلى 5,9 ٪ مقارنة بمعدل التضخم السنوي في شهر أغسطس الذي بلغ 6,1 ٪ (بينما كانت توقعاتنا أن يكون التضخم في نهاية العام بنسبة 5,5 ٪). ويعزى هذا الانخفاض إلى تباطؤ في بند المواد الغذائية والمشروبات وغيرها من الخدمات. وقد تراجع ارتفاع أسعار المواد الغذائية إلى 7,5 ٪ (للعام مقارنة بالعام السابق) من أصل 8 ٪ (للعام مقارنة بالعام السابق) في حين تراجع ارتفاع أسعار الخدمات الأخرى إلى 7,9 ٪ (سنويا) من أصل 8,5 ٪ (سنويا). وهناك عنصر رئيسي آخر ، وهو بند " الترميم والإيجار والوقود والمياه " ، الذي تحرك صعودا بعد الانخفاض المستمر على مدى 10 أشهر. وقد ارتفع هذا البند بنسبة 9 ٪ في سبتمبر مقارنة بنسبة 8,9 ٪ في الشهر السابق. ومع ذلك ، فإننا نتوقع أنه من المرجح أن يتواصل هذا الاتجاه الهبوطي في ضوء زيادة العرض في العقارات التجارية وخاصة المكاتب التي كانت وراء انخفاض إيجار مباني المكاتب التجارية. ومع ذلك ، فمن المرجح أن يؤدي النقص في مباني الوحدات السكنية إلى حصول انخفاض معتدل في فئة المباني المعروضة للإيجار بوجه عام. كما نتوقع حصول ارتفاع في معدل الأسعار على المؤشر الفرعي بشكل طفيف يتراوح بحدود 8,5 ٪ - 8 ٪ في نهاية العام الحالي

لقد انخفض التضخم إلى 5,9 ٪ في سبتمبر ، من 6,1 ٪ في أغسطس

الشكل رقم 19 : قيمة الإيجار تتجه نحو الانخفاض بينما تتجه أسعار المواد الغذائية نحو الارتفاع



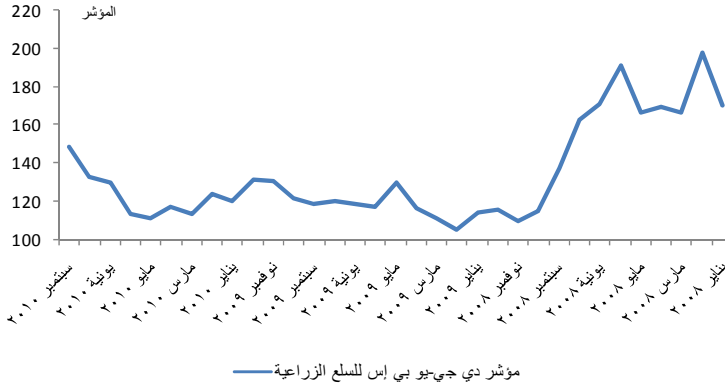
المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، الراجحي المالية

### أسعار المواد الغذائية تواصل الضغط على التضخم

العامل الرئيسي الذي ساهم مؤخرا في تسارع معدلات التضخم هو المؤشر الفرعي للمواد الغذائية والمشروبات. فالارتفاع المفاجئ الأخير في مؤشر الأسعار العالمية للمنتجات الزراعية يؤكد بأن التضخم في أسعار الغذاء سيواصل الضغط على معدلات التضخم الرئيسي. فقد ارتفع مؤشر داو جونز يو بي اس لأسعار السلع الأولية في قطاع الزراعة بنسبة 26 ٪ في العام على أساس سنوي في شهر سبتمبر. وقفز هذا المؤشر بنسبة 31 ٪ خلال الربع الثالث ككل.. ويتكون هذا المؤشر ، من عدد من العقود الآجلة على شراء محاصيل البن والقطن والذرة وفول الصويا وزيت فول الصويا والسكر والقمح. وهو يظهر العائد على مراكز صفقات آجلة مضمونة تماما. وبالرجوع إلى موضوع تضخم أسعار المواد الغذائية ، فإن أثر الانخفاض في القاعدة الأساسية للأسعار في أواخر العام الماضي على المؤشر الفرعي من المرجح أيضا أن يكون له تأثير على معدلات التضخم الرئيسي في وقت لاحق من هذا العام. وهكذا ، فإن كافة العوامل تشير إلى احتمال ارتفاع معدلات التضخم في أسعار المواد الغذائية في الأشهر المقبلة. وفي ضوء ما تقدم ، يلاحظ أن أجهزة الدولة تعتبر في وضع جيد للسيطرة على ارتفاع معدلات التضخم في أسعار المواد الغذائية. فإعانات القمح والسكر التي تقدمها الدولة ستخفف من وطأة ارتفاع أسعار المنتجات الزراعية العالمية للحد من أثرها على الأسعار المحلية. ولذلك ، فمن غير المرجح أن يعتدل ارتفاع الأسعار على المؤشر الفرعي في الأشهر المتبقية من العام.

تمثل أسعار المواد الغذائية حائلا رئيسيا دون تحقيق توقعاتنا للانخفاض في التضخم الرئيسي

الشكل رقم 20 : يشير مؤشر السلع الأساسية الزراعية إلى احتمال ارتفاع أسعار المواد الغذائية في المستقبل



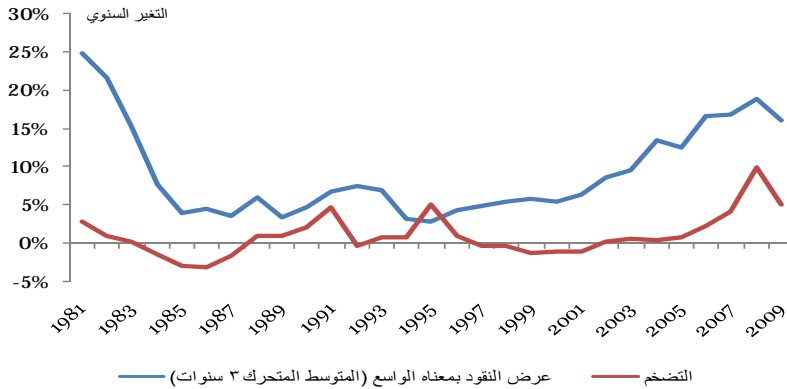
المصدر: بلومبيرج، الراجحي المالية

### هل للمعرض النقدي دور في حركة التضخم؟

بدأ نمو عرض النقود بمعناه الواسع (M3) في التباطؤ في البلاد من أعلى مستوياته الذي بلغ 19,6% في عام 2007 و 17,6% في عام 2008. وقد اعتدل نمو عرض النقود M3 ليستقر عند 10,7% في عام 2009 وقد وصل في المتوسط إلى أقل من 3% في شهر أغسطس من العام الحالي. ورغم أن العلاقة بين النمو في عرض النقود M3 والتضخم ليست بالعلاقة القوية جدا، كما يتضح من معامل الارتباط الذي كان بواقع 52% خلال الفترة 1980-2009، إلا أن هذا الرقم الذي يمثل الارتباط لا يعطي الصورة الحقيقية للوضع باعتبار أن التقلبات في نمو المعرض النقدي بمعناه الواسع كان أعلى من معدل الارتفاع في التضخم. ولذلك، فقد قمنا باحتساب المتوسط المتحرك لمدة 3 سنوات في عرض النقود بمعناه الواسع وتعديل معامل الارتباط وفقا لذلك. وقد تبين نتيجة لذلك تعزيز هذه العلاقة خلال فترة العقد الماضي، حيث ارتفع معامل الارتباط لغاية 83% (خلال الفترة 2000-2009). ومما يؤكد هذه النتيجة أيضا حقيقة أن تباطؤ نمو عرض النقود بمعناه الواسع قد يؤثر على العنصر المحلي من مكونات التضخم مثل الإيجارات التي كانت قد بلغت ذروتها بعد التباطؤ الذي حصل في عام 2008. ومع ذلك، لم يكن لعرض النقود المحلي أي تأثير يذكر على سعر السلع المستوردة التي كانت السبب في تسريع ارتفاع نسب التضخم في البلاد. وعليه، فإن النمو الفاتر في مصادر عرض النقود بمعناه الواسع يشير إلى الاعتدال في نمو معدلات التضخم

يبدو أن عرض النقود له دور في حركة التضخم في المملكة العربية السعودية

الشكل رقم 21 : يبدو أن مصادر التمويل النقدي لها دور في حركة التضخم



المصدر: ساما، الراجحي المالية

### توقعات التضخم

إن هيمنة اثنتين من القوى المتعارضة هي التي ستحدد اتجاه التضخم في الأشهر المقبلة. ونحن نتوقع أن النمو المعتدل في عنصر الإيجار ينبغي أن يزداد اعتدالا كما أن النمو في عنصر المواد الغذائية سيصل إلى مرحلة الاستقرار عند المستوى المرتفع الحالي بسبب الإعانات الحكومية مما سيؤدي إلى الاعتدال الطفيف في معدل التضخم الأساسي. ونحن لا نزال نعتقد بأن المعدل العام للأسعار ينبغي أن ينخفض انخفاضاً طفيفاً ليصل إلى 5,5% في نهاية العام. ومع ذلك، فإننا نتوقع أن تتأثر توقعاتنا بشكل رئيسي من الارتفاع الحاد في أسعار المواد الغذائية ومن التدخل الحكومي بأقل مما هو متوقع في سوق المواد الغذائية.

لقد أبقينا على توقعاتنا لنسبة تضخم تبلغ 5.5% في نهاية العام

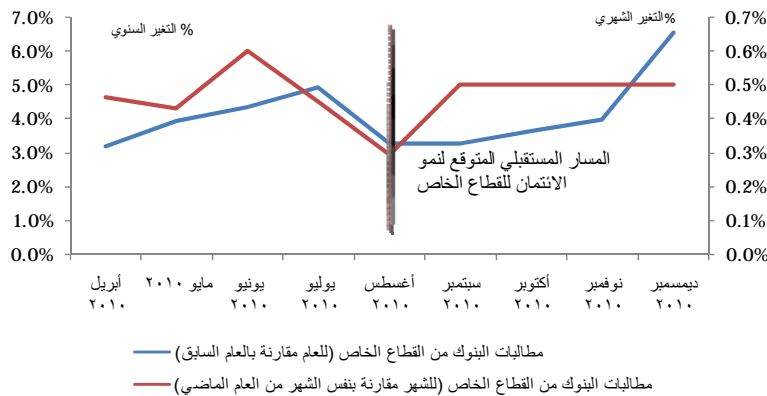


## يتوقع عودة القروض المصرفية المنخفضة للقطاع الخاص للانتعاش

انخفض معدل القروض المصرفية للقطاع الخاص الى 3,3 % في شهر أغسطس مقارنة بنسبة 4,9 % في شهر يوليو. كما انخفضت القروض والسلف والسحب على المكشوف أكثر فأكثر لتصل إلى 1,7 % من 3,5 % في نفس الفترة. ومع ذلك، يبدو أن هذا التباطؤ يعود إلى القفزة التي حصلت في القروض والسلف في شهر أغسطس 2009. فقد قفزت بنسبة 2 % في شهر أغسطس من العام الماضي مقارنة بنسبة 0,3 % فقط في شهر أغسطس الحالي. ومن المرجح أن تعاود نشاطها مرة ثانية في الشهر المقبل بعد زوال أثر المؤشر الأساسي للتضخم.

وعلاوة على ذلك ، فإن متوسط الزيادة الشهرية في القروض المصرفية الممنوحة للقطاع الخاص من البنوك التجارية قد ارتفع بنسبة 0,5 % لغاية شهر أغسطس. ونحن نتوقع أن يستمر هذا الاتجاه في الأشهر المتبقية من العام. وهذا سيتمخض عن زيادة سنوية في نمو القروض بنسبة 6,5 % في عام 2010 بأكمله.

الشكل رقم 22 : المسار المستقبلي لنمو القروض للفترة المتبقية من العام



المصدر: ساما، الراجحي المالية

لقد انخفضت القروض المصرفية للقطاع الخاص في أغسطس بسبب تأثير ارتفاع المؤشر الأساسي ومن المحتمل أن تواصل ارتفاعها لبطئ

## اقتصاد دول مجلس التعاون الخليجي الإمارات العربية المتحدة

### البنوك في وضع جيد يمكنها من تنفيذ بنود اتفاقية بازل – 3

في الأونة الأخيرة ، اقترح بنك التسويات الدولية رفع نسب كفاية رأس المال التي يتعين على البنوك الالتزام بها في جميع أنحاء العالم. ويركز الاقتراح أيضا على جعل رأس المال من نوعية أفضل. وقد اقترح البنك المذكور أن يتم التحول إلى نظام رأس المال الأعلى كفاية على مراحل في غضون ثمانية أعوام. (انظر تقريرنا بعنوان بازل-3 : منهج عملي. إلا أنه قبل هذا الاقتراح ، كان البنك المركزي في دولة الإمارات العربية المتحدة قد شدد بالفعل من إجراءاته المتعلقة بالتمسك بنسب كفاية رأس المال للمصارف العاملة في البلاد. وقبل حصول الأزمة المالية العالمية الأخيرة ، كان يطلب من المصارف العاملة في البلاد المحافظة على كفاية رأس المال لديها بنسبة 10 ٪ من مجموع الموجودات المرجحة بالمخاطر. وفي أعقاب الأزمة المالية العالمية ، قام البنك المركزي في دولة الإمارات بزيادة نسبة كفاية رأس المال الذي يحتفظ به البنوك إلى 11 ٪ على أن يكون رأس المال من المستوى 1 بنسبة 7 ٪ وذلك في شهر سبتمبر من عام 2009. ثم تم زيادة النسبة الإجمالية لكفاية رأس المال إلى 12 ٪ ونسبة رأس المال من الفئة 1 بواقع 8 ٪ وذلك في شهر يونيو من عام 2010. وعلاوة على ذلك ، ومن أجل رفع رأس المال على المستوى الداخلي ، فقد تم توجيه البنوك للقيام بتحويل 10 ٪ من الأرباح كل سنة إلى الاحتياطي النظامي إلى أن يصل رصيد هذا الاحتياطي 50 ٪ من إجمالي رأس المال. كما يجب أن يكون رأس المال من أفضل نوعية من حيث قدرته على استيعاب الخسائر. وبالإضافة إلى ذلك ، فإن النظام المصرفي في البلاد بوجه عام يحتفظ بكفاية رأس المال عند مستوى 20,4 ٪ وفقا لأحدث البيانات الصادرة عن البنك المركزي

تتمتع البنوك في دولة الإمارات بنسب كفاية رأس مال أعلى من تلك المقترحة مؤخرا بموجب مقررات اتفاقية بازل 3

الشكل رقم 23 : التغييرات المقترحة في متطلبات رأس المال

مجموع رأس المال	رأس المال من المستوى 1	الأسهم العادية (بعد التخفيض)	الحد الأدنى
8%	6%	4.50%	الحد الأدنى
		2.50%	الاحتياطي التحوطي
10.50%	8.50%	7%	الحد الأدنى زائد الاحتياطي التحوطي
		0% - 2.5%	إحتياط التقلبات الاقتصادية

المصدر: بنك التسويات الدولية، والراجحي المالية

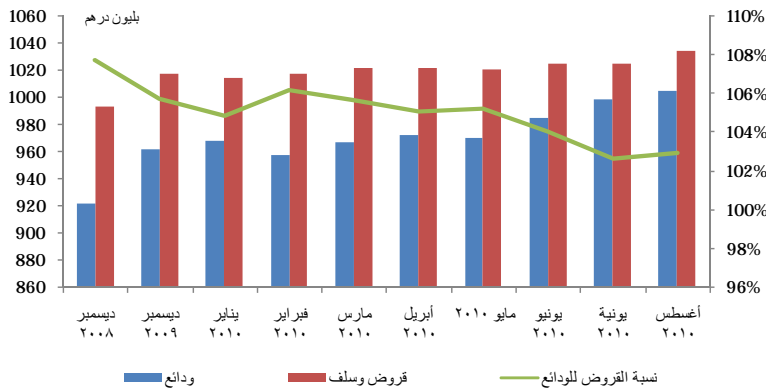
الشكل رقم 24 : مركز رأس المال في المصارف التجارية بدولة الإمارات العربية المتحدة

سابقا	سبتمبر 2009	يونيو 2010
0.06	0.07	0.08
0.1	0.11	0.12

المصدر: البنك المركزي الإماراتي، والراجحي المالية

لا يزال نمو القروض في البلاد بطيئا حيث ارتفع إجمالي القروض والسلف بنسبة 2 ٪ في أغسطس مقارنة بالشهر ذاته من العام الماضي. كما نمت الودائع بنسبة 4,3 ٪ في نفس الفترة ، متجاوزة بذلك نمو القروض. وقد أدى النمو الأسرع في الودائع إلى تخفيض بطيء في نسبة القروض إلى الودائع. ومع ذلك ، لا تزال هذه النسبة أعلى من 100 ٪ مما يؤكد على حقيقة أن البنوك تعتمد على سوق المال بالجملة وعلى سبل أخرى لتلبية احتياجاتها التمويلية.

الشكل رقم 25 : نمو الودائع يفوق نمو القروض



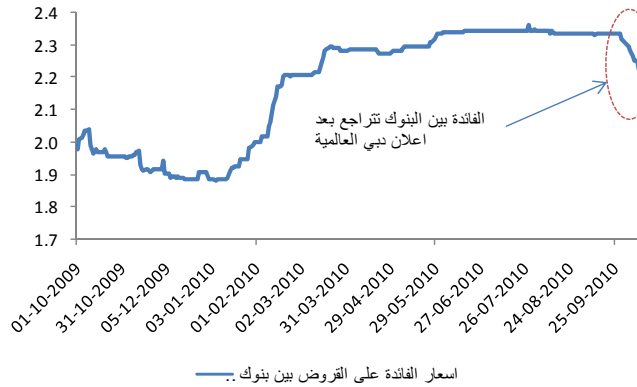
المصدر: البنك المركزي الإماراتي، الراجحي المالية

## انخفاض أسعار الفائدة على القروض بين بنوك الإمارات كما كان متوقعا

لقد توقعنا في تقريرنا الشهري الأخير ، أن يؤدي استكمال إعادة هيكلة ديون دبي العالمية الى خفض سعر الفائدة بين البنوك عن مستواه المرتفع، وقد تحقق بالفعل. فقد أعلنت المجموعة المتعثرة في منتصف شهر سبتمبر أن الدائنين قد وافقوا على بنود خطة إعادة الهيكلة. وهذا سيوضح المخصصات المطلوب توفيرها. وعلاوة على ذلك ، فقد ساعدت هذه التسوية على استعادة الثقة في الدرهم الإماراتي. وقد انخفضت العقود الأجلة في العملات مما يعكس ثقة المستثمرين بأن العملة ستحتفظ بقيمتها مع مرور الوقت. كما انخفضت علاوة العقود الأجلة على العملات الأجنبية من أعلى مستوى لها عند 1,05 ٪ في شهر فبراير إلى 0,11 ٪ في شهر أكتوبر من هذا العام. وقد ساعد على ذلك أيضا ضعف الدولار الأمريكي في أسواق العملات العالمية. كما ساعد الوضع على تحسين مستوى السيولة في القطاع المصرفي بسبب زيادة تدفق الدولار

على اثر إعلان دبي العالمية لخطة إعادة هيكلة الديون ، فقد انخفضت أسعار الفائدة بين بنوك الإمارات كما كان متوقعا

الشكل رقم 26 : معدل الفائدة بين البنوك يوتي ثماره بعد الإعلان الصادر عن مرصد البيانات دبي العالمية



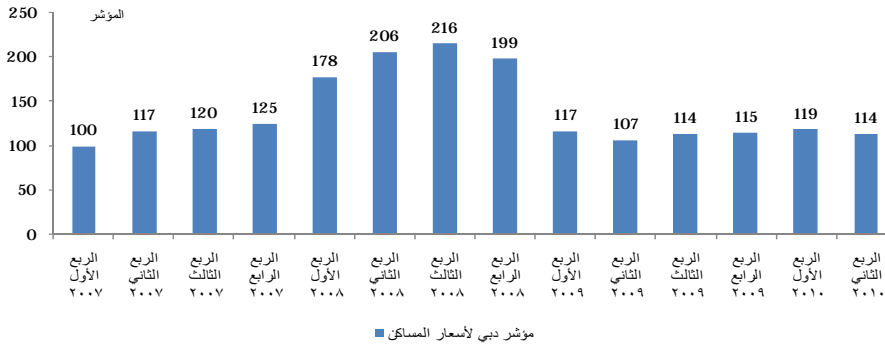
المصدر: البنك المركزي الإماراتي، الراجحي المالية

## المشاكل العالقة في العقارات

في دليل آخر على أن قطاع العقارات في دولة الإمارات العربية المتحدة سيستغرق وقتا أطول من المتوقع ليتعافى تماما ، فقد كشفت هيئة تنظيم العقارات في دبي أن ما يقرب من نصف المشاريع المسجلة إما أنها قد ألغيت ، أو أنه جاري العمل في إلغائها أو أنها توقفت عن العمل. وعدد هذه المشاريع يناهز 495 مشروعاً من أصل 980 مشروعاً من المشاريع المسجلة. وقد أنجز 46 مشروعاً فقط من هذه المشاريع والعمل لا يزال جارياً في تنفيذ المشاريع المتبقية وعددها 307 مشروعاً. وقد انخفض مؤشر كوليرز لأسعار المنازل في دبي بنسبة 4 ٪ في الربع الثاني من عام 2010 مع استمرار إنجاز المشاريع التي تضيف عروضاً جديدة من الوحدات السكنية لسوق متخم بما هو معروض بالفعل من هذه الوحدات السكنية. ومن ناحية ثانية ، فإن الطلب لا يشهد أي ارتفاع بسبب انخفاض الإيجارات وتشدّد شروط الحصول على قروض الرهن العقاري

إن عدد المشاريع العقارية التي ألغيت أو هي قيد الإلغاء يشير إلى أن الانتعاش يحتاج إلى بعض الوقت

الشكل رقم 27 : لا توجد دلائل على انتعاش أسعار المنازل



المصدر: كولير العالمية، الراجحي المالية



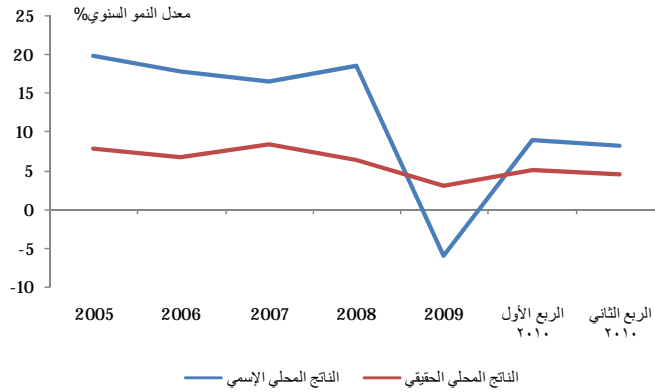
## البحرين

### اقتصاد البحرين ينمو بمعدل قوي ولكن بمعدل أبطأ

على الرغم من الرياح المعاكسة التي يواجهها الاقتصاد العالمي التي بدأت من أزمة الديون في اليونان ، وانتقلت بآثرها الذي تمثل بتعثر انتعاش اقتصاد الولايات المتحدة ، فقد سجل اقتصاد البحرين (من حيث الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي) نمواً بمعدل 4,6 ٪ في العام على أساس سنوي في الربع الثاني من هذا العام. وقد تباطأ هذا النمو بشكل طفيف مما كان عليه وهو 5,2 ٪ في العام على أساس سنوي في الربع الأول. وقد تم تسجيل نمو في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بنسبة 8,2 ٪ في العام على أساس سنوي وبنسبة 1,4 ٪ على أساس ربع سنوي وذلك في الربع الثاني من عام 2010. ويعتبر الانتعاش السريع للخروج من حالة الركود التي عانى منها الاقتصاد في العام الماضي ملفتاً للنظر نظراً لأن النمو الاسمي كان قد انخفض بنسبة 6 ٪ في عام 2009 بسبب التقلص الذي حصل بنسبة 31 ٪ في قطاع النفط. وقد انعكس هذا الانكماش الحاد في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي بآثره على أرصدة الدولة بوجه عام. فالعجز الضخم وارتفاع نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي هو الذي دفع موديز لخفض التصنيف السيادي للبلاد من A2 إلى A3.

رغمًا عن نموه المتباطئ فقد شهد الاقتصاد البحريني نمواً ضخماً في الربع الثاني

الشكل رقم 28 : نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي أقل تقلباً من نمو الناتج المحلي الإجمالي الاسمي



المصدر: مصلحة الإحصاء البحرينية، الراجحي المالية



## الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

### إخلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإفصاح عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات أو معلومات قبل نشر تلك المعلومات للمعموم من جانب شركة الراجحي المالية. وقد تم الحصول على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من مصادر عامة مختلفة يعتقد أنها معلومات موثوقة لكننا لا نضمن دقتها، وشركة الراجحي المالية لا تقدم أية إقرارات أو ضمانات (صريحة أو ضمنية) بشأن البيانات والمعلومات المقدمة كما أنها لا تقر بأن المعلومات التي تتضمنها هذه الوثيقة هي معلومات كاملة أو خالية من أي خطأ أو غير مضللة أو أنها تصلح لأي غرض محدد. فوثيقة البحث هذه إنما تقدم معلومات عامة فقط. كما أنه لا المعلومات ولا أي رأي وارد في هذه الوثيقة يشكل عرضا أو دعوة لتقديم عرض لشراء أو بيع أي أوراق مالية أو غيرها من المنتجات الاستثمارية ذات الصلة بتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات. وليس الغرض من هذه الوثيقة تقديم مشورة شخصية في مجال الاستثمار كما أنها لا تأخذ في الاعتبار الأهداف الاستثمارية أو الوضع المالي أو الاحتياجات المحددة لأي شخص معين قد يستلم هذه الوثيقة.

ينبغي للمستثمرين السعي للحصول على المشورة المالية أو القانونية أو الضريبية بشأن مدى ملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية، أو استثمار آخر أو أية استراتيجيات استثمار جرت مناقشتها أو التوصية بها في هذه الوثيقة، وينبغي للمستثمرين تفهم أن البيانات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الواردة في هذه الوثيقة قد لا تتحقق. كذلك ينبغي للمستثمرين ملاحظة أن الدخل من أوراق مالية من هذا النوع أو غيرها من الاستثمارات، إن وجد، قد يتعرض للتقلبات ويأثر سعر أو قيمة تلك الأوراق المالية والاستثمارات يكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل المئتي من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها (بما في ذلك محلي البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو الاستثمارات ذات العلاقة، بما في ذلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الأجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، أو غيرها من الأدوات المالية. كما يجوز لشركة الراجحي المالية أو الشركات التابعة لها أن تقوم من وقت لآخر بإداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكون مسؤولة عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو أي خسائر أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. وشركة الراجحي المالية لا تتحمل أي مسؤولية عن تحديث المعلومات الواردة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. ولا يجوز تغيير أو استنساخ أو إرسال أو توزيع هذه الوثيقة من وثائق البحث كليا أو جزئيا بأي شكل أو وسيلة، كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقيما في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

### الإفصاح عن معلومات إضافية:

#### 1. شرح نظام التصنيف في شركة الراجحي المالية

تستخدم شركة الراجحي المالية نظام تصنيف مكون من ثلاث طبقات على أساس الاتجاه الصعودي المطلق أو الانخفاض المحتمل لجميع الأسهم في إطار تغطيتها باستثناء أسهم الشركات المالية وعدد قليل من الشركات الأخرى غير الملزمة بأحكام الشريعة الإسلامية:

"زيادة المراكز" Overweight: سعرنا المستهدف يزيد على 15% فوق السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم للمستوى المستهدف خلال أفق زمني بحدود 6-9 شهور.

"المحافظة على المراكز" Neutral: نتوقع أن يستقر سعر السهم عند مستوى يتراوح بين 5% دون سعر السهم الحالي و 15% فوق سعر السهم الحالي خلال فترة 6-9 شهور.

"تخفيض المراكز" Underweight: يكون سعرنا المستهدف أكثر من 5% دون مستوى السعر الحالي للسهم، ونتوقع أن يصل سعر السهم إلى المستوى المستهدف خلال فترة 6-9 شهور.

#### 2. تعريفات:

"الأفق الزمني" Time horizon: بوصي محلطونا باعتماد أفق زمني يتراوح بحدود 6-9 شهورا، ويعبارة أخرى، فمهم يتوقعون أن يصل سعر السهم معين إلى المستوى المستهدف خلال تلك الفترة.

"القيمة العادلة" Fair value: نحن نقدر القيمة العادلة لكل سهم من الأسهم التي نقوم بتغطيتها. وهذا يتم في العادة بتبقيع أساليب مقبولة على نطاق واسع ومناسبة للسهم أو القطاع المعني، مثال ذلك، الأسلوب الذي يستند إلى تحليل التدفقات النقدية المخصومة DCF أو تحليل مجموع الأجزاء SoTP.

"السعر المستهدف" Target price: قد يكون هذا السعر مطابقا للقيمة العادلة المقدرة للسهم المعني، ولكن قد لا يكون بالضرورة مماثلا لهذا السعر. وقد تكون هناك أسباب تبرر بشكل جيد عدم احتمال أن يصل سعر سهم من الأسهم إلى القيمة العادلة المحددة ضمن أفق الزمن. وفي مثل هذه الحالة، نقوم بتحديد سعر مستهدف يختلف عن القيمة العادلة المقدرة لذلك السهم، ونشر الأسباب التي دفعتنا للقيام بذلك.

يرجى ملاحظة أن تحقيق أي سعر مستهدف يخضع لأوضاع السوق بوجه عام والاتجاهات الاقتصادية وغيرها من العوامل الخارجية، أو إذا كانت الأرباح أو الأداء التشغيلي للشركة المعنية يتجاوز أو دون مستوى توقعاتنا.

### للاتصال

د. صالح السحيباني

مدير ادارة البحوث

هاتف: +966 1 2119434

alsuhaibanis@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية

إدارة البحوث

طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي

ص ب 5561 الرياض 11432

المملكة العربية السعودية

بريد إلكتروني:

research@alrajhi-capital.com

www.alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية، شركة تابعة لمصرف الراجحي تعمل بموجب ترخيص هيئة السوق المالية السعودية رقم 07068/37