



إدارة البحوث

فريق بحوث الراجحي المالية

Tel 966 1 211 9319, research@alrajhi-capital.com

الاقتصاد العالمي تباطؤ وتيرة النمو

لقد انخفضت التوقعات الاقتصادية المستقبلية بشكل واضح خلال الأشهر الماضية إذ أثبتت "البيانات الاقتصادية الضعيفة" على أنها أسوأ مما كان متوقعا، كما كانت ردة فعل الأسواق المالية سلبية لأبعد الحدود إزاء النمو الاقتصادي المنخفض في الولايات المتحدة الأمريكية وتجدد المخاطر في سوق الديون السيادية في أوروبا. لقد جاءت البيانات الواردة من الدول المتقدمة، وبخاصة من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، دون التوقعات. ورغم ذلك، فإننا لا نتوقع حدوث ركود في أمريكا أو في أوروبا، غير أن المشهد يعكس لنا نموا بطيئا نسبيا. لقد تم تعديل متوسط تقديرات المحللين للنمو الاقتصادي العالمي بخفضه إلى 3.8% لعام 2011 مقارنة بنسبة 4.2% في وقت سابق. وقد قام صندوق النقد الدولي أيضا بتعديل تقديراته للنمو العالمي بخفضها إلى 4% لعام 2011. ورغم ذلك، فإن البيانات الاقتصادية الضعيفة، فقد وصل إنتاج النفط الخام إلى رقم قياسي جديد من الارتفاع في شهر أغسطس، هو الأعلى على مدى الثلاثة عقود المنصرمة في المملكة العربية السعودية. ويبدو أن القطاع غير النفطي يسير أيضا في الاتجاه الصحيح بفضل الإنفاق الحكومي وإنفاق القطاع الخاص. هذا، وقد سجل معدل التضخم انخفاضا في شهر أغسطس.

الاقتصاد العالمي: لقد أضعفت البيانات الاقتصادية الصادرة من الاقتصاديات المتقدمة الرئيسية -الولايات المتحدة وأوروبا- شكوكا على التوقعات الاقتصادية العالمية خلال الشهور الماضية. وقد ظل موضوع الدين السيادي في منطقة دول أوروبا الرئيسية يمثل حجرة عثرة يهز معنويات المستثمرين من وقت لآخر. وينطوي موضوع الدين السيادي على احتمالات زعزعة استقرار الاقتصاد العالمي. بيد أننا نتوقع أن يتم احتواء هذه الأزمة من قبل القيادة السياسية والبنك المركزي. من جانب آخر، فقد انخفض معدل النمو في الاقتصاديات الناشئة ولكنه لا يزال قويا. ويبدو أن مستويات التضخم والسياسة النقدية الانكماشية قد بلغت ذروتها في هذه الاقتصاديات.

اقتصاد المملكة العربية السعودية: وفقا لتقديرات منظمة أوبك، فقد بلغ إنتاج النفط الخام مستوى قياسيا في المملكة العربية السعودية في شهر أغسطس، لم يشهده منذ ثلاثة عقود. وتشير بعض الدلائل إلى أن القطاع غير النفطي لا يزال يسير في الطريق الصحيح لتحقيق نمو قوي بفضل الإنفاق الحكومي وإنفاق القطاع الخاص. وكان التضخم قد انخفض في شهر أغسطس بينما ظل معدل نمو عرض النقود بدون تغيير. وقد ازداد نمو الائتمان للقطاع الخاص أكثر ليصل إلى أعلى مستوى له منذ 2008. أما الأصول الاحتياطية لمؤسسة النقد العربي السعودي فقد بلغت 1879 مليار ريال (498.4 مليار دولار) مدعومة بالوضع الجيد لميزان المدفوعات.

جدول 1. مؤشرات اقتصادية رئيسية للمملكة العربية السعودية

2011F	2010	2009	2008	
6.1%	3.8%	0.6%	4.2%	التج المحلي الإجمالي الحقيقي
6.6%	2.1%	-6.7%	4.2%	القطاع النفطي
5.5%	3.7%	3.5%	4.6%	القطاع الخاص غير النفطي
7.0%	5.9%	4.4%	3.7%	القطاع الحكومي غير النفطي
4.0%	3.1%	1.8%	2.7%	رسوم الاستيراد
14.4%	16.6%	-21.8%	23.8%	إجمالي الناتج المحلي الاسمي
4.8%	5.3%	5.1%	9.9%	التضخم (معدل شهري)
178	109	-86	581	الرصيد المالي (عجز/ فائض)
992	735	510	1101	الإيرادات (بليون ريال)
814	627	596	520	الإنفاقات (بليون ريال)

المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، مؤسسة النقد، والراجحي المالية



نظرة على الاقتصاد العالمي

البيانات الضعيفة تثبت أنها كانت أسوأ من ما كان متوقعا ولكن الركود مستبعد

لقد انخفضت التوقعات الاقتصادية المستقبلية بشكل واضح خلال الأسابيع الماضية إذ برهنت "البيانات الاقتصادية الضعيفة" على أنها أسوأ مما كان متوقعا، كما كانت ردة فعل الأسواق المالية سلبية لأبعد الحدود إزاء الصعوبات التي تعاني منها الحكومة الأمريكية والحكومات الأوروبية في سعيها لتحقيق الاستقرار في أوضاعها المالية. لقد كانت البيانات الواردة من الدول المتقدمة، وبخاصة من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، دون التوقعات بسبب تدهور أمزجة المستهلكين وقطاعات الأعمال. لقد تأثرت نفسيات المتعاملين في الأسواق من جراء مواضيع الديون السيادية في كلا المنطقتين مما انعكس في عملية التصحيح الأخيرة في أسواق الأسهم. إننا لا نتوقع حدوث ركود في أمريكا أو في أوروبا، غير أن صورة النمو التي أمامنا تظهر نموا بطيئا نسبيا. إن معدلات النمو في اقتصاديات الأسواق الناشئة تظهر انخفاضا أيضا ويعزى ذلك أساسا للسياسة النقدية الانكماشية التي تبنتها دول هذه الاقتصاديات كرد فعل للتضخم المرتفع والمستمر. لقد تم تعديل متوسط تقديرات المحللين للنمو الاقتصادي العالمي بخفضه إلى 3.8% لعام 2011 مقارنة بنسبة 4.2% في وقت سابق. وقد قام صندوق النقد الدولي أيضا بتعديل تقديراته للنمو العالمي بخفضها إلى 4% للعام، من 4.3% مع انحياز للانخفاض، وذلك في تقريره لشهر سبتمبر الخاص بالآفاق الاقتصادية العالمية. وقد أورد الصندوق موضوعين، كل واحد منهما كقيل يزعمه استقرار التوقعات الاقتصادية العالمية المستقبلية. الموضوع الأول هو قضية الدين السيادي الأوروبي والموضوع الثاني هو النشاط الاقتصادي الضعيف في الولايات المتحدة الأمريكية التي ربما تعاني مزيدا من المشاكل بسبب سوق المساكن الضعيف والزيادات المضطربة في معدل ادخار الأسر، أو الظروف المالية المتدهورة.

الولايات المتحدة الأمريكية

لقد كانت البيانات الاقتصادية التي نم الإفصاح عنها في أكبر اقتصاد في العالم ضعيفة خلال الأشهر القليلة الماضية. فالإقتصاد لم يضيف أي وظائف جديدة رغم أن خفض بيانات التوظيف للأشهر السابقة. وقد استمر معدل البطالة في تسجيل رقم أعلى من 9% مع عدم بروز تحسن في الأفق. وقد كانت قراءة مؤشر أي اس ام للصناعة أعلى من 50 نقطة بقليل مما يعكس حدوث نمو ولكن بمعدل منخفض. وقد كانت قراءة نفس المؤشر قريبة من 60 نقطة في الأشهر الأولى من العام الجاري. وقد ظل الإنتاج الصناعي يسجل اتجاهها هابطا منذ شهر أبريل. وقد انخفضت معنويات المستهلكين كما تعكس ذلك العديد من المسوحات مثل مسح جامعة ميشيغان لثقة المستهلكين وبعض المسوحات الأخرى. وقد كان نمو مبيعات التجزئة أفقيا مما يعكس اتجاهها للهبوط في ثقة المستهلكين. ولم يساعد سوق الوظائف الراكدة في تحسين الصورة. كذلك، فقد استمر سوق المساكن، الذي كان في واجهة الأزمة الاقتصادية الأخيرة، يمثل معوقا وحجر عثرة في طريق الاقتصاد، وإن كان بدرجة أقل كثيرا.

لقد كان نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في النصف الأول من العام فاترا جدا إذ بلغ نمو الربع الأول 0.4% (معدل من 1.9%) بينما بلغ نمو الربع الثاني 1.0% (معدل من 1.3%). لقد تم تعديل متوسط تقديرات المحللين للنمو للعام بكامله بخفضه من 2.7% في مستهل هذا العام، إلى 1.7% في شهر أغسطس. ورغم أن البيانات الاقتصادية تظهر نشاطا ضعيفا في الاقتصاد، فإن هناك بعض العوامل التي سنذكرها في ما يلي، تدعم المقومات الأساسية للاقتصاد. وقد دعنا هذه العوامل لأن نخلص إلى أن معدل النمو قد تباطأ ولكن هناك دعم للاقتصاد. وبناء عليه، فإنه من غير المحتمل أن يصيب الركود أكبر اقتصاد في العالم.

- أول وأهم هذه العوامل هو الحالة الأفضل لسوق الائتمان والذي كان قد تجرد في بداية الركود الأخير. إن ذلك يعني وجود قناة من تدفقات الائتمان إلى شرايين الاقتصاد و عملها بشكل جيد. وقبل الأزمة الاقتصادية الأخيرة، كانت تدفقات القروض إلى مؤسسات الأعمال والمستهلكين قد نضبت تماما. ولم تكن الأسواق بين البنوك تعمل كما تعكس ذلك مستويات أسعار الفائدة بين بنوك لندن التي كانت مرتفعة بشكل غير عادي في ذلك الوقت. على سبيل المثال، فقد قفز هامش الفائدة بالدولار لأجل 3 شهور في ما بين بنوك لندن وسندات الخزينة لأجل 3 شهور فوق نسبة 5% والتي عادة ما تتراوح بين 20-30 نقطة أساس (100 نقطة أساس=1%). وفي الوقت الراهن نجد أن هامش الفائدة في نطاقه العادي. لقد تحول نمو الائتمان إلى إيجابي منذ أواخر العام الماضي وقد استمر إيجابيا خلال شهر يوليو (5.9% للفترة مقارنة بنفس الفترة من العام السابق). إن من شأن تدفق الائتمان مقرونا بالسياسات النقدية المرنة بشكل غير مسبوق، خلق فرصة في حالة تحسن أمزجة ونفسيات مؤسسات الأعمال والمستهلكين.
- ثانيا، خلال السنتين الأخيرتين من الانتعاش (منتصف 2009 - منتصف 2011)، تحسنت نسبة المديونية للأسر والشركات على حد سواء بشكل ملحوظ. وكانت ديون الأسر كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي قد بلغت 99.5% في الربع الأول 2009 ولكنها انخفضت إلى 89%، كأدى مستوى لها منذ الربع الثاني 2005.
- رغم أن سوق الوظائف قد ظل مخيبا للتوقعات منذ مايو من هذا العام فقد كانت المعوقات من القطاع الحكومي تمثل أحد أهم الأسباب الرئيسية لذلك. لقد خفض هذا القطاع (وخاصة الحكومات المحلية) حوالي 500 ألف وظيفة في العام والنصف الماضي. ومن المحتمل أن يتغير هذا الوضع في المستقبل. علاوة على ذلك، فلا يزال القطاع الخاص مستمرا في خلق الوظائف وإن يكن بوتيرة أبطأ كثيرا على مدى الأربعة أشهر المنصرمة.
- إن خطة التوظيف التي أعلنها مؤخرا الرئيس أوباما و يبلغ حجم الميزانية المقدرة لها 447 مليار دولار، تشمل إنشاء بنية تحتية مادية وخفضا في الضرائب. ومن شأن هذه الخطة، إذا ما وافق عليها الكونجرس، تعزيز الإنفاق على البنية التحتية والقضاء على حالات صرف المدرسين عن الخدمة وكذلك خفض نصف الضرائب المتحصلة من كشوفات الرواتب التي يدفعها العمال وصغار أصحاب العمل.



منطقة اليورو

لقد تأثر النمو الاقتصادي في منطقة اليورو بتجدد المخاوف حول الدين السيادي في الدول الرئيسية (اليونان، إيرلندا، اسبانيا، وأضيفت إليها الآن إيطاليا). فبعد ربع أول قوي، عاد موضوع الدين السيادي إلى السطح مرة أخرى في شهر مايو مما أثر سلباً على ثقة المستهلكين وقطاعات الأعمال في المنطقة. وقد تحولت نتائج مسح ZEW الألماني لقياس المعنويات الاقتصادية إلى سالب كما انخفضت التقديرات الأولية لمؤشر PMI للنشاط الصناعي إلى 50.4 نقطة في شهر يوليو، من 52 نقطة في الشهر السابق. وبالمثل، فقد انخفضت التقديرات الأولية لمؤشر PMI لنشاط الخدمات من 53.7 إلى 51.4 نقطة خلال الفترة ذاتها. وقد نما الإنتاج الصناعي بمعدل أبطأ كثيراً مما كان متوقفاً في نفس الشهر. ورغم أن مؤشرات النمو في ألمانيا، أكبر اقتصاد في المنطقة، لا تزال قوية، فقد انخفض عدد قليل من هذه المؤشرات. وسجل مؤشر IFO الألماني لمناخ الأعمال ومؤشرات التقييم الحالي ارتفاعاً بينما سجل مؤشر توقعات النشاطات بعض الانخفاض.

لقد بلغ نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الربع الأول 0.8% (مقارنة بالربع السابق) كما بلغ 2.5% (مقارنة بنفس الربع من العام السابق) بينما انخفض إلى 0.2% (للمربع مقارنة بالربع السابق) في الربع الثاني. وبناء عليه، فقد انخفض النمو بشكل واضح في المنطقة أيضاً. لقد تم خفض التوقعات للسنة بكاملها أيضاً كما هو الحال بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية. وكان معدل نمو الربع الثاني سيئاً بصفة خاصة نظراً لبروز موضوع الدين السيادي إلى السطح مرة أخرى مما أثر تأثيراً كبيراً على المعنويات الاقتصادية واقتزان ذلك بارتفاع أسعار السلع. إن هناك عدة عوامل تؤثر سلباً على التوقعات المستقبلية للنمو في أوروبا تتمثل في تزايد المعوقات المالية والمستوى الكبير من حالة الشكوك وعدم التيقن في السياسات والقدرة الكبير من المخاطر المنظمة في القطاع المالي. وبنوه هنا إلى أن معظم الحكومات في المنطقة قد نفذت إجراءات للتخفيف الفعلي من أجل احتواء الدين العام الذي يتوقع أن يؤدي إلى خفض النمو الاقتصادي. كما أن حالة الشكوك وعدم التيقن حول السياسات تمثل قضية أخرى ربما تؤدي إلى إعاقة النمو. إن القيادات السياسية عادة ما تحتاج لوقت للوصول إلى إجماع حول المشاكل التي كانت واضحة وجليّة خلال بحث موضوع الدين السيادي اليوناني. علاوة على ذلك، فإن قضية الدين السيادي في الدول الرئيسية تخلق مخاطر من المخاطر المنظمة في القطاع المالي نظراً لأن كميات ضخمة من السندات الحكومية تمتلكها البنوك. وبناء عليه، فإننا نأمل أقل تفاؤلاً حول منطقة اليورو مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية من حيث التوقعات المستقبلية للنمو. ومع ذلك، فإننا نكرر مرة أخرى أننا لا نتوقع حدوث ركود في المنطقة.

الاقتصاديات المتقدمة الأخرى

لقد كانت توقعات النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة الأخرى ضبابية أيضاً. فقد انخفض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في بريطانيا من 0.5% في الربع الأول إلى 0.2% في الربع الثاني من هذا العام. ولا تزال اليابان منشغلة بعملية إعادة البناء بعد أزمة الزلزال الذي ضرب البلاد في مارس. علاوة على ذلك، شهدت البلاد تغييراً متعاقباً في الحكومات مؤخراً، فربنيس الوزراء الحالي هو الخامس خلال ست سنوات. بيد أن التوقعات المستقبلية للنمو في بعض الدول المتقدمة الأخرى تبدو أفضل بعض الشيء مقارنة بمنطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية. وبالنسبة لكندا وأستراليا والدول الإسكندنافية وسويسرا، فإنه يبدو أن توقعات النمو الاقتصادي لها أفضل نظراً لأنها لا تعاني من مشاكل محلية هامة مثل مشاكل الديون السيادية في دول منطقة اليورو الرئيسية. وفي الحقيقة، فقد كان الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للربع الثاني في أستراليا أفضل مما كان متوقفاً إذ بلغ 1.4%. وبناء على ما تقدم، فإننا نجد من ناحية أن هذه الدول تدعم النمو في المناطق الأخرى، ولكن من جانب آخر، فإن هذه الدول تتأثر من خلال التجارة الخارجية والمعنويات.

الاقتصاديات الناشئة

لا تزال البيانات الاقتصادية في اقتصاديات الأسواق الناشئة قوية. وقد ظل الهاجس الرئيسي في جميع هذه الاقتصاديات هو معدل التضخم المرتفع والمستمر مما نتج عنه سياسة مالية انكماشية. إن التأثير المترتب على السياسة المالية الانكماشية من المحتمل أن يكون مزيداً من الانخفاض في معدل النمو الاقتصادي خلال أرباع العام القليلة التالية. ومن المتوقع أن يكون للتوقعات الاقتصادية الضعيفة تأثيراً يتمثل في إضعاف النمو الاقتصادي في هذه الاقتصاديات أيضاً. بيد أن توقعات النمو الاقتصادي الضعيف في الدول المتقدمة سوف تساعد هذه الدول في احتواء التضخم الكبير من خلال أسعار السلع المستقرة أو المنخفضة.

لقد كان النمو الاقتصادي في البرازيل وروسيا والهند والصين قوياً منذ النصف الثاني من عام 2009 عندما قادت هذه الدول الاقتصاد العالمي للخروج من الركود الاقتصادي. وقد نتج عن النمو الاقتصادي القوي الذي دعمته السياسة النقدية المرنة والسياسة المالية التوسعية ضغوط تضخمية في هذه الاقتصاديات. وقد اضطر ذلك بدوره السلطات المعنية لإيقاف الحزم المالية التحفيزية والتشدد في السياسات النقدية. إن أسعار الفائدة الرئيسية في هذه الدول إما أنها قريبة من مستويات ذروتها السابقة أو أعلى منها. وقد بدأت أسعار الفائدة المرتفعة في إظهار تأثيرها كما انعكس ذلك في انخفاض نمو الناتج المحلي الإجمالي. وقد بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الصين في النصف الأول من العام الحالي 9.6% مقارنة بنسبة 9.7% في نفس الفترة من العام السابق. وقد ارتفع معدل نمو الإنتاج الصناعي ليصل إلى 15.1% للسنة مقارنة بالسنة السابقة في شهر يونيو مقارنة بنسبة 13.3% في الشهر السابق على أساس سنوي أيضاً. وفي سياق متصل، فقد حافظ الاستثمار في الأصول الثابتة على نموه عند نسبة 25% تقريباً على أساس الفترة مقارنة بنفس الفترة من العام السابق. غير أن أحدث بيانات لمؤشر بي أم آي للنشاط الصناعي تشير إلى أن النمو قد انخفض في قطاع التصنيع. وفي الهند، ورغم أن معدل النمو الاقتصادي المتوقع للسنة المالية 2011-2012 قد تم خفضه بواسطة الحكومة من 9% إلى 8.2%، فإنه لا يزال قوياً جداً. فقد نمت الصادرات والواردات على حد سواء بما يربو على 50% على أساس سنوي في الأشهر الأخيرة. وقد بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الفترة الممتدة بين أبريل ويونيو 2011 حوالي 7.7% وكان ذلك أدنى معدل له في سنتين. ورغم أن ذلك، فإن انخفاض أسعار السلع الاستهلاكية كان سيكون له تأثير سلبي أعلى بصورة مقارنة على روسيا والبرازيل. وبناء على ذلك، فقد ظلت أسعار السلع متماسكة مع تصحيح طفيف لهذه الأسعار. وإجمالاً، فقد كانت هناك بعض الإشارات لانخفاض طفيف في معدلات النمو في المجموعة ولكنها بقيت قوية بدرجة كبيرة. إن معدلات النمو الاقتصادي في الاقتصاديات الناشئة الأخرى مثل اندونيسيا وتركيا وجنوب أفريقيا وفيتنام واقتصاديات النور الآسيوية الأخرى، وبالتحديد كوريا الجنوبية وتايوان، تعتبر قوية أيضاً.



التضخم والسياسة النقدية

في ظل البيانات الاقتصادية الضعيفة، فقد تحول التركيز على النمو بدلا من التضخم في الدول المتقدمة. ففي النصف الأول من العام، كان التضخم قد ارتفع بصورة حادة بسبب الارتفاع في أسعار السلع غير أنه غير مساره بعد ذلك. أن معدل التضخم في الاقتصاديات الرئيسية إما أنه يشهد انخفاضا حاليا أو استقرارا. ووفقا لأحدث بيانات، فقد بلغ معدل التضخم 3.5% في الولايات المتحدة الأمريكية و2.5% في منطقة اليورو بينما بلغ 4.5% في بريطانيا. وقد ظل التضخم في اليابان سلبيا. ونظرا لأن المخاوف المرتبطة بالنمو أصبحت تحظى بأهمية أكثر من المخاوف المرتبطة بالتضخم، فإنه من المتوقع أن تظل السياسة النقدية غير متشددة. لقد أعلن بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي في الاجتماع الأخير للجنة السوق المفتوحة عن الإبقاء على معدل الفائدة الرئيسي في نفس مستواه الحالي المنخفض وذلك على مدى السنتين القادمتين. وفي حقيقة الأمر، فإن الكثيرين يتوقعون المزيد من الخفض الكمي في أسعار الفائدة (QE3)، إلا أننا لا نتوقع نفس الشيء والسبب وراء ذلك هو أن أثر QE2 يمكن أن يستنتج منه أنه متباين على الاقتصاد. ولا يمكن القول بشكل نهائي ومفتوح أن هذا الخفض قد ساعد في تعزيز النشاط الاقتصادي. من جانب آخر، فقد نتج عن هذا الخفض تراجع قيمة الدولار الأمريكي وارتفاع أسعار السلع. ومع ذلك، فقد ساعد خفض أسعار الفائدة في تحسين المعنويات في الأسواق المالية وبخاصة أسواق الأسهم. وفي منطقة اليورو، بدأت السياسة المالية الانكماشية برفع أسعار الفائدة مرتين. ومع ذلك، فإننا لا نتوقع مزيدا من رفع أسعار الفائدة خلال ما تبقى من العام. وفي حالة تدهور الوضع الاقتصادي، فإن رفع أسعار الفائدة بمقدار 50 نقطة أساس يمكن عكسه. وفي سياق متصل، يتوقع أن يبقى البنكان المركزيان في كل من بريطانيا واليابان على نفس سعر الفائدة السائد حاليا، في المديين القريب إلى المتوسط.

إن موضوع التضخم في الاقتصاديات الناشئة يختلف عنه في الاقتصاديات المتقدمة. ونظرا للانتعاش الحاد بعد فترة الركود، فقد قفز التضخم أيضا بشكل حاد لأعلى مستوياته على مدى سنوات. وتجاوز معدل التضخم 6.5% في الصين والبرازيل واقترب من خانتين في كل من الهند وروسيا. وقد أدى ارتفاع أسعار السلع إلى تفاقم الأوضاع. بيد أن البيانات الاقتصادية العالمية الأخيرة لها تأثير إيجابي على توقعات التضخم في هذه الدول. وفي الحقيقة، فإن بيانات التضخم الأخيرة تظهر انخفاضا في معدلات التضخم في جميع هذه الدول. ويشير ذلك بدوره إلى أن السياسة النقدية الانكماشية قد أكملت دورتها أو أنها قريبة جدا من ذلك. ويعني ذلك، أننا لا نتوقع مزيدا من رفع أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في هذه الدول ما عدا في الهند إذ يتوقع رفع أسعار الفائدة بمقدار 25 نقطة أساس أخرى. وفي الحقيقة، فقد قام البنك المركزي في البرازيل بخفض سعر الفائدة من 12.5% إلى 12% في 31 أغسطس. وقد أبطت الاقتصاديات الناشئة الأخرى على أسعار الفائدة كما هي منذ الربع الأول من العام الحالي.

اقتصاد المملكة العربية السعودية إنتاج النفط الخام يصل إلى أعلى مستوى له في ثلاثة عقود

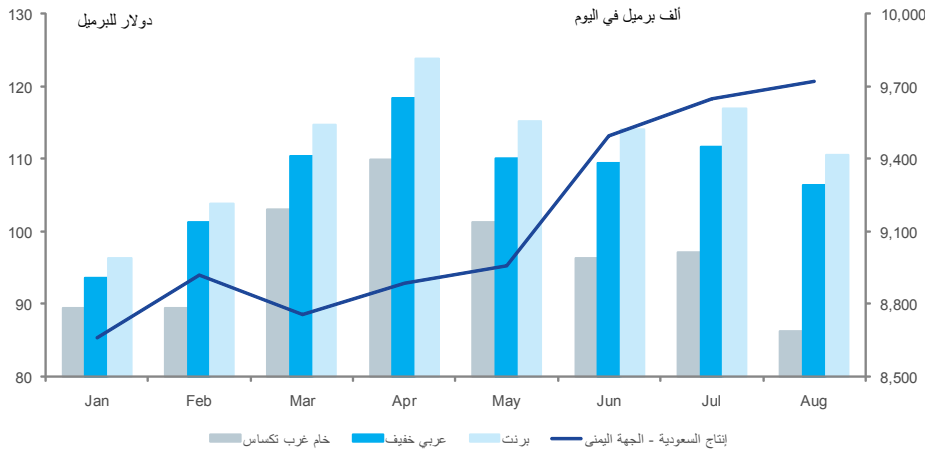
على الرغم من البيانات الاقتصادية الضعيفة الأخيرة من الاقتصاد العالمي، فإن النمو الاقتصادي لا يزال في مساره الصحيح في المملكة العربية السعودية. ووفقاً لتقديرات أولية من منظمة الأوبك، فقد وصل إنتاج النفط الخام في المملكة إلى أعلى مستوى له في 30 عاماً وذلك في شهر أغسطس. كذلك، فقد حافظ متوسط سعر النفط الخام على معدله رغماً عن اضطراب أسواق المال العالمية خلال الأسابيع الماضية. ويعتبر هذا انحرافاً عن الاتجاه الذي لوحظ في السنوات الأخيرة. علاوة على ذلك، تشير بعض الدلائل غير الرسمية إلى أن النمو في القطاع غير النفطي لا يزال قوياً. وقد ظل نمو الائتمان للقطاع الخاص يسجل ارتفاعاً مستمراً منذ بداية العام. ولا تزال السياسة المالية للدولة تظهر توسعاً مما وفر دخلاً أعلى للأسر كما ازدادت الدخول أيضاً من خلال الرواتب والحوافز. وقد أدى ذلك بدوره إلى زيادة استهلاك الأفراد. وبناء عليه، فإننا سنظل على نفس مستوى تقديراتنا المعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي عند 6.1% في عام 2011. وسوف يكون معدل النمو هذا هو الأعلى منذ 2003 عندما نما الاقتصاد بنسبة 7.7%. وفي أحدث تقرير له حول الآفاق الاقتصادية العالمية، تم نشره في شهر سبتمبر، توقع صندوق النقد الدولي أن يبلغ معدل الناتج المحلي الحقيقي 6.5% لعام 2011 و 3.6% لعام 2012. وقد خفض الصندوق توقعاته للتضخم للسنة الجارية إلى 5.4%، من توقعات سابقة بلغت 7%. ورغماً عن ذلك، فقد أبقينا على رقم تقديراتنا للعام عند 4.8%.

القطاع النفطي

في ظل البيانات الاقتصادية الضعيفة، وخاصة من الدول المتقدمة، والنمو المنخفض في الاقتصاديات الناشئة، فقد استمر إنتاج النفط الخام في المملكة العربية السعودية في الارتفاع. ووفقاً لتقديرات صادرة من الأوبك، فقد بلغ الإنتاج 9.72 مليون برميل في اليوم في شهر أغسطس. ويعد هذا المستوى، أعلى مستوى للإنتاج منذ عام 1981 عندما بلغ متوسط إنتاج المملكة 9.81 مليون برميل في اليوم، خلال العام بكامله. وبالعودة لإنتاج السنة الجارية، فقد بلغ متوسط الإنتاج اليومي 9.13 مليون برميل في اليوم خلال الفترة يناير - أغسطس. لقد كان متوسط الإنتاج اليومي من النفط الخام في الفترة يناير - أغسطس 2011 أعلى بنسبة 9.3% من متوسط الإنتاج اليومي من الخام لعام 2010 بكامله. إن هذا الرقم أكبر من نسبة توقعاتنا للنمو التي بلغت 6.6% لكامل العام. وقد كان متوسط الإنتاج اليومي أعلى من ذلك إذ بلغ 9.62 مليون برميل في اليوم في الثلاثة أشهر الأخيرة.

ورغماً عن أن سعر الخام العالمي قد سجل انخفاضاً طفيفاً في أغسطس مقارنة بشهر يوليو، فإنه يظل مرتفعاً بدرجة كبيرة. وقد استمر متوسط أسعار خام برنت للتسليمات الآجلة لعقود شهر واحد عند سعر 110 دولاراً للبرميل خلال شهر أغسطس بينما بلغت أسعار خام النفط العربي الخفيف 106 دولاراً للبرميل مقارنة بسعر 117 و 112 دولاراً للبرميل على التوالي في شهر يوليو. وقد كان متوسط الأسعار للفترة الممتدة بين يناير وأغسطس 2011 حوالي 112 دولاراً لخام برنت و 108 دولاراً للبرميل لخامات العربي الخفيف.

شكل 1. إنتاج الخام وصلت إلى أعلى مستوياتها في ثلاثة عقود



المصدر: أوبك، والراجحي المالية

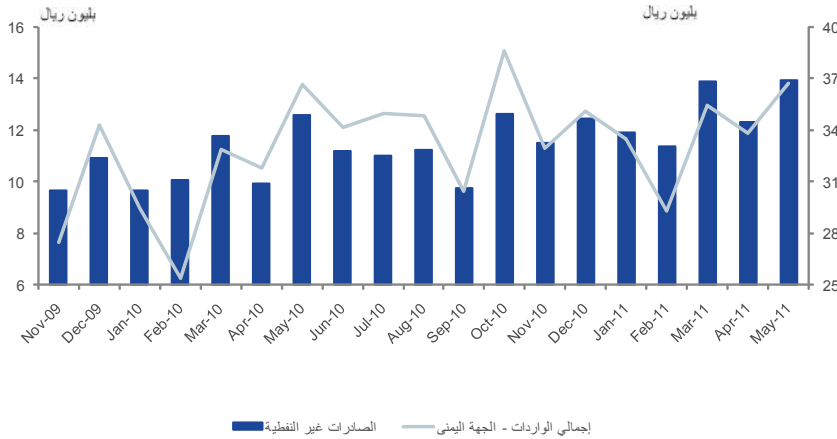
القطاع غير النفطي

رغماً عن أن فورة نشاط المستهلكين بعد صرف الحوافز الحكومية قد تراجعت الآن، فإن هناك بعض الأدلة التي تشير إلى أن النمو في القطاع غير النفطي لا يزال قوياً. وكمثال، فقد ارتفع حجم القروض المقدمة من البنوك التجارية إلى القطاع الخاص إلى أعلى مستوى له منذ 2008. وقد ارتفع معدل هذا النمو إلى 8.7% لشهر أغسطس مقارنة بنفس الشهر من العام السابق. علاوة على ذلك، فإن التجارة الخارجية لا تزال تظهر نمواً قوياً إذ ارتفعت الصادرات غير النفطية بنسبة 19% خلال الفترة يناير - يوليو 2011، مقارنة بنفس الفترة من 2010. ويأتي ذلك إضافة للنمو الذي بلغت نسبته 23% في 2010. ويعكس هذا النمو القوي النمو الضخم الذي شهده القطاع غير النفطي. لقد كانت الوجهات الرئيسية لصادرات المملكة هي دول الاقتصاديات الآسيوية الناشئة التي تشهد نمواً اقتصادياً أفضل نسبياً من نمو الدول المتقدمة. وفي توقعاتنا الأولية، لا يزال نتوقع أن يظل النمو الاقتصادي قوياً في دول القارة الآسيوية (وبخاصة الصين والهند). وبناء عليه، فإن زخم الصادرات غير النفطية من المحتمل أن يستمر. لقد تم خفض نمو الواردات لهذا العام ليصل إلى 4%.



للفترة يناير-يوليو) مقارنة بنمو العام السابق الذي بلغت نسبته 12%. بيد أن خطابات الاعتماد للواردات أظهرت نموا قويا بنسبة 30% في شهر يوليو. وقد تحقق النمو في خطابات الاعتماد أساسا من بنود "مواد البناء"، "الأجهزة"، "الماكينات" و"السلع الأخرى". ومن المستغرب له أن خطابات الاعتماد لعدد "المواد الغذائية" قد أظهرت انخفاضا على أساس سنوي. غير أن خطابات الاعتماد سجلت ارتفاعا بنسبة 21% في شهر يونيو مقارنة بنفس الشهر من العام السابق مما يشير إلى أن معظم الواردات من المواد الغذائية الإضافية لشهر رمضان قد تمت في شهر يونيو. وفي الوقت ذاته، ربما يكون الانخفاض في أسعار المواد الغذائية العالمية قد لعب دورا في انخفاض خطابات الاعتماد "للمواد الغذائية" في شهر يوليو.

شكل 2. إجمالي الواردات والصادرات غير النفطية

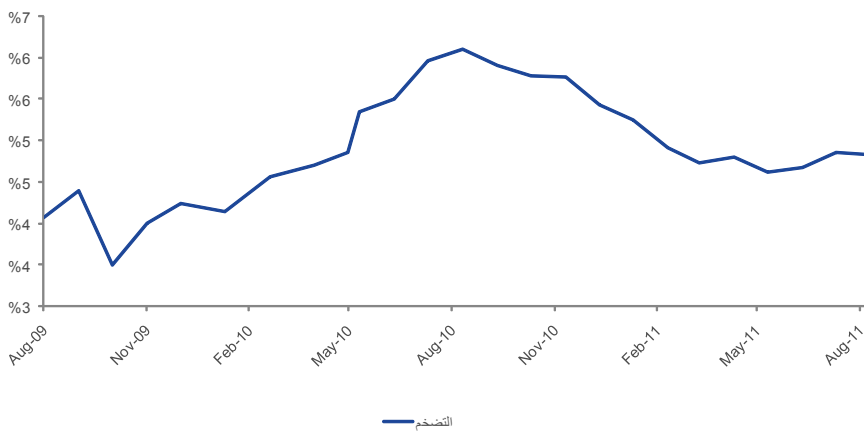


المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، والراجحي المالية

التضخم ينخفض مرة أخرى في أغسطس

لقد انخفض معدل التضخم مرة أخرى في شهر أغسطس ليصل إلى 4.8%، من 4.9% في شهر يوليو ويعزى ذلك أساساً لانخفاض في أسعار المواد الغذائية. لقد انخفض معدل التضخم في المواد الغذائية من 5.8% في يوليو إلى 5.4% في أغسطس. وقد انخفض مكوّن آخر من مكونات مؤشر التضخم، وهو التعليم والترفيه، من 1.2% إلى 1% خلال نفس الفترة. غير أن جميع مكونات مؤشر التضخم الأخرى سجلت ارتفاعاً. فقد ارتفع مكوّن الإيجارات إلى 7.8% بصورة متتالية في الثلاثة الأشهر الأخيرة بعد أن وصل إلى أدنى مستوى له في شهر مايو عند 7% وقفز مكوّن النقل والاتصالات من 1.5% إلى 2.1% في أغسطس. وقد ارتفع معدل التضخم لبند المصروفات والخدمات الأخرى، من 7.8% إلى 8.2% خلال نفس الفترة وسجل مكوّن بند الملابس والأحذية ارتفاعاً من 0.2% إلى 0.5% بينما ظل مكوّن الأثاث المنزلي والرعاية الطبية بدون تغيير خلال الفترة بين شهري يوليو وأغسطس.

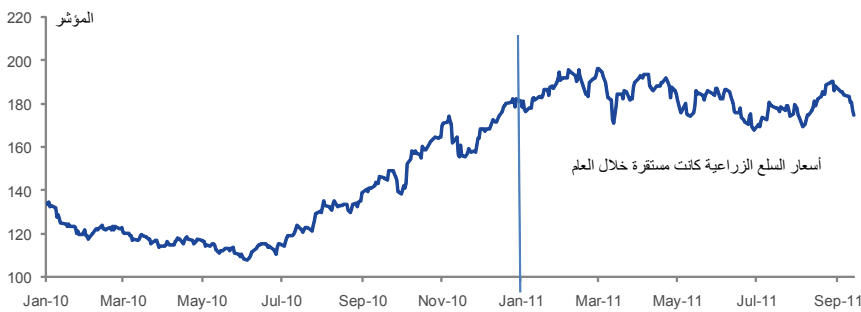
شكل 3. التضخم ينخفض مجدداً في أغسطس



المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، والراجحي المالية

لقد انخفضت أسعار السلع العالمية غير المرتبطة بالطاقة، في شهر أغسطس على إثر البيانات الاقتصادية العالمية الضعيفة. وقد انخفض مؤشر البنك الدولي للسلع غير سلع الطاقة بنسبة 1.6% في شهر أغسطس مقارنة بشهر يوليو. وقد انخفض مؤشر المعادن الأساسية بنسبة 7.1% لشهر أغسطس مقارنة بنفس الشهر من العام السابق وتصدره الانخفاض في أسعار النحاس والألمنيوم والرصاص والزنك. ويكشف هذا المؤشر أن أسعار السلع الزراعية قد حققت مكاسب متواضعة بنسبة 0.1% في شهر أغسطس مقارنة بنفس الشهر من العام السابق بعد تسجيله لانخفاض بنسبة 0.7% في شهري يونيو ويوليو. لقد كان هذا الارتفاع يعزى للارتفاع في أسعار الحبوب التي قفزت بنسبة 4.5%. وقد كانت أسعار معظم السلع غير المرتبطة بالطاقة، إما مستقرة أو منخفضة على أساس العام حتى تاريخه. وقد كان مؤشر داو جونز يو بي اس لأسعار السلع الزراعية منخفضاً بنسبة 3.3% للعام حتى تاريخه. غير أن الارتفاع الحاد في أسعار هذه السلع في النصف الثاني من العام السابق يجعل من الارتفاع في الأسعار على أساس سنوي شيئاً إيجابياً. وينبغي أن ينعكس ذلك على أرقام التضخم العالمية والمحلية على حد سواء وذلك لأن التضخم يقارن بين الأسعار الجارية والأسعار التي كانت سائدة في نفس الوقت من العام السابق. وبناءً عليه، فإننا نتوقع أن ينخفض معدل التضخم للمواد الغذائية والسلع المستوردة بشكل تدريجي للأشهر المتبقية من العام الجاري.

شكل 4. أسعار السلع الزراعية لم ترتفع في 2011



مؤشر يو بي اس داو جونز لأسعار المنتجات الزراعية

المصدر: بلومبرغ، والراجحي المالية

على الصعيد المحلي، يمكن أن تفرض السياسة المالية التوسعية من قبل الحكومة والإنفاق الشخصي ضغطاً على مستوى الأسعار العام ليرتفع. وقد كان نمو عرض النقود مرتفعاً في الأشهر الأخيرة. ورغم أن ذلك فإن تأثير هذه العوامل لم يصل إلى التضخم بعد. وقد أدى الارتفاع في دخول المواطنين إلى ضغوط أدت إلى رفع الإيجارات نظراً لأن الأشخاص ذوي الدخل المرتفعة يرغبون في الانتقال إلى مساكن أفضل. إن محدودية المعروض من الوحدات السكنية يؤدي إلى رفع الإيجارات. إننا نتوقع أن يكون الارتفاع في الإيجارات مؤقتاً وربما يستمر للجزء المتبق من العام. ولكن، بالنسبة للتوقعات المستقبلية خلال العام القادم، فإننا نتوقع أن يبدأ هذا المكون من مكونات مؤشر التضخم في الانخفاض مع دخول وحدات سكنية جديدة إلى السوق. وبناءً عليه، فإننا سوف نظل على نفس توقعاتنا التي تشير إلى أن متوسط معدل التضخم سيكون 4.8% في 2011.

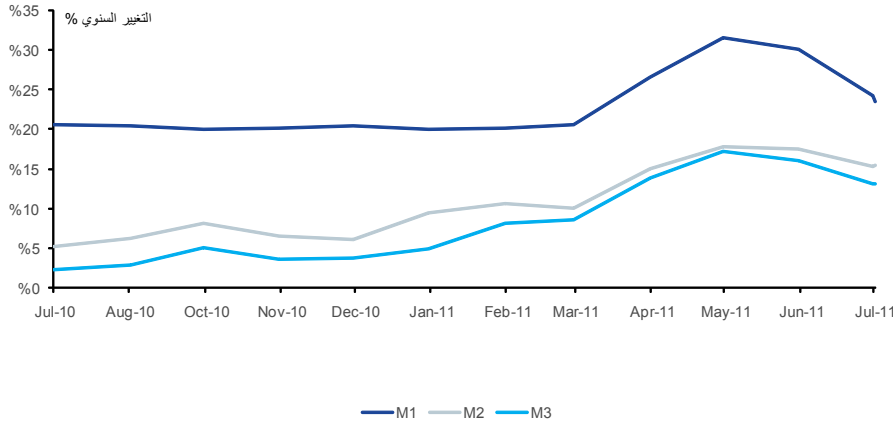
التطورات الائتمانية والاقتصادية

نمو عرض النقود

لقد ظلت مقاييس نمو عرض النقود في المملكة بدون تغيير تقريباً في شهر أغسطس مقارنة بشهر يوليو. وقد نما مقياس عرض النقود بتعريفه الضيق (ن 1) الذي يشمل النقد المتداول خارج المصارف، والودائع تحت الطلب بنسبة 25% في شهر أغسطس مقارنة بنفس الشهر من العام السابق ومقارنة بنسبة 23.5% لشهر يوليو على أساس سنوي أيضاً. وقد كان النقد المتداول خارج المصارف أعلى بنسبة 27.3% مقارنة بنسبته قبل عام بينما كانت الودائع تحت الطلب أعلى بنسبة 32.6% خلال نفس الفترة. وقد ارتفع عرض النقود (ن 2) الذي يشمل (ن 1) والودائع لأجل والودائع الادخارية بنسبة 16.2% على أساس سنوي في أغسطس مقارنة بنمو بنسبة 15.4% في شهر يوليو. وقد كان الارتفاع في نمو عرض النقود (ن 2) يعزى للانخفاض الطفيف في الودائع لأجل والودائع الادخارية. فقد انخفضت الودائع لأجل والودائع الادخارية بنسبة 1.6% في شهر أغسطس على أساس سنوي مقارنة بانخفاض بنسبة 1.1% في شهر يوليو على أساس سنوي أيضاً. أما عرض النقود بتعريفه الواسع (ن 3)، فقد نما بنسبة 14.8% في شهر أغسطس على أساس سنوي، مقارنة بـ 13.1% في يوليو.



شكل 5. نمو عرض النقود بنخفض

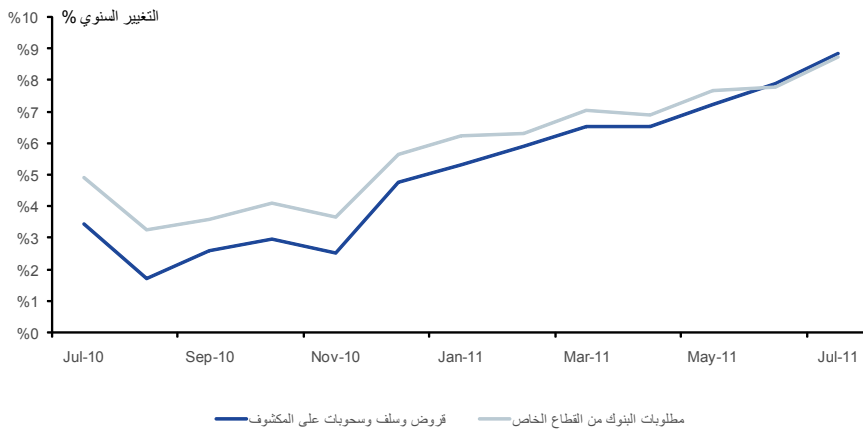


المصدر: ساما، والراجحي المالية

نمو القروض للقطاع الخاص

لقد سجل معدل نمو الائتمان المقدم للقطاع الخاص من البنوك التجارية مزيداً من الارتفاع في شهر أغسطس بزيادة 1% عن الشهر السابق. هذا وقد ارتفعت نسب القروض والسلف والسحب على المكشوف بنسبة 8.8% في شهر يوليو على أساس سنوي مقارنة بنسبة 7.9% من شهر يونيو. وكان هذا المعدل أعلى معدل للنمو في الائتمان منذ عام 2008. علاوة على ذلك، فقد ارتفع حجم الاستثمار في الأسهم أيضاً بنسبة 8% على أساس سنوي. وهكذا، فقد ارتفعت مطلوبات البنوك من القطاع الخاص بنسبة 9.2% في شهر أغسطس مقارنة بنفس الشهر من العام السابق. إن الارتفاع في حجم القروض المقدمة للقطاع الخاص يشير إلى أن القطاع غير النفطي في الاقتصاد السعودي قوي أيضاً.

شكل 6. القروض والسلف المقدمة للقطاع الخاص تشهد مزيداً من الارتفاع



المصدر: ساما، والراجحي المالية

إجمالي ميزانيات البنوك التجارية

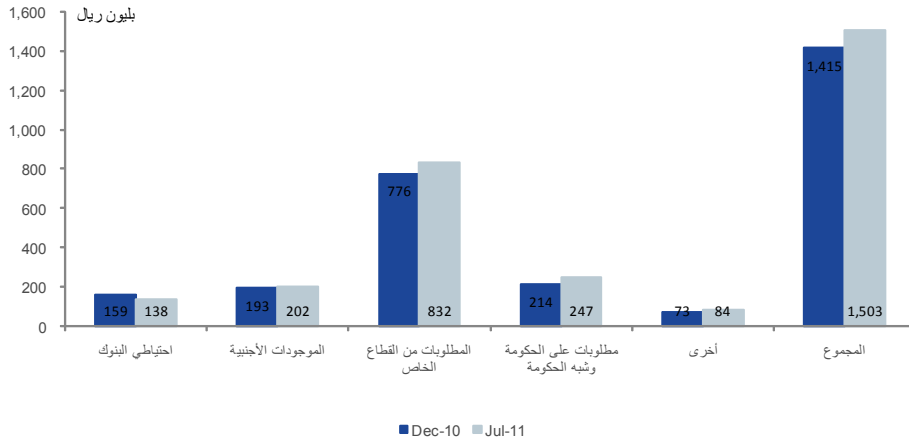
لقد ارتفع إجمالي موجودات البنوك التجارية بنسبة 6.2%، من 1415 مليار ريال في ديسمبر 2010، إلى 1506 مليار ريال في نهاية أغسطس من هذا العام. وكما أوضحنا آنفاً، فقد شهدت مطلوبات البنوك من القطاع الخاص نمواً متسارعاً حتى بلغت 837 مليار ريال في أغسطس، من 776 مليار ريال في نهاية 2010، بنسبة نمو بلغت 8% (يناير - أغسطس 2011). وقد ارتفعت مطلوبات البنوك من مؤسسات القطاع العام بوتيرة أسرع بنسبة بلغت 13.5%، من 214 مليار ريال، إلى 243 مليار ريال خلال الفترة ذاتها.

ومع تزايد نمو الائتمان للقطاع الخاص، فقد انخفضت احتياطات البنوك من 159 مليار ريال في ديسمبر 2010، إلى 128 مليار ريال في أغسطس 2011 ويعزى ذلك أساساً إلى بند "الودائع الأخرى" لدى البنك المركزي. وتتكون احتياطات البنوك أساساً من أربعة مكونات هي: الاحتياطي النقدي، الودائع النظامية، الودائع الجارية والودائع الأخرى. وقد سجلت المكونات الثلاثة الأولى ارتفاعاً في



شهر أغسطس مقارنة بمستواها بشهر ديسمبر ورغم ذلك، فقد انخفض مستوى الودائع الأخرى من 89 مليار ريال إلى 47 مليار ريال خلال الفترة المذكورة.

شكل 7. إجمالي ميزانيات البنوك التجارية

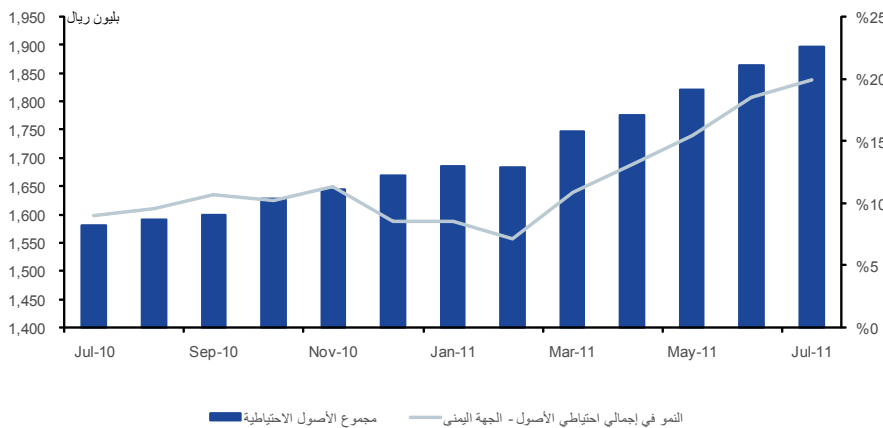


المصدر: ساما، والراجحي المالية

الأصول الاحتياطية لمؤسسة النقد العربي السعودي

لقد تزايد مستوى النمو في الأصول الاحتياطية لمؤسسة النقد العربي السعودي في شهر يوليو وكان ذلك يعزى أساساً للقطاع الخارجي القوي. فقد ارتفع إجمالي الأصول الاحتياطية بنسبة 20% على أساس سنوي ليصل إلى 1879 مليار ريال (498.4 مليار دولار) خلال الشهر. وقد حدث النمو الكبير جداً في وضع المملكة من حيث الأصول الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي التي نمت بنسبة 121% خلال العام لتصل إلى 16 مليار ريال. كذلك فقد ازدادت أرصدة المملكة من العملات الأجنبية والودائع بنسبة 23% منذ أغسطس 2010. أما الاستثمار في الأسهم الأجنبية، التي تشكل أكبر مكونات الاحتياطيات الكلية، فقد ارتفعت بنسبة 18% لتصل إلى 1356 مليار ريال.

شكل 8. الأصول الاحتياطية لمؤسسة النقد العربي السعودي تستمر في الارتفاع



المصدر: ساما، والراجحي 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 إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كلياً أو جزئياً، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات ومعلومات قبل نشر تلك المعلومات للعموم 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) للبيانات 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 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 وصية 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 وبأن 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 أساساً. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسؤولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات الفرعية التابعة لها إما في ذلك محلي البحث (مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو تلك المراكز طويلة أو قصيرة الأجل في الأوراق المالية، وخيارات شراء الأسهم أو العقود الآجلة أو الخيارات الأخرى أو المشتقات، وغيرها 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 غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات وإدارة 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 كلياً أو جزئياً بأي شكل أو بأي وسيلة. كما يراعى أن هذه الوثيقة من وثائق البحث ليست موجهة إلى أو معدة للتوزيع أو دأماً من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطناً أو مقيماً 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 مخالفاً 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.

للاتصال

د. صالح السحبياتي

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 الكتروني:

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