بنك الرياض
riyad bank

المصرفية الماسية
Diamond Banking

آفاق الاستثمار العالمية

الربع الثالث 2018

الرياض المالية
riyad capital

*التقرير صادر من قبل الرياض المالية

د. هانز بيتر هوبر
الرئيس الأول للاستثمار
الرياض المالية
6775 شارع التخصصي – العليا
الرياض 12331-3712
rcciooffice@riyadcapital.com

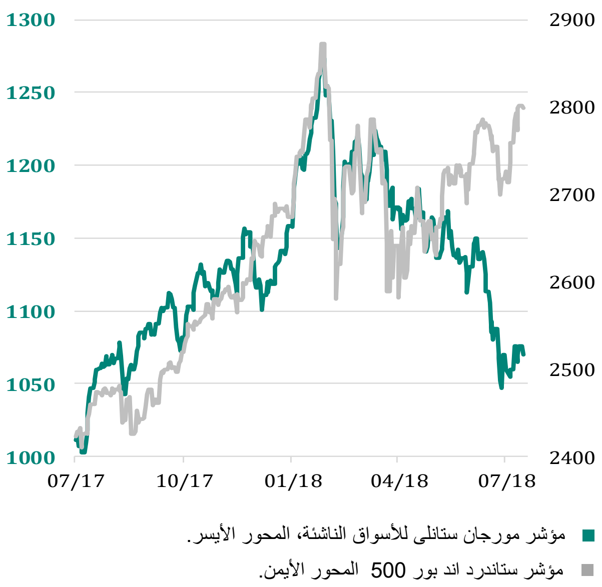
من النمو العالمي المتزامن إلى النمو غير المتزامن

- تسارع زخم النمو العالمي المتزامن على نحو متزايد، بينما ازدادت دلالات التباين في ديناميكية النمو بين الولايات المتحدة ومعظم دول العالم.
- سيدفع تسارع النمو في الولايات المتحدة الاحتياطي الفيدرالي لتشديد سياسته النقدية أكثر، الأمر الذي سيتسبب في ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي على نحو يؤثر سلبًا على بعض اقتصادات الأسواق الناشئة على وجه التحديد، كما أن توقعات الاقتصاد الكلي باتت غير واضحة بسبب الحرب التجارية الوشيكة.
- ستُبقي الشكوك حيال إمكانية تعويض نقص واردات النفط في المستقبل من فنزويلا وإيران أسعار النفط عند مستويات مرتفعة حتى نهاية العام. كما يُتوقع تأجيل إعادة توازن سوق النفط العالمي حتى 2019 مع الانخفاض التدريجي في أسعار النفط على مدار الاثني عشر شهراً المقبلة.
- يستلزم توسع السعودية في إنتاج النفط رفع توقعات الناتج المحلي الإجمالي لها للعامين الجاري والمقبل. وسيؤدي استمرار ارتفاع أسعار النفط خلال 2018 إلى وصول عجز الموازنة إلى مستوى أقل من الحد الرسمي المستهدف بدرجة كبيرة.
- لا يتيح نمو الاقتصاد العالمي الضعيف مجالاً إيجابياً لأسواق الأسهم العالمية، كما قد تكون الأسواق الناشئة على وجه التحديد عرضة لتباطؤ النمو في ظل ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي. وسيظهر السوق الأمريكي على أنه الأكثر مرونة في ظل هذا التصور.
- تتمثل النقطة الأساسية التي توجه سوق الأسهم السعودي في 2018، حتى الآن، في الإدراج المتوقع بمؤشر مورجان ستانلي للأسهم العالمية ومؤشر فوتسي. ويشير الحجم غير المسبوق لتدفق رأس المال الأجنبي في المستقبل إلى توقعات بمزيد من الارتفاع بالمؤشر العام للسوق السعودية "تداول" حتى ربيع العام المقبل.

جدول المحتويات:

الجزء الأول:
الاقتصاد العالمي 2
الجزء الثاني:
اسواق النفط 5
الجزء الثالث:
الاقتصاد السعودي 7
الجزء الرابع:
الأسواق المالية العالمية 9
الجزء الخامس:
سوق الاسهم السعودية 12
الجزء السادس:
توزيع الاصول 15

تباين النمو يؤدي إلى تباين أسواق الأسهم



يؤدي التباين في ديناميكية النمو بين الولايات المتحدة وعدد كبير من اقتصادات الأسواق الناشئة إلى تباين في الأداء بين أسواق الأسهم ذات الصلة.

المصدر : بلومبيرغ

الجزء الاول: الاقتصاد العالمي

من النمو العالمي المتزامن إلى النمو غير المتزامن

اتسم نمو الاقتصاد العالمي بالتسارع المتزامن منذ النصف الثاني من 2016. وانعكس ذلك أيضًا في المؤشر غير المباشر لتطور الاقتصاد العالمي، والذي يشمل الاقتصاديات العشرين الكبرى. حيث ارتفع النمو العالمي، وفقًا لهذا المؤشر، من 3.1% في الربع الثالث من 2016 إلى 4.1% في الربع الأول من 2018 (انظر الشكل 1).

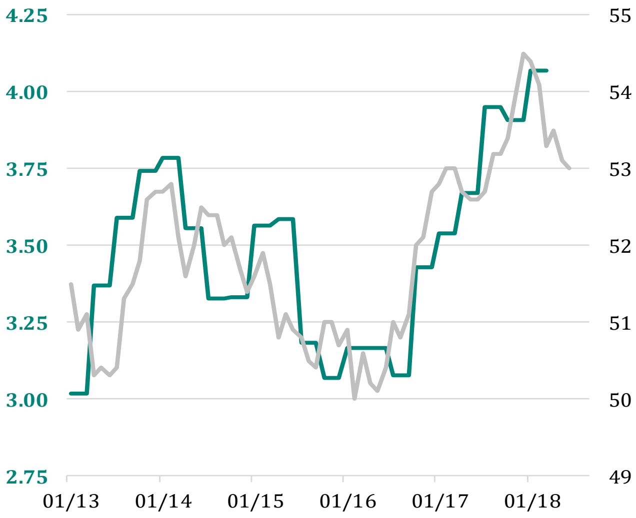
ومع ذلك، وكما لاحظنا بالفعل في الإصدار الأخير من هذا التقرير، فهناك ثمة دليل منذ نهاية العام الماضي يشير إلى أن ازدهار الاقتصاد العالمي يفقد زخمه على نحو متزايد. فنحن نرى أن أفضل مؤشر عالي التكرار لتقييم التطور قصير الأجل للاقتصاد العالمي هو مؤشر مديري المشتريات لقطاع الصناعات التحويلية العالمي (انظر الشكل 1). لقد بلغ مؤشر مناخ الأعمال العالمي ذروته بنهاية العام الماضي ثم أخذ في الانخفاض منذ ذلك الحين على نحو كبير. وبات هذا التباطؤ في النمو واسع النطاق، حيث يطول الاقتصادات المتقدمة والاقتصادات الناشئة أيضًا (انظر الشكل 2). ومع ذلك، تلزم الإشارة في هذا السياق، إلى أن العديد من المناطق حققت في السابق معدلات نمو مرتفعة على غير المعتاد. وينطبق ذلك على سبيل المثال على أوروبا، حيث ارتفع معدل النمو لمنطقة اليورو إلى 2.4% في 2017 وهو معدل نمو لم يتحقق منذ 10 سنوات. وازداد تباطؤ وتيرة النمو في أوروبا بسبب حالة عدم اليقين السياسي (مفاوضات خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي والتطورات السياسية في إسبانيا وأيضًا في إيطاليا على وجه التحديد).

وتمثل الولايات المتحدة استثناءً جليًا عن هذا الوضع، حيث من المتوقع حدوث المزيدٍ من تسارع النمو في عام 2018 (انظر الشكل 3). ويرجع هذا في الأساس إلى الإصلاحات الضريبية الكبرى التي أجرتها إدارة ترامب في بداية العام. ويمثل هذا الإصلاح الضريبي الشامل محفزًا ماليًا إيجابيًا هائلاً للاقتصاد الأمريكي. وبناءً عليه وعلى عكس الاتجاه المتوقع في معظم المناطق الأخرى، يتوقع صندوق النقد الدولي أن يرتفع نمو الاقتصاد الأمريكي من 2.3% في 2017 إلى 2.9% في 2018. ويشير هذا التباين بين معدلات النمو لاقتصاد الولايات المتحدة ومعدلات النمو ببقية دول العالم إلى انتهاء الازدهار المتزامن للاقتصاد العالمي. إن التحول إلى تطور اقتصادي عالمي غير متزامن بالنظر إلى اكتساب الاقتصاد الأمريكي مزيدٍ من القوة من ناحية مقابل ضعف النمو الاقتصادي في معظم دول العالم على الجانب الآخر، له العديد من الانعكاسات المهمة لا سيما من وجهة نظر المستثمرين.

توقعات بسياسة نقدية أمريكية أكثر تقييدًا

إن تسارع النمو في الولايات المتحدة سيدفع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى تقييد سياسته النقدية أكثر وأكثر. فقد رفع الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة مرتين بالفعل هذا العام. وفي التوقعات الأخيرة لسعر الفائدة والمنشورة بعد اجتماع الاحتياطي الفيدرالي المنعقد في يونيو الماضي، يتوقع مسؤولو الاحتياطي الفيدرالي الآن رفع سعر الفائدة مرتين في النصف الثاني من العام الحالي، مما يرفع عدد مرات رفع الفائدة في عام 2018 إلى أربع مرات. ووفقًا لتوقعات سعر الفائدة المنشورة مسبقًا، كان مسؤولو الاحتياطي الفيدرالي قد توقعوا ارتفاع أسعار الفائدة ثلاث مرات خلال عام 2018. ويتوقع الاحتياطي الفيدرالي أيضًا رفع أسعار الفائدة الأساسية بإجمالي 0.75% العام المقبل، مما يجعل سعر الفائدة على الاقتراض من صندوق الاحتياطي الفيدرالي يزيد عن 3% خلال عام 2019.

الرسم البياني 1:
معدلات نمو الاقتصاد العالمي تفقد زخمها



*الاقتصادات العشرين الأولى (75% من الناتج المحلي الإجمالي لدول العالم)

المصدر: بلومبيرغ، صندوق النقد الدولي، تقديرات الرياض المالية

الجدول1:
نمو الناتج المحلي الاجمالي العالمي

	2016	2017	2018f	2019f
العالمي	**3.2**	**3.7**	**3.9**	**3.9**
الاقتصادات المتقدمة	**1.7**	**2.4**	**2.4**	**2.2**
الولايات المتحدة الامريكية	1.5	2.3	2.9	2.7
منطقة اليورو	1.8	2.4	2.2	1.9
اليابان	0.9	1.7	1.0	0.9
المملكة المتحدة	1.9	1.7	1.4	1.5
اقتصادات الاسواق الناشئة	**4.4**	**4.7**	**4.9**	**5.1**
الصين	6.7	6.9	6.6	6.4
الهند	7.1	6.7	7.3	7.5
روسيا	-0.2	1.5	1.7	1.5
البرازيل	-3.5	1.0	1.8	2.5
المملكة العربية السعودية	1.7	-0.8	2.5	2.8

المصدر: صندوق النقد الدولي، تقديرات الرياض المالية

تبدو الأسواق المالية أكثر تقييدًا على نحو كبير من حيث توقعات أسعار الفائدة لديها. ووفقًا للعقود الآجلة لصندوق الاحتياطي الفيدرالي، لا يزال من المتوقع رفع سعر الفائدة مرة واحدة أخرى بنهاية العام الحالي. ووفقًا للأسواق، ستظل أسعار الفائدة الأساسية دون 3% بكثير بنهاية العام القادم. ونرى أن تقييد السياسة النقدية حسبما أعلن عنه الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يزيد من احتمالات رفع سعر الفائدة مرتين آخرتين في النصف الثاني من 2018 ومرة ثالثة خلال 2019.

وعلى الرغم من أننا نتوقع انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي على المدى الطويل (انظرْ إصدار يناير 2018 من هذا التقرير)، فمن المرجح أن يرتفع الدولار مؤقتًا خلال الأشهر المقبلة على خلفية تقييد سعر الفائدة والذي لم تحتسبه بعد الأسواق المالية. وسيتضح هذا الارتفاع على وجه الخصوص مقابل عملات الأسواق الناشئة. وفي الواقع، يبدو تصور رفع أسعار الفائدة وارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي مقلقًا لبعض الاقتصادات الناشئة الرئيسة على وجه الخصوص.

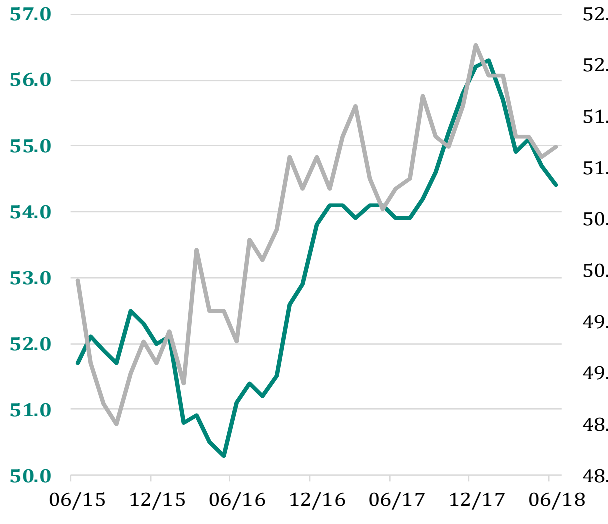
اقتصادات الأسواق الناشئة الأكثر تأثرًا

تتعرض بعض هذه الاقتصادات على وجه التحديد لارتفاع أسعار الفائدة وارتفاع قيمة الدولار الأمريكي على وجه الخصوص بسبب تراكم الديون غير المُسدَدة بالعملات الأجنبية (انظرْ الشكل 4). علاوة على ذلك، تعاني بعض الاقتصادات الناشئة من عجز كبير في الحسابات الجارية مما يتطلب مواصلة التمويل عبر القروض بعملات أجنبية، والتي عادةً ما تكون الدولار الأمريكي. ومن ثم، تكون الاقتصادات الناشئة التي تعاني دينًا خارجيًا كبيرًا وعجزًا كبيرًا في الحسابات الجارية أكثر ضعفًا. وبناءً عليه، تعرضت عملات تلك البلدان لضغوط كبيرة في الآونة الأخيرة كما في حالة الليرة التركية والبيزو الأرجنتيني (انظرْ الشكل 5). وعادة ما يتفاقم هذا الوضع بسبب تدفق أموال المستثمرين الأجانب إلى الخارج، مما يزيد الضغوط على كاهل الأسواق الرأسمالية المحلية.

ثمة عامل آخر يزيد الوضع تفاقمًا وهو السياسة التجارية الحمائية التي تتبعها الولايات المتحدة الأمريكية. قد سلطنا الضوء بالفعل، في الطبعات السابقة من هذا التقرير، على أن حرب التجارة العالمية الصريحة تمثل خطرًا رئيسًا على الاقتصاد العالمي بأسره. من المُرجَح أن يتأثر عدد كبير من الاقتصادات الناشئة على وجه التحديد، حيث إن التصدير إلى الولايات المتحدة يمثل محفزًا مهمًا من محفزات النمو إذ يدر عوائد بالعملة الأجنبية والتي تكون تلك الاقتصادات في أمس الحاجة إليها. تركز الولايات المتحدة، في واقع الأمر، على علاقتها التجارية بالصين والتي يُعزى إليها تقريبًا نصف إجمالي عجز الميزان التجاري الأمريكي. وعليه، قد بدأت الولايات المتحدة خططًا متتالية لفرض رسوم جديدة على تقريبًا نصف الواردات الصينية (والتي تعادل 250 مليار دولار أمريكي). وفي سياق المعاملة بالمثل، فرضت السلطات الصينية هي الأخرى رسوم تجارية جديدة على الواردات الأمريكية بما يعادل 45 مليار دولار أمريكي. ويبقى انتظار نتيجة المفاوضات، فهل ستخفف من حدة هذا الصراع التجاري أم ستكون الشعلة التي تفجر حربًا تجاريةً صريحة وشاملة تخلف عواقب جسيمة على التجارة العالمية وبالتالي على الاقتصاد العالمي بوجه عام.

على خلفية ما سبق جنبًا إلى جنب مع تزايد دلالات تباطؤ الاقتصاد، يخضع الرنمينبي الصيني لضغوط هائلة في يونيو (انظرْ الشكل 6) ويتطلب استقراره تدخل البنك المركزي الصيني. تواجه الحكومة الصينية، بأيّ حال من الأحوال، تحديًا كبيرًا يتمثل في تباطؤ مستوى التمويل بالدين والذي لا يزال مرتفعًا ومقاومة النمو التضخمي المحتمل في سوق العقارات المحلي من دون أن يحدث ذلك تأثيرات غير ملائمة في الاقتصاد الصيني. ومع تزايد دلالات تباطؤ النمو، يواجه البنك المركزي الصيني ذلك بخفض الاحتياطي القانوني للبنوك في الأشهر الأخيرة (انظرْ الشكل 7). على

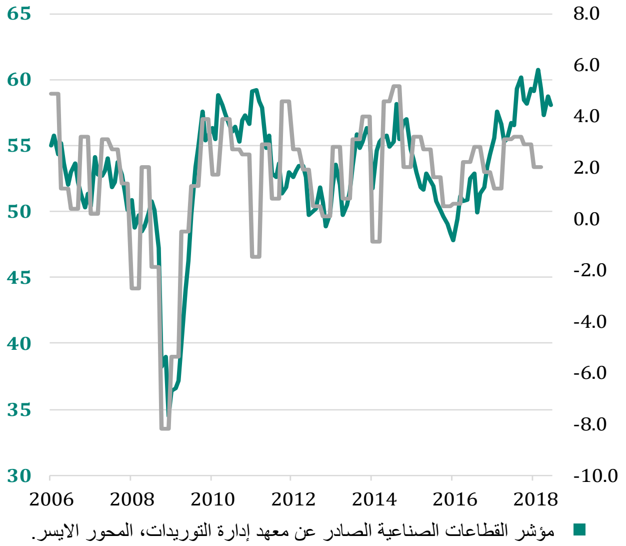
الرسم البياني2:
تباطؤ نمو الاقتصادات المتقدمة والناشئة...



■ مؤشر مديري المشتريات للقطاعات الصناعية في الاقتصادات المتقدمة، المحور الايسر.
■ مؤشر مديري المشتريات للقطاعات الصناعية في الاقتصادات الناشئة، المحور الايمن.

المصدر: بلومبيرغ، أي اتش اس ماركت

الرسم البياني3:
... باستثناء الاقتصاد الأمريكي

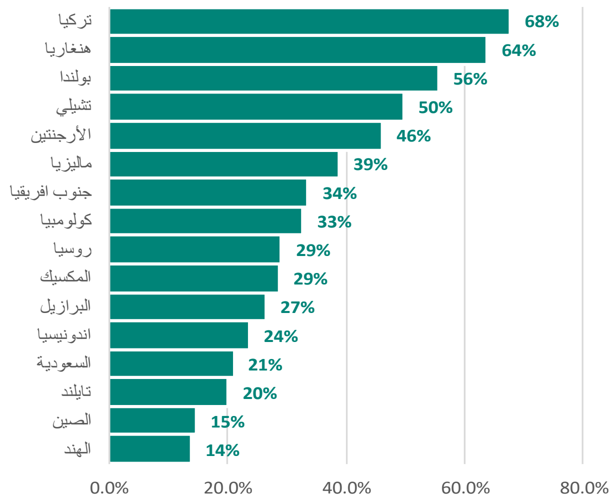


■ مؤشر القطاعات الصناعية الصادر عن معهد إدارة التوريدات، المحور الايسر.
■ النسبة المئوية لنمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للولايات المتحدة على أساس ربع سنوي، المحور الايمن

المصدر: بلومبيرغ

خلفية احتمالات احتدام الحرب التجارية مع الولايات المتحدة، يصير من المهم رصد أيّ تطورات تطرأ على الاقتصاد الصيني عن كثب، حيث ربما يكون ذلك مصدرًا لمخاطر تؤثر في الاقتصاد العالمي بأسره.

الرسم البياني 4:
الدين الخارجي للأسواق الناشئة



■ إجمالي الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (2017)

المصدر: معهد التمويل الدولي، صندوق النقد الدولي، بلومبيرغ

الرسم البياني 5:
البيزو والليرة تحت الضغط

■ الدولار الامريكي/الليرة التركية، المحور الايمن

■ الأمريكي/البيزو الأرجنتيني، المحور الايسر

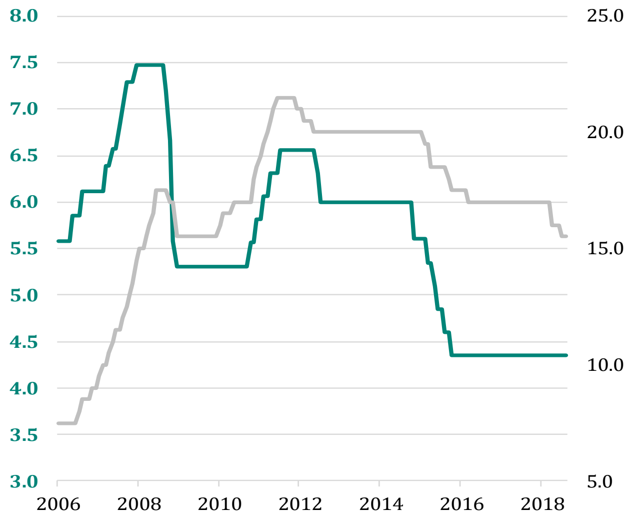
المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 6:
خفض قيمة الرنمينبي الصيني

■ سعر صرف الرنمينبي الصيني مقابل الدولار الأمريكي

المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 7:
بنك الصين الشعبي يخفض الحد الأدنى من متطلبات الاحتياطي



■ النسبة المئوية لمعدل الإقراض لمدة عام واحد لدى بنك الصين الشعبي كمقياس للمقارنة، المحور الايسر

■ النسبة المئوية للحد الأدنى من متطلبات الاحتياطي في البنوك الرئيسة، المحور الايمن.

المصدر: معهد بيترسون للاقتصاد الدولي

الجزء الثاني: سوق النفط

تحدي جديد يواجه أوبك

قررت منظمة الأوبك في يونيو 2018، تقليل معدلات خفض إنتاجها إلى 1.2 مليون برميل يوميًا حسبما أُتفق عليه في الأساس بعد المعدل المُقدَر بـ 1.8 مليون برميل يوميًا في مايو. كذلك كان خفض معدل الإمداد على نحو يتجاوز المعدل المستهدف بمثابة مُحفزًا رئيسًا لارتفاع أسعار النفط والذي بدأ في منتصف 2017 ثم شهدت الأسعار ارتفاعًا بنحو 80% في 12 شهر (انظرْ الشكل 8).

في حين كان سبب اتفاقية خفض إنتاج الأوبك بنهاية 2016 هو الزيادة الكبيرة في المعروض بأسواق النفط العالمية، فإن أوبك تواجه اليوم تحديًا يتمثل في إعادة التوازن إلى السوق من خلال الزيادة المنضبطة في الإنتاج على خلفية النقص المتنامي في المعروض. وفي هذا السياق يجب ملاحظة أن جزءًا كبيرًا من خفض إمدادات أوبك إلزامي. ويرجع ذلك في الأساس إلى الانخفاض الكبير في إنتاج فنزويلا بسبب الأزمة السياسية والمالية (انظرْ الشكل 10). وبلغ هذا الانخفاض نحو 600 ألف برميل يوميًا في مايو بما يعادل تقريبًا إجمالي خفض إنتاج الأوبك بما يتجاوز المعدل المستهدف في الأساس (انظرْ الشكل 9). ومن المتوقع أن يزيد معدل خفض الإنتاج بدرجة كبيرة - حسب التقديرات - بمقدار 0.3-0.5 مليون برميل يوميًا حتى نهاية العام الحالي.

مع ذلك نتوقع مزيدًا من الانخفاض في المعروض مستقبلاً نتيجة إعادة تطبيق العقوبات الأمريكية على إيران. بالنظر إلى العقوبات الأمريكية المفروضة مسبقًا، من المرجح أن يتراوح هذا الانخفاض بين 0.7 إلى 1.0 مليون برميل يوميًا (انظرْ الشكل 11).

ومن ثم فإن النقطة الأساسية التي توجه أسواق النفط في هذه المرحلة هي ما إذا كانت الأوبك والشركاء التابعون لها قادرين على تعويض النقص في المعروض حاليًا وكما هو متوقع في المستقبل. يُفترض أن يكون لأوبك قدرة إنتاجية فائضة بنحو 2.5 مليون برميل يوميًا. ومع ذلك، سيستغرق نشر هذه القدرة الإنتاجية الفائضة بعض الوقت ولا نزال ننتظر أية دولة من دول الأوبك ستتمكن وستقوم باستغلال هذا الإنتاج الزائد. نتوقع أن يبلغ متوسط إنتاج المملكة العربية السعودية 10.5 مليون برميل يوميًا في النصف الثاني من 2018، بما يمثل زيادة بمقدار 5% مقارنة بالنصف الأول من العام (انظرْ الشكل 12). وعلى الجانب الآخر سيخلف ذلك قدرة إنتاجية فائضة في حدود 1.5 مليون برميل يوميًا دون التصرف فيهم، بما سيؤثر في النهاية بالتأكيد في أسواق النفط العالمية.

القيود المتوقعة على القدرة الإنتاجية للولايات المتحدة

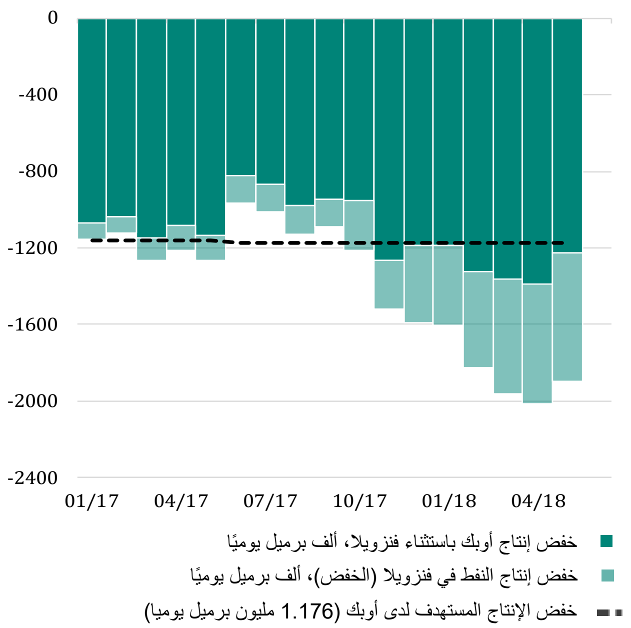
زاد إنتاج الدول للنفط من خارج أوبك زيادة كبيرة في النصف الأول من العام لا سيما في الولايات المتحدة. وفي حين وصل إنتاج النفط الأمريكي إلى 10 مليون برميل يوميًا في ديسمبر 2017، زاد إنتاج الشركات الأمريكية المنتجة للنفط ليقترب من 11 مليون برميل يوميًا بحلول منتصف 2018. يضع هذا الولايات المتحدة في نفس مستوى روسيا تقريبًا (انظرْ الشكل 13). ومع ذلك، أدت الزيادة السريعة في الإنتاج، لا سيما في صناعة النفط غير التقليدية، إلى زيادة القدرات الإنتاجية المتوقعة في بعض أنحاء الولايات المتحدة. ومن ثم، من غير المرجح أن يشهد الإنتاج في الولايات المتحدة زيادة كبيرة على المدى القصير بسبب قيود النقل. ولا نتوقع زيادة كبيرة في القدرة الإنتاجية المتوقعة حتى 2019.

ويمكن القول إيجازًا أنه تزداد الشكوك في هذه المرحلة حول ما إذا كان النقص المستقبلي في المعروض لدى بعض الدول الأعضاء لدى أوبك، والذي يمكن أن يتراكم ليتجاوز 1.5 مليون برميل يوميًا يمكن تعويضه

الرسم البياني 8:
الانتعاش القوي لأسعار النفط منذ منتصف 2017

المصدر: بلومبيرغ

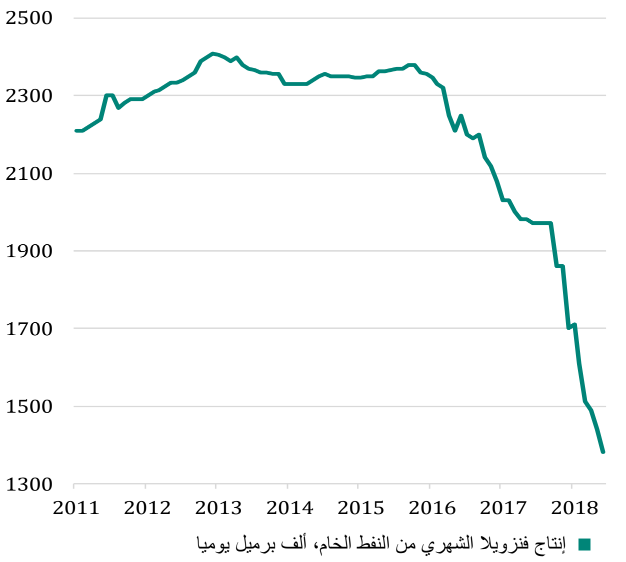
الرسم البياني 9:
أوبك تتجاوز الحد المُستهدَف بسبب فنزويلا في الأساس



المصدر: بلومبيرغ

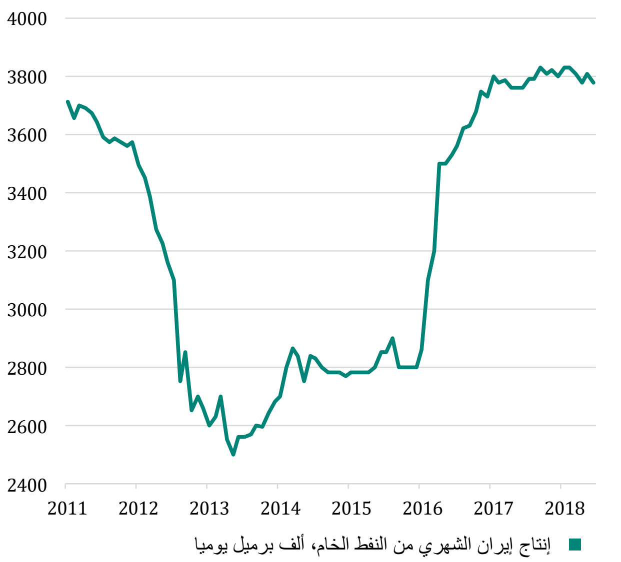
بزيادة الإنتاج لدى بلدان منتجة أخرى لا سيما من خارج الأوبك والشركاء التابعين لها (مثل، روسيا). ومن ثم، نتوقع أن يستمر نقص المعروض العالمي إلى النصف الثاني من العام. ومن ثم، ستظل أسعار النفط مرتفعة لفترة أطول. مع العلم بأن الشكوك حيال هذا التصور الأساسي لا تزال مرتفعة. ومن ثم، نرفع المتوسط المتوقع لسعر برنت إلى 72 دولار أمريكي لعام 2018 (من 67 دولار). أما بالنسبة لعام 2019، فنتوقع بعض الهبوط التدريجي في الأسعار بأسواق النفط، إذ نتوقع أن يبلغ متوسط سعر نفط برنت 66 دولار أمريكي.

الرسم البياني 10:
عمليات خفض الإنتاج في فنزويلا منذ نهاية 2015



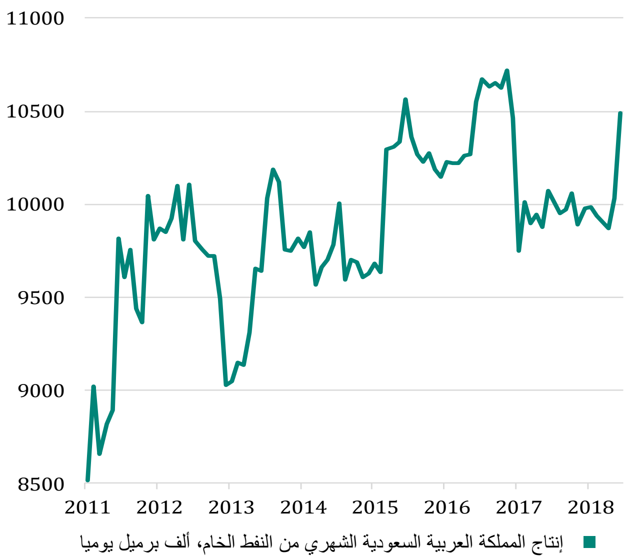
المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 11:
إنتاج النفط الإيراني المتأثر بالعقوبات



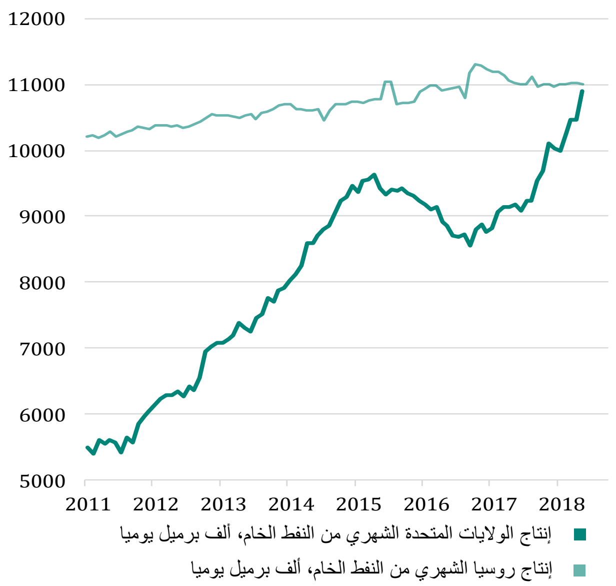
المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 12:
ارتفاع معدلات إنتاج النفط السعودي



المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 13:
إنتاج النفط الأمريكي يقترب من المعدلات الروسية



المصدر: بلومبيرغ

الجزء الثالث: الاقتصاد السعودي

الاقتصاد السعودي على مسار الانتعاش

حقق الاقتصاد السعودي انتعاش من حالة الركود التي شهدها العام الماضي خلال الأشهر الثلاثة الأولى من هذا العام. ويمكن أن يُعزى ارتفاع النمو هذا إلى انتعاش قطاع النفط، حيث إن أثر خفض إنتاج دول أوبك الساري منذ 2016 بدأ يتلاشى في الربع الأول من 2018. وعلى النقيض من ذلك، تؤكد الأرقام الرسمية للناتج المحلي الإجمالي بالنسبة إلى القطاع الخاص غير النفطي تباطؤ النمو الذي توقعناه مبكرًا في الربع الأول من العام (انظرْ المخطط 14). ويجب أن يُنظر إلى هذا التباطؤ في سياق تدابير الإصلاح المالي التي طُبقت في بداية العام.

ومع ذلك، تضاعفت علامات الانتعاش في القطاع الخاص غير النفطي على مدار الأشهر الأخيرة. فعلى سبيل المثال، زادت معاملات نقاط البيع بوصفها مؤشرًا غير مباشر للاستهلاك الخاص في مايو بمعدل 22% على أساس سنوي ثم هبطت إلى 4.5% فقط في يناير نتيجة تطبيق ضريبة القيمة المضافة (انظرْ المخطط 15). عانت مؤشرات مناخ الأعمال هبوطًا خلال الربع الأول، لكنها تتخذ الآن مسارًا واضحًا نحو الانتعاش عند منتصف العام. إلى جانب مؤشر مديري المشتريات المركب، ينطبق ذلك أيضًا على مؤشر مديري المشتريات للطلبيات الجديدة على وجه التحديد (انظرْ الشكل 16). ويشير الانتعاش القوي لهذا المؤشر إلى الزيادة الكبيرة في الناتج المستقبلي.

علاوة على ذلك، شرع حجم الائتمان للقطاع الخاص في الانتعاش تدريجيًا بنهاية المطاف. زادت القروض القائمة للقطاع الخاص بمقدار 2.5% من نهاية العام الماضي إلى شهر مايو من هذا العام.

استندت توقعات النمو الإيجابية للقطاع الخاص في وقت مبكر من هذا العام في الأساس إلى الدفعة الإيجابية المتوقعة من السياسة المالية التوسعية التي أعلنت عنها الحكومة لعام 2018. وعلى الرغم من أن هذه السياسة التوسعية لم تضح ملامحها بعد في ضوء البيانات المالية للربع الأول، نتوقع أن تحقق الحكومة خططها المالية على مدار العام.

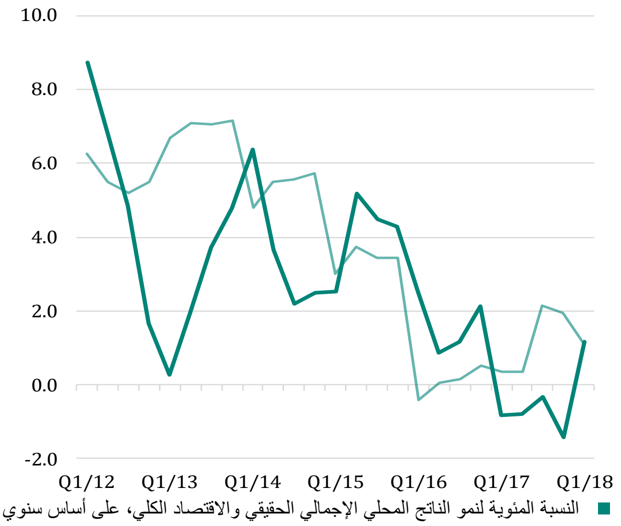
كما أن الإيرادات المالية للنفط والتي نتوقع أن تتجاوز تقديرات الموازنة في 2018 بكثير ستشجع خطط الإنفاق التي وضعتها الحكومة على وجه التحديد. واستنادًا إلى تنبؤات أسعار النفط، ينبغي أن يتجاوز المتوسط الفعّال لسعر التصدير في 2018 سعر النفط المُقدَّر في الموازنة بمبلغ 58 دولار أمريكي بمعدل يزيد على 20%. علاوة على ذلك، نتوقع زيادة حجم تصدير النفط أكثر من العام الماضي بمعدل 10%. يطرح نظام الضرائب الجديد وسياسة الأرباح بشركة أرامكو بعض الشكوك حيال معدل التحويلات المالية (العوائد المالية للنفط مقابل إجمالي عوائد النفط لدى أرامكو). فوفقًا لحساباتنا، نفترض أن يصل معدل التحويلات المالية 70%.

بوجه عام، نتوقع أن تتجاوز العوائد المالية الرقم المُقدَّر في الموازنة بمقدار 17% في 2018. وعلى هذه الخلفية، نتوقع أن تجري الحكومة زيادة في الإنفاق بنحو 4%. وسيُترجم ذلك بنهاية المطاف إلى عجز بالموازنة بمقدار 101 مليار ريال سعودي بما يعادل 3.4% من الناتج المحلي الإجمالي. ومن ثم، ستخفض الحكومة عجز الموازنة الأصلي لديها (-195 مليار ريال) بنحو 94 مليار ريال سعودي. وتعكس هذه الأرقام، في الوقت ذاته، الأثر الكبير للرفع المالي بفعل أسعار النفط ودورها في الموازنة المالية السعودية.

زيادة إنتاج النفط تؤدي إلى تعديل نمو الناتج المحلي الإجمالي

كما ذكرنا في الجزء الخاص بالنفط، نفترض توسعًا كبيرًا في إنتاج النفط

الرسم البياني 14:
الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد الكلي والقطاع الخاص غير النفطي

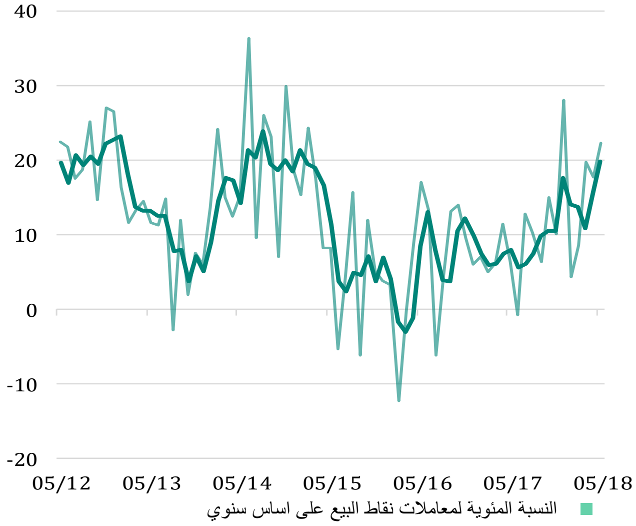


النسبة المئوية لنمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والاقتصاد الكلي، على أساس سنوي

النسبة المئوية لنمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والقطاع الخاص غير النفطي على أساس سنوي

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء

الرسم البياني 15:
انتعاش الإنفاق الخاص في الربع الثاني من 2018



النسبة المئوية لمعاملات نقاط البيع على اساس سنوي

متوسط الحركة في 3 أشهر

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي

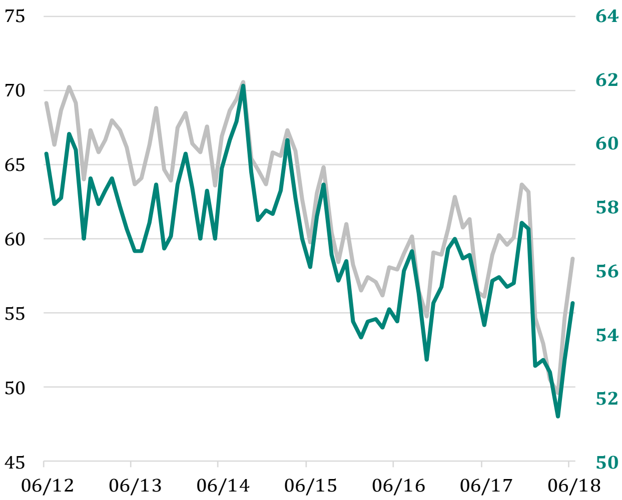
إلى متوسط 10.5 مليون برميل يوميًا في النصف الثاني من العام الحالي. ويؤثر هذا التصور الجديد أيضًا في النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي. وفقًا لحساباتنا المُنقَحة، نتوقع أن ينمو قطاع النفط بمعدل 3.2% (بالمقارنة مع 1.5% في السابق) على مدار عام 2018 بأكمله. أما بالنسبة إلى القطاع غير النفطي، لا نزال نتوقع نموًا حقيقيا بمقدار 1.9%. ويسفر ذلك عن زيادة النمو الإجمالي للناتج المحلي الإجمالي ليصل إلى 2.5% في 2018 (بالمقارنة مع التقدير السابق عند 1.7%). وعلاوة على ذلك، نتوقع معدل نمو مقداره 2.8% لعام 2019 في إطار التقديرات الاسترشادية الأولية. ويستند ذلك إلى الفرضية القائلة بأن إنتاج النفط سيظل مرتفعًا عند متوسط 10.6 مليون برميل يوميًا على مدار العام بأكمله، بمعنى أن تصل مساهمة قطاع النفط إلى 3.8%. ومن المتوقع أن ينمو القطاع غير النفطي خلال العام القادم بمقدار 2.1%.

استقرار احتياطات العملات الأجنبية

تم تسجيل استقرار هام في الاحتياطات الرسمية من العملات الأجنبية. وبعد أكثر من ثلاث سنوات من الانخفاض المستمر من 2800 مليار ريال إلى دون 1819 مليار ريال سعودي في سبتمبر 2017، استعادت الاحتياطات الرسمية من العملات الأجنبية عافيتها بارتفاع يُقدر بمبلغ 73 مليار ريال (+4%) حتى مايو من هذا العام (انظرْ الشكل 17). يرجع هذا التحسن في الأساس إلى التطور الإيجابي لرصيد الحسابات الحالي والذي ينشأ بدوره عن الارتفاع الكبير الذي تشهده عوائد صادرات النفط. ونتوقع أن يستمر هذا الاتجاه على مدى المستقبل القريب. علاوة على ذلك، نتوقع أن يشهد رصيد الحسابات المالية مزيدًا من التحسن في 12-18 شهرًا القادمة. وتشمل العوامل المساهمة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية المُقدَرة بمبلغ 110-130 مليار ريال سعودي من الإدراج المتوقع لسوق الأسهم السعودي ضمن معظم مؤشرات الأسواق الناشئة خلال 2019. علاوة على ذلك، يمكن أن يدر الاكتتاب العام الأولي المُقترَح لشركة أرامكو تدفقات رأسمالية كبيرة بعملات أجنبية يُرجَح أن تزيد على 300 مليار ريال سعودي.

وعادةً ما تؤدي التدفقات الرأسمالية الداخلة بعملات أجنبية إلى زيادة المعروض النقدي في إطار نظام محدد لأسعار الصرف. ومع ذلك، لم يُلحظ ذلك في حالة المملكة العربية السعودية بالنسبة إلى المجاميع النقدية الأوسع نطاقًا من الفئتين "M2" و"M3". كانت معدلات النمو السنوية لهذه المجاميع +0.1% و+0.6% فقط على التوالي في مايو. ويمكن أن يُعزى ذلك، في الأساس، إلى الانخفاض الملحوظ في الودائع الحكومية لدى البنوك التجارية، حيث انخفضت هذه الودائع بمقدار 52 مليار ريال سعودي من نهاية العام الماضي حتى شهر مايو. يأتي انتقال الودائع الحكومية بين البنوك التجارية والميزانية العمومية للمصرف المركزي جزءًا من أدوات السياسة النقدية بمؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) بهدف إدارة السيولة في القطاع المصرفي. وساعد نقص السيولة الناجم عن انتقال الودائع الحكومية على دفع سعر الفائدة السائد بين البنوك السعودية (السايبور) ليتجاوز سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (اللايبور) لقروض بالدولار الأمريكي مرة أخرى. في الواقع، كانت أسعار الفائدة لقرض بالدولار الأمريكي قد تخطت مؤقتًا أسعار الفائدة على القروض الممنوحة بالريال السعودي في فبراير، مما يجعل المملكة عرضة لخطر تدفق الكثير من رؤوس الأموال إلى الخارج، فاضطرت ساما إلى اتخاذ التدابير الكافية التي تحول دون ذلك (انظرْ طبعة الربع الثاني من 2018 لهذا التقرير). وبحلول منتصف يوليو، عاد سعر الفائدة السائد بين البنوك السعودية لقرض مدة استحقاقه 3 أشهر أعلى من سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن مدة استحقاقه 3 أشهر بنحو 25 نقطة أساس بما يعادل 2.60%. نتوقع أن تتبع ساما الاحتياطي الفيدرالي بشأن رفع أسعار الفائدة المتوقع أن يتم مرتين في النصف الثاني من 2018، مما سيسفر عن وصول معدل إعادة الشراء المعاكس إلى 2.5% والسعر الرسمي لإعادة الشراء (الريبو) إلى 3% بنهاية العام. وبناءً عليه، نتوقع اتجاه سعر الفائدة السائد بين البنوك السعودية لقرض مدة استحقاقه 3 أشهر إلى الزيادة وصولاً إلى 2.90%.

الرسم البياني 16:
عودة الانتعاش إلى مناخ الأعمال بالربع الثاني من 2018

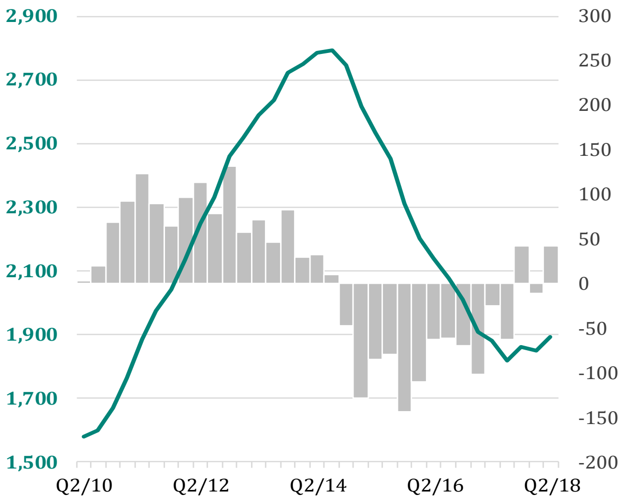


■ المؤشر المركب لمديري المشتريات الصادر عن بنك الإمارات دبي الوطني، المحور الايمن

■ مؤشر الطلبات الجديدة لمديري المشتريات الصادر عن بنك الإمارات دبي الوطني، المحور الايسر.

المصدر: اي اتش اس ماركت

الرسم البياني 17:
استقرار احتياطات العملات الأجنبية الرسمية



■ احتياطي الأصول الرسمي لدى مؤسسة النقد ، مليار ريال سعودي، المحور الايسر

■ التغيرات الربع سنوية في احتياطي الأصول الرسمي، مليار ريال سعودي، المحور الايمن.

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي

الجزء الرابع: الاسواق المالية العالمية

الأسهم العالمية مدفوعةً بدورة الأعمال

واصلت أسواق المال العالمية بوجه عام استقرارها في الربع الثاني بعد الاعتدال المماثل الذي شهدته في الربع الأول من العام (انظرْ الشكل 18). ووفقًا لمؤشر مورجان ستانلي للأسهم العالمية، سجلت الأسهم العالمية عوائد إجمالية بلغت 0.7% فقط في النصف الأول من 2018. ولكن سوق الأسهم السعودي خرج عن هذه القاعدة حيث حقق عائدًا قدره 17.5% على مدار الفترة ذاتها. وسنتناول السوق السعودي على نحو مستقل في الجزء التالي. يمكن أن تُعزى أيضًا سلبية أداء أسواق الأسهم خارج الولايات المتحدة في الربع الأول من 2018 إلى قوة الدولار الأمريكي مقارنة بمعظم العملات الأخرى خلال هذه الفترة إذ بلغت الزيادة في قيمة الدولار 3.0%، وفقًا لمؤشر الدولار المقيم تجاريًا. وجاء أداء استثمارات الأسواق الناشئة محبطًا على وجه الخصوص في النصف الأول من 2018. وفقًا لمؤشر مورجان ستانلي إذ خسرت أسواق الأسهم بالأسواق الناشئة 6.6% خلال الفترة المذكورة، في حين انخفضت أصول الديون السيادية بمقدار 5.2%.

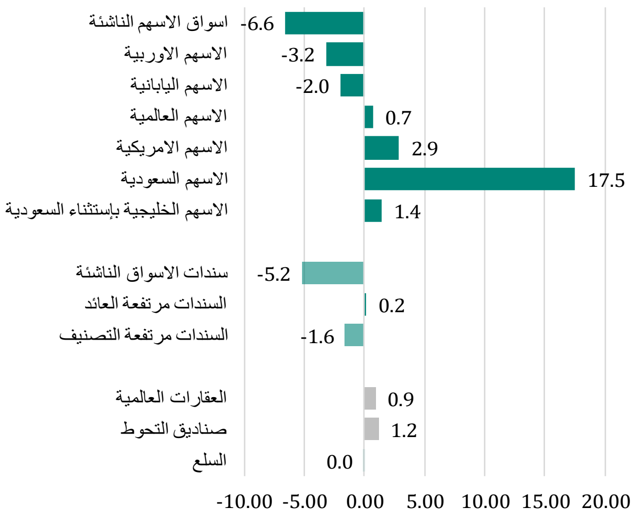
يجب النظر إلى الأداء المتباين لأسواق الأسهم العالمية منذ بداية العام في سياق الدورة الاقتصادية العالمية. تؤثر علامات فقدان زخم النمو العالمي على نحو متزايد في أسواق الأسهم العالمية. كما ذكرنا في الجزء الأول من التقرير أثبت مؤشر مديري المشتريات لقطاع الصناعات التحويلية العالمي أنه مؤشرًا متزامنًا لنشاط الاقتصاد العالمي، أما على المدى الطويل فيوجد ترابط واضح بين مقياس مناخ الأعمال العالمي من ناحية وأسواق الأسهم العالمية من ناحية أخرى (انظرْ الشكل 19). ويذُكر أننا أشرنا في الجزء الاقتصادي إلى توقعاتنا بوجود أخطار متزايدة بشأن تضاعف تباطؤ النمو في النصف الثاني من 2018 وحتى 2019. وعليه من المحتمل أن تكون تضعف التوقعات لأسواق الأسهم العالمية

بالنظر إلى التباين المتزايد بين التنمية الاقتصادية في الولايات المتحدة وأجزاء كبيرة من بقية العالم لا سيما الأسواق الناشئة، لاحظنا أيضًا تباين في أداء أسواق الأسهم خلال الأشهر الأخيرة. انتعش السوق في الولايات المتحدة جزئيًا بعد التصحيح خلال الربع الأول. يمكن أن يرجع ذلك بشكل كبير إلى الزخم الاقتصادي الإيجابي في الولايات المتحدة وأرباح الشركات مدعومةً بالإصلاح الضريبي للشركات. وعلى العكس كان أداء أسواق الأسهم الناشئة أسوأ بكثير خاصةً منذ منتصف الربع الثاني (انظرْ الشكل 20). وأوضحنا في الجزء الأول الأساس الاقتصادي وراء ضعف الأداء الكبير على الرغم من أن هذه الأسواق تعافت تدريجيًا خلال شهر يوليو، لكن يُرجح أن تظل ضعيفة لحين إجراء مزيدٍ من التصحيحات حسب تصورنا للاقتصاد الكلي. كما ينطبق ذلك على الأسهم الصينية أيضًا على وجه الخصوص، والتي دخلت سوقًا هابطًا خلال الربع الأول من العام (تصحيح ما يزيد على 20%). تصحيح سوق الأسهم المحلي للأسهم أ(-A Shares)المتداولة في أسواق المال بشنتشن وشنغهاي وتكرر ذلك بشكل أساسي مع الأسهم هـ (H-shares)وهي أسهم الشركات الصينية المتداولة في سوق هونج كونج والتي تُمثل جزءًا كبيرًا يقارب 30% في مؤشر مورجان ستانلى للأسواق الناشئة (انظرْ الشكل 21).

اتخاذ موقف أكثر حذرًا تجاه الأسهم

نتخذ موقفًا أكثر حذرًا بشأن الأسهم العالمية على خلفية نظرتنا المتزنة للاقتصاد العالمي ، فقد خفضنا بالفعل تقديرنا الأولي إزاء التقييم المرتفع للأسهم العالمية (خارج السعودية) إلى موقف حيادي في الربع الثالث من العام الماضي. وفي خطوة أخرى خفضنا العنصر الدوري للتعامل مع

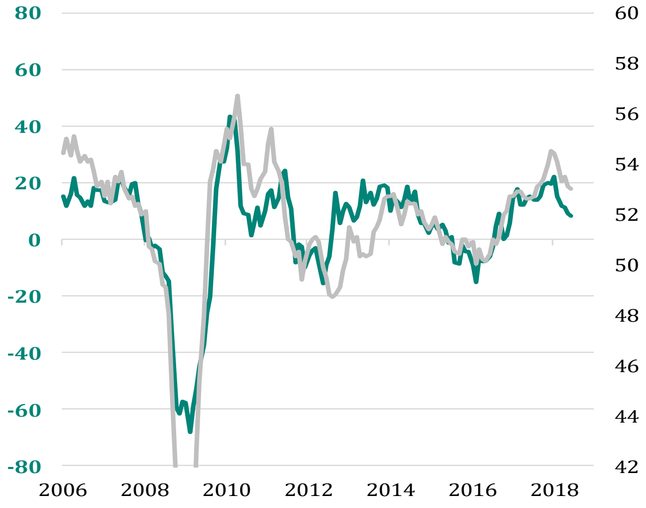
الرسم البياني 18:
أداء فئات الأصول في النصف الأول من 2018



ملاحظات:
- كل أرقام العوائد بالدولار الأمريكي.
- أداء الأسهم = إجمالي العوائد (شاملة توزيعات الأرباح)

المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 19:
الأسهم العالمية مدفوعةً بدورة الأعمال



■ فئة الأصول العالمية وفقًا لمؤشر مورجان ستانلي للأسهم العالمية، %التغيير في 12 شهر الماضي، المحور الأيسر.
■ مؤشر مديري المشتريات للقطاعات الصناعية، المحور الأيمن.

المصدر: بلومبيرغ

الأسهم في هذه المرحلة. يؤثر ذلك بشكل أساسي في الأسواق الناشئة التي عادةً ما تكون أكثر عرضة لديناميكية النمو العالمية المتغيرة. كما ان التشديد المتوقع في السياسة النقدية الأمريكية وقوة الدولار والتهديد المتوقع بنشوب حرب تجارية يلقي بظلاله على أصول الأسواق الناشئة على وجه الخصوص.

حفزت كل هذه العوامل التصحيح لأسهم الأسواق الناشئة في الأشهر الأخيرة. ومع ذلك، نشعر أنه لا يمكن استبعاد حدوث مزيدٍ من التدهور على خلفية الاقتصاد الكلي المتعثر خلال هذه المرحلة. ومن ثم نرى مخاطر إجراء مزيدٍ من التصحيح المحتمل على أصول الأسواق الناشئة خلال الأشهر المقبلة

وسيتم تعويض الانخفاض الجديد لقيمة أسهم الأسواق الناشئة بالارتفاع في سوق الأسهم الأمريكية. قد يبدو ذلك مفاجئًا للوهلة الأولى حيث كان أداء السوق الأمريكي جيدًا هذا العام إلى حد بعيد مقارنة بغيره. وعليه يكون للسوق الأمريكي علاوة تقييم كبيرة مقارنة بالأسواق الناشئة في هذه المرحلة. ومع ذلك نرى أن هذه الفرق في التقييم يُبرر على خلفية تنوع الاقتصاد وآفاق الأرباح. علاوة على ذلك عادةً ما يعرض سوق الأسهم الأمريكي سمات دفاعية شاملة نتيجة التنوع الكبير في قطاعات الصناعة المختلفة. هذه السمة الدفاعية ومن ثم التقلبات الأقل نسبيًا قد تكون مهمة على وجه الخصوص في حالة حدوث تصحيح بالأسواق العالمية. بالإضافة الى انه في حالة الهبوط الدوري، لا يُمثل التقييم وفروقه عوامل مؤثرة في تحديد احتمالات التصحيح بالسوق.

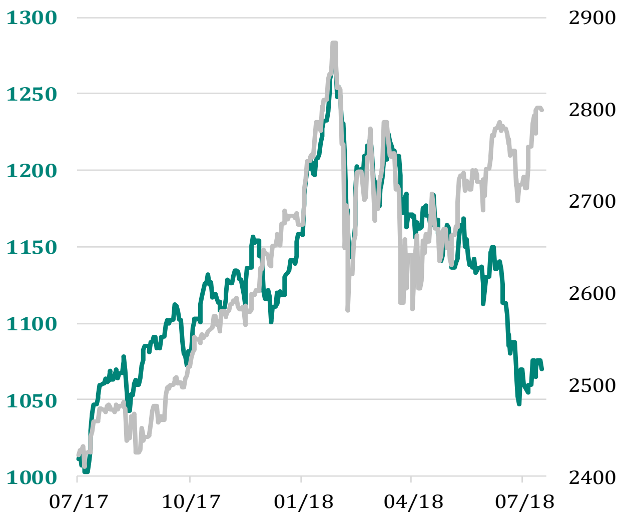
وفي الوقت ذاته، نغلق أيضًا التداول النسبي بزيادة في تقييم الأسهم الأوروبية وانخفاض مقابل في القيمة بالنسبة إلى الأسهم اليابانية (انظرْ الشكل 22). يمكن أن يرجع ذلك إلى التقييم الأكثر حذرًا بوجه عام للأسهم الأوروبية. ويمكن أن يرجع هذا التحرك في الأساس، لأسباب سياسية. في الواقع، زادت المخاطر السياسية التي تواجه منطقة اليورو لا سيما بعد الانتخابات في إيطاليا، إذ تتخذ الحكومة الإيطالية الجديدة موقفًا ناقدًا للاتحاد الأوروبي. وقد أدى ذلك بالفعل إلى ارتفاع عوائد السندات الحكومية في إيطاليا (انظرْ الشكل 23). فقد ارتفع الفارق في بين السندات الحكومية الإيطالية ونظيرتها الألمانية إلى 230 نقطة أساس بعد أن كان 140 نقطة أساس فقط في بداية العام، كما أضعف تزايد عدم اليقين السياسي أداء سوق الأسهم بمنطقة اليورو.

كما اننا لا نرى سوى احتمالات بسيطة لارتفاع أسهم منطقة اليورو على نحو محدود على خلفية التباطؤ الاقتصادي حتى 2019. مما سيؤثر في المحصلة النهائية للشركات. لذلك جاءت نظرتنا الأكثر حذرًا بشأن الأسهم الأوروبية

التباين في أسواق الدخل الثابت

لم ينعكس تباين النمو الاقتصادي على الأسهم العالمية فحسب ولكن أيضًا على أسواق الدخل الثابت. فقد عانت السندات الحكومية الصادرة بالدولار الأمريكي في الأسواق الناشئة تصحيحًا كبيرًا (انظرْ الشكل 24)، حيث ارتفع الفارق بينها وبين سندات الخزانة الأمريكية إلى 4.1% بحلول منتصف العام وبذلك يكون أقل من مستوى عام 2015 بقليل عندما خضعت استثمارات الأسواق الناشئة إلى تصحيحات ضخمة بسبب تزايد مخاوف الهبوط الحاد للاقتصاد الصيني. وعلى النقيض، واصلت سندات الشركات الأمريكية عالية العائد أدائها الجيد. وسجل فارق العائدات بين هذه السندات مرتفعة العائد والسندات الحكومية الأمريكية مستوى منخفض على نحو تاريخي بما يقارب 3.1% (انظرْ الشكل 25) في يوليو 2018، وهو أعلى بنسبة ضئيلة من المستويات التاريخية المنخفضة التي تم تسجيلها

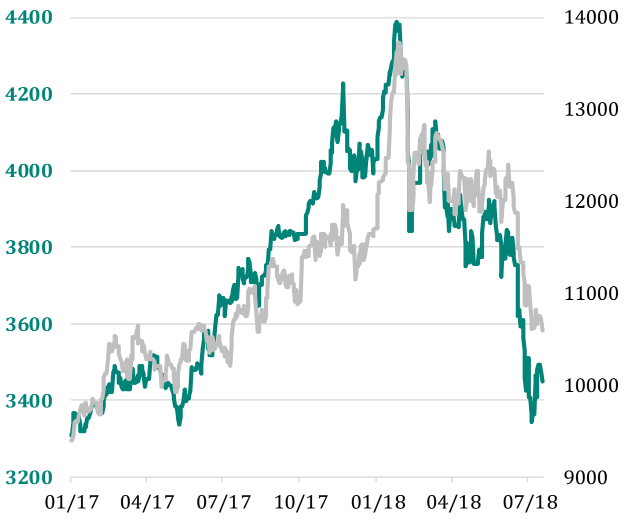
الرسم البياني 20:
التباين المتزايد بين الأسهم الأمريكية وأسهم الأسواق الناشئة



■ مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة، المحور الأيسر.
■ مؤشر ستاندرد اند بور 500 المحور الأيمن.

المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 21:
الأسهم الصينية تدخل سوقًا هابطًا

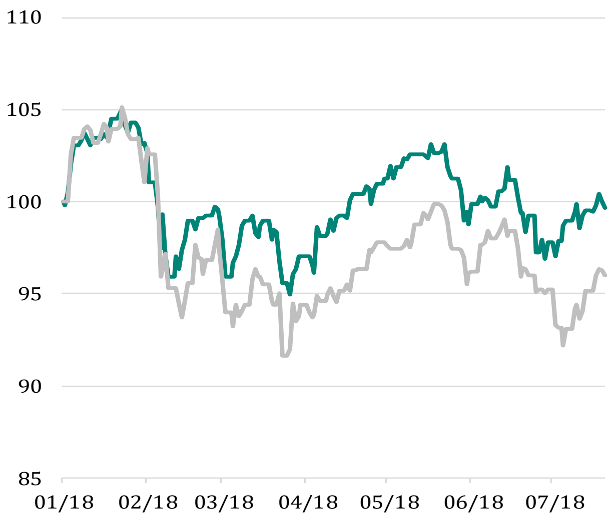


■ مؤشر "CSI300"(بورصات شنغهاي وشنتشن)، المحور الأيسر.
■ مؤشر هانج سينج للشركات الصينية (بورصات هونج كونج)، المحور الأيمن.

المصدر: بلومبيرغ

خلال العشر (10) سنوات الأخيرة. تعكس هذه الفروقات البسيطة في العائد مدى صلابة الاقتصاد الأمريكي في هذه المرحلة

الرسم البياني 22:
الأسهم الأوروبية مقابل الأسهم اليابانية

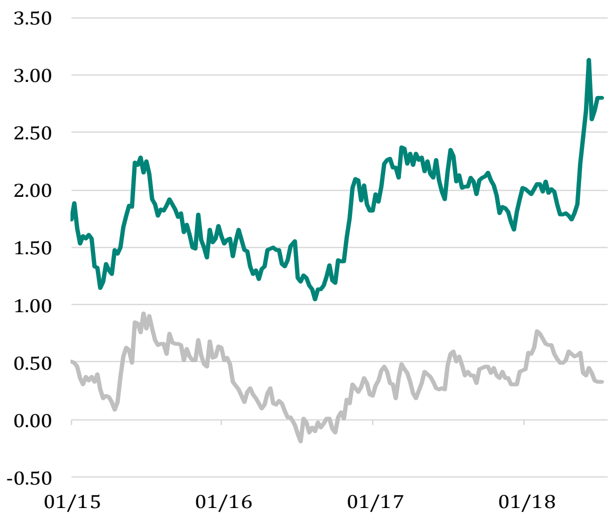


مؤشر يورو ستوكس، المُعاد تقديره

مؤشر توبكس، المُعاد تقديره

المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 23:
ارتفاع المخاطر السياسية في منطقة اليورو

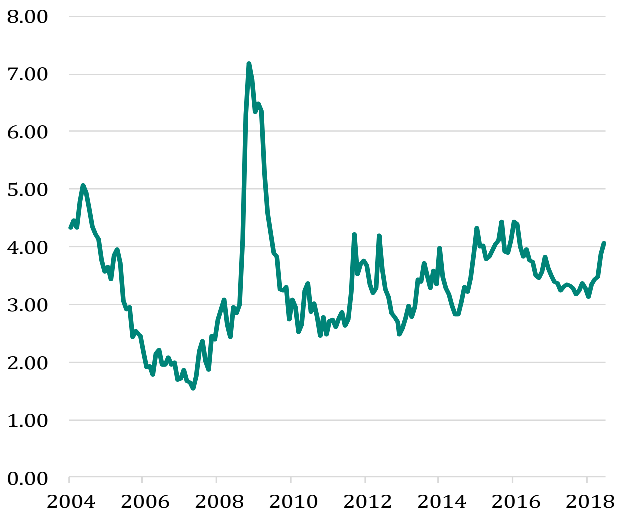


عائدات السندات الحكومية الإيطالية لأجل عشر سنوات

عائدات السندات الحكومية الألمانية لأجل عشر سنوات

المصدر: بلومبيرغ

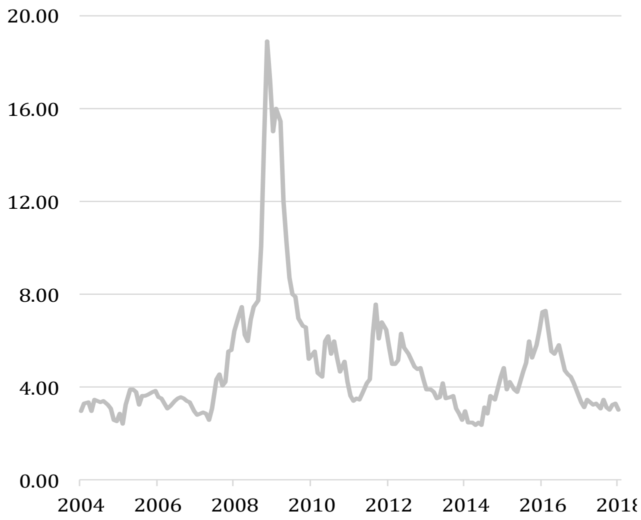
الرسم البياني 24:
ارتفاع الفروق بين السندات السيادية في الأسواق الناشئة...



النسبة المئوية لفرق السندات السيادية وفقًا لمؤشر جي بي مورجان لسندات الأسواق الناشئة

المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 25:
... بينما كان فرق العائدات المرتفعة للشركات الأمريكية مستقرًا



النسبة المئوية لفرق العائدات المرتفعة للشركات الأمريكية حسب مؤشر باركليز

المصدر: بلومبيرغ

الجزء الخامس: سوق الأسهم السعودية

تفوق أداء المرشحين للانضمام إلى مؤشر الأسواق الناشئة

شهد سوق الأسهم السعودي أداءً جيداً جداً حتى الآن خلال العام الجاري متفوقًا على الأسهم العالمية بفارق كبير (انظرْ الجزء الرابع). ويعد فرق الأداء مدهش للغاية مقارنة بالأسواق الناشئة على وجه التحديد (انظرْ الشكل 26)، ففي عام 2017 كانت هذه الأسواق هي الأعلى أداءً وسط أسواق الأسهم العالمية، بينما كان مؤشر تاسي قابعًا ضمن نطاق تداول ضيق على مدار العام. أما في 2018 فتحول الموقف إلى العكس حيث انطلق مؤشر تاسي بقوة بينما تشهد الأسواق الناشئة فترة تصحيح. وجاء هذا التطور الإيجابي الذي شهده مؤشر تاسي مدفوعًا بالكامل بأسهم الشركات ذات رأس المال الكبير، في حين كان أداء الشركات ذات رأس المال الصغير سلبيًا على مدار فترة الثمانية عشر شهراً الماضية بشكل عام (انظرْ الشكل 27). ويرجع الفارق الكبير في الأداء إلى الإدراج المتوقع في مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة ومؤشر فوتسي. تشمل هذه المؤشرات الشركات ذات رأس المال الكبير بالسوق على وجه التحديد، ولعل هذا يفسر سبب الأداء الجيد لهذه الفئة المدرجة بالسوق السعودي هذا العام.

تفوق مؤشر تاسي على الأساسات المحسنة

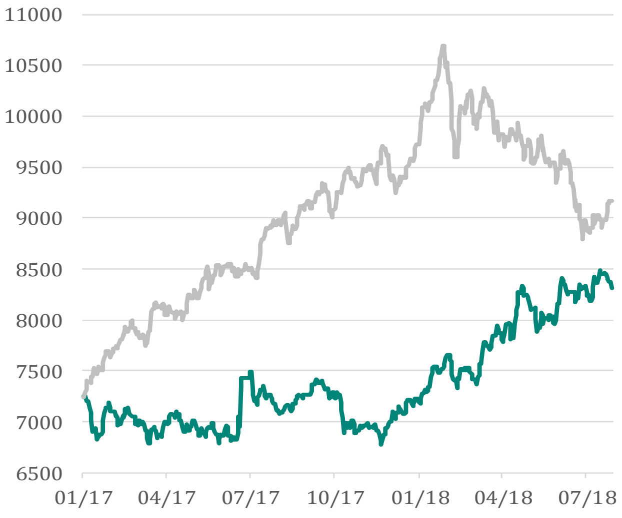
من المتوقع أن تتحسن الخلفية الأساسية للسوق السعودي على نحو ملحوظ في عامي 2018 و2019، فنتوقع نمو الأرباح للعام الجاري بنحو 7% استنادًا إلى نموذج الربحية التنازلي، كما نتوقع كذلك بلوغ معدل النمو 8% في العام القادم. ويشير هذا إلى بلوغ توقعات ربحية السهم على مؤشر تاسي في 2019 نحو 520 ريال سعودي متجاوزةً المستوى الأعلى المسُجل عند 513 ريال سعودي والمُحقَق في 2013. يجب النظر إلى هذا التطور الإيجابي على خلفية توقعات ارتفاع نمو الاقتصاد غير النفطي على مدار الـ 18 شهراً التالية (انظرْ الجزء الرابع).

كما نتوقع استمرار تفوق الأداء الجيد لمؤشر تاسي على نمو ربحية الأسهم على مدار الأشهر المقبلة، ما يشير إلى مضاعفة التقييمات. وقد أوضحنا بالفعل في نسخة التقرير الصادرة في فصل الربيع أن التدفق النقدي غير المسبوق من المستثمرين الأجانب في سياق الإدراج بالمؤشرات، والذي نتوقع أن يصل إلى ما بين 30 مليار دولار أمريكي و35 مليار دولار أمريكي تقريبًا، سيدفع بالسوق ليتجاوز القيمة العادلة الأساسية قبيل الإدراج الفعلي في 2019. ويمكن أيضًا رصد الزيادة الكبيرة في التقييمات بالنسبة إلى البلدان التي أُدرجت مؤخرًا على مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة لا سيما الإمارات العربية المتحدة وقطر في 2014 وباكستان في 2017.

تدفقات المستثمرين الأجانب من مؤسسات تدفع السوق

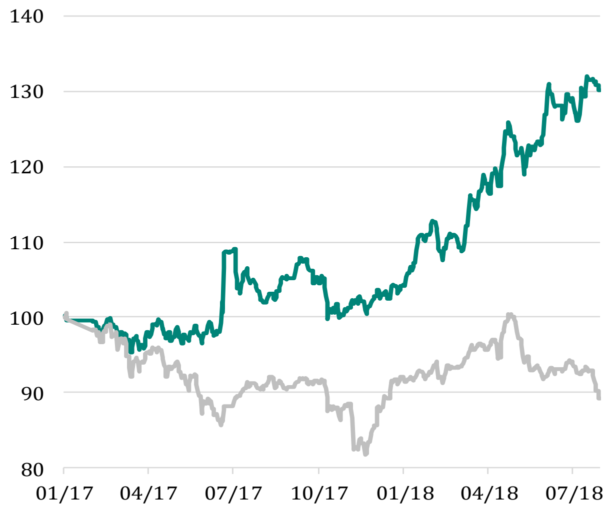
سجلت تدفقات رؤوس الأموال من المؤسسات الأجنبية - إلى الآن - نحو 3.4 مليار دولار أمريكي بالسوق السعودي على مدار العام الحالي. ونرى أن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية هذه يمثل دافعًا رئيسيًا للسوق المرتفعة التي شهدتها المملكة العربية السعودية. يتضح ذلك في ضوء الترابط بين صافي المشتريات الأسبوعية للمستثمرين الأجانب (حائزي اتفاقيات المبادلة والمستثمرين الأجانب المؤهلين) من ناحية والتغيرات الأسبوعية في مؤشر تاسي من ناحية أخرى (انظرْ الشكل 28). وتم تسجيل أكبر صافي مشتريات للمستثمرين الأجانب في شهري مارس وأبريل، وهي الفترة ذاتها التي حقق مؤشر تاسي فيها أكبر الأرباح. وفي الآونة الأخيرة، تراجع

الرسم البياني 26:
التباين بين مؤشر تاسي ومؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة - التلاقي



المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 27:
ترشيحات الإدراج في المؤشر تدفع السوق



المصدر: بلومبيرغ

صافي المشتريات إلى حد ما، كما استقر سوق الأسهم تبعًا لذلك.

لذلك، يبدو أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية المتوقعة في حدود 30 مليار دولار أمريكي على مدار 9-12 شهر القادمة ستستمر في تأثيرها الإيجابي على السوق. لتقييم احتمالات الارتفاع الناتجة عن هذه التدفقات، قد أشرنا بالفعل إلى حالة باكستان في الإصدار الأخير من هذا التقرير. وبتطبيق توسع مكرر الربحية المضاعف لسوق الأسهم الباكستاني حتى تاريخ الإدراج الفعلي للمؤشر على حالة مؤشر تاسي، فإنه سيُترجم إلى مستوى سعر يفوق 9500 نقطة حتى ربيع 2019. نرى في ذلك تصورًا معقولاً وإن كان من الضروري عدم التسليم بنتائج لمثل هذه المقارنات مع الأسواق الأخرى.

نرى أن الخطر الرئيسي لهذا التصور هو التصحيح المطول والقوي لأسواق الأسهم بالنسبة إلى الأسواق الناشئة مصحوبًا بتدفقات كبيرة خارج فئة الأصول هذه، حيث يساهم ذلك مساهمة كبيرة في تقليل إجمالي الأصول بالأسواق الناشئة وبالتالي تقل التدفقات الرأسمالية الأجنبية المتوقعة ذات الصلة بالإدراج في مؤشر الأسواق الناشئة.

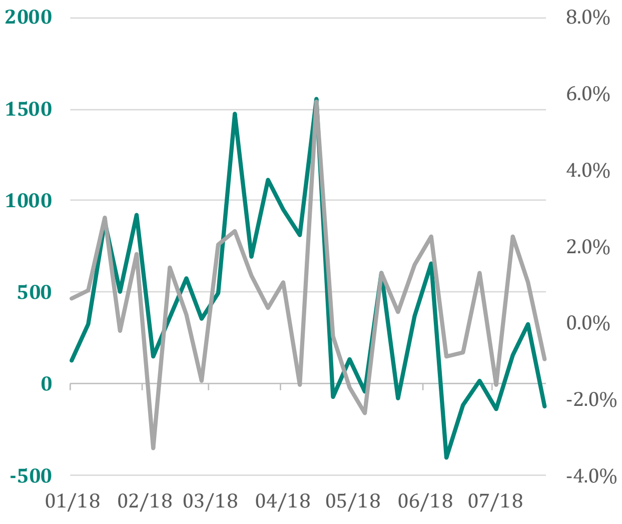
بالإضافة لذلك، ينبغي ملاحظة أنه بعد الإدراج بالمؤشر مباشرة تشهد كل البلدان المعنية جني الأرباح بنسب كبيرة مما يؤدي - بشكل جزئي - إلى تصحيحات كبيرة. ومع ذلك، حالة سوق الأسهم السعودي ستكون مختلفة حيث لا يوجد تاريخ واحد للإدراج بالمؤشر وإنما سلسلة من عمليات الإدراج الجزئية في مؤشر مورجان ستانلي للأسواق العالمية ومؤشر فوتسي خلال الفترة من مارس إلى ديسمبر 2019.

حصة أكبر للمستثمرين الأجانب

فضلاً عن زيادة المستثمرين الأجانب لصافي تعاملاتهم في الأسهم السعودية على مدار 2018، كانوا متداولين نشطاء للغاية خلال الفترة ذاتها. في يونيو، انخفض صافي مشتريات هؤلاء المستثمرين في حين وصل إجمالي قيمة تداولاتهم (المشتريات والمبيعات معًا) 8.3% من إجمالي قيم التداول بالسوق وذلك مقارنة بامتلاكهم 1.8% فقط. وستزداد نسبة امتلاك هؤلاء المستثمرين الأجانب (بما في ذلك الشركاء الاستراتيجيين وغيرهم) من 5% حاليًا من رأس المال المتداول في السوق إلى حوالي 11% بنهاية 2019. ومقارنة مع أسواق الأسهم الأخرى نجد أن هذه الزيادة في الملكية لصالح المستثمرين الأجانب لا تزال هي الأدنى على الصعيد الدولي (انظرْ الشكل 29)، حيث تبلغ ملكية المستثمرين الأجانب في الأسواق الناشئة الأكثر نضجًا كجنوب أفريقيا أو المكسيك أو كوريا الجنوبية ما بين 30% و40%. بالنظر إلى الجهود الدؤوبة التي تبذلها السلطات السعودية لإعادة تشكيل سوق رأس المال المحلي من أجل تعزيز إمكانات جذب المستثمرين الأجانب بشكل مستدام، يُرجح أن تواصل معدلات ملكية المستثمرين الأجانب للأسهم السعودية الارتفاع بعد الإدراج الفعلي في المؤشر.

استنادًا إلى التجارب السابقة من المرجح أن يكون نشاط التداول لهؤلاء المستثمرين أكبر من حصتهم في الملكية على نحو غير متناسب. وسيكون لذلك تداعيات كبيرة على نمط التداول بالسوق على المدى المتوسط. ومن المتوقع أن يشهد مؤشر تداول، الذي لا يزال يسيطر فيه مستثمري التجزئة ومستثمري القطاع الخاص على التداولات في هذه المرحلة، مزيدًا من الاحترافية مع الزيادة الكبيرة في نشاط التداول المؤسسي.

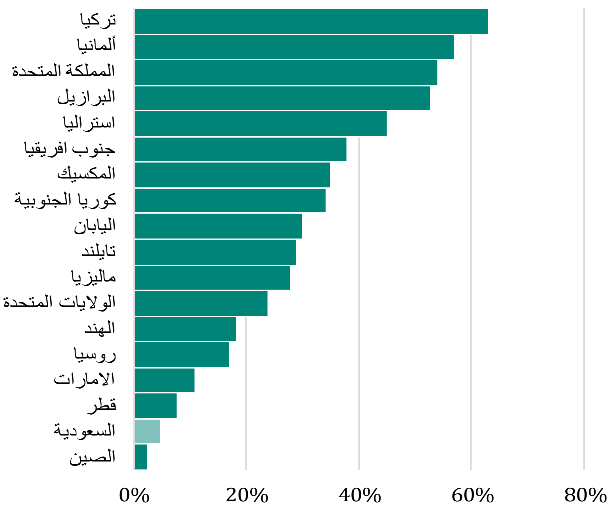
الرسم البياني 28:
تدفقات مستثمري المؤسسات الأجانب تدفع السوق



■ صافي المشتريات الأسبوعية لحائزي اتفاقيات المبادلة والمستثمرين الأجانب المؤهلين بالمليون ريال سعودي، المحور الأيسر.
■ نسبة التغير الأسبوعي في مؤشر تاسي، المحور الأيمن.

المصدر: تداول، بلومبيرغ

الرسم البياني 29:
الملكية الأجنبية لأسواق الأسهم المختارة



■ ملكية المستثمرين الأجانب للأسهم المدرجة كنسبة مئوية من إجمالي رأس مال السوق

المصدر: مصادر متعددة

اداء اسواق الاسهم

	2015	2016	2017	H1 18
العالم MSCI) لكل دول العالم)	**-4.3**	**5.6**	**21.6**	**-1.5**
الاقتصادات المتقدمة (MSCI)	**-2.7**	**5.3**	**20.1**	**-0.7**
الولايات المتحدة (S&P500)	-0.7	9.5	19.4	1.7
منطقة اليورو (EuroStoxx)	8.0	1.5	10.1	-2.2
اليابان (Topix)	9.9	-1.9	19.7	-4.8
المملكة المتحدة (FTSE100)	-4.9	14.4	7.6	-0.7
الاسواق الناشئة (MSCI)	**-17.0**	**8.6**	**34.4**	**-7.7**
الصين (CSI300)	5.6	-11.3	21.8	-12.9
الهند (Sensex)	-5.0	2.0	27.9	4.0
روسيا (Micex)	26.1	26.8	-5.5	8.8
البرازيل (Ibovespa)	-13.3	38.9	26.9	-4.8
المملكة العربية السعودية (Tadawul)	-17.1	4.3	0.2	15.1

مؤشر MSCI بالدولار الامريكي، كل بالمؤشرات الأخرى بالعملة المحلية، تغير الاسعار هي صافي الارباح.

تقييم اسواق الاسهم

	PE 17	PE 18	PB 18	RoE 18
العالم MSCI) لكل دول العالم)	**20.6**	**15.3**	**2.2**	**10.5**
الاقتصادات المتقدمة (MSCI)	**21.5**	**15.9**	**2.3**	**10.6**
الولايات المتحدة (S&P500)	22.5	17.1	3.1	13.9
منطقة اليورو (EuroStoxx)	19.6	14.2	1.6	8.0
اليابان (Topix)	16.3	13.5	1.3	7.7
المملكة المتحدة (FTSE100)	23.0	13.8	1.8	7.8
الاسواق الناشئة (MSCI)	**15.7**	**11.9**	**1.6**	**9.9**
الصين (CSI300)	16.8	11.8	1.6	9.4
الهند (Sensex)	23.2	18.5	2.7	11.6
روسيا (Micex)	7.2	5.8	0.7	10.2
البرازيل (Ibovespa)	18.9	11.0	1.5	8.0
المملكة العربية السعودية (Tadawul)	17.1	15.4	1.8	10.6

بتاريخ 30 يونيو 2018م
نسبة السعر / ربحية (PE)، نسبة السعر / القيمة الدفترية (PB)، العائد على حقوق المساهمين (RoE)
جميع الأرقام مبنية على تقديرات إجماع المحللين، بلومبرغ

اسعار الفائدة للبنك المركزي

	2015	2016	2017	*2018f*
الاقتصادات المتقدمة				
الولايات المتحدة الامريكية	0.50	0.75	1.50	*2.50*
منطقة اليورو	0.05	0.00	0.00	*0.00*
اليابان	0.10	-0.10	-0.10	*0.00*
المملكة المتحدة	0.50	0.25	0.50	*0.75*
اسواق الاقتصادات الناشئة				
الصين	4.35	4.35	4.35	*4.35*
الهند	6.75	6.25	6.00	*6.45*
روسيا	11.00	10.00	7.75	*7.10*
البرازيل	14.25	13.75	7.00	*6.70*
المملكة العربية السعودية	2.00	2.00	2.00	*3.00*

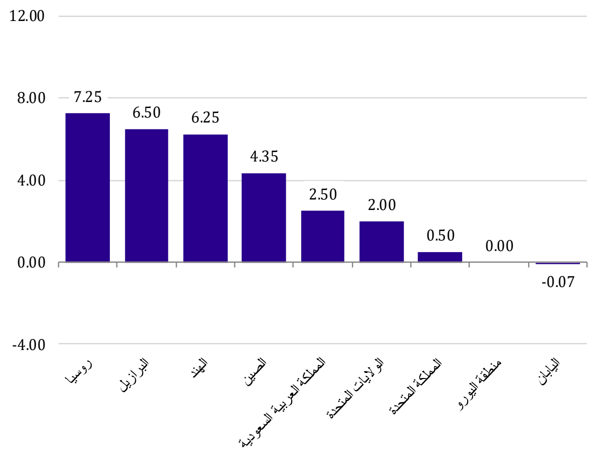
نهاية الفترة
** توقعات 2018 م*

عوائد السندات الحكومية لمدة 10 سنوات

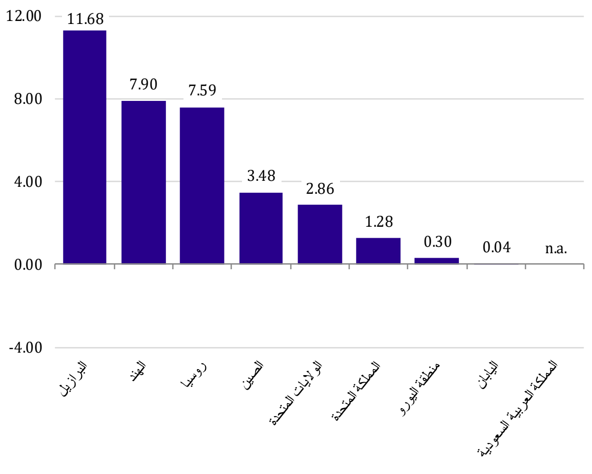
	2015	2016	2017	*2018f*
الاقتصادات المتقدمة				
الولايات المتحدة الامريكية	2.27	2.45	2.41	*3.20*
منطقة اليورو	0.63	0.20	0.42	*0.60*
اليابان	0.26	0.05	0.05	*0.12*
المملكة المتحدة	1.96	1.24	1.19	*1.75*
اسواق الاقتصادات الناشئة				
الصين	2.86	3.06	3.90	*3.70*
الهند	7.76	6.51	7.33	*7.80*
روسيا	9.39	8.29	7.43	*7.25*
البرازيل	16.51	11.40	9.80	*10.35*
المملكة العربية السعودية	n.a.	n.a.	n.a.	*n.a.*

نهاية الفترة
** توقعات 2018 م*

اسعار الفائدة للبنك المركزي (بتاريخ 30 يونيو 2018م)



عوائد السندات الحكومية (بتاريخ 30 يونيو 2018م)



المصدر: بلومبيرغ، توقعات الرياض المالية

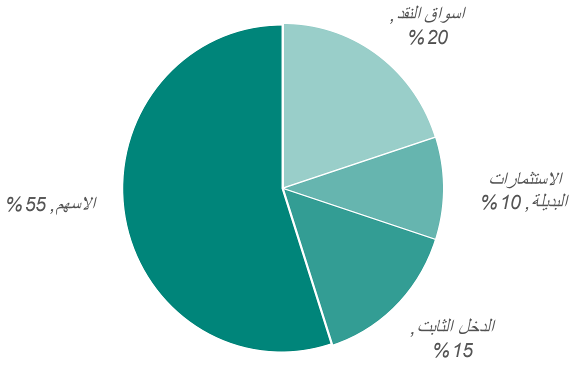
الجزء السادس: توزيع الاصول

توزيع الاصول المقترح للمستثمر المتوازن

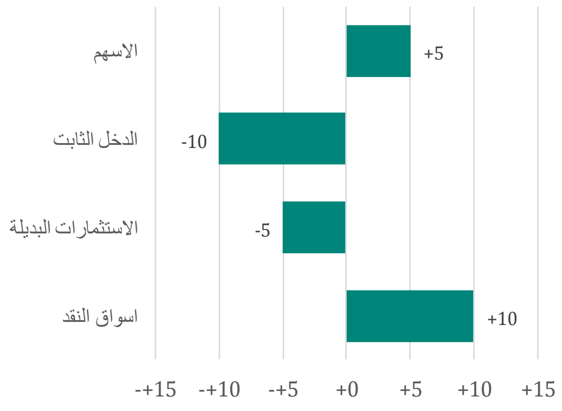
توزيع الاصول المقترحة ادناه مصمم للمستثمر الذي يهدف للاستثمار في محفظة "متوازنة". وينعكس هذا في التوزيع الاستراتيجي للأصول وهي الهيكلة الامثل للمحفظة الاستثمارية على اساس خصائص المخاطر / العوائد طويلة الاجل (أكثر من 5 سنوات) لجميع فئات الاصول. بالإضافة إلى التوزيع التكتيكي للأصول في المحفظة المتوازنة والذي يشتمل في هذا التقرير على وجهت النظر الاستثمارية على المدى القصير والمتوسط، وتفسر كزيادة او تقليل في الوزن لكل فئة من فئات الاصول مقارنة بحصتها الاستراتيجية. وبالتالي، فإن زيادة او تقليل الأوزان تعكس الجاذبية النسبية للفئات الاصول المختلفة من منظور تكتيكي.

فئة الاصول	التوزيع التكتيكي	التوزيع الاستراتيجي	زيادة / تقليل الوزن
الاسهم	**55**	**50**	**+5**
المملكة العربية السعودية	30	25	+5
دول مجلس التعاون الخليجي - الاخرى	5	5	0
الولايات المتحدة الامريكية	13	10	+3
اوروبا	4	4	0
آسيا / اليابان	3	3	0
الاسواق الناشئة	0	3	-3
الدخل الثابت	**15**	**25**	**-10**
سندات عالية الجودة	5	15	-10
السندات ذات العائد المرتفع	5	5	0
سندات الاسواق الناشئة	5	5	0
الاستثمارات البديلة	**10**	**15**	**-5**
صناديق التحوط / الاسهم الخاصة	5	5	0
العقارات	5	5	0
السلع / المعادن الثمينة	0	5	-5
اسواق النقد	**20**	**10**	**+10**
نقد "ريال سعودي"	20	10	+10
الاجمالي	**100**	**100**	**0**

اجمالي توزيع الاصول
(30 يونيو 2018)



زيادة / تقليل الوزن
(التوزيع التكتيكي مقابل الاستراتيجي)



بيان إخلاء المسؤولية:

تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير بحسن نية من مصادر عامة مختلفة يعتقد بأنه موثوق بها. في حين اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير هي دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذه الوثيقة هي عادلة ومعقولة، ومع ذلك فأن الرياض المالية لا تضمن دقة البيانات والمعلومات المقدمة ، وعلى وجه الخصوص، الرياض المالية لا تتعهد أن المعلومات الواردة في هذا التقرير هي كاملة أو خالية من أي خطأ. هذا التقرير ليس، وليس المقصود به أن يفسر على أنه، عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية. وبناء عليه، فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة، عدالة ، أو اكتمال المعلومات التي يحتوي عليها هذا التقرير. الرياض المالية تخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو محتوياته، و لن تكون الرياض المالية مسؤولة ولن يكون أي من منسوبي الرياض المالية من مدراء ، ومسؤولين، و موظفين مسؤولين في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير. الرياض المالية أو موظفيها أو احد أو أكثر من الشركات التابعة لها قد يكون لهم استثمارات في الأوراق المالية أو الأصول الأخرى المشار إليها في هذا التقرير.

الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة الرياض المالية - كما في تاريخ هذا التقرير فقط - وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار. ليس هنالك أي ضمان بأن النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متسقة مع أية آراء او التنبؤات او التوقعات واردة في هذا التقرير، و ما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي.

القيمة لأي، أو الدخل من أي، من الاستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و / أو تتأثر بالتغييرات. الأداء السابق ليس بالضرورة مؤشرا للأداء المستقبلي. وفقا لذلك، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل.

هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام ولا يعتبر ظروف ، وأهداف ، ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين. ولذلك، فإنه لا يقصد بهذا التقرير تقديم مشورة في مجال الاستثمار ولا يأخذ بعين الاعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الاستثمارية الخاصة و/أو الاحتياجات الخاصة بالقارئ . قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على القارئ الحصول على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والقانونية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة.

لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كليا أو جزئيا، وجميع المعلومات و الآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.

*التقرير صادر من قبل الرياض المالية

الرياض المالية هي شركه سعودية مساهمة مقفلة برأس مال مدفوع 200 مليون ريال سعودي ، وبموجب السجل التجاري رقم 1010239234 ، والمرخص لها بموجب نظام هيئة السوق المالية ، ترخيص رقم 37-07070، الإدارة العامة: 6775 شارع التخصصي – العليا. الرياض 3712-12331، المملكة العربية السعودية . الموقع الالكتروني www.riyadcapital.com