

آفاق الاستثمار العالمية

الربع الأول 2019

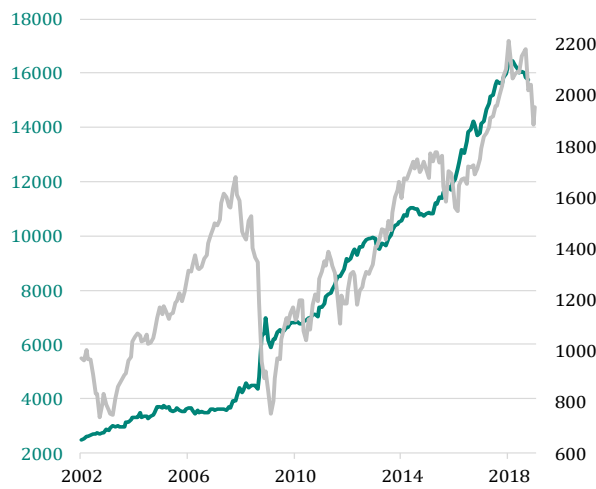


د. هانز بيتر هوبر
الرئيس الأول للاستثمار
الرياض المالية
6775 شارع التخصصي - العليا
الرياض 12331-3712
rcciooffice@riyadcapital.com

تزامن تباطؤ النمو العالمي من جديد في عام 2019

- التباطؤ في نمو الاقتصاد العالمي والذي بدأ في النصف الثاني من عام 2018 سيواصل الظهور في عام 2019. كما أن حالة عدم التيقن بما يتعلق بالنزاع التجاري بين الولايات المتحدة والصين تغيم على الآفاق الاقتصادية العالمية.
- كان تسارع نمو الاقتصاد الأمريكي في عام 2018 أمرًا مؤقتًا، إذ تشير معظم المؤشرات الأخيرة إلى تباطؤ ملحوظ في عام 2019. ولهذا سيتزامن الاقتصاد الأمريكي مرة أخرى مع دورة الأعمال العالمية وذلك بعد التباعد المؤقت في العام الماضي.
- اتخذ مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي مؤخرًا موقفًا أكثر مرونة على خلفية المؤشرات الاقتصادية الأخيرة. ونتوقع رفع أسعار الفائدة مرتين نهائيتين خلال هذا العام قبل أن تصل أسعار الفائدة الأمريكية إلى ذروتها في دورة أسعار الفائدة الحالية.
- توقعات بتسارع نمو الاقتصاد السعودي غير النفط في عام 2019 مدعومًا بسياسة مالية توسعية. كما سيشهد الاقتصاد الكلي تباطؤًا في النمو بشكل تدريجي بسبب انخفاض مساهمة قطاع النفط في ذلك النمو، وذلك على ضوء الانخفاض المتوقع في الإنتاج.
- تتألم أسواق الأسهم العالمية مع تطبيع السياسة النقدية بعد سنوات من تكوين السيولة بشكل مفرط (انظر الشكل أدناه). وعلى الرغم من أن التوقعات على المدى المتوسط لا تزال ضعيفة، إلا أن الانتعاش التدريجي بعد التصحيحات القوية يبدو أمرًا مرجحًا على المدى القصير.
- نتوقع أداء قوي لسوق الأسهم السعودي في عام 2019. ويستند هذا إلى التوقعات بشأن تحقيق نمو قوي للأرباح كما نتوقع أن تؤدي عملية إدراج مؤشرات الأسواق الناشئة الرئيسية إلى بعض التوسع المتعدد في التقييم خلال العام.

الأسهم مدفوعة بفائض السيولة العالمية



■ مؤشر مورغان ستانلي للأسهم العالمية، المحور الايمن

■ الميزانية الموحدة للبنوك المركزية الرئيسية، مليار دولار، المحور الايسر
(الاحتياطي الفيدرالي، المركزي الأوروبي، المركزي الياباني، المركزي البريطاني، المركزي السويسري)

جدول المحتويات:

الجزء الأول:

2 الاقتصاد العالمي

الجزء الثاني:

5 اسواق النفط

الجزء الثالث:

7 الاقتصاد السعودي

الجزء الرابع:

9 الأسواق المالية العالمية

الجزء الخامس:

12 سوق الاسهم السعودية

الجزء السادس:

15 توزيع الاصول

على مدى السنوات العشر الماضية، كان المحرك الرئيسي للأسهم العالمية هو إنشاء السيولة على نحو غير مسبوق من قبل البنوك المركزية الرئيسية في إطار برامج التيسير الكمي الخاصة بها.

المصدر: بلومبيرغ

الجزء الأول: الاقتصاد العالمي

تباطؤ حالي في النمو العالمي

الإيجابية في الأسواق المالية العالمية، وعلى وجه الخصوص التطور في معظم أسواق العقارات. وقد ضعفت بالفعل الدوافع الإيجابية لهذه العوامل إلى حد كبير لبعض الوقت، بل وتطورت إلى دوافع سلبية مما يشير إلى تباطؤ واضح في النمو الاقتصادي العالمي في مرحلة مبكرة.

وبالإضافة إلى هذه العوامل الاقتصادية يمكن أن تؤدي القضايا السياسية المتزايدة إلى تزايد التباطؤ الكلي. وينطبق هذا في المقام الأول على النزاع التجاري بين الولايات المتحدة والصين. ومع قيام البلدين بفرض رسوم تجارية عقابية، فإن العواقب الأولى لهذه السياسة التجارية التقييدية على الاقتصاد المحلي لكلا البلدين باتت واضحة بالفعل بنهاية عام 2018. ولا تزال نتيجة استئناف المفاوضات خلال الربع الأول من عام 2019 غير مؤكدة إلى حد كبير.

وبالإضافة إلى هذا، فإن أوروبا تعد موضعاً آخر لعدم التيقن السياسي. أولاً يمكن أن يكون لإمكانية خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي وتركها بدون إطار تعاقدي تأثيرات سلبية دائمة على المملكة المتحدة وأوروبا. بالإضافة إلى ذلك يمكن أن تتفاقم الخلافات بين بعض الحكومات الوطنية والاتحاد الأوروبي، كما هو الحال في الميزانية المالية الإيطالية، مع وجود تداعيات سلبية على الأسواق المالية. وعلى هذه الخلفية فإننا نعتبر أن التوقعات الحالية للإجماع بنسبة 3.5٪ للنمو العالمي في عام 2019 ستكون متفائلة إلى حد ما ونرى أن المخاطر ستكون متجهة للانخفاض.

الاقتصاد الأمريكي يتباطأ بالتوازي مع الاقتصاد العالمي

شهد الاقتصاد الأمريكي في العام الماضي تسارعاً في النمو إلى ما يقرب

أوضحت البيانات الاقتصادية التي صدرت مؤخراً أن نمو الاقتصاد العالمي شهد تباطؤاً كبيراً في النصف الثاني من عام 2018. وفي حين أن نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، استناداً إلى تقديراتنا قد وصل إلى قمة دورية بأكثر من 4٪ بحلول منتصف العام الماضي، فقد انخفض بشده إلى 3.6٪ في الربع الثالث (انظر الشكل 1). وكان هذا التباطؤ في النمو واسع النطاق جغرافياً، إذ أثر على منطقة اليورو واليابان وكندا من بين الاقتصادات المتقدمة وبلدان مثل الصين والهند وروسيا وكوريا من بين الأسواق الناشئة.

وتشير المؤشرات المختلفة للنشاط الاقتصادي العالمي إلى المزيد من التباطؤ بنهاية العام الماضي وخلال عام 2019. واستناداً إلى مؤشر مديري المشتريات الصناعي العالمي، فقد تباطأ نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي على الأرجح إلى نحو 3.5٪ بنهاية عام 2018 (انظر الشكل 1). وبالنسبة لعام 2019 قد تم تخفيض التوقعات بشكل ملحوظ في الأشهر الأخيرة. ووفقاً لإجماع الاقتصاديين في بلومبرغ، من المتوقع أن يصل نمو الاقتصاد العالمي إلى 3.5٪ مقارنة بالـ 3.7٪ قبل عدة أشهر فقط (انظر الجدول 1).

وقد أشرنا في الإصدارات السابقة من هذا التقرير إلى أسباب التحسن الدوري للاقتصاد العالمي على مدى العامين الماضيين، وتوقعنا سيناريو حدوث تباطؤ كبير في النمو الاقتصادي خلال عام 2018 في مرحلة مبكرة. ومن وجهة نظرنا تمثلت الدوافع الرئيسية للنمو في السنوات الأخيرة في التحفيز المالي الإيجابي في معظم الاقتصادات، والسياسة النقدية التيسيرية بشكل كبير للبنوك المركزية الكبرى، والبيئة شديدة

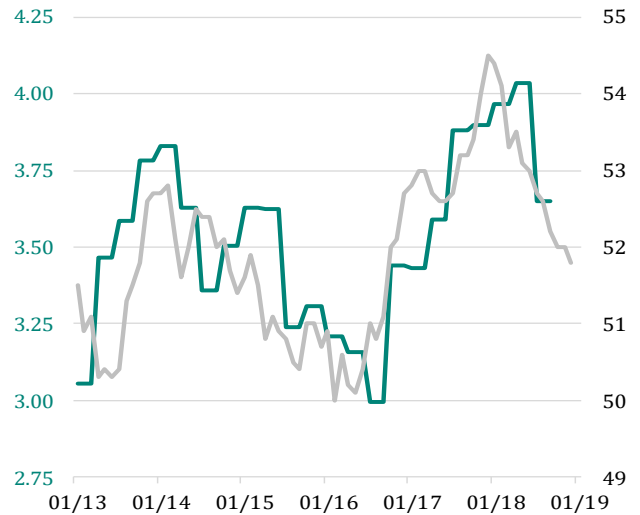
الجدول 1:
توقعات نمو الناتج المحلي العالمي

	2016	2017	2018f	2019f
العالمي	3.2	3.7	3.7	3.5
الاقتصادات المتقدمة	1.7	2.4	2.3	2.1
الولايات المتحدة الأمريكية	1.6	2.2	2.9	2.6
منطقة اليورو	1.9	2.4	1.9	1.6
اليابان	0.6	1.9	0.9	0.9
المملكة المتحدة	1.8	1.8	1.3	1.5
اقتصادات الأسواق الناشئة	4.4	4.9	5.0	4.9
الصين	6.7	6.9	6.6	6.2
الهند	7.1	6.7	7.3	7.3
روسيا	0.3	1.6	1.7	1.5
البرازيل	-3.3	1.1	1.3	2.5
المملكة العربية السعودية	1.7	-0.9	2.4	2.1

توقعات إجماع الاقتصاديين في بلومبرغ، المملكة العربية السعودية: توقعات الرياض المالية

المصدر: صندوق النقد الدولي، تقديرات الرياض المالية

الرسم البياني 1:
تباطؤ النمو العالمي في النصف الثاني من 2018



■ مؤشر مديري المشتريات العالمي للتصنيع (ديسمبر 2018)، المحور الأيمن
■ نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي العالمي، % على أساس سنوي (الربع الثالث من 2018)، المحور الأيسر
(أعلى 20 اقتصاداً تغطي 75٪ من الناتج المحلي الإجمالي العالمي)

المصدر: بلومبيرغ، صندوق النقد الدولي، أي آتش اس ماركيت، الرياض المالية

عام 2018. ولا تزال التوقعات بشأن حدوث زيادة إضافية واحدة في أسعار الفائدة خلال 2020 كما هي بدون تغيير (انظر الشكل 2). ومن وجهة نظرنا فإن تخفيض مرات رفع أسعار الفائدة المتوقعة إلى مرتين خلال عام 2019 يعد سيناريو واقعي على خلفية التباطؤ المتوقع في النمو. ومن ناحية أخرى لا نتوقع أي ارتفاع آخر في أسعار الفائدة خلال عام 2020، وهو ما يعني أن أسعار فائدة صندوق الاحتياطي الفيدرالي ستصل إلى ذروتها عند 3.0% في عام 2019.

وفي الوقت نفسه سيواصل مجلس الاحتياطي الفيدرالي في تقليص ميزانيته العمومية خلال عام 2019 وفق المسار الذي تم تحديده وتهيئته في الربع الأخير من عام 2017. وقد تضخمت الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي بدرجة كبيرة نتيجة لعدة برامج للتيسير الكمي على مدى السنوات العشر الماضية (انظر الشكل 3). وعلى الرغم من أن رئيس الفيدرالي الأمريكي جيروم باول أعرب عن بعض المرونة في تنفيذ هذه الاستراتيجية، فإننا نتوقع أن يلتزم الاحتياطي الفيدرالي على نطاق واسع بخطته بمواصلة تقليص ميزانيته العمومية تحت الظروف العادية لكل من الاقتصاد الكلي والسوق.

ويشير هذا التخفيض في الميزانية بالفعل إلى نقطة تحول في السياسة النقدية. وينطبق هذا أيضًا على البنوك المركزية الرئيسية الأخرى، والتي نفذت في السابق برامج تيسير كمي، مما أدى إلى تضخم الميزانيات العمومية لتلك البنوك المركزية. وفي غضون ذلك علق البنك المركزي الأوروبي شراءه للسندات في نهاية عام 2018 ويحتفظ حاليًا بميزانيته عند مستوى ثابت. يمكن تصور تخفيض الميزانية العامة في مرحلة لاحقة على الرغم من أن التوقيت والتنفيذ لم يتحددوا بعد في هذه المرحلة. والبنوك المركزية الأخرى في مرحلة مماثلة في هذه العملية. وأخيرًا قام البنك المركزي الياباني وهو البنك المركزي الوحيد الذي لا يزال يبقي على

من 3.0% مخالفةً بذلك الاتجاه العالمي. ويرجع هذا في الأساس إلى الإصلاح الضريبي الذي أجرتها حكومة الرئيس ترامب في بداية عام 2018. ومع ذلك تشير البيانات الاقتصادية الأخيرة إلى تلاشي هذا التأثير تدريجيًا وأن الاقتصاد الأمريكي سينمو بمعدل أقل في عام 2019 أيضًا. وجاءت إشارة مقلقة بشكل خاص من مؤشر مديري المشتريات الصناعي الصادر عن معهد إدارة التوريدات، والذي انخفض بما لا يقل عن 5.2 نقطة على أساس شهري في ديسمبر. وكان آخر انخفاض بمثل هذا المدى قبل عشر سنوات خلال الركود العظيم. إلا أن المؤشرات الاقتصادية الأخرى مثل الطلبات على السلع المعمرة أو مبيعات التجزئة تشير بشكل متزايد إلى حدوث تباطؤ في النمو.

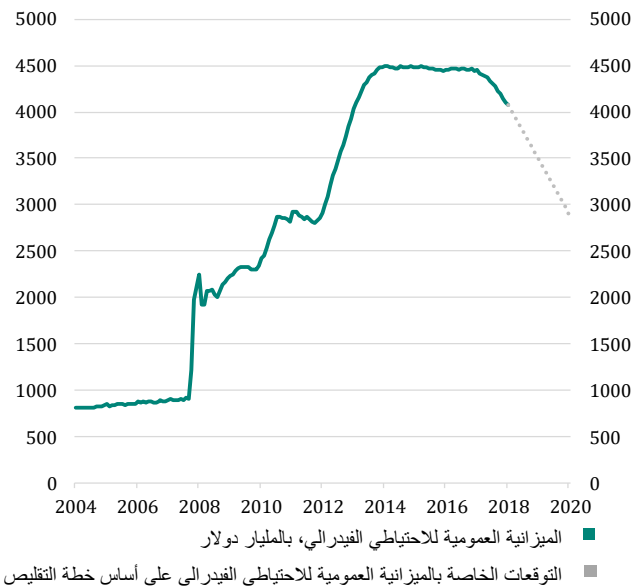
وعلى خلفية تباطؤ الاقتصاد الأمريكي من المهم ملاحظة أن النطاق المالي للحكومة الأمريكية لتحفيز الاقتصاد محدود للغاية في هذه المرحلة الحاسمة. وعلى وجه الخصوص ترك الإصلاح الضريبي الذي أدخل العام الماضي علامة واضحة على الميزانية المالية. واتسع العجز الفيدرالي إلى 4.3% من الناتج المحلي الإجمالي بنهاية عام 2018 بعد أن كان قريباً من 2% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2016.

موقف أكثر مرونة من قبل الفيدرالي الأمريكي

أثرت المؤشرات المتزايدة على التباطؤ الملحوظ في النمو بالولايات المتحدة على التقييم الاقتصادي للاحتياطي الفيدرالي الأمريكي. وفي ديسمبر خفض مسؤولو الاحتياطي الفيدرالي توقعاتهم الفصلية لمعدلات الفائدة المستقبلية في عامي 2019 و2020. ويتوقع مسؤولو البنك المركزي الأمريكي الآن رفع سعر الفائدة مرتين على مدار عام 2019، في حين كان من المتوقع القيام برفع أسعار الفائدة ثلاث مرات في صيف

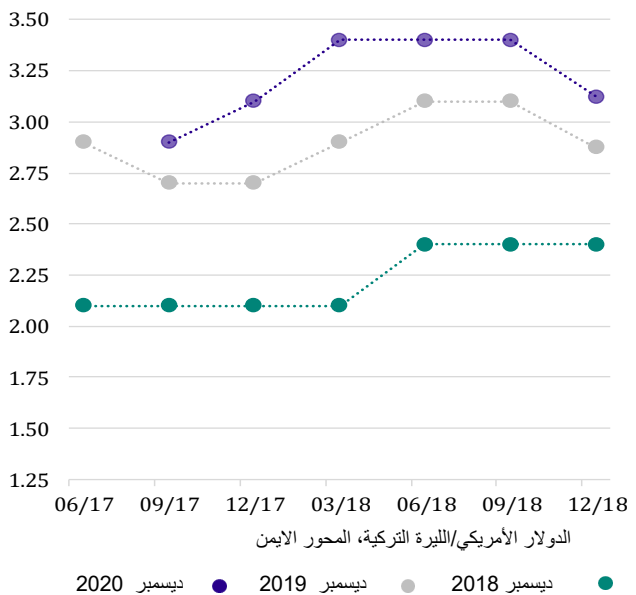
الرسم البياني 3:

التزام الاحتياطي الفيدرالي بخطة تقليص الميزانية العمومية



الرسم البياني 2:

توقعات مسؤولي الاحتياطي الفيدرالي بشأن أسعار الفائدة



إن الآثار على المدى المتوسط لحساب جاري متوازن أو حتى سلبي في الصين مهمة بالنسبة للصين وأيضاً بالنسبة لبقية العالم. كان تدفق رأس المال الهائل لعدة سنوات نتيجة لهذا الفائض في الحساب الجاري بمثابة عامل دعم يساعد على استقرار الاقتصاد المحلي والقيمة الخارجية للعملة الصينية. وبدون تدفق رأس المال هذا ستكون الحكومة الصينية أقل مرونة في الاستجابة للصددمات الاقتصادية. ويمكن أن تكون العواقب على المدى المتوسط على شكل ارتفاع في تقلبات الأعمال في الاقتصاد الصيني وزيادة تقلبات العملة الصينية، إذ سيكون لدى السلطات الصينية عدد أقل من الأدوات المتاحة لمواجهة الصدمات العالمية وستصبح عملية إدارة العملة أكثر صعوبة.

وفي الوقت نفسه سترجم الانخفاض في فائض الحساب الجاري إلى نقص في الصادرات الرأسمالية الصينية لتمويل حالات العجز الرئيسية في أماكن أخرى من العالم. وينطبق هذا أيضاً على وجه الخصوص في الولايات المتحدة. وفي الواقع تعد الصين حالياً أكبر مستثمر في سندات الخزنة الأمريكية ولهذا، فإن الإمداد المتزايد لسندات الحكومة الأمريكية نتيجة لارتفاع العجز المالي في السنوات القادمة يمكن أن يواجه طلباً أقل من الناحية الهيكلية مع احتمال أن تكون له آثار كبيرة على تكاليف تمويل الحكومة الأمريكية.

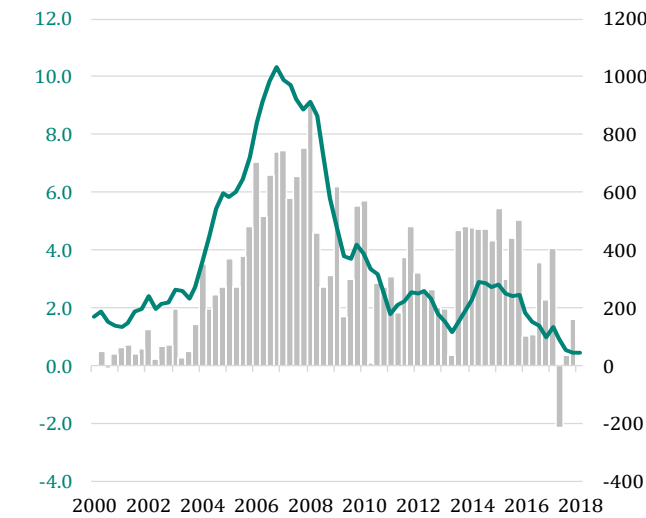
برنامج شراء بتخفيض مشترياته الشهرية بشكل ملحوظ منذ عام 2017. وبشكل عام سيكون لتطبيع الأوضاع النقدية والامتصاص التدريجي للسيولة الزائدة من قبل البنوك المركزية الكبرى أثراً هاماً على الأسواق المالية العالمية على المدى المتوسط.

تباطؤ النمو الصيني وتلاشي فائض الحساب الجاري

يؤثر التباطؤ الاقتصادي العالمي أيضاً على الاقتصاد الصيني. وتشير بعض المؤشرات حتى إلى تباطؤ متسارع في الصين بنهاية عام 2018. فعلى سبيل المثال انخفض مؤشر مديري المشتريات الصناعي الرسمي لشهر ديسمبر دون المستوى 50 ليصل إلى 49.4 نقطة، مما يشير إلى انكماش في الإنتاج، في حين ارتفع الإنتاج الصناعي بنسبة 5.4% فقط على أساس سنوي في شهر نوفمبر، لم يحدث هذا منذ 10 سنوات خلال الركود العظيم (انظر الشكل 4). وعلى خلفية هذا التطور الأخير بدأت الحكومة الصينية في مواجهة تدريجياً من خلال السماح بعجز أعلى قليلاً في الميزانية لعام 2019 وأيضاً من خلال تيسير الأوضاع النقدية بشكل معتدل. وعلى الرغم من ذلك يتوقع إجماع الاقتصاديين تباطؤ ملحوظ في النمو من 6.6% إلى 6.2% في عام 2019. وفي ضوء هذا الوضع الاقتصادي الكلي الهش تقريباً فإن الحكومة الصينية لديها بالتأكيد مصلحة حيوية في عدم زيادة تصعيد الحرب التجارية مع الولايات المتحدة.

ومن حيث الميزان الخارجي هناك ملاحظة مثيرة للاهتمام في 2018. ولأول مرة منذ أكثر من 20 عاماً تحول رصيد الحساب الجاري ربع السنوي إلى السلبية (انظر الشكل 5). وعلى الرغم من أن هذا قد يكون أمراً متطرفاً على المدى القصير، فإنه يشير إلى الاتجاه متوسط الأجل لتناقص فائض الحساب الجاري - وهو فائض وصل إلى ما لا يقل عن 10% من الناتج المحلي الإجمالي قبل 10 سنوات. إن هذا الفائض المتلاشي في الحساب الجاري ليس نتيجة للنزاع التجاري مع الولايات المتحدة، وإنما نتيجة للتحويل الهيكلي للصين من نموذج يقوم على التصدير إلى اقتصاد محلي مدفوع بالطلب.

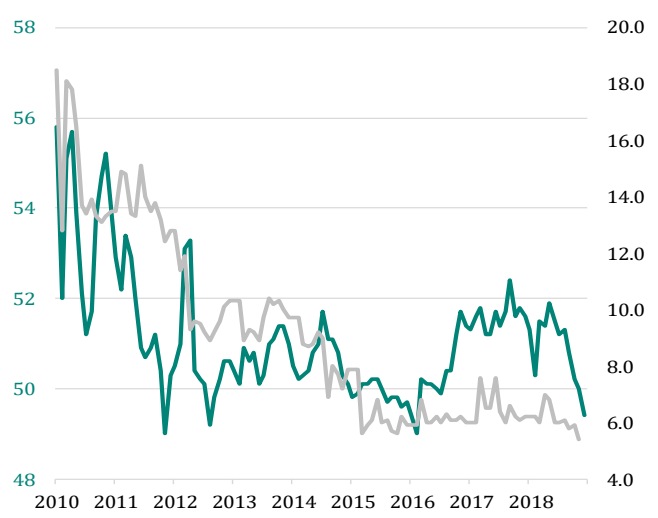
الرسم البياني 5:
تناقص فائض الحساب الجاري للصين



■ الحساب الجاري للصين في الربع الرابع، % من الناتج المحلي الإجمالي، المحور الأيسر
■ الحساب الجاري للصين، على أساس ربع سنوي، مليار يوان صيني، المحور الأيمن

المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 4:
التباطؤ الصناعي الصيني



■ مؤشر مديري المشتريات الصناعي في الصين، المحور الأيسر
■ الإنتاج الصناعي في الصين، % على أساس سنوي، المحور الأيمن

المصدر: بلومبيرغ

الجزء الثاني: سوق النفط

تقلبات أسواق النفط العالمية

وهو ما يشير عادةً إلى نقص في السوق. ومع التوسع الهائل في الإنتاج خلال شهر نوفمبر انخفضت أسعار العقود الفورية لأقل من أسعار العقود الأجلة، وعادةً ما يشير هذا إلى فائض في المعروض (انظر الشكل 7).

وأثرت هذه الاختلالات السوقية أيضاً على مخزونات النفط العالمية، إذ تسبب اتفاق خفض إنتاج أوبك عام 2016 وما نتج من نقص في إمدادات السوق إلى انخفاض في مخزون النفط لدى منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية من 3.1 مليار برميل إلى 2.8 مليار برميل في الفترة من ربيع عام 2017 إلى صيف عام 2018 (انظر الشكل 11). وأدى التوسع اللاحق في المعروض خلال النصف الثاني من عام 2018 بدوره إلى زيادة المخزون بنحو 100 مليون برميل من النفط في شهر نوفمبر من ذلك العام.

ضرورة القيام بخفض جديد في إنتاج أوبك

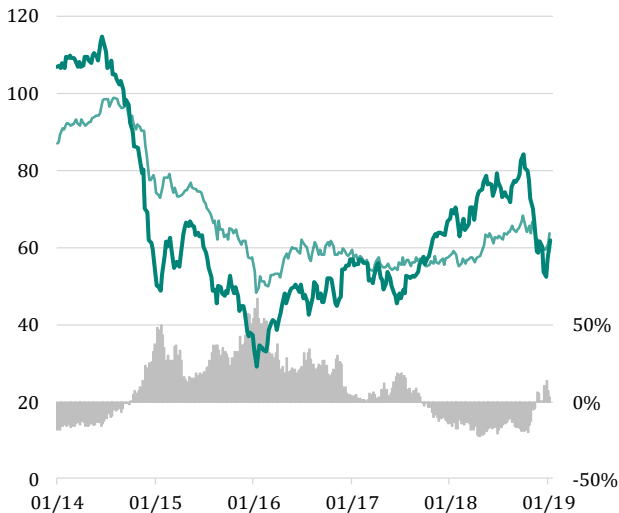
على هذه الخلفية وافق منتجو أوبك والدول الشريكة لها في نهاية نوفمبر على خفض آخر للإنتاج بمقدار 1.2 مليون برميل يوميًا وبدأوا التنفيذ بالفعل في ديسمبر (انظر الشكلين 8 و10). وأثر خفض المعروض هذا بالفعل على أسعار النفط، إذ ارتفع سعر خام برنت من 50 دولارًا إلى 60 دولارًا أمريكيًا خلال شهر يناير.

ونرى أن هذا الانخفاض في الإنتاج مطلوب في حقيقة الأمر من أجل إعادة التوازن للسوق خلال عام 2019. واستناداً إلى آخر التوقعات الصادرة عن وكالة الطاقة الدولية فإن نمو الطلب العالمي سيزيد بمقدار 1.4 مليون برميل يوميًا هذا العام. ومن ناحية أخرى من المتوقع أن يزيد المعروض من الدول خارج أوبك بمقدار 1.5 مليون برميل يوميًا. وقد تم تخفيض هذه التقديرات مؤخرًا بمقدار 0.4 مليون برميل يوميًا بسبب مشاركة روسيا في

مرت أسعار النفط العالمية بتقلبات كبيرة خلال الأشهر الاثني عشر الماضية. وخلال الفترة من مارس وحتى أكتوبر 2018 ارتفع سعر خام برنت من أقل من 70 دولارًا أمريكيًا إلى أكثر من 85 دولارًا أمريكيًا (انظر الشكل 6). وحدث هذا في مواجهة المخاوف المتزايدة من أن انقطاع إمدادات النفط الإيراني نتيجة استئناف العقوبات لا يمكن تعويضها بالكامل من جانب الدول المنتجة الأخرى مما يؤدي إلى نقص في الإمدادات العالمية. ومع ذلك وعلى الرغم من توقعات السوق العامة انخفضت أسعار النفط بشكلٍ حاد بنحو 40% في الربع الرابع من 2018 لخام برنت إلى مستوى 50 دولار للبرميل.

وفي تصورنا هناك عاملين أساسيين لهذا التصحيح الهائل في الأسعار. أولاً وقيل فرض العقوبات على إيران في بداية شهر نوفمبر منحت الحكومة الأمريكية استثناءً مؤقتاً لبلدان محددة وسمحت لها باستيراد النفط الإيراني. ثانياً توسع الأعضاء الآخرون بمنظمة أوبك في إنتاجهم للحد الذي زاد فيه إنتاج أوبك بنحو 1.0 مليون برميل يومياً من مايو وحتى نوفمبر، على الرغم من أنه وفي نفس الفترة سجلت إيران بالفعل تراجعاً في الإنتاج بأكثر من 700 ألف برميل يومياً (انظر الشكلين 8 و9). وجاء الجزء الأكبر من هذه الزيادة من المملكة العربية السعودية، والتي زادت من إنتاجها بمقدار مليون برميل يومياً إلى أكثر من 11 مليون برميل يومياً (انظر الشكل 10). ومع التوسع الهائل المتزامن في المعروض بنحو 700 برميل يومياً من قبل منتجي النفط الصخري بالولايات المتحدة فقد تسبب هذا في زيادة كبيرة في المعروض في سوق النفط العالمية خلال الربع الأخير من عام 2018. وقيل ذلك عانى السوق من نقص كبير في الإمدادات مما أدى إلى ارتفاع أسعار النفط. وانعكست هذه الظروف المتغيرة في السوق أيضاً على هيكل العقود الأجلة لأسعار النفط. وكانت أسعار عقود النفط الأجلة ذات الأجل الأطول لا تزال أقل بكثير من الأسعار الفورية في موسم الربيع،

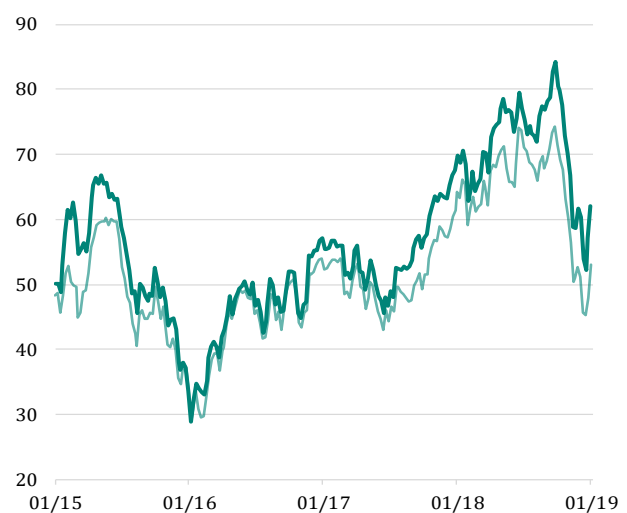
الرسم البياني 7:
انتقال سوق النفط من حالة التراجع إلى التأجيل



■ السعر الفوري لخام برنت، المحور اليايسر
■ السعر الأجل لخام برنت لخمس سنوات، المحور اليايسر
■ هامش العقود الأجلة لخمس سنوات مقابل السعر الفوري، %، المحور اليايمن

المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 6:
تقلبات سوق النفط



■ سعر خام برنت
■ سعر نفط غرب تكساس الوسيط

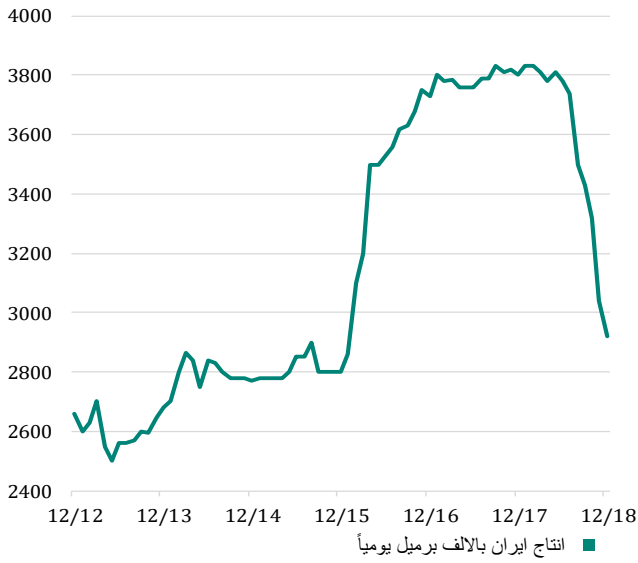
المصدر: بلومبيرغ

لبعض الدول لن يتم تجديدها في شهر مايو من هذا العام، مما سيزيد من خفض الإنتاج وبالتالي دعم السوق.

وفي ظل هذا السيناريو الأساسي، نتوقع أن تشهد أسعار برنت تقلبات بشكل كبير في نطاق 60-70 دولارًا أمريكيًا، ونتوقع أن يصل متوسط سعر خام برنت إلى 65 دولارًا أمريكيًا. وبالنسبة لخام غرب تكساس الوسيط نتوقع أن يبلغ متوسط سعره 57 دولارًا أمريكيًا في 2019.

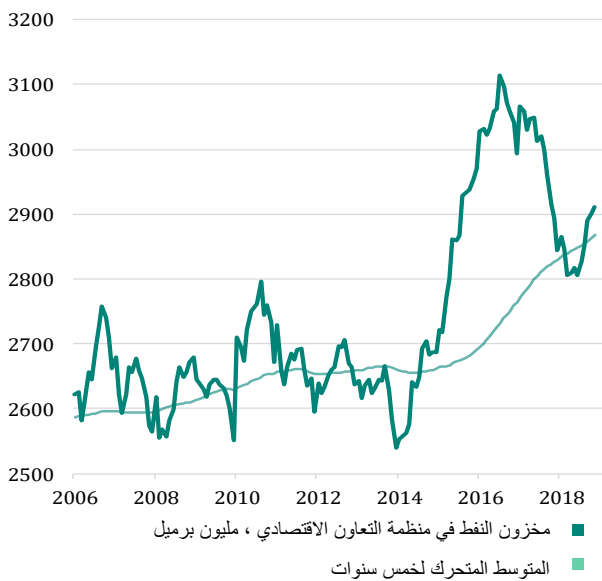
اتفاق خفض إنتاج أوبك، وأيضًا خفض الإنتاج المتوقع في كندا بسبب مشكلات لوجستية. وبالنظر إلى الفائض المقدر في المعروض بحوالي 600 ألف برميل يوميًا خلال عام 2018، فإن الخفض المتصور في الإنتاج من جانب أوبك سيكون كافيًا لتحقيق التوازن العام للسوق في عام 2019. يفترض هذا السيناريو الأساسي بالإضافة إلى ذلك أن الاستثناءات الممنوحة من العقوبات الإيرانية والتي منحتها حكومة الولايات المتحدة

الرسم البياني 9:
انخفاض إنتاج النفط الإيراني المتأثر بالعقوبات



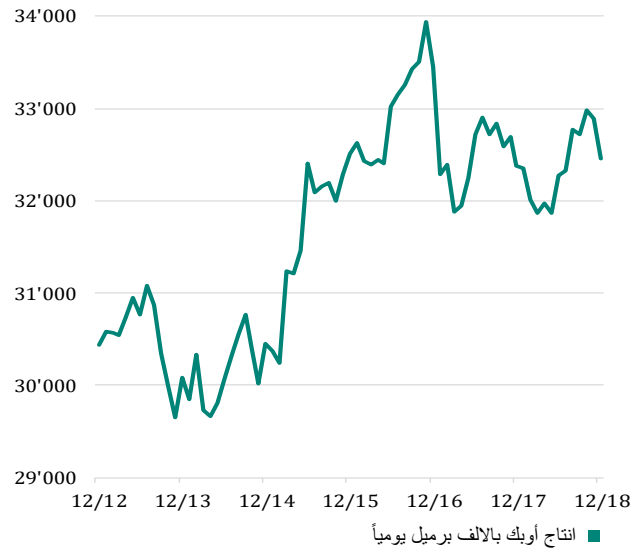
المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 11:
زيادة مخزون النفط في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية مرة أخرى



المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 8:
توسع إنتاج أوبك حتى نوفمبر



المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 10:
انخفاض إنتاج السعودية للنفط بعد التوسع



المصدر: بلومبيرغ

الجزء الثالث: الاقتصاد السعودي

تسارع نمو الناتج المحلي الإجمالي في النصف الثاني من عام 2018

إحداثيات تأثير محفز بشكل خاص على الاقتصاد المحلي، لا سيما في القطاعات التي لم تشارك بعد في الانتعاش الاقتصادي العام، مثل قطاع البناء الذي ظل يعاني من الركود في عام 2018 (سجل الربع الثالث من 2018 معدل نمو بلغ -3.6% على أساس سنوي).

وعلى جانب الإيرادات أظهرت الميزانية زيادة بنسبة 8.9% لتصل إلى 975 مليار ريال سعودي (انظر الشكل 15). وينطبق ذلك من ناحية على الإيرادات غير النفطية، والتي من المتوقع أن ترتفع من 288 مليار ريال سعودي إلى 313 مليار ريال سعودي، ومن ناحية أخرى على عائدات النفط بزيادة من 607 مليار ريال سعودي إلى 662 مليار ريال سعودي.

وفي حالة الإيرادات غير النفطية، ترجع الزيادة بشكل رئيسي إلى الدخل الإضافي من الإجراءات المالية التي تم تطبيقها قبل عام. وتمثل الرسوم المفروضة على المقيمين حصة الأسد، والتي من المتوقع أن تتضاعف من 28 مليار ريال سعودي في عام 2018 إلى 56.4 مليار ريال سعودي. ويعد هذا هدفًا طموحًا إلى حد ما، إذ أن معدلات الرسوم هذه يتم رفعها دون أن تتضاعف في عام 2019، وبالإضافة إلى ذلك، من المحتمل أن يستمر الانخفاض في عدد المقيمين هذا العام بعد رحيل 1.1 مقيمًا بالفعل منذ بداية عام 2017 وحتى منتصف عام 2018.

تبدو الزيادة في العائدات النفطية بمقدار 80 مليار ريال سعودي طموحة إلى حد ما في ضوء السيناريو الخاص بأسعار النفط. ويمثل متوسط سعر برنت الذي نتوقه عند 65 دولارًا أمريكيًا انخفاضًا بنسبة 10% عن متوسط سعر 72 دولارًا أمريكيًا في عام 2018. ومن المرجح أن يكون الانخفاض في سعر التصدير السعودي في نفس النطاق. وإضافة إلى ذلك وعلى خلفية اتفاق أوبك الأخير بشأن خفض الإنتاج، لا يمكن توقع زيادة كبيرة في إنتاج وصادرات النفط. وعلى الجانب الآخر فإن نسبة التحويل المالي (عائدات النفط المالية كنسبة مئوية من إجمالي عائدات النفط)

شهد الاقتصاد السعودي تحسناً واضحاً خلال 2018 من الركود الذي عانى منه في عام 2017. واستناداً إلى البيانات الصادرة مؤخراً، نما القطاع الخاص غير النفطي بنسبة 2% على أساس سنوي في الربع الثالث من عام 2018 (انظر الشكل 12). يشير نموذج تعقب الناتج المحلي الإجمالي إلى أن هذا النمو سيرتفع إلى 2.5% في الربع الرابع. وبالنسبة لعام 2018، فإننا نتوقع مساهمة نمو القطاع الخاص غير النفطي بنسبة 8% شهد قطاع النفط انتعاشاً قوياً وصل إلى 3.6% على أساس سنوي في الربع الثالث ومن المتوقع أن يزداد معدل النمو هذا إلى 6.4% في الربع الرابع، وفقاً لتقديرات نموذجنا الذي يتضمن التوسع الهائل في إنتاج النفط إلى 11.0 مليون برميل يومياً في الربع الأخير. أما بالنسبة لعام 2018 بأكمله من المتوقع أن ينمو قطاع النفط بنسبة 3.0%.

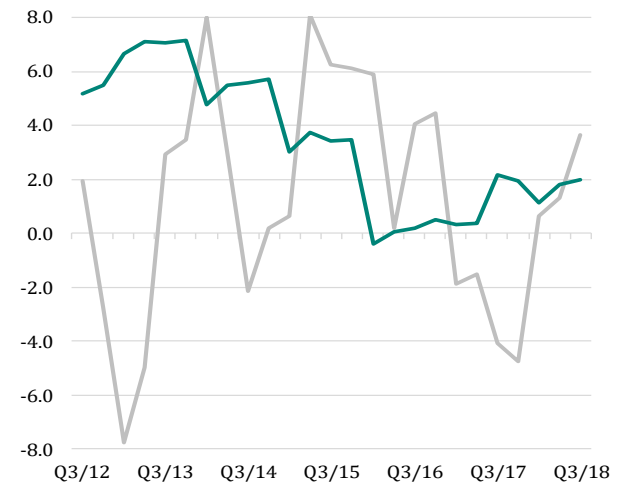
وبناء على ذلك من المتوقع أن تتزايد وتيرة معدل النمو في الاقتصاد العام إلى 4.3% خلال الربع الرابع من عام 2018 (مقابل 2.5% في الربع الثالث)، وهو ما يترجم إلى نمو سنوي يبلغ 2.4% (انظر الشكل 13).

الميزانية التوسعية للعام المالي 2019

أصدرت الحكومة السعودية ميزانية توسعية للعام المالي 2019 وتهدف فيها إلى تحفيز الاقتصاد المحلي. وتستهدف الميزانية زيادة الإنفاق المالي بنسبة 7.4% ليصل إلى 1106 مليار ريال سعودي (انظر الشكل 14). وتم تخصيص أكثر من نصف هذه الزيادة للإنفاق الرأسمالي والذي من المتوقع أن يرتفع من 205 مليار ريال سعودي في عام 2018 إلى 248 مليار ريال سعودي. وتهدف المشاريع واسعة النطاق الممولة بهذه الطريقة إلى

الرسم البياني 12:

الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد النفطي وغير النفطي

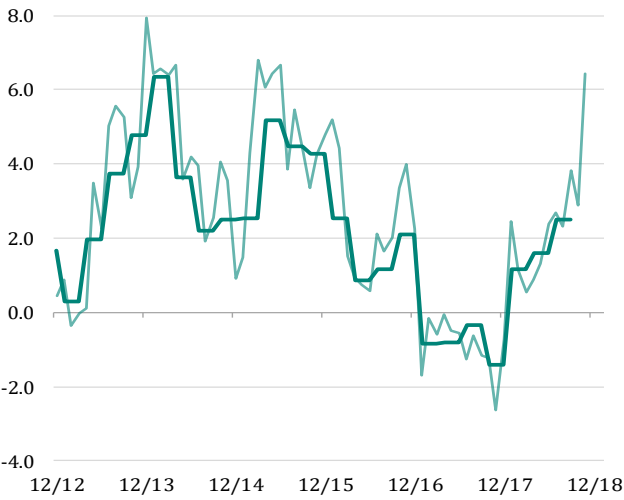


■ نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للقطاع الخاص غير النفطي ربعي، % على أساس سنوي
■ نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لقطاع النفط ربعي، % على أساس سنوي

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء

الرسم البياني 13:

النمو العام للناتج المحلي الإجمالي وانتعاش قوي في النصف الثاني من 2018



■ نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للاقتصاد الكلي، ربع سنوي، % على أساس سنوي
■ نموذج تعقب نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للاقتصاد الكلي، شهري، % على أساس سنوي

المصدر: الهيئة العامة للإحصاء، بلومبيرغ، مؤسسة النقد، تقديرات الرياض المالية

ضوء توقعاتنا لعجز أعلى إلى حد ما، ونتوقع أن تقوم الحكومة بتقسيم إصدار سنداتها بالتساوي بين أسواق رأس المال المحلية والدولية. وقد تم إصدار أول شريحة دولية بقيمة 7.5 مليار دولار أمريكي بنجاح في يناير.

وسوف يؤثر التمويل السيادي الدولي بشكل إيجابي على ميزان المدفوعات. وينطبق هذا أيضًا على التدفق المتوقع لرؤوس أموال المستثمرين الأجانب في سياق إدراج الأسهم السعودية بمؤشرات الأسواق الناشئة الرئيسية خلال عام 2019. ويُقدر هذا التدفق الأجنبي بما بين 30-40 مليار دولار. وأخيرًا من المفترض أن تقوم شركة أرامكو السعودية العملاقة بالجوء إلى أسواق الدين العالمية لأول مرة لتمويل استحواذها على حصة أغلبية في شركة سابك. وبالنظر إلى حجم الشركة ومكانتها، يمكن أن يؤدي ذلك إلى زيادة رأس المال بشكل كبير في الأسواق المالية العالمية. ويمكن القول بشكل عام أن هذا التدفق الكبير لرأس المال الأجنبي من شأنه أن يفيد إلى حد كبير السيولة المحلية في عام 2019.

واستنادًا إلى هذا التقييم المالي والكمي، نتوقع نمو القطاع الخاص غير النفطي من 1.8% في 2018 إلى 2.2% هذا العام. وعلى النقيض من ذلك من المتوقع أن يتباطأ نمو القطاع النفطي من 3% إلى 2.1% بسبب تأثير اتفاق خفض إنتاج أوبك الأخير. ونتيجة لذلك من المتوقع أن يبلغ معدل نمو الاقتصاد الكلي 2.1% في عام 2019 أي أقل من معدل العام الماضي البالغ 2.4%.

ستكون على الأرجح أعلى هذا العام، حيث أن الانتقال إلى نظام الضرائب الجديد لشركة أرامكو مع البدء في دفع توزيعات أرباح منتظمة أدى إلى عدم القيام بتوزيعات أرباح فصلية في بداية العام الماضي.

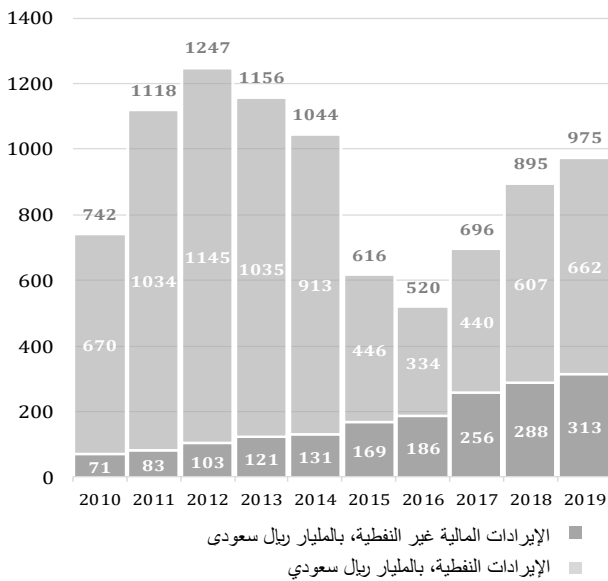
وبشكل عام فإننا نتوقع أن تكون الإيرادات المالية أقل تدريجيًا من مستويات الميزانية في عام 2019. من ناحية أخرى، نفترض أن الحكومة ستلتزم على نطاق واسع بموقفها المالي التوسعي من أجل تحفيز الاقتصاد المحلي. ولهذا نتوقع أن تقوم الحكومة بقبول عجز مالي أعلى بشكل تدريجي لهذا العام. وبناءً على تقديراتنا نتوقع عجزًا ماليًا يبلغ -179 مليار ريال سعودي أو 5.7% من الناتج المحلي الإجمالي، مقارنة بعجز رسمي في الميزانية قدره -131 مليار ريال سعودي أو 4.6% من الناتج المحلي الإجمالي.

ارتفاع أسعار الفائدة لذروتها وزيادة كبيرة في التدفقات الرأسمالية في 2019

على خلفية توقعاتنا للسياسة النقدية بالولايات المتحدة من المتوقع أن تقوم مؤسسة النقد العربي السعودي برفع أسعار الفائدة الرسمية مرتين بإجمالي 0.50% على مدار السنة. ونتيجة لذلك سيكون معدل الريبو الرسمي 3.5% بنهاية عام 2019 وسيكون معدل إعادة الشراء العكسي عند 3.0%. ومن المتوقع أن يبلغ سعر الفائدة السائد بين البنوك السعودية لمدة 3 أشهر حوالي 3.3%. وبالمقاييس مع الولايات المتحدة، فإننا نفترض أن هذا سيكون ذروة دورة أسعار الفائدة الحالية. ومن وجهة نظرنا يمثل هذا زيادة متوسطة أخرى في تكاليف التمويل والتي يمكن استيعابها بشكل عام من قبل الاقتصاد السعودي. وبالتالي نتوقع نمو قروض القطاع الخاص في حدود 3-5% هذا العام.

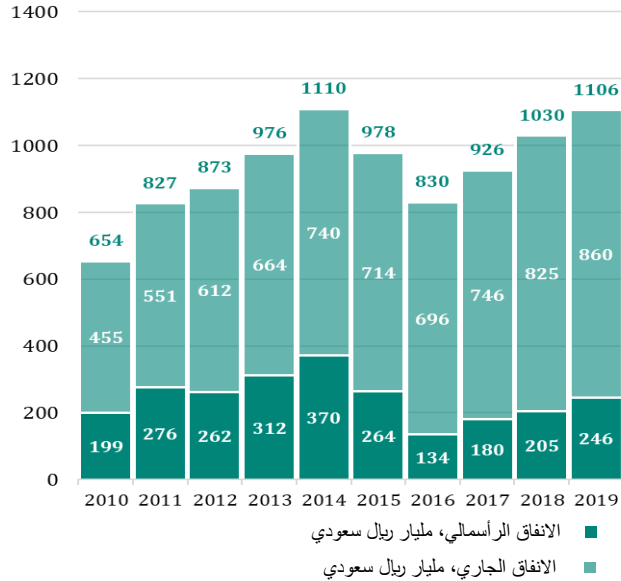
وستعتمد الحكومة أيضًا على أسواق الائتمان لتمويل العجز المالي لديها. ويمكن أن يتجاوز الاقتراض السيادي الجديد لعام 2019 تدريجيًا مبلغ الـ 120 مليار ريال سعودي والذي استهدفته الحكومة في إعلان الميزانية، في

الرسم البياني 15:
الإيرادات المالية (ميزانية 2019)



المصدر: وزارة المالية

الرسم البياني 14:
الإفاق المالي (ميزانية 2019)



المصدر: وزارة المالية

الجزء الرابع: الأسواق المالية العالمية

تحديات بيئة الأسواق

لأرباح الشركات. وارتفعت ربحية السهم في مؤشر مورغان ستانلي للأسهم العالمية بنحو 80% خلال هذه الفترة وهو ما يوافق معدل نمو سنوي يبلغ حوالي 6%.

ثانياً، إن التوسع المتزامن لمكررات التقييم والتي دفعت السوق إلى أبعاد من مسار نمو الإيرادات الخاص بها، كان بشكل أساسي نتيجة للسياسة النقدية التوسعية غير المسبوقة للبنوك المركزية الرئيسية خلال هذه الفترة. ولم يتم الإبقاء على أسعار الفائدة الرئيسية عند مستويات منخفضة قياسية فحسب خلال الفترة بأكملها، ولكن البنوك المركزية حققت أيضاً فائض سيولة ضخماً. وهكذا تضاعفت الميزانية العمومية الموحدة للبنوك المركزية الرئيسية أربع مرات على مدى السنوات العشر الماضية (انظر الشكل 19). ومع ذلك، لم تتدفق هذه السيولة الإضافية بشكل أساسي إلى الاقتصاد الحقيقي، والذي كان من شأنه أن يؤدي إلى ضغوط تضخمية كبيرة، ولكنه وجد طريقه إلى الأسواق المالية والعقارية، مما أدى إلى تضخم الأصول في تلك الأسواق. بالإضافة إلى ذلك فإن أسعار الفائدة المنخفضة للغاية كانت تعني أيضاً تكاليف تمويل منخفضة للغاية وبالتالي تضخم أرباح الشركات العالمية.

قد تكون هذه المرحلة من الإفراط في إنشاء السيولة من جانب البنوك المركزية الكبرى قد انتهت، كما سبق ذكره في الجزء الأول. ونتيجة لذلك فإن العوامل الداعمة الهامة التي عززت الأسواق المالية العالمية على مدى السنوات العشر الماضية بدأت تتلاشى (انظر الشكل 19). ويؤثر هذا بوضوح على التوقعات على المدى المتوسط لأسواق الأسهم العالمية في السنوات القادمة.

ومع التصحيحات التي وقعت في الأشهر الأخيرة، أخذت أسواق الأسهم العالمية هذه البيئة الجديدة في الحسبان بشكل جزئي. كما استقرت مضاعفات التقييم وفقاً لذلك (انظر الشكل 20). وعند إجراء مقارنة

كان عام 2018 عامًا سيئاً لجميع أنواع الأصول الخطرة. وينطبق هذا في المقام الأول على الاستثمارات في الأسهم. وبالمقاييس بمؤشر مورغان ستانلي للأسهم العالمية، فقد انخفضت الأسهم العالمية -8.2% على أساس العائد الإجمالي، أي بما في ذلك توزيعات الأرباح (انظر الشكل 16). وتأثرت الأسواق الناشئة بشكل خاص بأداء سلبي بنسبة -14.5%. ولكن خلال الربع الرابع انخفضت أسواق الأسهم بالدول المتقدمة، والتي كانت مرنة بشكل ملحوظ حتى ذلك الحين، وذلك بسبب الاتجاه السلبي العام (انظر الشكل 17). وكان الاستثناء من ذلك الاتجاه السلبي العام في عام 2018 هو أسواق الأسهم الخليجية، إذ ارتفعت الأسهم السعودية بنسبة +12.1%، بينما ارتفعت بقية الأسواق الخليجية بنسبة +11.8%.

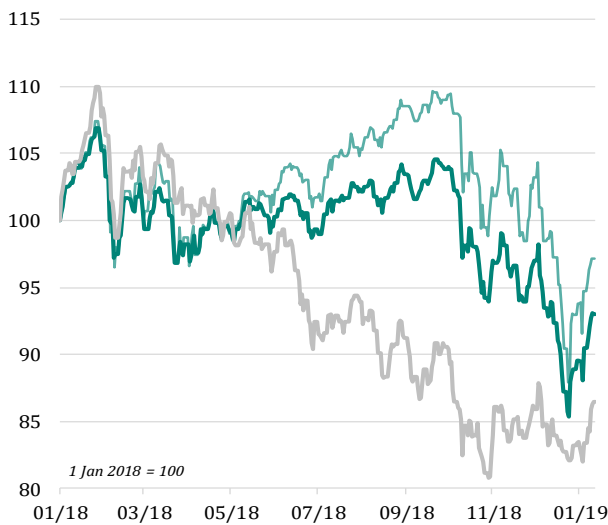
وفي مجال الدخل الثابت كانت جميع الأصول التي تتطوي على مخاطر ائتمانية أعلى، أي السندات ذات العوائد المرتفعة وسندات السوق الناشئة، تظهر أداءً سلبياً، في حين حققت السندات من المقترضين ذوي الكفاءة العالية أداءً ثابتاً على الأقل.

وعلى الرغم من التصحيحات الهامة في الأشهر الأخيرة فإن الاتجاه الصاعد طويل الأجل لأسواق الأسهم المتقدمة، والذي بدأ في مارس 2009 لم يتم كسره بعد من حيث مؤشر مورغان ستانلي للأسهم العالمية (انظر الشكل 18). وبلغ التراجع في الربع الأخير من عام 2018 إلى -18.1%، أي أقل من نسبة الـ -20% التي تعني سوقاً هابطة.

وفي رأينا يمكن تفسير هذا الاتجاه للسوق الصاعد طويل الأجل للأسهم العالمية على مدى السنوات العشر الماضية من خلال عاملين. أولاً، لقد شهدنا واحدة من أطول فترات التوسع الاقتصادي لغالبية البلدان الصناعية حسب المعايير التاريخية. وبالتالي فقد تُرجم هذا أيضاً إلى نمو مستدام

الرسم البياني 17:

كافة أسواق الأسهم تأثرت سلباً في 2018

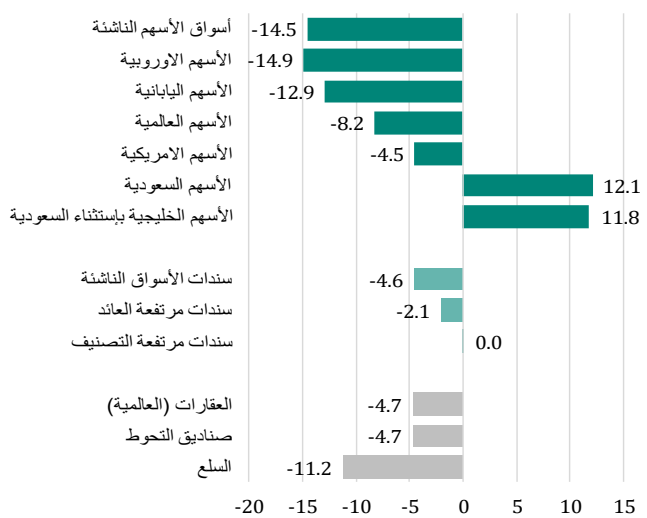


مؤشر مورغان ستانلي للأسهم العالمية
مؤشر ستاندرد أند بورز 500
مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة

المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 16:

أداء فئات الأصول في 2018 كنسبة مئوية



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

المصدر: بلومبيرغ

ومرت بعد ذلك بتصحيح كبير لأسفل حتى 2.55% بنهاية العام (انظر الشكل 21). عند هذه النقطة، فإن آخر شريحة من أسعار الفائدة قصيرة الأجل تعني أن السوق لا يتوقع أي زيادة في سعر الفائدة من قبل الاحتياطي الفيدرالي بعد عام 2019. كما تتداول العقود الآجلة لصندوق الاحتياطي الفيدرالي لشهر ديسمبر 2019 حول 2.5%، وهو المستوى السائد لمعدلات صندوق الاحتياطي الفيدرالي (الحد الأعلى).

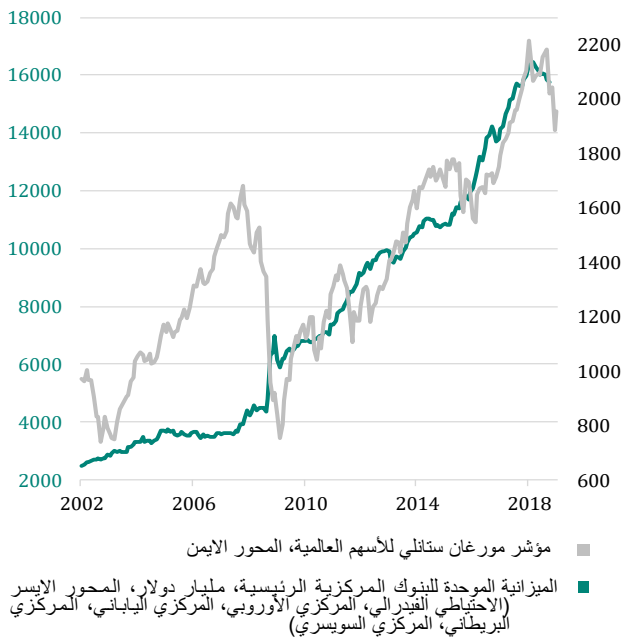
ويعكس هذا نظرة تشاؤمية بشكل مفرط تجاه السياسة النقدية، وبالتالي تجاه الاقتصاد الأمريكي خلال عام 2019. وبالنظر إلى سيناريو خط الأساس لمرتبتين أخريتين من رفع أسعار الفائدة في غضون هذا العام، فإننا بذلك نتوقع بعض الارتفاع في العوائد على السندات على طول المنحنى ونتوقع أن تقترب سندات الخزنة لأجل عشر سنوات مرة أخرى من مستوى 3.0% في الأشهر القادمة. وفي الختام فإننا نوصي بجعل مدة السندات الحكومية الأمريكية وسندات الشركات عالية الجودة لفترة قصيرة على التوالي وتخفيض وزن السندات ذات التصنيف العالي كقناة أصول.

اتساع هوامش سندات الأسواق الناشئة

وكما ذكرنا أعلاه فقد تم إعادة تسعير مخاطر الائتمان خلال عام 2018. ونتيجة لذلك مرت أدوات الدين بالأسواق الناشئة بتصحيح أدى إلى اتساع هوامش العائد على سندات الخزنة الأمريكية. وبالنسبة لمؤشر جي بي مورغان لسندات الأسواق الناشئة، بلغ هذا التوسع في هامش العائد حوالي 130 نقطة أساس من 3.1% إلى 4.4% (انظر الشكل 22). وبالنسبة للسندات السيادية السعودية المقومة بالدولار الأمريكي والتي تظهر جودة ائتمانية أعلى مقارنة بمتوسط مؤشر جي بي مورغان لسندات الأسواق الناشئة A+ مقابل BBB-، ومن ثم، فإنها تقدم هامشاً أقل لسندات الخزنة الأمريكية، وكان هذا الاتساع أقل بوضوح بنحو 60 نقطة أساس (من 1.1% إلى 1.7%). بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تسفيد السندات السيادية

الرسم البياني 19:

الأسهم مدفوعة بفائض السيولة العالمية



المصدر: بلومبيرغ

تاريخية لا يمكن اعتبار أسواق الأسهم العالمية رخيصة تماماً. وقد انخفض مكرر الربحية الأجل لمؤشر مورغان ستانلي للأسهم العالمية من 16.9 قبل التصحيح إلى المستوى الحالي عند 14.0. وهذا، بدوره لا يزال أعلى بكثير من أدنى مستوى عند 9.9 منذ 10 سنوات مضت. وهناك صورة مشابهة تميز الأسواق الناشئة، مع نسبة مكرر الربحية الحالية عند 11.0 بالمقارنة مع 12.9 قبل التصحيح الأخير والمستوى المنخفض عند 7.7 في عام 2008.

ومع ذلك فإن أسواق الأسهم ليست مدفوعة في المقام الأول بالتقييم في الوقت الحالي، ولكن من خلال توقعات الأرباح المتغيرة خلال الأشهر الـ 12 المقبلة. ونتيجة لتوقعاتنا الكلية الحذرة، فإننا نتوقع مراجعات هابطة للأرباح، وهو ما يجعل الأسواق عرضة للانخفاض خلال الأشهر الـ 12 المقبلة. ومع ذلك فإنه وعلى المدى القصير، لم نستبعد تمديدًا تدريجيًا للانتعاش الأخير عقب التصحيحات القوية في الربع الأخير من عام 2018. ويستند هذا التقييم إلى الموقف الحالي الأكثر حذر للاحتياطي الفيدرالي وموقف أكثر دعماً للنمو من جانب السلطات الصينية على المدى القصير - وكلاهما من العوامل الداعمة بشكل خاص للأسواق الناشئة.

نقوم في توزيع الأصول لدينا من الناحية التكتيكية، بزيادة أسهم الأسواق الناشئة من تخفيض الوزن إلى محايد. ويؤدي هذا إلى موقف محايد بشكل عام تجاه أسواق الأسهم العالمية. وفي هذه المرحلة ليس لدينا أي تفضيلات إقليمية ونبقى على أسواق الأسهم المحلية والإقليمية وفق حصصها الاستراتيجية.

لا يتوقع السوق أي زيادة في أسعار الفائدة في عام 2019 من قبل الاحتياطي الفيدرالي

وكما هو الأمر في سوق الأسهم ارتفعت عوائد سندات الخزنة الأمريكية لأجل عشر سنوات بحددة من 2.5% إلى 3.2% حتى أكتوبر 2018،

الرسم البياني 18:

سوق الأسهم المرتفعة طويل المدى لم تعكس اتجاهها بعد



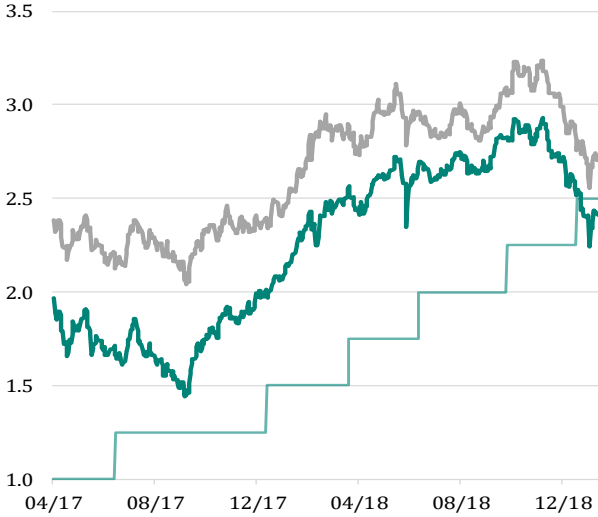
المصدر: بلومبيرغ

حين انخفضت المعادن بنسبة -23٪ وهبطت المنتجات الزراعية بنسبة -12٪. ويرتبط تطور أسعار السلع الأساسية ارتباطاً وثيقاً بالأسواق الناشئة (انظر الشكل 22)، إذ يعتمد كلاهما على النمط الدوري للاقتصاد العالمي. ومن ثم فإن الترقية التكتيكية من جانبنا للأسواق الناشئة تنطوي أيضاً على انتقال متكافئ لاستثمارات السلع من التخفيض في الوزن إلى وزن محايد.

السعودية من التشديد التدريجي للهامش، حيث سيتم إدراجها قريباً في مؤشرات جي بي مورغان لسندات الأسواق الناشئة المستخدمة على نطاق واسع.

وأخيراً، فإن الاستثمارات في السلع خضعت أيضاً لتصحيحات كبيرة خلال 2018، والتي كانت واسعة المدى وأثرت على مناطق السلع الرئيسية. ويمكن ملاحظة التراجع الأكثر وضوحاً في قطاع الطاقة بنحو -30٪، في

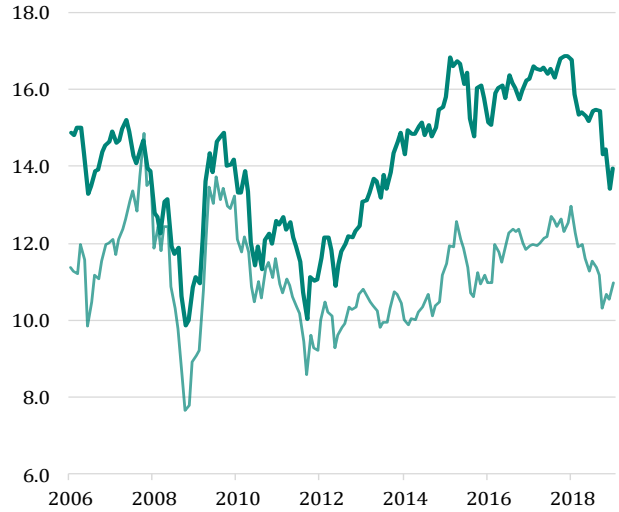
الرسم البياني 21:
سعر السوق خارج أي زيادة لأسعار الفائدة الأمريكية في 2018



■ العائد على سندات الخزانة الأمريكية لأجل 10 سنوات
■ الفائدة على العقود الآجلة لصندوق الاحتياطي الفيدرالي ديسمبر 2019
■ الفائدة على الاقتراض من صندوق الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (الحد الأعلى)

المصدر: بلومبيرغ

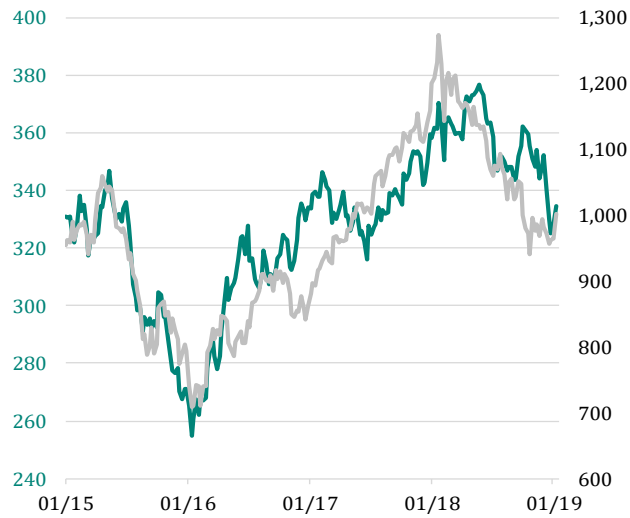
الرسم البياني 20:
الأسهم أقل ثمناً ولكن ليست رخيصة بشكل مطلق



■ مكرر الربحية المستقبلي لمؤشر مورغان ستانلي للأسهم العالمية لـ 12 شهر
■ مكرر الربحية المستقبلي لمؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة لـ 12 شهر

المصدر: بلومبيرغ

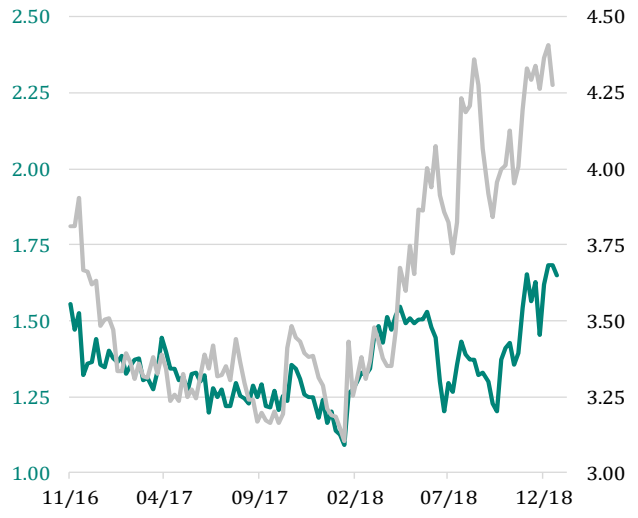
الرسم البياني 23:
السلع مرتبطة بالأسواق الناشئة



■ مؤشر بلومبرغ الفوري للسلع، المحور الأيسر
■ مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة، المحور الأيمن

المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 22:
اتساع هامش الأسواق الناشئة في 2018



■ هامش العائد على السندات الأمريكية لأجل 10 سنوات السعودية مقابل الولايات المتحدة، %، المحور الأيسر
■ مؤشر جي بي مورغان لسندات الأسواق الناشئة + هامش العائد مقابل سندات الخزانة الأمريكية، %، المحور الأيمن

المصدر: بلومبيرغ، جي بي مورغان

الجزء الخامس: سوق الأسهم السعودية

تفوق في الأداء بشكل قوي خلال عام 2018

السوق المدفوعة بالأسهم ذات رؤوس الأموال الكبيرة

يمكن من خلال نظرة أكثر تفصيلاً إلى السوق معرفة أن مؤشر تاسي ظل مدفوعاً بالأسهم ذات رؤوس الأموال الكبيرة (انظر الشكل 26). ومن ناحية يمكن تفسير ذلك من خلال الإدراج المقليل للمؤشر، والذي سيؤثر بشكل رئيسي على الأسهم ذات رؤوس الأموال الكبيرة باعتبارها مرشحة للإدراج بالمؤشر. من ناحية أخرى يمكن تبرير هذا الأمر بشكل أساسي بأن تطور أرباح هذه الأسهم ذات رؤوس الأموال الكبيرة كان أفضل بكثير من نظيرتها من الشركات الصغيرة. ويعود ذلك بشكل جزئي إلى حقيقة أن قطاع الأسهم السعودية ذات رؤوس الأموال الكبيرة يهيمن عليه القطاع المصرفي، والذي تميز بنمو مستدام في الأرباح على مدار السنوات الأخيرة (انظر الشكل 28). ووفقاً لذلك، فقد تفوق أداء القطاع المصرفي بشكل واضح على السوق ككل، ليرفع بذلك وزنه في مؤشر تاسي إلى 45%. ومع ذلك يستمر تداول أسهم البنوك بخضم عن التقييم مقارنة بالسوق ككل (انظر الشكل 27). ومن منظور طويل المدى، يبدو أن تخفيض إضافي للخضم عن التقييم سيكون مبرراً، وذلك نظراً للموقف القوي لهذا القطاع واتجاه أرباحه القوي. وفي الواقع فإننا نتوقع نمو للأرباح مقارب للـ 10% في القطاع المصرفي في عام 2019، وذلك في ضوء توقعاتنا لنمو الائتمان (انظر الجزء 3) والتوسع في الهامش نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة.

وفي هذه المرحلة فإننا نتخذ موقفاً أكثر حذراً تجاه القطاع الثاني الذي كنا نفضله طوال عام 2018، وهو قطاع شركات البتروكيماويات. فبعد النمو الكبير في الأرباح بهذا القطاع في السنوات الأخيرة، فإنه سيواجه بيئة أكثر تحدياً خلال الفترة المقبلة (انظر الشكل 29). ونتوقع في المقام الأول أن تتخفف أسعار النفط في عام 2019 بنسبة 10% في المتوسط عن العام الماضي. ويمكن إلى جانب ذلك، أن يؤدي التوسع المتوقع في القدرة لإنتاجية على نطاق عالمي إلى التأثير سلباً على هوامش الأرباح. ونتيجة

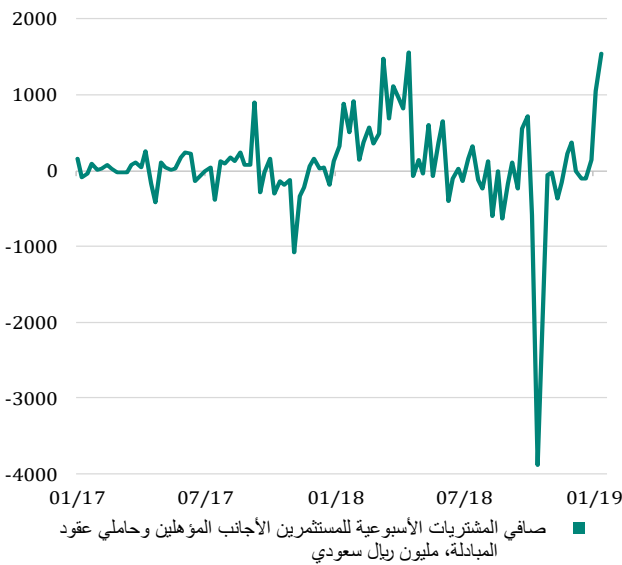
وعلى الرغم من بيئة السوق العالمية السلبية، حققت سوق الأسهم السعودية أداءً ممتازاً في عام 2018 (انظر الجزء 4). وفي النصف الأول من العام على وجه الخصوص، سجل مؤشر تاسي مكاسب كبيرة على خلفية القرارات الإيجابية التي اتخذتها مورغان ستانلي وفوتسي فيما يتعلق بالإدراج ضمن مؤشراتها الخاصة بالأسواق الناشئة. إلا إن السوق السعودية تعرضت في النصف الثاني من العام لتصحيات مؤقتة مع انتعاش جزئي بنهاية العام. وفي غضون ذلك بدأ مؤشر تاسي عام 2019 بأداء قوي للغاية وبمكاسب أولية بلغت ما لا يقل عن 7% بحلول منتصف شهر يناير (انظر الشكل 24).

عودة المستثمرين الأجانب إلى السوق

ومن العوامل الرئيسية المؤثرة في السوق على مدى الاثني عشر شهراً الماضية كان تدفق رأس المال الأجنبي بسبب إدراج المؤشر في عام 2019. ففي النصف الأول من عام 2018 قامت المؤسسات الأجنبية بشراء الأسهم السعودية بإجمالي مبلغ 12.4 مليار ريال. وتم التخلص من جزء من هذا لاحقاً في سياق تصحيح السوق العام خلال النصف الثاني من عام 2018. وفي هذه الأثناء بدأ المستثمرون الأجانب في العودة إلى السوق. وفي الأسابيع الثلاث الأولى من عام 2019، بلغ صافي مشتريات المؤسسات الأجنبية نحو 2.7 مليار ريال سعودي (انظر الشكل 25). ومع ذلك فإن صافي حجم الأسهم السعودية المشتراة حتى الآن من قبل المؤسسات الأجنبية خلال الأشهر الاثني عشر الماضية (حوالي 8.0 مليار ريال سعودي) لا يشكل سوى جزء صغير من إجمالي تدفق رؤوس الأموال المتوقع مع إدراج المؤشر في عام 2019 (حوالي 110-130 مليار ريال سعودي). وبالتالي فإنه من المفترض أن تشهد السوق السعودية دخول قدر كبير من رأس المال الأجنبي خلال الأشهر الستة إلى التسعة القادمة، مما يؤثر بالتأكيد على عملية استكشاف الأسعار للأسهم السعودية خلال هذه الفترة.

الرسم البياني 25:

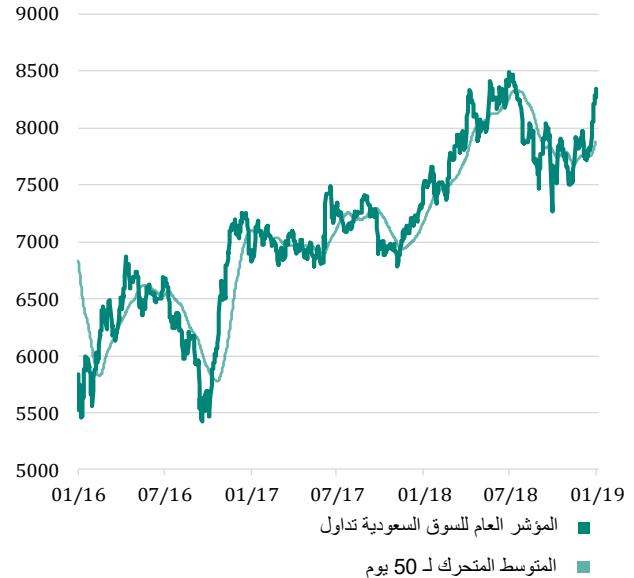
المستثمرون الأجانب يدخلون مجدداً السوق السعودية



المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 24:

ارتفاع قوي لمؤشر تاسي بعد الانخفاض في النصف الثاني من 2018



المصدر: بلومبيرغ

خلال 2019 لمؤشر هو في حدود 8760 نقطة. وبالنظر إلى التدفق الكبير لرأس المال الأجنبي المتوقع خلال الأشهر المقبلة، فإننا نفترض أن مؤشر تاسي سوف يتخطى مؤقتاً هذا السعر المستهدف الأساسي. ومن ثم فإننا نتمسك بتوصيتها بزيادة الوزن في الأسهم السعودية، وذلك ضمن تخصيصنا للأصول العالمية في هذه المرحلة.

الرسم البياني 27:
البنوك مازالت تتداول أسهمها عند خصم على التقييم



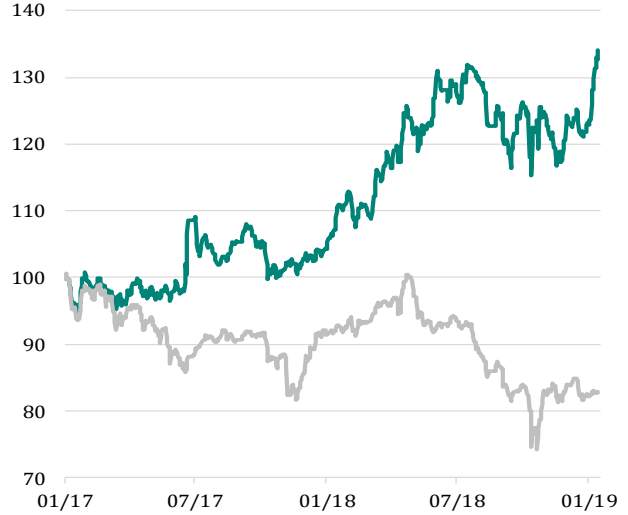
مكرر الربحية الأجل في 12 شهرا لقطاع البنوك/ تاسي

المصدر: بلومبيرغ

لذلك فمن غير المرجح أن يكون النمو في ذلك القطاع إيجابياً لعام 2019.

أما بالنسبة للسوق ككل فإننا نتوقع نمو الأرباح بنسبة 6% خلال عام 2019، مقارنة بنسبة 11% في 2018. واستناداً إلى هذه التوقعات ومع افتراض مضاعف تقييم عادل، فإن السعر المستهدف الأساسي لمؤشر تاسي

الرسم البياني 26:
تفوق الأداء بشكل كبير للأسهم ذات رؤوس الأموال الكبيرة

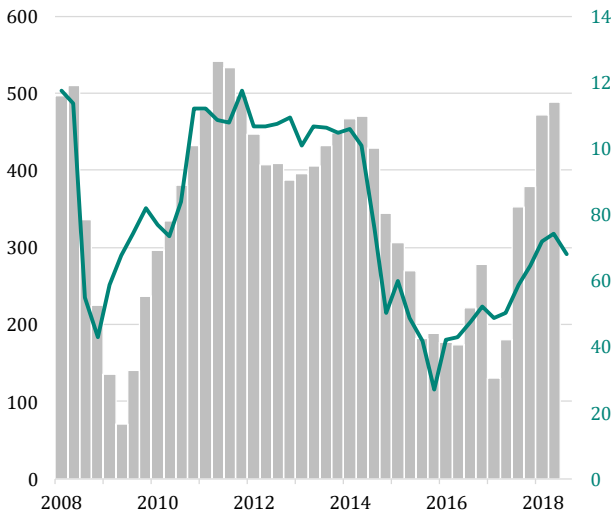


مؤشر ستاندرد أند بورز للأسهم السعودية ذات رؤوس الأموال الكبيرة،
يناير 2017 = 100

مؤشر ستاندرد أند بورز للأسهم السعودية ذات رؤوس الأموال الصغيرة،
يناير 2017 = 100

المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 29:
ارتفاع الأرباح لنزوتها في قطاع البتروكيماويات

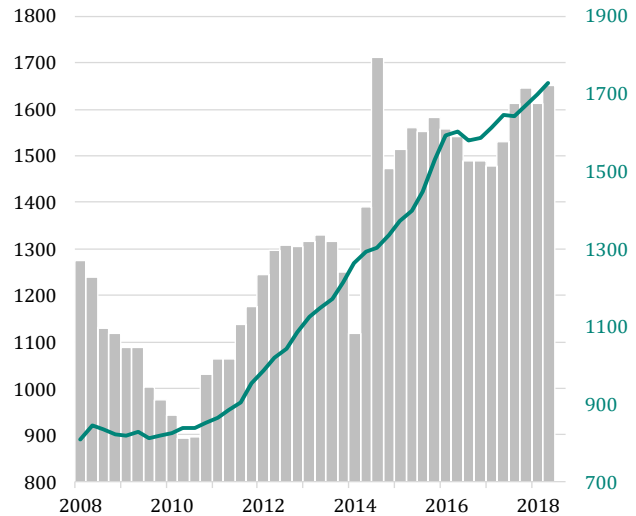


ربحية السهم التقديرية في الربع الرابع لقطاع البتروكيماويات، المحور الأيسر

المتوسط الربع سنوي لسعر سلة أوبك، المحور الأيمن

المصدر: بلومبيرغ

الرسم البياني 28:
نمو مستدام للأرباح في القطاع المصرفي



ربحية السهم التقديرية في الربع الرابع لقطاع البنوك، المحور الأيسر

إجمالي سجل القروض للبنوك التجارية، مليار ريال سعودي، المحور الأيمن
(القطاعين الخاص والعام)

المصدر: بلومبيرغ، مؤسسة النقد

تقييم اسواق الاسهم

اداء اسواق الاسهم

RoE 18	PB 18	PE 18	PE 17	
9.6	2.0	13.9	20.6	العالم (MSCI لكل دول العالم)
9.6	2.1	14.3	21.5	الاقتصادات المتقدمة (MSCI)
12.9	2.9	15.4	22.5	الولايات المتحدة (S&P500)
7.0	1.4	12.8	19.6	منطقة اليورو (EuroStoxx)
6.6	1.1	11.9	16.3	اليابان (Topix)
6.9	1.6	11.9	23.0	المملكة المتحدة (FTSE100)
9.3	1.5	11.3	15.7	الاسواق الناشئة (MSCI)
8.2	1.4	10.7	16.8	الصين (CSI300)
12.3	2.9	20.9	23.2	الهند (Sensex)
10.7	0.8	5.3	7.2	روسيا (Micex)
9.7	1.8	13.3	18.9	البرازيل (Ibovespa)
9.9	1.7	14.8	17.1	المملكة العربية السعودية (Tadawul)

2018	2017	2016	2015	
-11.2	21.6	5.6	-4.3	العالم (MSCI لكل دول العالم)
-10.4	20.1	5.3	-2.7	الاقتصادات المتقدمة (MSCI)
-6.2	19.4	9.5	-0.7	الولايات المتحدة (S&P500)
-14.8	10.1	1.5	8.0	منطقة اليورو (EuroStoxx)
-17.8	19.7	-1.9	9.9	اليابان (Topix)
-12.5	7.6	14.4	-4.9	المملكة المتحدة (FTSE100)
-16.6	34.4	8.6	-17.0	الاسواق الناشئة (MSCI)
-25.3	21.8	-11.3	5.6	الصين (CSI300)
5.9	27.9	2.0	-5.0	الهند (Sensex)
11.8	-5.5	26.8	26.1	روسيا (Micex)
15.0	26.9	38.9	-13.3	البرازيل (Ibovespa)
8.3	0.2	4.3	-17.1	المملكة العربية السعودية (Tadawul)

بتاريخ 31 ديسمبر 2018م
نسبة السعر / ربحية (PE)، نسبة السعر / القيمة الدفترية (PB)، العائد على حقوق المساهمين (RoE)
جميع الأرقام مبنية على تقديرات إجماع المحللين، بلومبرغ

مؤشر MSCI بالدولار الأمريكي، كل بالموشرات الأخرى بالعملة المحلية، تغير الاسعار هي صافي الارباح.

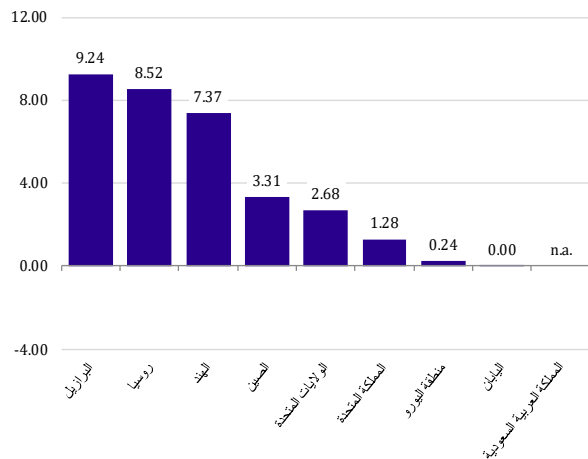
عوائد السندات الحكومية لمدة 10 سنوات

اسعار الفائدة للبنك المركزي

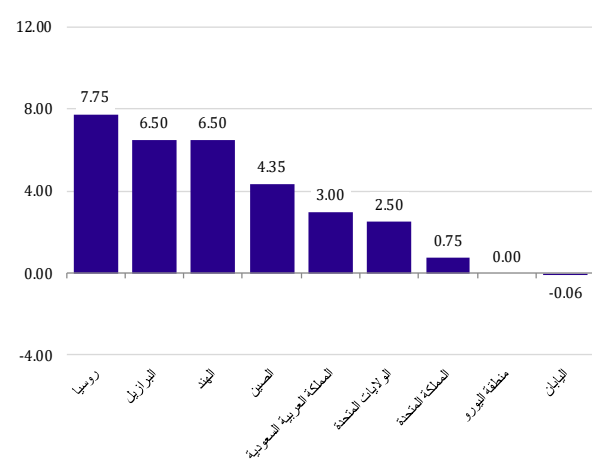
2018	2017	2016	2015	
				الاقتصادات المتقدمة
2.68	2.41	2.45	2.27	الولايات المتحدة الامريكية
0.24	0.42	0.20	0.63	منطقة اليورو
0.00	0.05	0.05	0.26	اليابان
1.28	1.19	1.24	1.96	المملكة المتحدة
				اسواق الاقتصادات الناشئة
3.31	3.90	3.06	2.86	الصين
7.37	7.33	6.51	7.76	الهند
8.52	7.43	8.29	9.39	روسيا
9.24	9.80	11.40	16.51	البرازيل
n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	المملكة العربية السعودية

2018	2017	2016	2015	
				الاقتصادات المتقدمة
2.50	1.50	0.75	0.50	الولايات المتحدة الامريكية
0.00	0.00	0.00	0.05	منطقة اليورو
-0.06	-0.10	-0.10	0.10	اليابان
0.75	0.50	0.25	0.50	المملكة المتحدة
				اسواق الاقتصادات الناشئة
4.35	4.35	4.35	4.35	الصين
6.50	6.00	6.25	6.75	الهند
7.75	7.75	10.00	11.00	روسيا
6.50	7.00	13.75	14.25	البرازيل
3.00	2.00	2.00	2.00	المملكة العربية السعودية

عوائد السندات الحكومية (بتاريخ 31 ديسمبر 2018م)



اسعار الفائدة للبنك المركزي (بتاريخ 31 ديسمبر 2018م)



المصدر: بلومبيرغ، توقعات الرياض المالية

الجزء السادس: توزيع الأصول

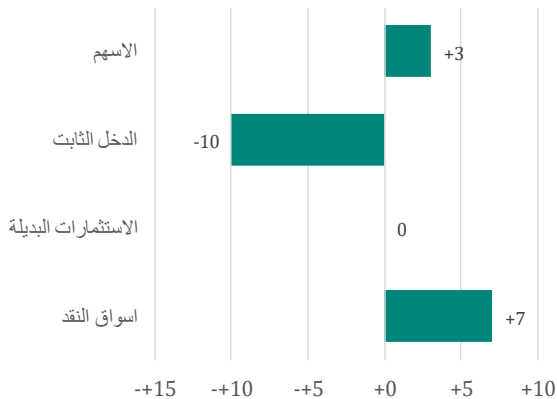
توزيع الأصول المقترح للمستثمر المتوازن

يشتمل في هذا التقرير على وجهة النظر الاستثمارية على المدى القصير والمتوسط، وتفسر كزيادة أو تقليل في الوزن لكل فئة من فئات الأصول مقارنة بحصتها الاستراتيجية. وبالتالي، فإن زيادة أو تقليل الأوزان تعكس الجاذبية النسبية للفئات الأصول المختلفة من منظور تكتيكي.

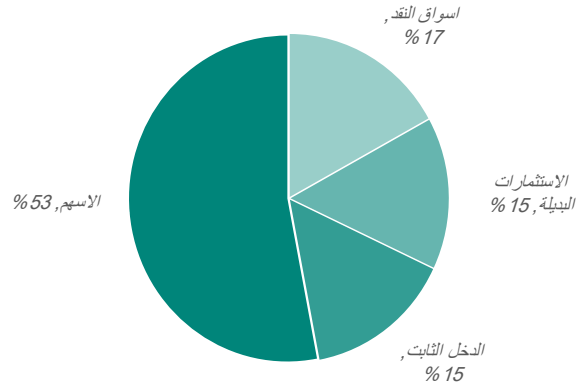
توزيع الأصول المقترحة ادناه مصمم للمستثمر الذي يهدف للاستثمار في محفظة "متوازنة". وينعكس هذا في التوزيع الاستراتيجي للأصول وهي الهيكل الأمثل للمحفظة الاستثمارية على أساس خصائص المخاطر / العوائد طويلة الأجل (أكثر من 5 سنوات) لجميع فئات الأصول. بالإضافة إلى التوزيع التكتيكي للأصول في المحفظة المتوازنة والذي

فئة الأصول	التوزيع التكتيكي	التوزيع الاستراتيجي	زيادة / تقليل الوزن
الاسهم	53	50	+3
المملكة العربية السعودية	28	25	+3
دول مجلس التعاون الخليجي - الأخرى	5	5	0
الولايات المتحدة الأمريكية	10	10	0
أوروبا	4	4	0
آسيا / اليابان	3	3	0
الأسواق الناشئة	3	3	0
الدخل الثابت	15	25	-10
سندات عالية الجودة	5	15	-10
السندات ذات العائد المرتفع	5	5	0
سندات الأسواق الناشئة	5	5	0
الاستثمارات البديلة	15	15	0
صناديق التحوط / الأسهم الخاصة	5	5	0
العقارات	5	5	0
السلع / المعادن الثمينة	5	5	0
أسواق النقد	17	10	+7
نقد "ريال سعودي"	17	10	+7
الإجمالي	100	100	0

زيادة / تقليل الوزن
(التوزيع التكتيكي مقابل الاستراتيجي)



اجمالي توزيع الأصول
(31 ديسمبر 2018)



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 فإن 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، ولن 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 أو التنبؤات أو التوقعات واردة في هذا التقرير، و ما ورد في التقرير يمثل نتيجة محتملة فقط. كما أن هذه الآراء، والتنبؤات والتوقعات تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكيد 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 بالتغيرات. 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 بالفارئ . قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الاستثمار يجب على الفارئ 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 والآراء والتنبؤات والتوقعات الواردة فيه محمية بموجب القواعد ولوائح حقوق الطبع والنشر.