



إدارة البحوث

فريق بحوث الراجحي المالية

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

التقرير الاقتصادي الشهري – يونيو 2011

لقد اشتملت البيانات الاقتصادية العالمية التي تم الإفصاح عنها في الأسابيع الأخيرة على بعض البيانات الضعيفة في ظل المخاوف المتعلقة بالدين السيادي في منطقة اليورو. ويبدو أن الضعف في هذه البيانات يعزى بدرجة كبيرة إلى ارتفاع أسعار النفط الخام في الثلاثة أشهر الأخيرة وإلى تأثير مخاوف هذا الدين على نفسيات المستثمرين. كذلك فقد خفض صندوق النقد الدولي تقديراته لنمو الاقتصاد العالمي ولنمو الاقتصاد الأمريكي على حد سواء. وعلى الصعيد المحلي، ظل تزايد إنتاج النفط الخام بالإضافة إلى ارتفاع أسعار النفط عالمياً يسهم في زيادة الإيرادات الحكومية. وسوف تؤدي المبادرات التي أعلنتها حكومة المملكة العربية السعودية في شهري فبراير ومارس، والتي تهدف إلى زيادة الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية للمواطنين، إلى زيادة الإنفاق في المدى القريب إلى المتوسط. غير أننا نتوقع فائضا أكبر في الميزانية هذا العام مقارنة بتقديرنا السابقة ويعزى ذلك أساساً للإيرادات النفطية المرتفعة.

الاقتصاد العالمي: لقد أثرت مشكلة الدين السيادي في بعض بلدان القارة الأوروبية وأسعار النفط المرتفعة سلباً على المعنويات الاقتصادية العالمية. وتعكس البيانات الاقتصادية التي تم الإفصاح عنها مؤخراً ضعفاً إلى حد ما في النشاطات الاقتصادية وبخاصة في الاقتصاديات المتقدمة. وقد انعكس نمو الوظائف الذي كان جيداً في الأربعة أشهر الأولى من العام في الولايات المتحدة الأمريكية خلال شهر مايو إذ كان عدد الوظائف المضافة أقل كثيراً من ما كان متوقفاً. وقد انخفضت أيضاً مؤشرات التصنيع ومعنويات المستثمرين في الاقتصاديات المتقدمة. ولا يزال النشاط الاقتصادي الياباني يعاني الكثير بعد الزلزال المدمر والتسونامي الذي ضرب البلاد في شهر مارس. ولا يزال النمو في اقتصاديات الأسواق الناشئة قوياً غير أن ارتفاع أسعار الفائدة خلال العام الماضي بدأ في إبطاء سرعة هذا النمو.

اقتصاد المملكة العربية السعودية: يتوقع أن يؤدي ارتفاع حجم إنتاج النفط الخام مقرننا بأسعار النفط العالمية المرتفعة إلى زيادة الإيرادات الحكومية لتصل إلى ما يقرب من حاجز التريلين ريال، كثنائي أعلى مستوى للإيرادات منذ عام 2008. إننا نتوقع أن يصل إجمالي الإيرادات الحكومية إلى 992 مليار ريال في 2011. وفي الوقت ذاته، فإننا نتوقع أيضاً أن يصل الإنفاق الحكومي إلى 814 مليار ريال، بارتفاع بنسبة 30% من الإنفاق الفعلي للعام السابق. إن هذه الفجوة في الإنفاق متوقعة بسبب مجموعة القرارات التي أعلنتها الحكومة السعودية في مستهل هذا العام. ورغم أن يتوقع حدوث ارتفاع في الإنفاق، فإننا نتوقع أن تحقق الميزانية فائضاً مالياً كبيراً ربما يصل إلى 178 مليار ريال مقارنة بتقديرنا الذي بلغ 148 مليار ريال للعام 2011.

من جهة أخرى، تراجع معدل التضخم في المملكة العربية السعودية في وقت أسبق من توقعاتنا. فقد تراجع معدل التضخم إلى 4.6% في مايو، من 4.8% في إبريل. وقد سجلت مقاييس عرض النقود مزيداً من الارتفاع بينما ظل نمو حجم القروض المقدمة إلى القطاع الخاص بدون تغيير في شهر مايو.

جدول 1. مؤشرات اقتصادية رئيسية

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

المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة، مؤسسة النقد، والراجحي المالية



نظرة سريعة على الاقتصاد العالمي مشاكل الديون السيادية لا تزال قائمة في ظل بيانات اقتصادية ضعيفة:

في ظل البيانات الاقتصادية الضعيفة التي تم الإفصاح عنها في الدول المتقدمة، فقد تحول التركيز مرة أخرى في اتجاه قضايا الديون السيادية في أوروبا بصفة خاصة والسياسات المالية الإصلاحية (التي تهدف إلى خفض الدين الحكومي والعجز) في الدول المتقدمة بشكل عام. وقد قام صندوق النقد الدولي بخفض توقعاته للنمو الاقتصادي العالمي من 4.4% إلى 4.3% لعام 2011 وذلك بتاريخ 17 يونيو. كما قام الصندوق بخفض توقعاته للاقتصاد الأمريكي وتوقع أن يكون النمو بنسبة 2.5% خلال العام الحالي مقارنة بتوقعات سابقة أشارت إلى 2.8%. إن هذه المراجعة بخفض التوقعات لنمو الاقتصاد الأمريكي هي ثاني مراجعة يقوم بها صندوق النقد الدولي خلال الشهرين السابقين. وقد حذر الصندوق من أن حدوث مزيد من المعوقات للاقتصاد العالمي الحالي سيمثل تهديداً للأفاق الاقتصادية العالمية بالإضافة إلى احتمال انتشار عدوى أزمة الديون السيادية في أوروبا.

البيانات الاقتصادية الضعيفة

إن ضعف البيانات الخاصة بالمؤشرات الاقتصادية يتضح تماماً في الولايات المتحدة الأمريكية. فبعد النمو القوي الذي تحقق على صعيد عدد الوظائف في الأشهر الأربعة الأولى من العام الجاري، فقد انخفض نمو عدد الوظائف في مايو. وقد بلغ عدد الوظائف المضافة 54 ألف وظيفة فقط خلال الشهر مقابل متوسط زيادة شهرية بلغت 182 ألف وظيفة في الأشهر الأربعة الأولى. لقد ارتفع معدل البطالة إلى 9.10% من 9.00%. وقد انخفض مؤشر أي إس إم للتصنيع إلى 53.5 نقطة في مايو مقارنة بحوالي 60.4 نقطة في أبريل، بينما ارتفع مؤشر أي إس إم للنشاطات غير التصنيعية إلى 54.6 من 52.8 نقطة خلال نفس الفترة. وفي سياق متصل فقد انخفضت مبيعات السيارات غير أن مبيعات التجزئة بدون السيارات استطاعت أن تسجل ارتفاعاً. من جانب آخر، استمرت مقاييس التضخم في إظهار اتجاه ارتفاعي في الأشهر القليلة الماضية. فقد ارتفع مؤشر أسعار المستهلكين بنسبة 3.4% في شهر مايو مقارنة بنفس الشهر من العام السابق ومقارنة بنسبة 3.1% لشهر أبريل مقارنة بنفس الشهر من العام السابق. وحتى المؤشر الرئيسي للتضخم الذي لا يشمل على السلع متذبذبة الأسعار مثل المواد الغذائية والوقود فقد ارتفع إلى 1.5% على أساس سنوي، من 1.3% خلال الفترة.

وفي منطقة اليورو سجل مؤشر ZEW الصادر عن مركز البحوث الاقتصادية الأوروبية انخفاضاً إلى 13.6 نقطة في شهر مايو من 19.7 نقطة في الشهر السابق. وقد انخفضت أيضاً بعض مؤشرات الثقة الأخرى، مثل مؤشر ثقة المستهلكين ومؤشر الثقة في الصناعة ومؤشر سنتكس للمستثمر خلال الشهر. وسجل مؤشر بي إم أي للتصنيع وهو مؤشر للنشاطات في مجال التصنيع انخفاضاً أيضاً ليصل إلى 54.6 نقطة في شهر مايو من 57.8 نقطة قبل شهر. بيد أن المؤشرات الاقتصادية في ألمانيا (أكبر اقتصاديات المنطقة الأوروبية) حافظت على وضعها الجيد. وقد أظهرت مسوحات أي إف أو (لمناخ الأعمال) و (التوقعات المستقبلية) ارتفاعاً. وبالمقارنة فقد كان هناك انخفاض طفيف في مؤشر جي إف إكس لثقة المستهلكين بسبب ارتفاع أسعار السلع. إن ضعف البيانات الاقتصادية المنشورة يتضح في المملكة المتحدة أيضاً. فقد سجل مؤشر بي إم أي للتصنيع ومؤشر بي إم أي للخدمات انخفاضاً في شهر مايو. كذلك فقد انخفض الإنتاج بنسبة 1.2% على أساس الشهر مقارنة بالشهر السابق وبنسبة 1.7% على أساس الشهر مقارنة بنفس الشهر من العام السابق وذلك في شهر أبريل.

لقد استمرت المؤشرات الاقتصادية في اليابان تعكس تأثيرات الزلزال و التسونامي المدمر الذي ضرب البلاد في 12 مارس. ووفقاً لتقديرات أولية فقد تراجع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 0.9% للربع الأول لعام 2011 مقارنة بنفس الربع من العام السابق وبنسبة 3.7% على أساس سنوي. كذلك فقد استمر الإنتاج الصناعي يسجل انخفاضاً منذ شهر مارس على أساس الفترة مقارنة بنفس الفترة من العام السابق بسبب الضرر الذي أصاب مياي بعض المصانع وانقطاع التيار الكهربائي من العديد من المرافق. ورغم أن النشاطات الاقتصادية قد بدأت في العودة الطبيعية إلى أوضاعها السابقة، فمن المحتمل أن يستغرق ذلك عدة أرباع من العام لعودة النشاطات إلى أوضاعها الطبيعية التي كانت عليها سابقاً.

إن النشاطات الاقتصادية في اقتصاديات الأسواق الناشئة لا تزال قوية. ومع ذلك فقد بدأت تأثيرات السياسات النقدية الانكماشية السابقة تظهر على معدلات النمو الاقتصادي. فقد انخفض نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الهند إلى 7.8% في الربع الأول من العام 2011 (الربع الرابع للسنة المالية 2010-2011) مقارنة بنفس الربع من العام السابق ويعزى ذلك أساساً إلى الانخفاض الحاد في الاستثمار. ويشير ذلك إلى أن الإجراء الذي اتخذه البنك المركزي الهندي برفع أسعار الفائدة بنسب كبيرة بدأ يظهر تأثيره على الطلب على الاستثمار إلى جانب طلب المستهلكين كما يتضح ذلك من انخفاض مبيعات السيارات والمساكن. وتشير مؤشرات المسوحات في الصين أيضاً إلى أن النمو قد انخفض في الأشهر الأخيرة. وفي هذا السياق فقد انخفض مؤشر بي إم أي للتصنيع والخدمات انخفاضاً طفيفاً.

ورغم أن البيانات الاقتصادية التي تم الإفصاح عنها كانت ضعيفة إلا أننا لا نتوقع تباطؤ كبير في النمو الاقتصادي العالمي. ويبدو أن هذه البيانات الاقتصادية الضعيفة تعزى بدرجة كبيرة لأسعار النفط الخام المرتفعة خلال الثلاثة أشهر وتأثير ذلك على المعنويات في الأسواق بسبب أزمة الديون السيادية الأوروبية. ونظراً لعملية التصحيح التي مرت بها أسعار النفط الخام بسبب ضعف البيانات الاقتصادية، فمن المحتمل أن يكون ذلك إيجابياً لعملية النمو. علاوة على ذلك فإننا نتوقع أن يتم تجنب الآثار السلبية للسوق في حالة قضية الدين السيادي لليونان. وبناءً عليه فإننا سوف نظل على اعتقادنا بأن البيانات الضعيفة تشير إلى استقرار في النمو وليس إلى اتجاه انخفاض.



الدين السيادي في أوروبا والمخاوف المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

في ظل حزمة البيانات الاقتصادية الضعيفة من جميع الاقتصاديات المتقدمة، فقد أدى موضوع الدين السيادي في أوروبا وموضوع تحديد سقف القروض في أمريكا إلى إضعاف معنويات الأسواق الاقتصادية والمالية خلال الأسابيع القليلة الماضية. ففي اليونان بلغ العائد على السندات الحكومية بأجل عشر سنوات ما يقرب من 19% بينما بلغ هامش عقود حماية الديون CDS (ضد تعثر سداد الديون) بأجل خمس سنوات أكثر من 1600 نقطة أساس في منتصف شهر يونيو. ورغم أن الأسواق المالية تتوقع إعادة هيكلة حتمية لديون اليونان السيادية، فقد استبعد القادة السياسيون ومسئولو البنك المركزي أي نوع من أنواع العجز عن السداد. غير أن الحكومات الأوروبية فشلت في التوصل إلى أي اتفاقية تقضي بدفع أموال لليونان. فمن جانب، تواجه الحكومة اليونانية وضعا سياسيا واجتماعيا متصليا في ما يتعلق ببرنامجهما لخفض الإنفاق وفرض ضرائب جديدة. ومن جانب آخر، فقد قام وزراء المالية في دول منطقة اليورو بالضغط على اليونان لتمرير قانون يؤدي إلى خفض العجز المالي وبيع الأصول الحكومية. إن القرار القاضي بصرف مبلغ 12 مليار يورو تمثل جزءاً من حزمة الإنقاذ المالي التي تم اعتمادها للعام الماضي لليونان في شهر يوليو لم يستكمل ويوضع موضع التنفيذ بعد. ووفقاً لإحدى تقديرات بلومبرج فإن البلاد تحتاج إلى 7 مليار يورو في شهر يوليو لتسديد مستحقات فوائد السندات واسترداد السندات في شهر يوليو. علاوة على ذلك فإنه يتعين على اليونان أيضاً استرداد ما قيمته 6.6% مليار يورو من السندات المستحقة في 20 أغسطس 2011.

المخاوف المتعلقة بالجوانب المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

لقد أدى موضوع الدين السيادي لليونان إلى إعادة التركيز مرة أخرى على سلامة الأوضاع المالية للولايات المتحدة الأمريكية. فقد أصدرت وكالات التصنيف الائتماني أيضاً بيانات ورسائل تحذيرية تتعلق بعدم وجود مبادرات من قبل الحكومة الأمريكية لاحتواء العجز المالي. وفي هذا السياق فقد حذرت وكالة ستاندرد أند بورز الولايات المتحدة الأمريكية من مخاطر فقدانها لتصنيفها الائتماني الممتاز (AAA) ما لم يتفق صناع السياسات على سياسة بحلول 2013 لخفض العجز في الميزانية والدين العام. وقد نبه المازق السياسي الذي نشأ مؤخراً حول رفع سقف الدين الحكومي ووكالات التصنيف الائتماني أيضاً. وفي هذا الصدد أصدرت وكالة فيتش بيانا أشارت فيه إلى أنه رغمًا عن اعتقادها بأنه سيتم في نهاية المطاف التوصل إلى اتفاقية حول رفع سقف الدين الحكومي وأن الحكومة الأمريكية سوف تسدد مدفوعات ديونها بالكامل وفي أوقاتها المحددة فإن الإخفاق في رفع سقف الدين في الوقت المناسب سوف يشير ضمناً إلى وجود أزمة حوكمة من شأنها تعريض التصنيف الائتماني الممتاز (AAA) للولايات المتحدة الأمريكية للخطر. وقد أضافت الوكالة أيضاً أن التخلف عن السداد من جانب أكبر دولة مقترضة بالعالم وأكبر دولة تقوم بإصدار العملة الاحتياطية الأهم في العالم سوف يكون أمراً غير عادي ويهدد الاستقرار المالي الذي لا يزال هشاً في الولايات المتحدة وفي العالم أجمع، خاصة على خلفية أزمة الديون السيادية في أوروبا.

لقد جاءت إجراءات وكالات التصنيف الائتماني على خلفية تأجيل الحكومة الأمريكية لسياساتها المالية الإصلاحية الرامية لخفض عجز الميزانية. إن تقديرات صندوق النقد الدولي تشير إلى أن العجز المالي للحكومة الأمريكية يتوقع أن يصل إلى 9.9% من الناتج المحلي الإجمالي في 2011، أي ثاني أكبر عجز بين الدول المتقدمة بعد اليابان مقارنة بنسبة 10.6% في العام الماضي. إن هذا العجز المالي الذي تقترب نسبته من رقم ذي خاننتين يعزى بدرجة كبيرة للحزمة المالية التحفيزية التي قدمتها الحكومة في ديسمبر 2010 والتي تشمل توفير خفض ضريبي و فوائد طارئة للعاطلين عن العمل. إن التحسن البطيء على صعيد العجز المالي يعزى أساساً إلى الانتعاش في النظام المالي الذي لا يتطلب دعماً حكومياً إضافياً ولكنه يحتاج فقط إلى قيام الحكومة بأي مبادرة لخفض العجز.

لقد أدى العجز المالي المرتفع والنمو الاقتصادي الضعيف إلى قفزة حادة في الدين العام الإجمالي. فقبل الأزمة الاقتصادية في عام 2007 كان الدين العام الإجمالي يبلغ 62.2% من الناتج المحلي الإجمالي ولكنه قفز إلى 91.2% في عام 2010. وتشير التوقعات إلى أن نسبة الدين العام الإجمالي ستقترب من 100% من الناتج المحلي الإجمالي لهذا العام.

جدول 2. مؤشرات مالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
الرصيد المالي	-6	-5.5	-5.2	-5.7	-7.8	-9.9	-10.3	-12.7	-6.5	-2.7	-2
الرصيد الأساسي	-2.3	-2.4	-2.7	-3.7	-5.7	-9	-8.9	-10.9	-4.5	-0.7	-0.1
إجمالي الدين العام	111.9	109.4	107.5	105.6	102.3	98.3	91.2	84.5	71.2	62.2	61.1
صافي الدين العام	85.7	83.4	81.3	79.3	76.7	72.4	64.8	59.9	48.4	42.6	41.9

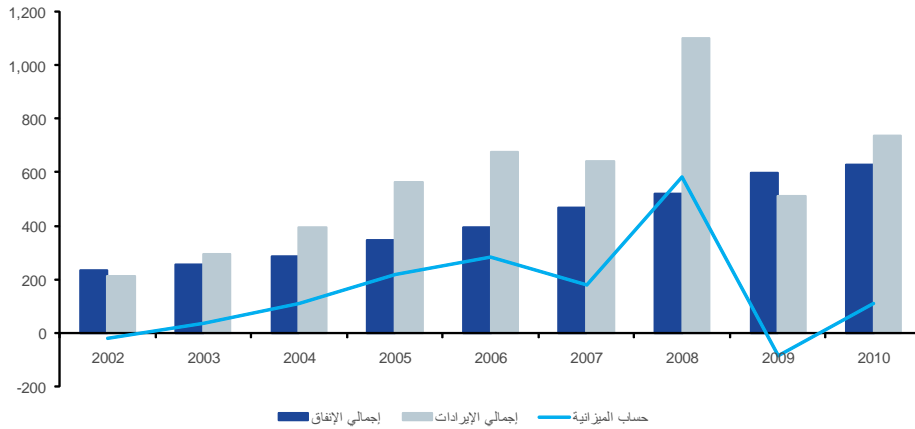
المصدر: صندوق النقد الدولي تحديث يونيو 2011، والراجحي المالية

اقتصاد المملكة العربية السعودية المالية الحكومية على أرضية أقوى

سوف يكون للإعلانات الحكومية الأخيرة التي تهدف لتوفير فوائد اجتماعية و اقتصادية للمواطنين في المملكة العربية السعودية نتائج ومدلولات طويلة الأجل. ويمكن تصنيف جزء كبير من الإنفاق الذي سوف تتحمله الحكومة من أجل الوفاء باستحقاقات هذه الإعلانات كمصروفات جارية. ومن شأن ذلك أن يثير الشكوك حول مدى حصافة السياسة المالية التي تم اتخاذها خلال العقد الماضي. بيد أننا نجد أن المالية الحكومية في وضع أفضل وهناك تحكم في الإيرادات والمصروفات مما يمكن من استيعاب هذه المصروفات.

لقد شهدت الإيرادات الحكومية والإنفاق الحكومي على حدٍ سواء نمواً متسارعاً خلال العقد الأخير. ورغماً عن ذلك، وكما يوضح الشكل التالي فإن الإيرادات الحكومية تظهر تنديباً واضحاً مقارنة بالإنفاق بسبب أسعار النفط الخام العالمية المتقلبة وكذلك الإنتاج المحلي. وفي هذا السياق فقد ارتفع إجمالي الإيرادات الحكومية من 228 مليار ريال في 2001 إلى 735 مليار ريال في 2010. وبلغت هذه الإيرادات ذروتها في عام 2008 عند مستوى 1101 مليار ريال عندما بلغت أسعار النفط الخام العالمية إلى أعلى مستوى لها على الإطلاق. ومن جانبٍ آخر فقد سجل الإنفاق نمواً مستمراً من 255 مليار ريال في 2001 إلى 626 مليار ريال في 2010.

شكل 1. نمو مستمر في الإنفاق في ظل تنديب في نمو الإيرادات

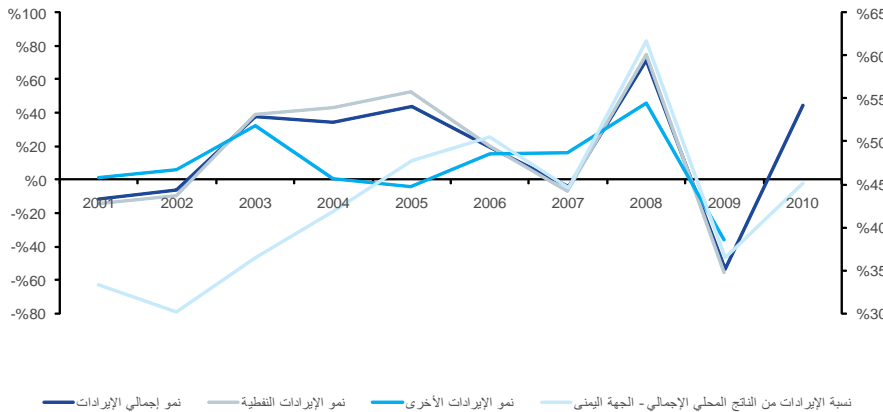


المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية

تحليل اتجاه الإيرادات

إن السبب وراء تحسن المالية الحكومية هو الارتفاع الكبير في إجمالي الإيرادات. لقد كان متوسط إجمالي الإيرادات في العام خلال العقد المنصرم 535 مليار ريال مقارنة بمبلغ 183 مليار ريال في عقد التسعينات. ويشير ذلك إلى أن الإيرادات الحكومية ظلت تشهد تحولاً دائماً خلال العقد الماضي عندما كانت الموازنة سلبية في ثلاث سنوات فقط مقارنة بتسع سنوات في العقد السابق. وقد بلغ متوسط النمو السنوي في إجمالي الإيرادات 17% في العقد الأول من أعوام الألفية الثانية مقارنة بنسبة ضئيلة بلغت 3% فقط في أعوام التسعينات. وقد بلغ متوسط الإيرادات الإجمالية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي 43% في أعوام العقد الأول مقارنة بنسبة 29% في أعوام التسعينات. بيد أن نسبة الإيرادات إلى الناتج المحلي الإجمالي ظلت متذبذبة طوال السنوات المذكورة.

شكل 2. نمو جيد للإيرادات على مدى العقد الماضي رغمًا عن تنديبه



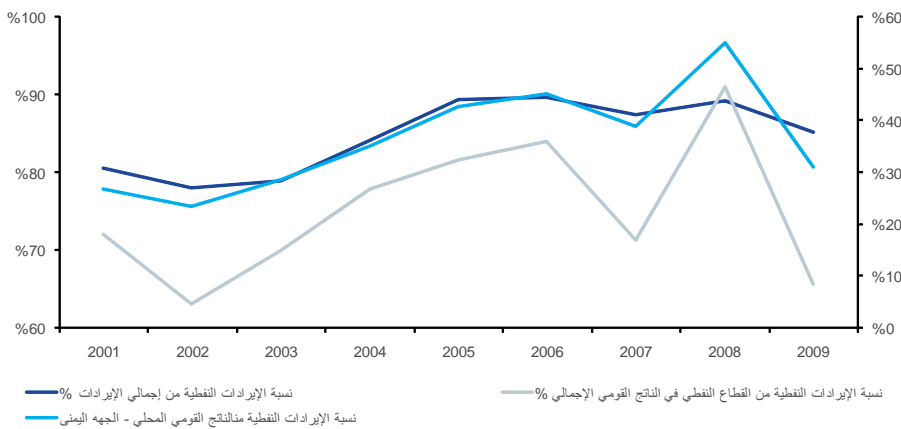
المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية



الإيرادات النفطية

ظلت الإيرادات من القطاع النفطي تلعب دوراً هاماً خلال العقد المنصرم في تحسين الأوضاع المالية لحكومة المملكة العربية السعودية. وقد أتاحت طفرة القطاع النفطي للحكومة فرصة تحقيق إيرادات أعلى من هذا القطاع. و ينعكس هذا في حقيقتين: الأولى هي أن متوسط حصة الإيرادات النفطية في إجمالي الإيرادات قد ارتفعت إلى 84.7% في أعوام العقد الأول من الألفية الثانية مقارنة بنسبة 74% في أعوام التسعينات. الحقيقة الثانية هي أن متوسط الإيرادات النفطية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي للقطاع النفطي بلغت 75% في أعوام العقد الأول من الألفية الثانية بينما كانت 61% في أعوام عقد التسعينات. إن العامل الثاني يشير إلى أن الحكومة قد تمكنت من تحقيق جزء كبير من إنتاج القطاع النفطي في شكل إيرادات غير أن ذلك يشير إلى اعتماد الحكومة بدرجة عالية على الإيرادات المتحققة من القطاع النفطي.

شكل 3. الإيرادات النفطية هي المساهم الرئيسي في نمو الإيرادات

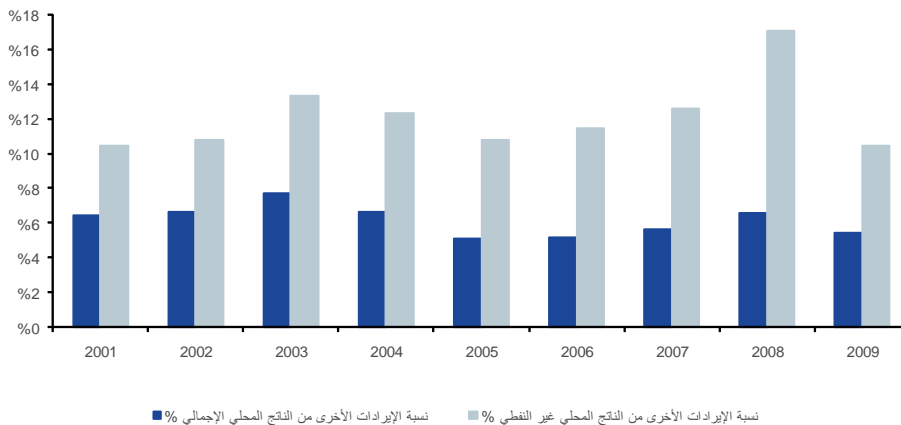


المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية

الإيرادات غير النفطية

نظراً لارتفاع نسبة الإيرادات النفطية في إجمالي الإيرادات الحكومية بمستوى كبير، فقد تضاعفت نسبة الإيرادات غير النفطية في السنوات الأخيرة. وعلى غير ما هو متوقع، فقد شهدت الإيرادات غير النفطية تذبذباً في نموها خلال السنوات الماضية. وتظهر تجربة العقد الأخير أن هذه الإيرادات قد انخفضت بعد عام من الارتفاع القوي. على سبيل المثال، فقد انخفضت هذه الإيرادات بنسبة 36% في عام 2009 عقب ارتفاع بنسبة كبيرة جداً بلغت 46% في عام 2008. وبالرجوع إلى الوراء أكثر نجد أن هذه النسبة لم تتغير في عام 2005 ولكنها انخفضت بنسبة 4% في عام 2006 بعد ارتفاع كبير بنسبة 32% في عام 2004. وقد كان هناك نمط شبيه بهذا النمط في أواخر أعوام التسعينات. ورغم أن ذلك فإننا نجد أن الإيرادات غير النفطية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي قد ظلت مستقرة طوال العقد الأخير، تقريباً، إذ كانت تتراوح بين 5% و7%. ويشير ذلك إلى أن الإيرادات غير النفطية غير مستقلة أيضاً عن دورة الأعمال في البلاد والتي تتأثر كثيراً بأداء القطاع النفطي.

شكل 4. الإيرادات غير النفطية ظلت أيضاً ذات طبيعة دورية



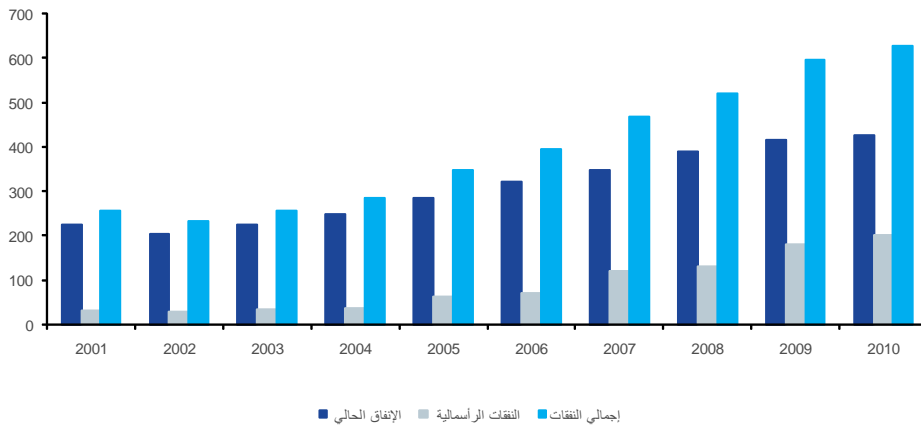
المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية



تحليل الإنفاق

لقد أتاح الارتفاع الكبير في الإيرادات الحكومية مجالاً واسعاً للحكومة لزيادة مستوى إنفاقها. فقد ارتفع إجمالي الإنفاق الحكومي من 255 مليار ريال في 2001 إلى 626 مليار ريال في 2010 بنسبة ضخمة بلغت 146%. ويمكن أن يعزى الارتفاع في الإنفاق الحكومي إلى المبادرات التي قامت بها الحكومة لإقامة بنية تحتية ضخمة تشمل جميع أنحاء المملكة. لقد تغير النمط في الإنفاق الحكومي أيضاً خلال العقد الأخير مقارنة بعقد التسعينات. فمن جانب، فقد شهد العقد الأخير (2001 - 2010) ارتفاعاً لم تتغير وتيرته في الإنفاق الحكومي بينما اتسم عقد التسعينات بالتذبذب. وخلال عقد التسعينات بكامله لم يكن هناك أي ارتفاع يذكر في الإنفاق الحكومي إذ بلغ إجمالي هذا الإنفاق 238 مليار ريال في 1992 مقارنة بإنفاق بلغ 235 مليار في عام 2000. إن الاستقرار في الإنفاق الحكومي يؤدي إلى تقليل حالة عدم اليقين في الاقتصاد وهو أمر إيجابي لفرص النمو للمدى البعيد.

شكل 5. النمو المستمر في الإنفاق خلال العقد الأخير



المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية

لقد تم استخدام الزيادة في الدخل الحكومي بطريقة حكيمة خلال العقد الماضي. وكما ذكرنا آنفاً فقد ركزت الحكومة على إنشاء المزيد من البنية الأساسية بالإضافة إلى تطوير المهارات في أوساط مواطنيها. وقد انعكست هذه الحقيقة من خلال زيادة الإنفاق الرأسمالي عدة أضعاف والتركيز الشديد على قطاع التعليم في الميزانية الحالية. وفي هذا السياق فقد ارتفع الإنفاق الرأسمالي من 31.6 مليار في 2001 إلى مبلغ يقدر بحوالي 200 مليار في 2010. وتبلغ هذه الزيادة أكثر من ستة أضعاف خلال فترة عقد واحد. من جانب آخر فقد نمت المصروفات الجارية في الأونة الأخيرة بنسبة 90%، أي من 223 مليار ريال في 2001 إلى مبلغ تقديري بلغ 430 مليار ريال في 2010.

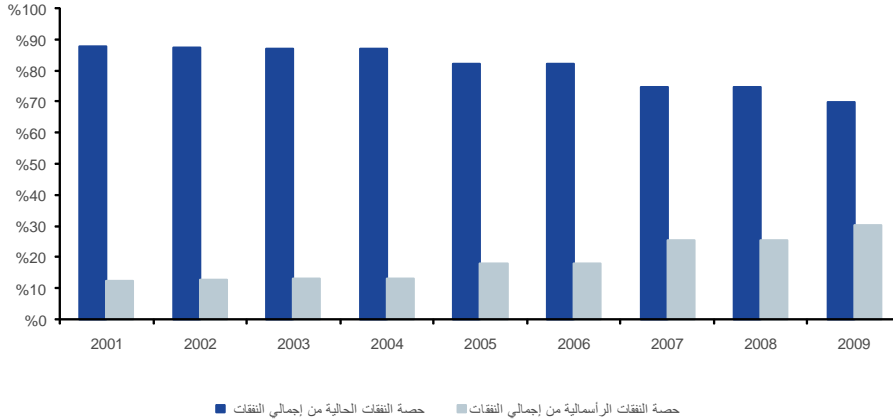
شكل 6. الإنفاق الرأسمالي كان متذبذباً جداً



المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية

لقد أدى الإنفاق الرأسمالي المرتفع بشكل حاد إلى تغيير مكونات الإنفاق الحكومي. فقد شكل الإنفاق الرأسمالي نسبة 30% من إجمالي الإنفاق في 2009، مرتفعاً من نسبة 12% فقط التي كان عليها في 2001. من جانب آخر فقد انخفضت حصة المصروفات الجارية في الإنفاق الإجمالي، من 88% إلى 70% خلال نفس الفترة.

شكل 7. ارتفاع نسبة الإنفاق الرأسمالي في إجمالي الإنفاق



المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية

مدلولات الإجراءات الأخيرة على المالية الحكومية

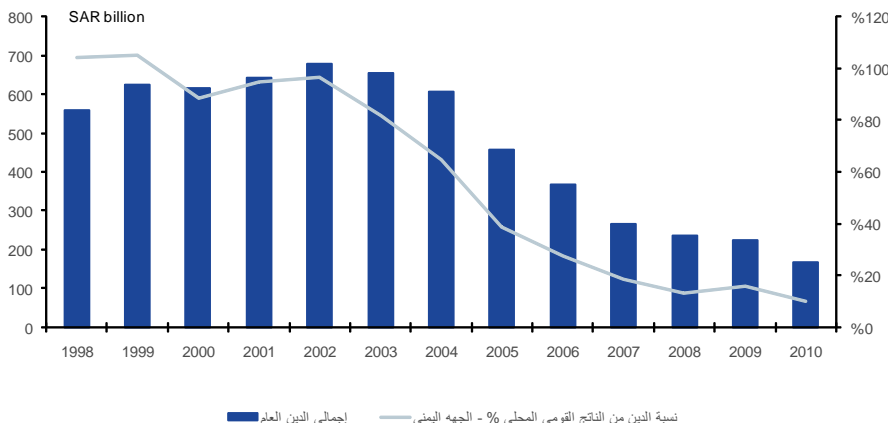
إن الحزمة المالية التي أعلنتها الحكومة في شهري فبراير ومارس تتكون من مصروفات جارية وإنفاق رأسمالي على حد سواء. علاوة على ذلك فإن جزءاً من هذا الإنفاق هو إنفاق لمرة واحدة والجزء الآخر إنفاق متكرر. ومن المرجح أن تكون معظم الإعلانات التي صدرت عن الحكومة مثل حافز راتب شهرين للعاملين في المؤسسات الحكومية والمبالغ الرأسمالية التي تم ضخها لمؤسسات الإقراض الحكومية عبارة عن نفقات لمرة واحدة، بينما يتوقع أن تكون فوائد العاطلين عن العمل والوظائف العسكرية الجديدة والزيادة في الحد الأدنى للأجور نفقات متكررة. ومن المحتمل أن تؤدي هذه المصروفات إلى زيادة المصروفات الجارية بصورة دائمة وهذا الأمر من شأنه إثارة السؤال حول مدى إمكانية إدارة المالية العامة بشكل حصيف ومتعقل خلال فترة الهبوط المستمر في أسعار النفط إذ إنه ليس من السهل على الحكومة خفض هذه المصروفات.

ورغمًا عما سبق ذكره فإننا نعتقد أن هذه المصروفات الإضافية ليس من المحتمل أن تخلق أي مشكلة لميزانية الدولة نظراً لأن المالية الحكومية ظلت تشهد تحولاً دائماً خلال العقد الأخير. إننا نتوقع أن تؤدي هذه المصروفات فقط إلى خفض فائض الميزانية. وهذا التوقع مبني على الحقيقة المفترضة بأن النمو العالمي سوف يكون قريباً مما سيؤدي إلى تزايد مستمر في الطلب على النفط الخام خلال المدى المتوسط. إن المملكة العربية السعودية هي الدولة الوحيدة في العالم التي لديها طاقة إنتاجية احتياطية يمكن أن تقي باحتياجات الطلب العالمي الإضافية. علاوة على ذلك، فإن تزايد الطلب العالمي للنفط الخام سيؤدي أيضاً إلى رفع أسعار الخام في المدى المتوسط. وبناءً عليه فإن استمرار ارتفاع الأسعار والإنتاج سوف يستمر في إحداث مزيد من الارتفاع في الإيرادات الحكومية.

الدين العام والأصول الاحتياطية

لقد تم استخدام الزيادة في المالية الحكومية خلال العقد المنصرم بكثير من الحصافة والحكمة من قبل الحكومة. فقد تم استخدام الإيرادات الفائضة للتخلص من الدين العام المرتفع خلال الفترة والذي بلغت نسبته 105% من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي في عام 1999. علاوة على ذلك فقد تم استخدام الفائض لتكوين أصول احتياطية تتم إدارتها بواسطة البنك المركزي (مؤسسة النقد). ويشار هنا إلى أن هذه الأصول قد نمت من 39 مليار دولار في عام 1999 إلى 456 مليار دولار في نهاية عام 2010. إن الدين العام المنخفض والأصول الاحتياطية المرتفعة تبعثان على الاطمئنان في حالة الفترات التي ربما تشهد انخفاضاً في الإيرادات.

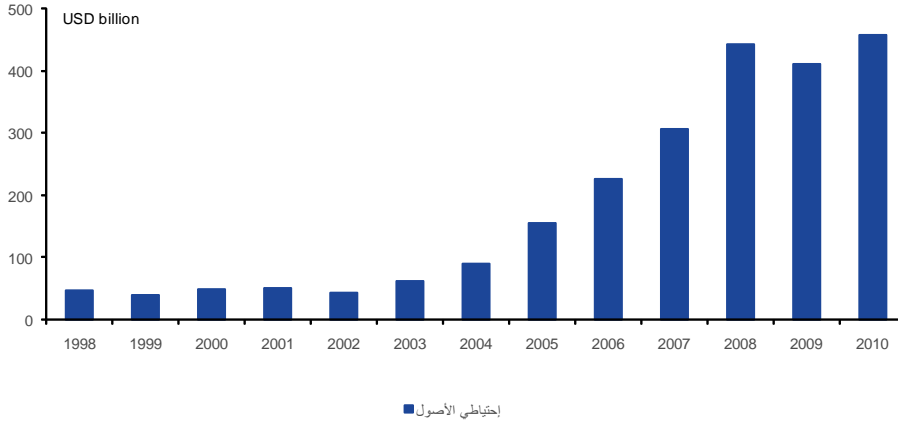
شكل 8. تحسن ملحوظ في الدين العام خلال العقد الماضي



المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية



شكل 9. نمو الأصول الاحتياطية عدة أضعاف



المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية

الفائض المالي سيزداد أكثر

نتيجة للظروف المتغيرة على صعيد الإيرادات الحكومية والإنفاق الحكومي على حد سواء، فقد قمنا بمراجعة تقديراتنا السابقة الخاصة بالمالية الحكومية. ووفقاً لهذه المراجعة فإننا نتوقع أن يرتفع إجمالي الإيرادات بنسبة 35% مقارنة بالإيرادات الفعلية للعام السابق. وبناءً عليه يتوقع أن تحقق الحكومة إيرادات تبلغ 992 مليار ريال في عام 2011 مقابل تقديراتنا السابقة التي بلغت 825 مليار ريال. وتستند هذه الزيادة في توقعاتنا على حقيقة أننا قد قمنا بمراجعة توقعاتنا لمتوسط سعر النفط لعام 2011 ورفعناه من 87 دولار للبرميل إلى 93 دولار للبرميل كما رفعنا تقديراتنا لإنتاج المملكة من النفط الخام من 8.52 مليون برميل في اليوم إلى 8.9 مليون برميل في اليوم. وعلى صعيد الإنفاق فإننا نتوقع زيادة بنسبة 30% عما كان عليه حجم الإنفاق في العام السابق. ويتوقع أن يبلغ إجمالي الإنفاق الحكومي 814 مليار ريال مقابل تقديراتنا السابقة التي بلغت 677 مليار ريال. وعليه فإننا نتوقع أن يتم تحقيق فائض في الميزانية يبلغ 178 مليار ريال في 2011 مقارنة بتقديراتنا السابقة التي بلغت 148 مليار. وحسب هذه التقديرات يتوقع تحقيق فائض في الميزانية بنسبة 9.5% من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2011.

جدول 3. المالية الحكومية يتوقع أن تحقق فوائد

السنة	الأرقام الفعلية		حسب تقديرات الميزانية	
	الإيرادات	التفقات	الإيرادات	التفقات
2007	400	380	643	466
2008	450	410	1101	520
2009	410	475	510	596
2010	470	540	735	627
2011	540	580	992	814

المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية

التضخم يعود مرة أخرى للانخفاض

كما ركزنا في تقريرنا الاقتصادي الشهري الأخير، فقد برهن الارتفاع في معدل التضخم في شهر إبريل على أنه مؤقت. ورغم أننا كنا قد توقعنا حدوث ارتفاع في معدل التضخم يمتد لثلاثة أو أربعة أشهر نتيجة لارتفاع الدخل المتاح للإنفاق لدى الأسر، فقد استمر هذا التضخم لشهر واحد فقط، إذ انخفض معدل التضخم إلى 4.6% في شهر مايو بعد أن كان قد ارتفع إلى 4.8% في شهر إبريل، من 4.7% في شهر مارس. وقد كان الانخفاض في معدل التضخم شاملاً إذ انخفض معدل التضخم لجميع المكونات الهامة لمؤشر التضخم. على سبيل المثال فقد انخفض معدل التضخم للإيجارات من 7.5% في إبريل إلى 7% في مايو. كذلك، فقد سجل معدل التضخم للإيجارات انخفاضاً بنسبة 1% خلال الشهرين الأخيرين، من 8% إلى 7%.

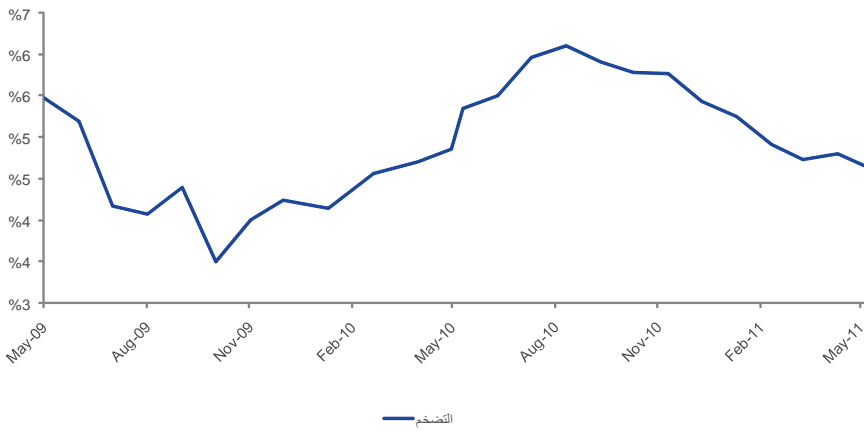
ورغم أننا لا نستبعد احتمال حدوث ارتفاع في التضخم مرة أخرى خلال الأشهر القليلة القادمة فإننا لا نزال نتوقع أن يكون متوسط هذا الارتفاع في حدود 4.8% في عام 2011.



وتدعم توقعاتنا هذه حقيقة هامة وهي انه حتى الدخل المرتفع المتاح لإنفاق الأسر نتيجة للعديد من المزايا التي قدمتها الحكومة لم يؤدي إلى أي تأثير هام على ارتفاع الأسعار. علاوة على ذلك فقد كنا قد توقعنا أن يؤدي الارتفاع في أسعار المنتجات الغذائية العالمية خلال شهري فبراير ومارس مقرونًا بضعف الدولار إلى جلب ما يسمى بالتضخم المستورد إلى المملكة العربية السعودية. بيد أن التضخم قد انخفض في اثنتين من المكونات وهما (المكونات الغذائية والمشروبات) و (المصروفات و الخدمات الأخرى).

ويشير ذلك إلى أن الدولار الضعيف وبالتالي الريال الضعيف لم يكن لهما أي تأثير سلبي على التضخم بينما تم احتواء تضخم المواد الغذائية. وعلى الصعيد المحلي سوف تؤدي المبادرات الحكومية في قطاع الإسكان إلى زيادة المعروض من المساكن بينما يتوقع أن يؤدي التركيز على سعده القوى العاملة إلى خفض الطلب على المساكن والذي يمثل العاملين الأجانب احد مصادره الأساسية. وبناءً عليه فمن المحتمل أن يميل معدل تضخم الإيجارات الذي يشكل نسبة 18% من مؤشر التضخم إلى الانخفاض بوتيرة أسرع.

شكل 10. التضخم بدأ يتراجع بأسرع مما كان متوقعا



المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية



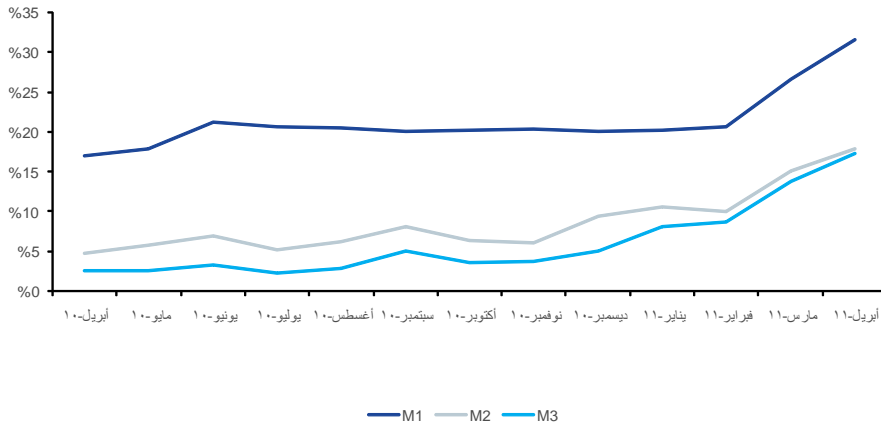
التطورات الائتمانية والنقدية

نمو عرض النقود

لقد سجلت جميع مؤشرات نمو عرض النقود مزيداً من الارتفاع في شهر ابريل بسبب السيولة المرتفعة في النظام المصرفي. وقد أدت كميات الأموال الإضافية التي ضختها الحكومة إلى رفع مؤشرات عرض النقود منذ شهر مارس المنصرم. فقد ارتفع عرض النقود بمعناه الضيق (M1) إلى 31.5% على أساس الشهر مقارنة بنفس الشهر من العام السابق في ابريل من 26.5% في مارس على أساس سنوي أيضاً وذلك بسبب مزيد من الارتفاع الحاد في الودائع تحت الطلب. وكان نمو الودائع تحت الطلب قد قفز من 28% في مارس على أساس المقارنة بنفس الشهر من العام السابق إلى 33% في ابريل على أساس سنوي أيضاً. من جانب آخر فقد استمرت الودائع لأجل والودائع الادخارية في الانخفاض مما أدى إلى خفض النمو في مؤشرات عرض النقود (M2) و (M3).

وقد أدى مناخ أسعار الفائدة الذي اتسم بالانخفاض إلى تقليل عدد أصحاب الودائع لأجل منذ عام 2009. فبعد النمو القوي في تلك الودائع خلال الفترة 2005-2008 انخفض مستوى هذه الودائع بنسبة 12% خلال عام 2009. ومنذ ذلك التاريخ استمرت هذه الودائع في تسجيل نمو سلبي.

شكل 11. نمو عرض النقود يزداد في ابريل

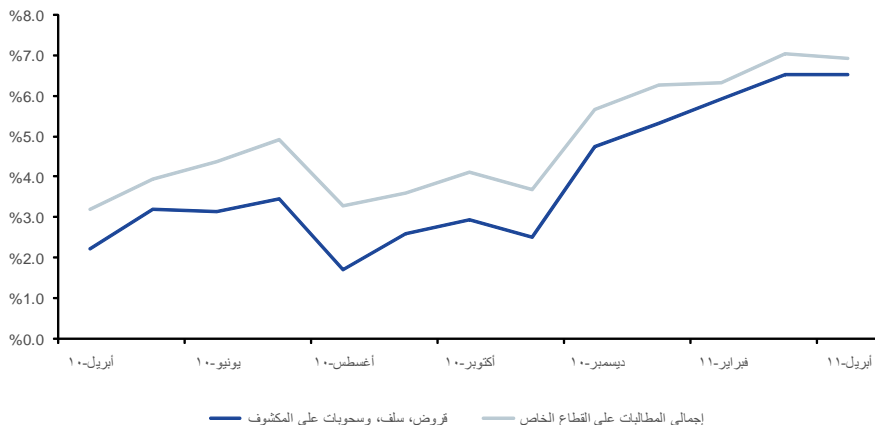


المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية

نمو حجم القروض المقدمة للقطاع الخاص

ارتفع نمو حجم القروض المقدمة للقطاع الخاص في شهر ابريل. فقد نمت القروض والسلف والسحب على المكشوف بنسبة 6.5% خلال الشهر على أساس نفس الفترة من العام السابق ومقارنة بنفس الرقم للشهر السابق. وقد انخفض نمو مطالبات البنوك من القطاع الخاص بشكل عام بدرجة طفيفة، من 7% في شهر مارس على أساس سنوي إلى 6.9% في ابريل على أساس المقارنة بنفس الشهر من العام السابق. إن انخفاض هذه المطالبات يعكس انخفاض الكمبيالات المدفوعة من قبل البنوك التجارية التي انخفضت بنسبة 0.3% خلال الشهر مقارنة بنفس الشهر من العام السابق.

شكل 12. القروض والسلف المقدمة للقطاع الخاص ترتفع في شهر ابريل



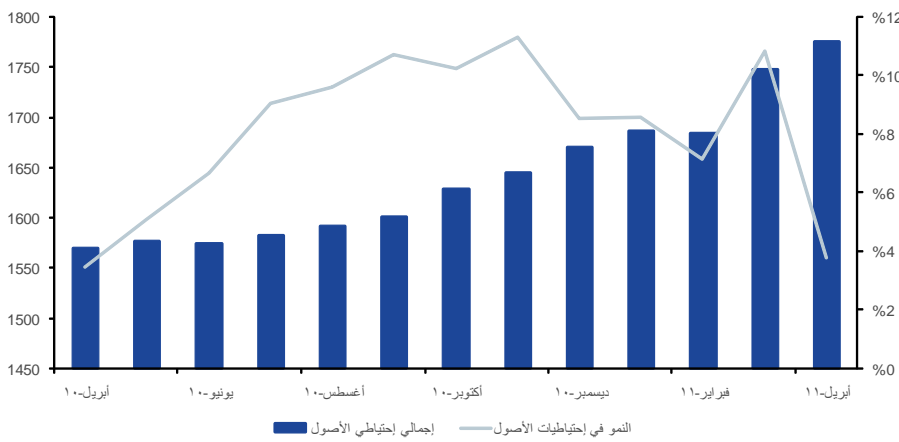
المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية



الأصول الاحتياطية لمؤسسة النقد العربي السعودي

لقد ارتفعت الأصول الاحتياطية لمؤسسة النقد العربي السعودي بمقدار 28 مليار ريال لتصل إلى 1,775 مليار ريال (أي 473 مليار دولار) في شهر ابريل. وقد بلغ حجم النقد الأجنبي والودائع 453 مليون ريال بينما بلغت قيمة الاستثمارات في الأوراق المالية الأجنبية 1267 مليار ريال في الشهر. ورغم أن ذلك فقد انخفضت نسبة النمو في الأصول الاحتياطية من 10.8% في شهر مارس مقارنة بنفس الشهر من العام السابق إلى 3.8% فقط في ابريل على أساس نفس الشهر من العام السابق أيضاً. وتعتبر نسبة الارتفاع هذه أبداً نسبة ارتفاع في الأصول الاحتياطية خلال العام الأخير.

شكل 13. الأصول الاحتياطية لمؤسسة النقد العربي السعودي مستمرة في الارتفاع ولكن بوتيرة أبطأ



المصدر: مؤسسة النقد، والراجحي المالية



الإخلاء من المسؤولية والإفصاح عن معلومات إضافية لأغراض أبحاث الأسهم

إخلاء من المسؤولية

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

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

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

للاتصال

د. صالح السحبياتي
مدير ادارة البحوث
هاتف: +966 1 2119434
alsuhaibanis@alrajhi-capital.com

شركة الراجحي المالية
إدارة البحوث
طريق الملك فهد، المكتب الرئيسي
ص ب 5561 الرياض 11432
المملكة العربية السعودية
بريد الكتروني:
research@alrajhi-capital.com
www.alrajhi-capital.com

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