



إدارة البحوث

فريق بحوث الراجحي المالية

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

الاقتصاد العالمي: إشارات متباينة

تبدو الآفاق الاقتصادية العالمية متباينة حيث طغت مشاكل الديون السيادية الأوروبية المستمرة في منطقة اليورو ومعدلات النمو الضعيفة في الاقتصاديات الناشئة، على الإشارات الإيجابية الآتية من الولايات المتحدة الأمريكية. وقد اكتسب الانتعاش في الاقتصاد الأمريكي مزيداً من القوة مع تحسن سوق الوظائف. بيد أن البيانات الضعيفة من منطقة اليورو، مقرونة بخفض التصنيفات الائتمانية لعدد من الدول الأوروبية، ألقت بظلالها على الآفاق الاقتصادية العالمية المستقبلية. إن ضعف النمو في الاقتصاديات الناشئة له أيضاً تأثير سلبي على النظرة المستقبلية. غير أن النظرة المستقبلية للمدى القريب لاقتصاد المملكة العربية السعودية قد وجدت دعماً من ارتفاع مستوى الإنتاج المحلي للنفط الخام وأسعار النفط العالمية. وكان متوسط معدل التضخم في 2011 قد انخفض مقارنة بالمتوسط في 2010. وقد انخفض عرض النقود بينما ارتفع مستوى الائتمان المقدم للقطاع الخاص. أما الأصول الاحتياطية لمؤسسة النقد العربي السعودي تجاوزت 2 تريليون ريال في نهاية ديسمبر.

الاقتصاد العالمي: يبدو أن الآفاق الاقتصادية العالمية تواجه قوتين متعاكستين. فمن جانب، نجد أن الانتعاش في الولايات المتحدة الأمريكية يظهر بعض علامات القوة بينما لا تزال منطقة اليورو تمثل الحلقة الأضعف. ورغم أن النمو العالمي قد وجد دعماً جيداً من الاقتصاديات الناشئة بعد الأزمة المالية العالمية في 2008، فقد أدى ضعف مستويات النمو في هذه الاقتصاديات إلى خفض مستوى هذا الدعم. وقد بلغ الناتج المحلي الإجمالي في الصين 8.9% في الربع الأخير من 2011، ويمثل ذلك أدنى مستوى منذ 2009. وقد كان تباطؤ نمو الناتج المحلي واضحا في الاقتصاديات الناشئة الأخرى أيضاً. علاوة على ذلك، فقد سجل التضخم انخفاضا في معظم أنحاء العالم مما يتيح مجالا لتيسير السياسات النقدية من قبل البنوك المركزية، وخاصة في الصين والهند ربما تكون على وشك خفض أسعار الفائدة خلال البنوك المركزية في هذه الاقتصاديات، وخاصة في الصين والهند ربما تكون على وشك خفض أسعار الفائدة خلال الثلاثة أشهر التالية. وفي هذا السياق، فقد قام البنك المركزي في البرازيل بخفض سعر الفائدة الأساسي بمقدار 50 نقطة أساس في 18 أغسطس، للمرة الرابعة في عدة شهور.

اقتصاد المملكة العربية السعودية: رغم أن حالة عدم اليقين السائدة في العالم حالياً، فقد حظيت النظرة المستقبلية للاقتصاد السعودي للمدى القريب بدعم إضافي نتيجة لارتفاع مستوى إنتاج النفط الخام ومستويات الأسعار العالمية عقب الأداء المميز في العام الماضي. وكان متوسط إنتاج النفط الخام اليومي قد بلغ 9.76 مليون برميل في اليوم في ديسمبر. من جانب آخر، فقد انخفض متوسط التضخم إلى 5% في 2011 مقارنة بنسبة 5.3% في 2010. ويشير تحليل بسيط إلى أن ارتباط التضخم المحلي مع التضخم العالمي قد نما بدرجة أعلى على مدى العقد المنصرم. وقد ظل مستوى عرض النقود بشكل عام في مسار الانخفاض بعد أن بلغ ذروته في إبريل من العام الماضي. أما نمو الائتمان للقطاع الخاص فقد شهد مزيداً من الارتفاع في شهر ديسمبر.

جدول 1 المؤشرات الاقتصادية الرئيسية للمملكة العربية السعودية

2012F	2011E	2010	2009	
3.6%	6.8%	3.8%	0.6%	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي%
4.0%	28.0%	16.6%	-21.8%	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي%
4.3%	4.9%	5.3%	5.1%	التضخم (المتوسط الشهري)%
144	306	109	-86	فائض / عجز الميزانية (بليون ريال)
890	1110	735	510	الإيرادات (بليون ريال)
746	804	627	596	الإنفاق (بليون ريال)
708	915	541	363	الميزان التجاري
373	598	250	79	الصلب الجاري
18%	27%	15%	6%	الصلب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي

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



نظرة على الاقتصاد العالمي

خفض التصنيف الائتماني على نطاق واسع في أوروبا

قامت وكالة ستاندراند اند بورز بخفض التصنيف الائتماني لتسعة من دول منطقة اليورو وتلا ذلك خفض لتصنيف صندوق الاستقرار المالي الأوروبي EFSF، حتى مع تحسن ظروف السيولة في القطاع البنكي على إثر ضخ البنك المركزي الأوروبي لأموال في هذا الصندوق في الشهر الماضي. وقد ساعد ضخ أموال نقدية بلغت 498 مليار يورو أيضا في خفض عائدات سندات الديون السيادية التي أصدرتها كل من اسبانيا وإيطاليا خلال هذا الشهر. ورغم أن ذلك، فقد ظلت البيانات الاقتصادية ضعيفة في المنطقة بما فيها تلك الخاصة بألمانيا، أكبر اقتصاديات منطقة اليورو. من جانب آخر، فقد أظهرت بيانات السوق الأمريكي مزيدا من التحسن في سوق الوظائف. كذلك، فقد أظهرت بيانات مؤشر إي إس إم للتصنيع مزيدا من التحسن كما سجل التضخم انخفاضا. وبشكل عام، فقد سجل الانتعاش في الولايات المتحدة الأمريكية بعض التحسن. ولا يزال معدل النمو الاقتصادي والتضخم في مسار الانخفاض في الاقتصاديات الناشئة. فقد انخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الصين إلى 8.9%، مسجلا أدنى مستوى له منذ 2009، وذلك في الربع الرابع من العام السابق. ورغم أن موقف السياسة النقدية لا يزال منحازا إلى جانب تيسير هذه السياسة في كل الاقتصاديات العالمية، فإنه لم يتم اتخاذ إجراء رئيسي في الاجتماعات الأخيرة للبنوك المركزية في الاقتصاديات المتقدمة. ومع ذلك، فقد اقتربت البنوك المركزية في دول الاقتصاديات النامية من إجراء خفض في أسعار الفائدة الرئيسية في المستقبل القريب. فقد قام البنك المركزي في البرازيل بخفض سعر الفائدة الرئيسي selic rate بمقدار 50 نقطة أساس إلى 10.5% بتاريخ 18 يناير. وهذا الخفض هو الخفض الرابع لسعر الفائدة من قبل البنك المركزي في عدة شهور.

منطقة اليورو

لا تزال منطقة اليورو تمثل الحلقة الأضعف في التوقعات الاقتصادية المستقبلية بسبب قضية الديون السيادية التي لا تزال تراوح مكانها وخفض التصنيف السيادي لعدد كبير من الدول والمؤشرات الاقتصادية الضعيفة. وفي هذا السياق، تقوم في الوقت الراهن اليونان، التي بدأت منها الأزمة الحالية، بإجراء مفاوضات مع حملة السندات من القطاع الخاص تهدف إلى إعادة هيكلة الديون السيادية. ويشار هنا إلى أنه من المتوقع أن يقوم المقرضون من القطاع الخاص بخفض ديونهم على اليونان بنسبة 50% وقد تم اتخاذ هذا القرار أثناء اجتماع قمة على مستوى عالٍ عقدته القيادات السياسية العليا في شهر نوفمبر. وعلى صعيد السيولة، فقد ساعد قيام البنك المركزي الأوروبي بضخ كميات من الأموال في الشهر الماضي، على إصدار سندات ذات أجل قصيرة من قبل الدول المضطربة وذلك على خلفية النجاح الذي لاقته عمليات بيع إيطاليا وأسبانيا لسنداتهما السيادية وما تبعه من خفض للعائدات في يناير. فقد حققت الخزينة الإسبانية مبلغ 10 مليار يورو من بيعها للسندات وسجلت بذلك ضعف الرقم المستهدف وهو حوالي 5 مليار يورو بينما انخفض العائد بحوالي 1%. وفي هذه الأثناء، فقد سددت إيطاليا أقل من نصف ما دفعته قبل شهر لبيع سندات بأجل عام واحد في أول مزاد لها لبيع السندات خلال هذا العام. وقد انخفض عائد سندات الخزنة الإيطالية بأجل 12 شهرا إلى 2.735%، من 6% التي دفعتها لسندات بنفس أجل الاستحقاق في مزاد السندات الذي تم في منتصف ديسمبر.

وبالرغم من بعض التطورات الإيجابية التي أوردناها أنفا، فقد قامت مؤسسة ستاندراند اند بورز بخفض التصنيفات الائتمانية السيادية لعدد كبير من دول منطقة اليورو بما فيها فرنسا وإيطاليا. ولم يكن هذا الإجراء مفاجئا للأسواق المالية نظرا لأن اس اند بي كانت قد وضعت بالفعل تصنيفات هذه الدول تحت المراقبة السلبية في شهر ديسمبر. وقد تم خفض التصنيفات السيادية للمدى البعيد لكل من فرنسا والنمسا ومالطا وسلوفاكيا وسلوفينيا بدرجة تصنيف واحدة إلى AA+, AA-, A- and A+ على التوالي. وتم خفض تصنيف العديد من الدول بمقدار وصل إلى درجتي تصنيف. فقد تم خفض التصنيف السيادي للمدى البعيد لكل من إيطاليا وأسبانيا والبرتغال وقبرص بمقدار درجتين إلى BBB+, A, BB and BB+ على التوالي. ورغم أن بعض التصنيفات يمكن إدراجها تحت مسمى درجة الاستثمار، فإن تصنيفات البرتغال وقبرص قد أدرجت تحت مسمى درجة المضاربة. ورغم أن ذلك، فقد تم تأكيد التصنيف السيادي لعدد من الدول المضطربة كإيرلندا عند مستوى BBB+ بينما تم تأكيد تصنيفات كل من ألمانيا وفرنلندا ولكسمبرج وهولندا عند مستوى AAA. وبالإضافة إلى ذلك، فقد أشارت اس اند بي إلى أن النظرة المستقبلية للتصنيفات للمدى البعيد لكل من النمسا وبلجيكا وقبرص واستونيا وفنلندا وفرنسا وإيرلندا وإيطاليا ولكسمبورج ومالطا وهولندا والبرتغال وسلوفينيا، نظرة سلبية مما يعني أن هناك احتمال واحد على الأقل من ثلاثة احتمالات بخفض التصنيف في 2012 أو 2013. لقد كان لهذا الخفض في التصنيفات السيادية للمدى البعيد، الذي شمل عددا كبيرا من الدول، تأثير على تصنيفات صندوق الاستقرار المالي الأوروبي الذي تسهم فيه فرنسا والنمسا وحدهما فقط بنسبة 40% تقريبا. وكانت اس اند بي قد قامت بخفض تصنيف هذا الصندوق من AAA إلى AA+. بيد أن الأسواق المالية لم تتأثر بهذا الحدث إذ لم يتم رصد أي ردود أفعال في أسواق رأس المال أو الديون أو العملات.

علاوة على ما تقدم، فإن البيانات الاقتصادية لا تزال تظهر توقعات ضعيفة للمنطقة. وفي هذا السياق، فقد ظل مؤشر بي إم أي للتصنيع والخدمات دون مستوى 50 نقطة في شهر ديسمبر مما يعكس تراجعاً في القطاعات. وتأكيداً لمؤشرات المسح، فقد انخفض الإنتاج الصناعي إلى 0.3% في شهر نوفمبر مقارنة بنفس الشهر من العام السابق. وحتى في ألمانيا، أكبر اقتصاديات المنطقة وأفضلها أداء، فقد كان مؤشر بي إم أي دون مستوى 50 درجة للأشهر القليلة الماضية. غير أن مؤشر بي إم أي للخدمات كان فوق مستوى 50 نقطة وقد ارتفع إلى 52.7 في ديسمبر، من 50.3. وقد كان الوضع مماثلاً في فرنسا حيث كان هذا المؤشر دون مستوى 50 نقطة بينما كان مؤشر بي إم أي للخدمات فوق مستوى 50 نقطة بقليل. وقد انخفض الإنتاج الصناعي على أساس شهري في ألمانيا بينما بلغ 1.1% في فرنسا في نوفمبر. هذا، ويمكن أن نخلص إلى أن البيانات الاقتصادية المذكورة أنفاً، إلى جانب بعض المؤشرات الأخرى، لا تزال ضعيفة.

الولايات المتحدة الأمريكية

لقد انعكست قوة الانتعاش في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال بيانات سوق الوظائف التي كانت أفضل مما كان متوقفاً في الأشهر الأخيرة. فقد أضاف قطاع الوظائف غير الزراعي 200 ألف وظيفة في شهر ديسمبر ويعزى ذلك إلى ارتفاع عدد الوظائف في قطاع التصنيع حيث أضاف هذا القطاع 23 ألف وظيفة خلال هذا الشهر مقارنة بعدد 2000 وظيفة فقط في نوفمبر. وقد أضاف القطاع الخاص 212 ألف وظيفة غير أن تسريح العاملين في القطاع الحكومي أدى إلى انخفاض إجمالي الإضافة للوظائف لتصبح 200 ألف وظيفة. وكان معدل البطالة قد تحسن أكثر ليصل إلى 8.5% في ديسمبر، من 8.6% في الشهر السابق. وبالإضافة إلى ذلك، فقد ارتفع



متوسط الأجور للساعة الواحدة بنسبة 2.1% في شهر ديسمبر مقارنة بنفس الشهر من العام السابق ومقارنة أيضا بارتفاع هذا المتوسط بنسبة 1.9% في نوفمبر على أساس سنوي.

والى جانب التحسن الذي طرأ على سيناريو التوظيف، فقد تحسنت بعض المؤشرات الاقتصادية الهامة الأخرى كمؤشر أي اس ام للتصنيع ومؤشر أي اس ام للنشاطات غير التصنيعية اللذان ارتفعا الى 53.9 نقطة و 52.6 نقطة على التوالي في ديسمبر، من 52.7 و 52 نقطة على التوالي في نوفمبر. وقد ارتفعت طلبيات الشراء من المصانع بينما قفزت قروض المستهلكين الى 20.4 مليار دولار في نوفمبر مقارنة بمبلغ 6 مليار دولار فقط في أكتوبر. وقد تحول نمو الإنتاج الصناعي (لشهر مقارنة بالشهر السابق) الى ايجابي في شهر ديسمبر بعد شهر من الانخفاض في نوفمبر. كذلك فقد ارتفع معدل استغلال الطاقة الإنتاجية من 77.8% الى 78.1%. غير أن بيانات مبيعات التجزئة كانت أقل من التوقعات رغم أن معدل الادخار كان منخفضا بدرجة كبيرة في الأشهر القليلة الماضية.

الاقتصاديات المتقدمة الأخرى

بعد رفع تقديرات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للربع الثالث الى 0.6% من تقديرات سابقة بلغت 0.5% في الشهر السابق، فقد ارتفعت مؤشرات بي ام أي ارتفاعا حادا في المملكة المتحدة. فقد ارتفع مؤشر بي ام أي للتصنيع من 47.7 الى 49.6 نقطة في ديسمبر بينما ارتفع مؤشر بي ام أي للخدمات من 52.1 الى 54 نقطة. ورغم أن انخفاض معدلات الإنتاج في قطاعي الصناعات التحويلية والصناعات الأخرى كما يعكس ذلك مؤشرات بي ام أي التي أشرنا إليها آنفا، فإن بيانات بي ام أي الأخيرة تشير الى أن الإنتاج ربما يكون قد ارتفع في ديسمبر. وقد ارتفعت بيانات مبيعات التجزئة أيضا في ديسمبر مقارنة بنمو سلبى في نوفمبر.

إن المؤشرات الاقتصادية التي تم الإفصاح عنها مؤخرا توفر إشارات متباينة للآفاق الاقتصادية المستقبلية في اليابان. فمن جانب، ارتفعت طلبيات أدوات الماكينات الى 17.4% في ديسمبر مقارنة بنفس الشهر من العام السابق، من 15.8% في شهر نوفمبر على أساس سنوي. إن طلبيات أدوات الماكينات التي لا تشمل البنود الكبيرة المتذبذبة، مثل تلك التي تطلبها شركات الطاقة الكهربائية الكبيرة وشركات السفن، قفزت أيضا بنسبة 12.5% خلال الشهر على أساس سنوي. ويشير ذلك إلى احتمال أن تسود معنويات إيجابية في أوساط الشركات وحفزها للاتجاه الى الاستثمارات الرأسمالية. غير أن بيانات الإنتاج الصناعي المتوفرة لشهر نوفمبر تظهر انخفاضا. وقد سجل مؤشر قطاع الخدمات انخفاضا أيضا.

الاقتصاديات الناشئة

لقد استمرت الاقتصاديات الرئيسية الناشئة في تسجيل انخفاض في معدلات نمو ناتجها المحلي الإجمالي. فقد انخفض نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي الى 8.9% في الربع الرابع 2011 على أساس سنوي في الصين، وهو أدنى معدل نمو على مدى سنتين ونصف. ومع ذلك، فقد بلغ معدل النمو الإجمالي للعام 2011 بكامله 9.2% وهو أيضا أدنى معدل منذ 2009. وقد بلغ معدل نمو الإنتاج الصناعي 12.8% على أساس سنوي وكان ذلك أفضل من توقعات السوق التي بلغت 12.3% على أساس سنوي أيضا مقابل 12.4% في نوفمبر.

يبدو أن إنتاج توليد الطاقة الكهربائية، وهو مؤشر رئيسي للنشاط الاقتصادي، سجل انخفاضا ليصل الى 9.7% مما أدى الى خفض معدل النمو الكلي لعام 2011 الى 12% مقابل 13.3% في 2010. وقد أظهرت بيانات القطاع الخارجي أن الاقتصاد يواجه انخفاضا في الطلب الخارجي مما أدى الى أكبر انخفاض في الفائض التجاري السنوي خلال خمس سنوات بلغ 157 مليار دولار. وقد انخفض نمو الصادرات والواردات الى أدنى مستوى له خلال سنتين بلغ 13.4% على أساس سنوي و 11.8% على أساس سنوي أيضا على التوالي في شهر ديسمبر. لقد أدت المخاوف المتعلقة بالركود في منطقة اليورو، وهي أكبر شريك تجاري للصين، الى الانخفاض في الطلب على الصادرات. وفي الوقت ذاته، ظلت واردات النفط والسلع الصناعية الرئيسية نشطة وسجلت واردات النحاس بشكل خاص ارتفاعا الى مستويات قياسية.

وفي الهند، أظهرت البيانات الاقتصادية التي تم الإفصاح عنها، تحسنا طفيفا من مستوياتها التي كانت منخفضة في الأشهر الأخيرة. وقد تحول الإنتاج الصناعي الى ايجابي وارتفع بنسبة 5.9% في نوفمبر مقارنة بنفس الشهر من العام السابق بعد انخفاض بنسبة 4.7% في شهر أكتوبر على أساس سنوي. وأسهم التحسن الكبير في معدل التضخم في ديسمبر والتحسين الذي طرأ مؤخرا على أسعار صرف العملات في تحسين المعنويات. ومع ذلك، تظل هناك بعض المواضيع الأساسية العالقة كانهبوط نشاط الاستثمار والافتقار الى اتخاذ إجراءات على صعيد السياسات من قبل الحكومة وأسعار الفائدة المرتفعة. ولا يزال نمو الصادرات منخفضا إذ بلغ 3.9% في شهر ديسمبر مقارنة بنفس الشهر من العام السابق. وبناء عليه، يمكن القول أن المعنويات قد تحسنت بشكل طفيف ولكن من المحتمل أن يستمر الانخفاض على مدى الأرباع القليلة القادمة.

التضخم والسياسة النقدية

الاقتصاديات المتقدمة

يعتبر الانخفاض في معدلات التضخم في الدول المتقدمة بطيئا جدا ويعزى ذلك أساسا الى الارتفاع في أسعار السلع، وخاصة أسعار الطاقة. وقد انخفض معدل التضخم لأسعار سلع المستهلكين الى 3.4% في ديسمبر، من 3.5% في نوفمبر في الولايات المتحدة الأمريكية. وسجل هذا المعدل انخفاضا الى 2.7% والى 4.2% في ديسمبر في منطقة اليورو وفي المملكة المتحدة على التوالي، من 3% و 4.8% في الشهر السابق.

وتتوقع البنوك المركزية في الدول المتقدمة مزيدا من الانخفاض في التضخم وقد تحول تركيزها تماما الى توفير الدعم للسيولة والنمو. لقد أبقى البنك المركزي الأوروبي، في اجتماعه الذي عقده في يناير، على سعر الفائدة الرئيسي بدون تغيير عند مستوى 1% بعد خفض الذي أجراه في الاجتماعين الأخيرين. ولم يعلن البنك المركزي عن أية إجراءات إضافية إذ أنه سوف يبدأ أولا بقياس تأثيرات الإجراءات التي تم اتخاذها في اجتماعات سابقة وخاصة في اجتماعه في شهر ديسمبر. وكما ذكرنا في تقريرنا السابق، فقد قدم البنك المركزي الأوروبي مبلغ 498 مليار يورو للبنوك في منطقة اليورو على مدى ثلاث سنوات. وسوف يقوم البنك بإجراء مماثل في شهر فبراير لتوفير سيولة لأجل قصيرة للنظام المصرفي في المنطقة. إننا نعتقد أن ضخ السيولة قد ساعد في الإصدارات الخاصة بالديون السيادية في الأسابيع القليلة الماضية. وقد ارتفعت السندات الإسبانية والإيطالية وحقت منادات الديون نجاحا عند تكاليف اقترض منخفضة بدرجة كبيرة في 2012 ويعتبر ذلك أول اختبار حقيقي للإقبال على سندات الديون من الاقتصاديات الكبرى منطقة اليورو.



وقد حققت الخزائنة الإسبانية 10 مليار يورو من مزادها لبيع السندات، مضاعفة بذلك رقمها المستهدف وهو 5 مليار يورو، كما انخفضت عائدات السندات بحوالي نقطة مئوية واحدة. وفي الوقت ذاته أبلت إيطاليا بلاء حسنا وسددت نصف ما دفعته قبل شهر من هذا التاريخ لبيع سندات بأجل سنة واحدة في أول مزاد لبيع السندات خلال العام. وقد انخفض العائد على سندات الخزائنة الإيطالية بأجل 12 شهرا إلى 2.753%، من عائد بلغ 6% في مزاد جرى في منتصف ديسمبر.

وقد بقيت البنوك المركزية الأخرى على حالها ولم تعلن عن أية إجراءات إضافية لتوفير السيولة. ومن المقرر أن يعقد بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي أول اجتماع للجنة السوق المفتوحة الفدرالية لعام 2012 في يومي 25 و 26 يناير. أما بنك إنجلترا، فقد أبقى على سعر الفائدة الرئيسي بدون تغيير عند 0.5% كما أبقى على برنامج شراء الأصول عند مستوى 275 مليار جنيه إسترليني، وذلك في اجتماعه الذي عقد بتاريخ 12 يناير.

الاقتصاديات الناشئة

لقد تراجع التضخم بوتيرة أكبر في الاقتصاديات الناشئة في الشهر المنصرم. فقد انخفض مؤشر تضخم أسعار المستهلكين إلى 4.1% في الصين بينما كان 7.5% في الهند في ديسمبر. وقد كان انخفاض التضخم في الهند مفاجئا بصورة أكبر إذ أنه قد انخفض من 9.1% في شهر نوفمبر كما كان يحوم حول مستوى خانتين رقميتين قبل شهرين. وقد بلغ معدل التضخم في اندونيسيا وكوريا والبرازيل وروسيا 3.8%، 4.2%، 6.5% و 6.1% على التوالي في شهر ديسمبر، وهي معدلات أدنى من معدلات التضخم التي سجلت في هذه البلدان في شهر نوفمبر.

لقد تغير موقف السياسة النقدية بشكل واضح تجاه التيسير في الدول الناشئة الرئيسية. ومع تباطؤ نمو الناتج المحلي الإجمالي والتضخم في الصين والهند، فقد بدأت البنوك المركزية في التلميح بأن أي خطوة تالية ستكون هي تيسير السياسة النقدية. وفي الحقيقة، فقد قام البنك الوطني الصيني بالفعل بخفض نسبة متطلبات الاحتياطي النقدي بمقدار 50 نقطة أساس في نهاية شهر نوفمبر. وفي البرازيل قام البنك المركزي بخفض سعر الفائدة الأساسي للمرة الرابعة بمقدار 50 نقطة أساس بتاريخ 18 يناير من هذا العام. أما في روسيا، فقد قام البنك المركزي الروسي بخفض سعر الفائدة الرئيسي بمقدار 25 نقطة أساس ليصل إلى 8% في نهاية ديسمبر من العام الماضي.



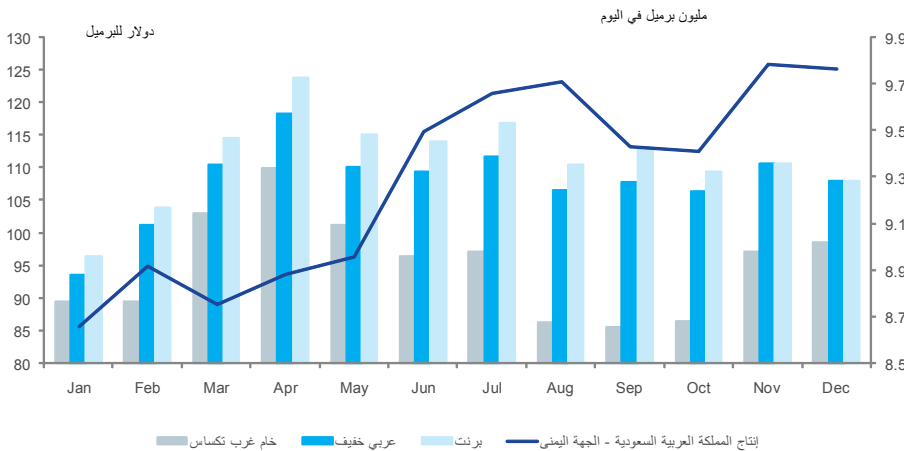
اقتصاد المملكة العربية السعودية تزايد ارتباط التضخم المحلي بالتضخم العالمي

ظل إنتاج النفط الخام في المملكة العربية السعودية مرتفعاً في نهاية العام الماضي مقروناً بمتوسط قياسي لأسعار النفط الخام العالمية للعام 2011. ووفقاً لإحدى تقديرات الأوبك، فقد ارتفع متوسط إنتاج النفط الخام اليومي بنسبة 12% في 2011، عما كان عليه في 2010. وبلغ متوسط سعر النفط الخام (العربي الخفيف) مستوى قياسياً من الارتفاع عند 107 دولاراً للبرميل في العام الماضي. وقد أسهم الارتفاع في مستوى إنتاج النفط الخام وأسعار النفط العالمية في تحقيق مزيد من الدعم للنظرة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، وخاصة في المدى القريب. وسجل متوسط تضخم مؤشر المستهلكين انخفاضاً ليصل إلى 5% في 2011، من 5.3% في العام السابق. ويشير تحليل بسيط للارتباط إلى أن ارتباط التضخم المحلي بالتضخم العالمي قد ارتفع خلال العقد المنصرم. ونظراً لتوقع حدوث انخفاض في التضخم العالمي مع عدم احتمال حدوث ارتفاع في مكونات التضخم المحلي، فسوف نستمر في نفس توقعاتنا السابقة للتضخم عند مستوى 4.3% للعام 2012. وعلى الصعيد الائتماني والنفدي، فقد ظل نمو عرض النقود في نفس اتجاهه الانخفاضي بعد أن بلغ ذروته في شهر إبريل من العام الماضي. وسجلت القروض المقدمة من البنوك التجارية إلى القطاع الخاص مزيداً من الارتفاع. أما الأصول الاحتياطية لمؤسسة النقد العربي السعودي فقد تجاوزت مستوى 2 تريليون ريال في ديسمبر.

إنتاج النفط الخام لا يزال مرتفعاً، ومتوسط سعر النفط بلغ مستوى قياسياً في 2011

وفقاً لتقديرات الأوبك، فقد ارتفع إنتاج النفط الخام في المملكة العربية السعودية إلى متوسط بلغ 9.29 مليون برميل يومياً في 2011، بارتفاع بلغت نسبته 12% من متوسط الإنتاج اليومي في 2010. ويعتبر هذا المستوى من الإنتاج أعلى متوسط للإنتاج اليومي منذ 2005 عندما كانت المملكة تنتج 9.35 مليون برميل في اليوم في المتوسط. غير أن متوسط سعر الخام في 2005 كان تقريباً نصف متوسط السعر في 2011. وقد بلغ متوسط سعر خام النفط مستوى قياسياً في العام الماضي إذ وصل متوسط سعر خام النفط العربي الخفيف في نهاية العام 107 دولاراً للبرميل، بارتفاع بنسبة 39% عن متوسط السعر لعام 2010. كذلك، فقد بلغ متوسط السعر لخام برنت وغرب تكساس مستويات قياسية عند 111.3 و 95 دولاراً للبرميل على التوالي. وقد دعم إنتاج الخام المرتفع مقروناً بالأسعار القياسية، النمو في القطاع النفطي كما وفر دعماً للقطاع غير النفطي.

شكل 1 إنتاج النفط الخام قفز في الشهرين الأخيرين من 2011



المصدر: أوبك، والراجحي المالية

التضخم

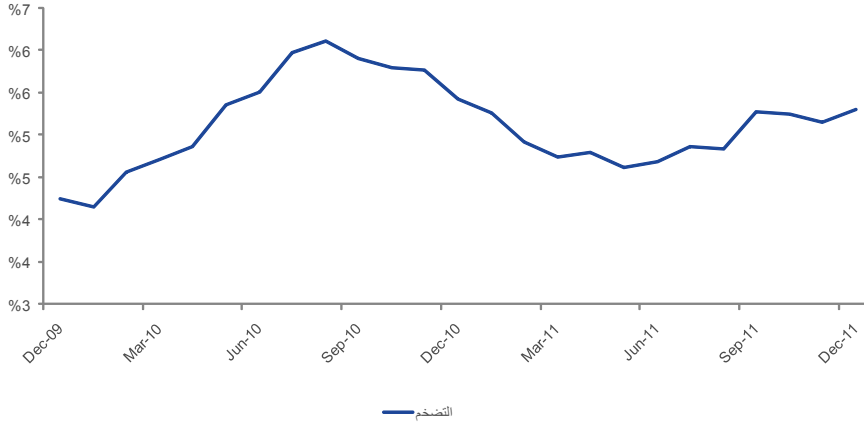
أنهى معدل التضخم عام 2011 بارتفاع طفيف في شهر ديسمبر. فقد ارتفع إلى 5.3% خلال هذا الشهر مقارنة بنفس الشهر من العام السابق، ومقارنة بارتفاع على أساس سنوي بنسبة 5.2% في شهر نوفمبر. وكان هذا الارتفاع الطفيف يعزى للارتفاع في مكون المنسوجات والملابس والأحذية الذي قفز من 0.9% في نوفمبر إلى 2.1% في ديسمبر مصحوباً بارتفاع طفيف في مكون "الأثاث المنزلي" ومكون "المصروفات والخدمات الأخرى". وقد قضى الارتفاع في مكونات مؤشر التضخم المذكورة، على الانخفاض الذي أحرزه مكون "الأغذية والمشروبات" الذي انخفض من 4.2% في نوفمبر إلى 4% في ديسمبر. أما مكون "الترميم والإيجارات والوقود والمياه" فقد استمر في الارتفاع بنسبة 8% تقريباً خلال الثلاثة أشهر الأخيرة.

لقد انخفض متوسط معدل التضخم في عام 2011 إلى 5% مقارنة بمتوسط بلغ 5.3% في عام 2010، ما عدا مكون "المصروفات والخدمات الأخرى". وسجل متوسط الارتفاع في مكون "المواد الغذائية والمشروبات"، الذي يشكل نسبة 26% من مؤشر التضخم، انخفاضاً من 6.2% في 2010 إلى 5.2% في 2011 بينما انخفض متوسط الارتفاع في مكون "الإيجارات والترميم والوقود والمياه" من 9.4% إلى 7.8%. وسجل مكون "الأثاث المنزلي" انخفاضاً من 2.8% إلى 0.6% خلال الفترة ذاتها. من جانب آخر، فقد تزايد



متوسط الارتفاع في مكون "المصروفات والخدمات الأخرى" من 7.4% في 2010 إلى 8.9% في 2011. وقد تزايد أيضا معدل الارتفاع في مكوني تكلفة "النقل والاتصالات" و "التعليم والترفيه"، وان كان ذلك بشكل طفيف في 2011.

شكل 2 التضخم يتراجع بشكل طفيف في 2011

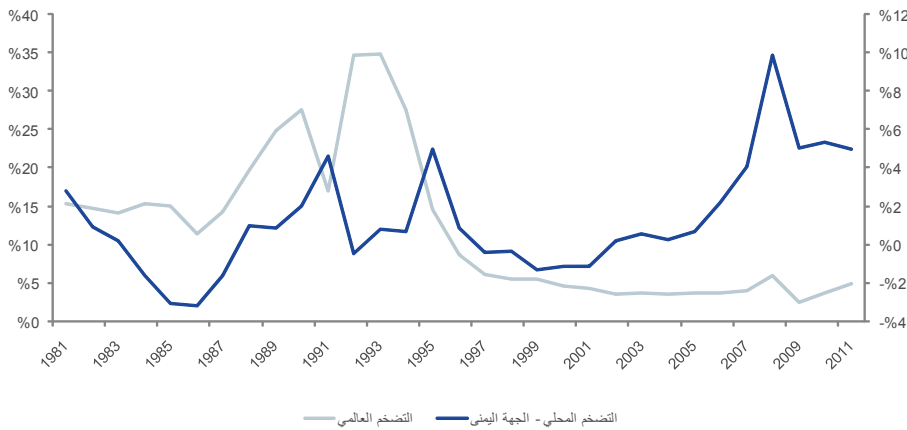


المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، والراجحي المالية

الخصائص المتغيرة للتضخم:

لقد مرت خصائص التضخم بتغيرات هيكلية خلال العقد المنصرم حيث أظهرت ارتباطات اعلى على المستوى العالمي. وقد كان معامل الارتباط بين التضخم في المملكة العربية السعودية والتضخم العالمي سالباً عند مستوى -13% خلال الفترة 1980-2011. وكان هذا المعامل موجياً خلال الفترة 1980-1989 إذ بلغ 43% ثم انخفض إلى 11% خلال الفترة 1990-1999. بيد أن معامل التضخم كان مرتفعاً بقدر كبير إذ بلغ 61% للفترة 2002-2011 مما يوضح أن التضخم في البلاد أصبح لديه ارتباط أكبر بظروف الأسعار العالمية. ونجد أن مستوى ارتباط التضخم أعلى بالمؤشر العالمي لأسعار المواد الغذائية والمشروبات إذ بلغ معامل الارتباط بين التضخم في المملكة العربية السعودية والمؤشر العالمي لأسعار المواد الغذائية والمشروبات 50% خلال الفترة 1981-2011.

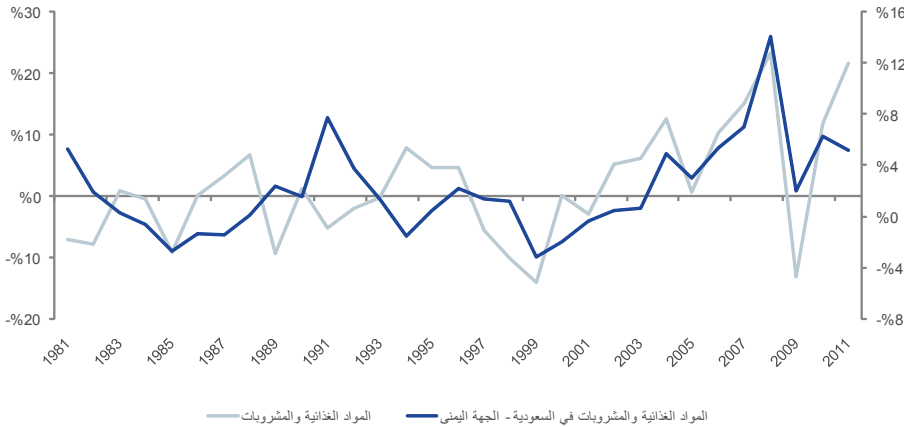
شكل 3 ازدياد ارتباط التضخم المحلي بالتضخم العالمي



المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، صندوق النقد الدولي، والراجحي المالية

وهناك بعض المكونات المعينة في مؤشر التضخم مثل مكون "المواد الغذائية والمشروبات" ومكون "المصروفات والخدمات الأخرى" التي تشتمل على نسب كبيرة من الواردات، سجلت مستويات أعلى من الارتباط بالتضخم العالمي. على سبيل المثال، فإن مكون "المواد الغذائية والمشروبات" في مؤشر التضخم الداخلي لديه معامل ارتباط أعلى مع مؤشر أسعار المواد الغذائية والمشروبات العالمي. وقد بلغ معامل الارتباط بين مؤشر أسعار المواد الغذائية والمشروبات المحلي والعالمي 53% خلال الفترة 1981-2011 بينما قفز هذا المعامل إلى 70% خلال الفترة 2002-2011.

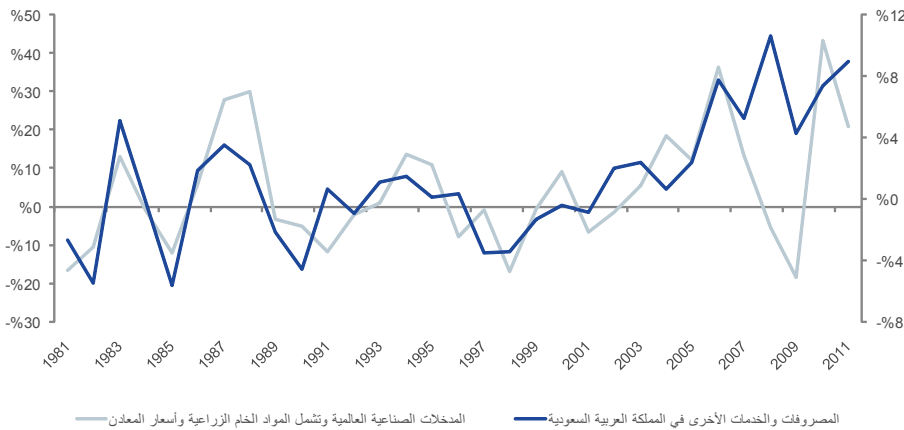
شكل 4 مستوى عال من الارتباط بين مؤشرات مكون "المواد الغذائية والمشروبات" المحلية والعالمية.



المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، صندوق النقد الدولي، والراجحي المالية

وهناك مكون آخر يشتمل على جزء كبير من البنود المستوردة وهو مكون "المصرفات والخدمات الأخرى" ولديه معامل ارتباط عال مع التضخم العالمي. وقد بلغت نسبة معامل الارتباط بين الاثنين 68% خلال الفترة 2002-2011. غير أن معامل الارتباط كان سالباً لفترة طويلة. من جانب آخر، بلغ معامل الارتباط بين مكون "المصرفات والخدمات الأخرى" والمواد الخام الصناعية العالمية، وتشمل أسعار المواد الخام الزراعية والمعادن، 58% خلال الفترة 1980-2011.

شكل 5 مكون "المصرفات والخدمات الأخرى" تأثر بالأسعار العالمية للمواد الخام



المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، صندوق النقد الدولي، والراجحي المالية

ومع تزايد الارتباط بحالة التضخم العالمية، فقد ارتفع مستوى التذبذب أيضاً خلال العقد الأخير. وقد بلغ الانحراف المعياري خلال الفترة 1980-1989 حوالي 2.5% ثم انخفض إلى 2.1% خلال الفترة 1990-1999. وقد تزامن الانخفاض في الانحراف المعياري مع الانخفاض في معامل الارتباط. بيد أن الانحراف المعياري قد ارتفع إلى 3.1% خلال الفترة 2002-2011.

التوقعات لعام 2012

إننا نتوقع أن تستمر تقديراتنا السابقة للتضخم للعام 2012 أيضاً بمتوسط يبلغ 4.3%. وقد استندت تقديراتنا إلى عوامل مختلفة. فالضعف الاقتصادي العالمي أدى إلى تصحيح أسعار السلع عالمياً مما يبشر بخير في اتجاه خفض التضخم في المستقبل. وقد توقع صندوق النقد الدولي في تقريره الأخير بعنوان "الأفاق الاقتصادية العالمية" (أكتوبر 2011) احتمال حدوث تصحيح لأسعار السلع العالمية في عام 2012. وقد توقع الصندوق أن تنخفض مؤشرات أسعار السلع الموضحة في الرسم البياني أدناه، بنسب تتراوح بين 4% و 5% خلال العام الماضي. ويشار هنا إلى أن متوسط أسعار السلع قد تجاوز في عام 2011 أعلى مستويات وصل إليها في عام 2008. ومن المحتمل أن يؤدي ذلك إلى تخفيف الضغط على ما يسمى بالتضخم المستورد في المملكة العربية السعودية. غير أن الجزء المحلي من التضخم سوف يعتمد بشكل كبير على عدة عوامل كالإنفاق الحكومي في عام 2012 والتطورات في قطاع المساكن. إن توقعاتنا الرئيسية للإنفاق الحكومي للعام القادم هي أنه سيجتهد للانخفاض إذ أن الإنفاق الذي تم لمرة واحدة خلال عام 2011 من غير المحتمل تكراره في عام 2012. علاوة على ذلك، فإننا نتوقع أن يرتفع المعروض من المساكن مع حلول النصف الثاني من العام القادم. وبناء عليه، فليس من المحتمل أن تمثل العوامل المحلية أيضاً ضغطاً كبيراً على الأسعار يؤدي إلى ارتفاعها. ونتيجة لذلك، فإننا نتوقع أن ينخفض متوسط التضخم أكثر ليصل إلى 4.3% في عام 2012، من متوسط بلغ 5% في 2011.

شكل 6 صندوق النقد الدولي يتوقع تصحيحاً في أسعار السلع العالمية في 2012



المصدر: مصلحة الإحصاءات العامة والمعلومات، صندوق النقد الدولي، والراجحي المالية

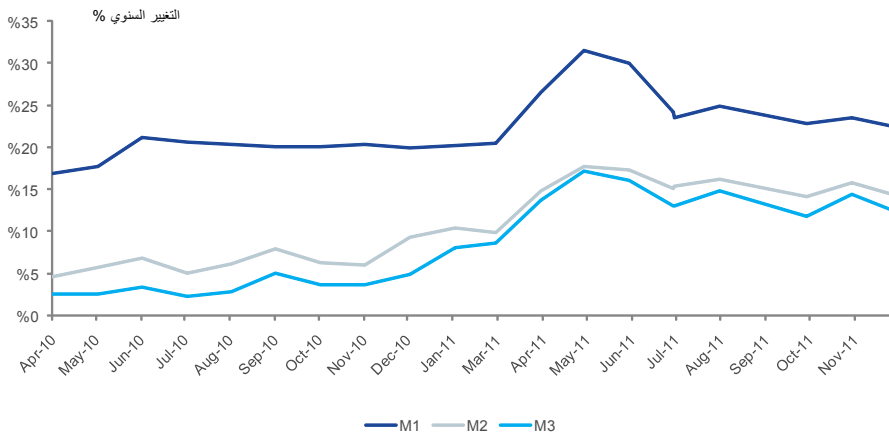
التطورات الائتمانية والمالية

نمو عرض النقود

عاود الاتجاه العام في عرض النقود إلى النمو مجدداً بعد انخفاض منذ شهر ابريل. وقد تراجع نمو عرض النقود (ن1) إلى 21.6% على أساس سنوي في شهر ديسمبر مقارنة بنسبة 22.4% للشهر السابق على أساس سنوي أيضاً. وقد كان الانخفاض في نمو عرض النقود يعزى أساساً إلى الانخفاض في نمو لودائع عند الطلب الذي تراجع من 22.1% في نوفمبر على أساس سنوي إلى 20.9% في نوفمبر على أساس سنوي أيضاً. وقد سجلت الودائع لأجل والودائع الادخارية نمواً في شهر ديسمبر مما أدى إلى نمو أسرع في عرض النقود (ن2). وكانت الودائع قد زادت بنسبة 2.4% في شهر ديسمبر على أساس سنوي مقارنة بانخفاض بلغ 2.4% على أساس سنوي أيضاً في الشهر السابق.

لقد نما عرض النقود (ن3) بسبب الزيادة في عرض النقود (ن2) والودائع شبه النقدية. ونتيجة لذلك، فقد ارتفع نمو عرض النقود (ن3) من 12.4% على أساس سنوي إلى 13.2% على أساس سنوي أيضاً لنفس الفترة.

شكل 7 عرض النقود: اتجاه عام لانخفاض النمو



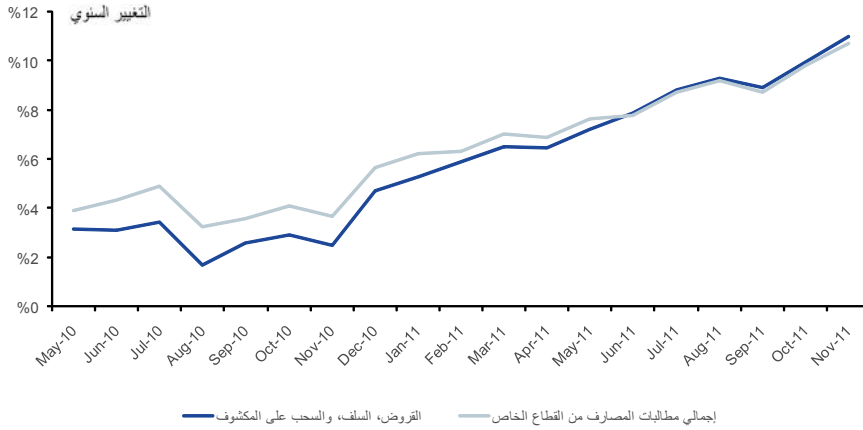
المصدر: سما، والراجحي المالية

نمو الائتمان للقطاع الخاص

لقد حافظ حجم الائتمان المقدم للقطاع الخاص من قبل البنوك التجارية على نفس المستوى من النمو في شهر ديسمبر. هذا وقد ارتفعت مطالبات البنوك من القطاع الخاص بنحو 10.7 في عام 2011. لقد نما حجم الائتمان البنكي، الذي يشمل القروض والسلف والسحب على المكشوف والكمبيالات المخصومة، بنسبة 11% في العام الماضي على أساس سنوي خلال الشهر. غير أن النمو في الاستثمارات البنكية في الأوراق المالية الخاصة ظل يسجل انخفاضاً منذ شهر يونيو من العام المنصرم، وقد بلغ النمو السنوي 2.7% فقط.



شكل 8 حجم الائتمان المقدم للقطاع الخاص تزايد أكثر في نوفمبر

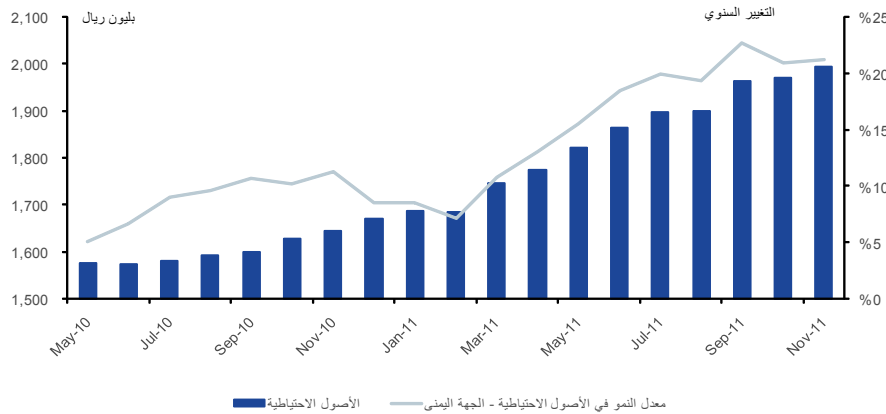


المصدر: ساما، والراجحي المالية

الأصول الاحتياطية لمؤسسة النقد العربي السعودي

استمرت الأصول الاحتياطية لمؤسسة النقد في النمو في شهر ديسمبر لتصل إلى 2029 مليار ريال (541 مليار دولار) في نهاية عام 2011 وهو رقم أعلى بنسبة 21.5% مقارنة برقم هذه الأصول في عام 2010. وقد قفزت احتياطيات المؤسسة لدى صندوق النقد الدولي بنسبة 145% في نهاية العام السابق. وقد سجل مكونان كبيران من مكونات إجمالي الأصول، وهما العملات الأجنبية والودائع لدى البنوك بالخارج، والاستثمارات في أوراق مالية خاصة، ارتفاعاً بنسبة 23.8% وبنسبة 20.8% على أساس سنوي على التوالي. إن النمو القوي المستمر في الأصول الاحتياطية يعكس حقيقة أن القطاع الخارجي للمملكة (ميزان المدفوعات) في وضع جيد. ويُعد عام 2011 هو ثاني أفضل عام بعد عام 2008 من حيث الارتفاع بالأرقام المطلقة في الأصول الاحتياطية. فقد كانت هناك إضافة صافية بلغت 360 مليار ريال خلال عام 2011 مقارنة بإضافة بلغت 514 مليار ريال خلال عام 2008.

شكل 9 الإضافة الصافية للأصول الاحتياطية لا تزال كبيرة



المصدر: ساما، والراجحي المالية



إخلاء من المسؤولية

أعدت وثيقة البحث هذه من قبل شركة الراجحي المالية "الراجحي المالية"، الرياض، المملكة العربية السعودية للاستخدام العام من عملاء شركة الراجحي المالية ولا يجوز إعادة توزيعها أو إعادة إرسالها أو الإفصاح عنها، كليا أو جزئيا، أو بأي شكل أو طريقة، دون موافقة كتابية صريحة من شركة الراجحي المالية. إن استلام هذه الوثيقة والإطلاع عليها يعتبر بمثابة موافقة من جانبكم على عدم إعادة توزيع أو إعادة إرسال أو الإفصاح للآخرين عما تتضمنه من محتويات وأراء، واستنتاجات 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 (صريحة أو ضمنية) 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 . 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 تتطابق. 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 ويكون عرضة للارتفاع أو الانخفاض. كما أن التقلبات في أسعار الصرف قد يكون لها آثار سلبية على قيمة أو ثمن، أو الدخل الممتد من استثمارات معينة. وبناء عليه، يمكن للمستثمرين أن يحصلوا على عائد يكون أقل من مبلغ رأسمالهم المستثمر أساسا. ويجوز أن يكون لشركة الراجحي المالية أو المسولين فيها أو واحد أو أكثر من الشركات التابعة لها إما في ذلك محلي (البحوث) مصلحة مالية في الأوراق المالية للجهة أو الجهات المصدرة لتلك الأوراق المالية أو ، 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 بإداء الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الخدمات أو السعي لتأمين الخدمات المصرفية الاستثمارية أو غيرها من الأعمال من أي شركة من الشركات المذكورة في هذه الوثيقة من وثائق البحث. وشركة الراجحي المالية، بما في ذلك الشركات التابعة لها وموظفيها، لا تكو غير مباشرة أو أي خسارة أو أضرار أخرى قد تنشأ، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه الوثيقة.

تخضع هذه الوثيقة من وثائق البحث وأية توصيات واردة فيها للتغيير دون إشعار مسبق. إن 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 لى أو معدة للتوزيع أو استخدامها من قبل أي شخص أو كيان سواء كان مواطنا أو مقيما في أي مكان أو دولة أو بلد أو أية ولاية قضائية أخرى، حيثما يكون مثل هذا التوزيع أو النشر أو توافر أو استخدام هذه الوثيقة مخالفا للقانون أو يتطلب من شركة الراجحي المالية أو أي من فروعها القيام بأي تسجيل أو استيفاء أي شرط من شروط الترخيص ضمن ذلك البلد أو تلك الولاية القضائية.

للاتصال

د. صالح السحبياتي

مدير إدارة 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