

- يبدو الاقتصاد العالمي بحالة جيدة. فزخم النمو يمتاز بالقوة في الاتحاد الأوروبي والعديد من الأسواق الناشئة على حد سواء، مع استعادة تلك الأسواق من زيادة الطلب على السلع الأساسية. وحتى في الولايات المتحدة، التي تعيش في المراحل الأخيرة من دورتها الاقتصادية، لا يزال توفير فرص العمل مستمراً، ولا يزال ازدهار النفط الصخري مستمراً في دفع عجلة الاستثمار. وفي اعتقادنا أن إجمالي الناتج المحلي العالمي سيرتفع إلى ٣,٧ في المائة عام ٢٠١٨ بزيادة عن النسبة المقدرة للعام الماضي والتي بلغت ٣,٢ في المائة. فعلى الرغم من النجاح في السيطرة على التضخم، فإن معظم المصارف المركزية العالمية الكبرى تتجه في الوقت الحالي إلى رفع أسعار الفائدة أو إلى سحب التسهيلات. ومع أن الأسواق قد أبلت بلاءً حسناً في التكيف مع الأوضاع المتغيرة حتى الآن، فإنه لا يزال هناك قدر كبير من التسهيلات يجب سحبها، لا سيما في منطقة اليورو، كما يتعين التعامل مع هذه العملية بحكمة إذا وجب إعادة تسعير الأصول ذات المخاطر، تدريجياً.
- شهدت أسعار النفط ارتفاعاً كبيراً عما كانت عليه منذ عام، مما يعكس نجاح اتفاقية العرض التي أبرمتها منظمة البلدان المصدرة للنفط (أوبك) وحلفائها. وقد ساعد ذلك بقدر كبير في خفض مخزون النفط الخام العالمي وتقليل الكميات المتوفرة. ومع ثبات الطلب عما كان متوقعاً، ارتفعت الأسعار إلى أكثر من ٧٠ دولاراً/برميل من حوالي ٥٥ دولاراً/برميل قبل عام.
- مع أنه من المتوقع أن يلازم الطلب القوة هذا العام (الأمر الذي ساعد فيه ضعف الدولار بشكل جزئي)، فمن المرجح أن تكون الاستجابة على صعيد المعروض من النفط الصخري الأمريكي كبيرة. فقد تسبب وصول أسعار النفط إلى ٧٠ دولاراً/برميل في إبراز العديد من الجوانب الثانوية، كما أوجد فرص تحوط رائعة للمنتجين في الولايات المتحدة. وفي الوقت الحالي، تُقدر المهلة الزمنية الممتدة بين اتخاذ قرار الاستثمار واستخراج النفط بمدة قدرها ٩ أشهر فقط. لذلك، فإننا نتوقع زيادة سريعة في إنتاج النفط الصخري على مدار العام. كذلك، ستكون هناك استجابة على صعيد المعروض من جانب منتجين آخرين من خارج منظمة أوبك، لا سيما في أمريكا الجنوبية، بالإضافة إلى احتمال بدء أوبك وروسيا في عدم الالتزام التام باتفاق المعروض النفطي أمام التحديات المتجددة بخصوص الحصص السوقية، وإننا نتوقع أن تعاود الأسعار الانخفاض التدريجي من مستوياتها الحالية العالية لتصل إلى متوسط قدره ٦٠ دولاراً للبرميل لنفط برنت هذا العام. وعلى المدى المتوسط، نتوقع ارتفاع الأسعار نظراً لتقلص الاستثمارات (غير المتعلقة بالنفط الصخري) في السنوات الأخيرة. غير أننا نتوقع أن يكون سعر نفط برنت حوالي ٧٥ دولاراً للبرميل بحلول عام ٢٠٢٢.
- استعانت السلطات السعودية بإيرادات النفط الإضافية في التخفيف من حدة وضعها المالي، إلى حد ما. فقد كانت موازنة عام ٢٠١٨ موسعة وبها مدفوعات نقدية إضافية وتعديلات في الرواتب لتعويض أثر ضريبة القيمة المضافة وارتفاع أسعار الطاقة، ونتوقع زيادة إجمالي الإنفاق بنحو ١٠ في المائة هذا العام. على الرغم من ذلك، نتوقع أن ينخفض العجز بنسبة طفيفة تقل قليلاً عن ٩ في المائة من إجمالي الناتج المحلي. ومع أن هذه النسبة كبيرة، إلا أنه من المتوقع أن تبقى خيارات التمويل المالي متاحة بشكل كبير وأن يواصل العجز طريقه نحو التقلص.
- من المتوقع أن يساعد الإنفاق العام الإضافي على تعزيز الاستهلاك الذي يشكل في الوقت الحالي ما يقرب من ٤٢ في المائة من إجمالي الناتج المحلي الاسمي. وبالنسبة للحكومة، التي تظل ملتزمة بتحولها الهيكلي متوسط الأجل، فإن العامل الأساسي يتمثل في التشجيع على مزيد من الاستثمارات الأجنبية. إن الإدراج المتوقع للسوق المالية السعودية «تداول» في مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة هذا العام—من شأنه أن يحفز التدفقات الداخلة كاستثمارات في المحافظ، على الرغم من أن صافي الاستثمار الأجنبي المباشر يرجح أن يبقى منخفضاً. إجمالاً، نتوقع تعافي نمو إجمالي الناتج المحلي إلى ٢,٧ في المائة هذا العام.

جيمس ريف
كبير الاقتصاديين
مجموعة سامبا المالية
صندوق بريد ٦٠٣٨، دبي
الإمارات العربية المتحدة
+971 (0) 547772151

james.reeve@samba.com

يمكن تحميل هذه النشرة وغيرها من

www.samba.com

البيئة الاقتصادية العالمية

النشاط الاقتصادي العالمي يلزم الازدهار

من المرجح أن يتسارع النشاط الاقتصادي العالمي. فالاقتصادات المتقدمة تشهد حالة من الرخاء الشديد: الولايات المتحدة تواصل توفير وظائف ومعدل استئانة الأسر أقل بكثير مما كان عليه منذ عقد من الزمان، وأسعار الأصول مرتفعة. وعلى الرغم من أنه من المرجح أن الإصلاح الضريبي سيؤجل مشاكل الديون للمستقبل، فإنه من المتوقع أن يعزز على المدى القريب استثمارات الشركات التي أبطأت الاستهلاك في السنوات القليلة الماضية. وفي منطقة اليورو، تكتسب الاتجاهات الدورية نحو الانتعاش قوة حال زيادة الصادرات وتراجع معدل البطالة وتوسع الائتمان المصرفي. ومع أن هناك بضعة تحديات سياسية (في تلك المنطقة)، أبرزها الانتخابات الإيطالية ومفاوضات الخروج من الاتحاد الأوروبي، فإن تحدي الشعبية قد تراجع تراجعاً ملحوظاً في أعقاب فوز إيمانويل ماكرون بالانتخابات الرئاسية الفرنسية. وعلى الرغم من أن التحديات المتعلقة بديون منطقة اليورو (وإدارتها المالية) لم تنته، فإن معاودة التضخم لظهور تشير إلى إمكانية تحسين عبء الديون نسبياً.

شرق آسيا منطقة رئيسة

لا تزال شرق آسيا المنطقة الأكثر حيوية من الناحية الاقتصادية في العالم. فآسيا، باستثناء اليابان والصين، تشكل في الوقت الحالي أكبر منطقة اقتصادية موحدة استناداً إلى تكافؤ القوة الشرائية. كذلك، فشرق آسيا تمثل المنطقة الأكثر انفتاحاً، وقد استفادت العام الماضي من زيادة حجم التجارة العالمية. وقد زاد هذا التأثير إلى حد ما بفعل تعافي أسعار الصادرات وإعادة تعبئة مخزون السلع في الصين، وعلى الرغم من عدم زيادة حجم التجارة العالمية الأساسية على نحو استثنائي، فمن الواضح أنها أخذت في التزايد. كذلك، فالصين نفسها يتوقع أن تسجل نمواً محدوداً في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، لكن ذلك يتمشى ورغبات السلطات في ظل استمرار الدولة في التحول نحو نموذج للنمو أكثر تمحوراً حول الاستهلاك. بيد أن الصين لا تزال تشكل خطراً رئيسياً نظراً للتعقيد الكبير الذي يكتنف نظامها المالي وما يرتبط بهذا النظام من تراكم للالتزامات. على الرغم من ذلك، فإن التزامات الدولة صادرة بالعملة الأجنبية في الجزء الأكبر منها وتمارس السلطات ضغطاً معنوية بالغة على القطاع المصرفي (وهذا ليس جيداً فيما يتعلق بالفعالية الاقتصادية، مع أن فيه إشارة إلى إمكانية السيطرة على أي أزمة ائتمانية).

تشير هذه التوجهات إلى أن النمو العالمي يُتوقع أن يصل إلى ٣,٧ في المائة عام ٢٠١٨، مسجلاً زيادة عن تقديرات عام ٢٠١٧ والتي بلغت ٣,٢ في المائة. وتذهب توقعات المدى المتوسط إلى الاعتقاد في تباطؤ نمو إجمالي الناتج المحلي مع دخول تقلبات الأوضاع الاقتصادية في الولايات المتحدة إلى طورها النهائي، وتراجع قوة منطقة اليورو نسبياً، واستمرار الصين في التكيف الهيكلي مع نمو أكثر بطناً لكن أكثر استقراراً. كذلك، سيكون لشيخوخة السكان وضعف نمو الإنتاجية تأثير في ذلك.

توقع انخفاض الدولار الأمريكي

في ٢٠١٨، نتوقع أن يسجل الدولار الأمريكي انخفاضاً ملحوظاً أمام اليورو. كما نتوقع أن يرفع بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة المستهدف هذا العام ٢٥ نقطة أساس على ثلاث مراحل، غير أن البنك المركزي الأوروبي يتحرك بدوره صوب

يوصل النمو العالمي الارتفاع وقد أصبحت قاعدته أكثر اتساعاً، ومن المتوقع أن يكون النمو في ٢٠١٨ هو الأعلى منذ عام ٢٠١٠.

التوقعات الاقتصادية العالمية					
2019	2018	2017	2016	2015	
إجمالي الناتج المحلي الحقيقي (التغير بالنسبة السنوية)					
3.3	3.7	3.2	2.8	3.0	على مستوى العالم
2.2	2.6	2.0	1.6	2.4	الولايات المتحدة الأمريكية
0.5	1.1	1.4	1.0	0.5	اليابان
1.6	2.0	2.0	1.7	1.5	منطقة اليورو
6.0	6.4	6.6	6.7	6.8	الصين
4.7	4.9	4.0	3.3	3.3	الأسواق الناشئة
3.1	1.8	0.7-	1.7	4.1	المملكة العربية السعودية
سعر الفائدة الرسمي (نهاية الفترة)					
2.50	2.25	1.50	0.75	0.50	الولايات المتحدة
0.25	0.10-	0.10-	0.10-	0.10	اليابان
0.50	0.00	0.00	0.00	0.05	منطقة اليورو
الدولار الأمريكي (المتوسط)					
1.15	1.19	1.13	1.11	1.11	الدولار الأمريكي/اليورو
سعر النفط (المتوسط: دولار/برميل)					
65.0	60.0	55.0	47.0	58.0	برنت

تقديرات وتوقعات سامبا

اتباع سياسة تقشفية - أو على الأقل سياسة أقل تساهلاً. ومن المرجح أن يخلق هذا التقارب التدريجي تأثيراً مهماً في الأسواق، على الرغم من أن المشاركين في السوق ربما يستشعرون القلق من آثار الديون المترتبة على الإصلاح الضريبي في الولايات المتحدة.

ارتفاع أسعار النفط في ظل انخفاض المخزون

أدى ضعف الدولار إلى زيادة الطلب على جميع السلع الأساسية، بما في ذلك النفط. ومع نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي وتزايد وتيرة الطلب، يتوقع أن يلازم الطلب الثابت عام ٢٠١٨ وما بعده. وترى إدارة معلومات الطاقة الأمريكية أن الطلب العالمي سيشهد ازدياداً بنحو ١,٧ مليون برميل/يومياً في عامي ٢٠١٨ و٢٠١٩، بقيادة الصين والهند. وفي الوقت نفسه، جرى تقييد العرض بموجب اتفاق المعروض النفطي الذي أبرمته الدول الأعضاء وغير الأعضاء في منظمة أوبك، وهو الاتفاق الذي مُدّد في الوقت الحالي لعام ٢٠١٨ بالكامل. وقد أبدى مؤيدو هذه الاتفاقية التزاماً ملحوظاً بها: ذلك إن التقارير قد أفادت وصول نسبة الالتزام إلى ١٢٠ في المائة لشهر ديسمبر من عام ٢٠١٧. وقد ساعد ذلك في تقليل التراكم الكبير في مخزون النفط الخام العالمي على نحو مجدٍ للغاية، وكان سعر نفط برنت في الأسواق الفورية قد تجاوز حاجز ٧٠ دولاراً/برميل في أواخر يناير.

من المرجح أن تخفف الاستجابة على صعيد المعروض من النفط الصخري من حدة التوتر الذي تشهده أسعار النفط على المدى القريب...

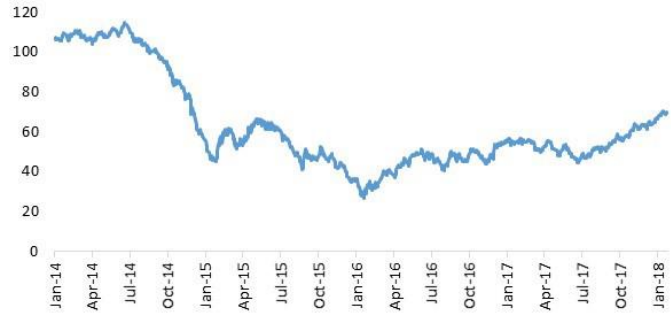
هل سيلزم هذا الانتعاش الاستدامة؟ على الأغلب لا، فالنشاط المفرط الذي يتسم به موردو النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية شديد الاتساع. والمهلة الزمنية الممتدة بين قرار الاستثمار واستخراج النفط تصل، في الوقت الحالي، إلى ٩ أشهر فقط. علاوة على ذلك، استغل العديد من موردو النفط الصخري الانتعاش الأخير الذي شهدته الأسعار في إجراء عمليات تحوط حيال إنتاج هذا العام. لذلك، فإننا نتوقع زيادة سريعة في إنتاج النفط الصخري على مدار العام (قد زاد فعلياً—يرجى مراجعة الرسم البياني). كذلك، ستكون هناك استجابة على صعيد المعروض من جانب منتجين آخرين من خارج منظمة أوبك، لا سيما في أمريكا الجنوبية، بالإضافة إلى احتمال بدء أوبك وروسيا في عدم الالتزام التام باتفاق المعروض النفطي أمام التحديات المتجددة بخصوص الحصص السوقية، وإننا نتوقع أن تعاود الأسعار الانخفاض التدريجي من مستوياتها الحالية العالية لتصل إلى متوسط قدره ٦٠ دولاراً للبرميل لنفط برنت هذا العام. (وهذا يمثل زيادة قدرها ٢ دولار/برميل وفق توقعاتنا).

....ولكن العوامل الهيكلية تشير إلى مزيد من المكاسب على المدى المتوسط

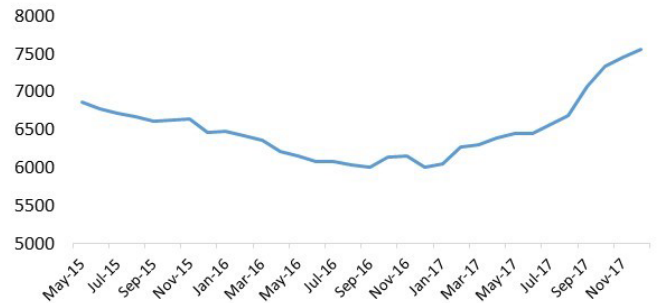
من الممكن أن يمثل العام القادم عاماً محورياً بالنسبة لأسعار النفط. فيظننا أن اتفاقية المعروض النفطي التي أبرمتها الدول الأعضاء وغير الأعضاء في منظمة أوبك لن يتم تمديدها، وأن نمو الطلب العالمي سيكفي لاستيعاب عدد البراميل الإضافية التي سيؤدي إليها إلغاء هذه الاتفاقية. كذلك، نعتقد أن ندرة الاستثمارات خارج أوبك وغير المتعلقة بالنفط الصخري، التي كانت سمة من سمات الفترة الممتدة بين عامي ٢٠١٤ و٢٠١٦ (لا سيما في مناطق المياه العميقة)—ستبدأ في التأثير في معنويات التجار

ارتفعت أسعار النفط تماشياً مع التقييد الذي تشهده المحددات الأساسية. وفي رأينا أن الأسعار ستعاود الانخفاض التدريجي هذا العام حال تسجيل النفط الصخري الأمريكي لاستجابة حيال ذلك. لكن عجزاً في الاستثمارات غير المتعلقة بالنفط الصخري يشير إلى نمو الأسعار على المدى المتوسط.

أسعار نفط برنت في الأسواق الفورية
(دولار/برميل، بلومبيرج)



إنتاج النفط الصخري الأمريكي
(برميل/اليوم؛ ريستاد إنيرجي 000)



وأرصدتهم الفعلية. وسيؤدي ذلك إلى فرض ضغوط متزايدة على الأسعار بحيث يتوقع معها أن يبلغ متوسط سعر نفط برنت حوالي ٦٥ دولاراً/برميل عام ٢٠١٩. ولا شك في أن الأسعار بهذا المستوى ستؤدي إلى بعض الاستثمارات الإضافية في القطاع الخاص، ولكن مع ذلك، سيستغرق الأمر وقتاً قبل إنتاج كميات كبيرة من النفط الخام (باستثناء النفط الصخري). لذلك، ففي رأينا أن الأسعار ستسجل متوسطاً يصل إلى حوالي ٧٥ دولاراً/برميل بداية من عام ٢٠٢٠ فصاعداً. على أنه ينبغي أن نلاحظ توقع بضعة محللين تخطي الأسعار حاجز المائة دولاراً/برميل مرة أخرى.

علاوة على ذلك، هناك مخاطر واضحة للتوقعات المتفائلة نسبياً لمستويات الأسعار. ويكمن الخطر الرئيسي في إلغاء اتفاقية المعروض النفطي. فإذا جرى ذلك «على نحو غير منظم»، أي إذا جرى ضخ الإنتاج بسرعة كبيرة لكي تستوعبه الأسواق، فحينئذ قد يؤدي ذلك بسهولة إلى انخفاض الأسعار. وفيما يخص الطلب، ستظل وتيرة التكيف الهيكلي في الصين وطبيعته ذات أهمية حاسمة. وعلى نحو أكثر إيجابية، فإن الانقطاعات غير المقصودة في المعروض النفطي تشهد حالياً أدنى مستوياتها منذ سنوات عدة، على الرغم من أن عدداً من البلدان المنتجة تبدو عرضة للانقطاعات (فنزويلا ونيجيريا وليبيا وإيران والعراق).

توقعات المملكة العربية السعودية

حملة الإصلاح تبدو أكثر استدامة بالنظر إلى إصلاح الوضع السياسي

تشير أحداث عام ٢٠١٧ إلى أن جهود الإصلاح التي تبذلها الحكومة لا تزال على المسار الصحيح بدرجة كبيرة. فقد استمرت عملية إصلاح الأوضاع المالية، وجرى زيادة مصادر التمويل. وقد تضاعفت الجهود الرامية إلى تحسين بيئة الاستثمار—على الأقل بالنسبة للتدفقات الداخلة كاستثمارات في الحافظات. كذلك، فحملة الإصلاح تبدو أكثر استدامة بالنظر إلى إصلاح الأوضاع السياسية الأخيرة من قبل راعيها الرئيسي؛ ولي العهد. وبالرغم من أن حملة مكافحة الفساد قد أدت إلى اضطراب بعض المستثمرين المحليين ويمكن أن تؤثر في الاستثمار على المدى القريب، فلا شك في أنها ستخلف أثراً إيجابية على الاقتصاد على المدى الطويل.

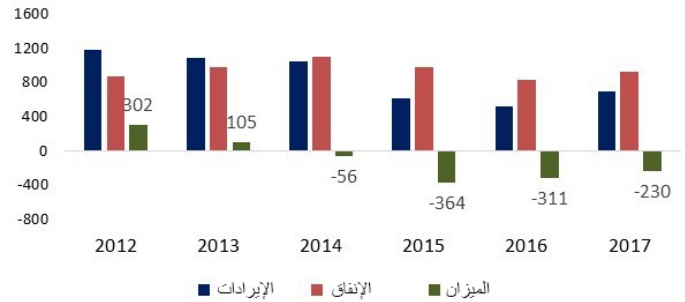
تراجع العجز المالي مع ارتفاع عوائد النفط

بدءاً بالوضع المالي: تشير التقديرات الرسمية الأولية إلى أن الحكومة سجلت عجزاً مالياً محدوداً للغاية بلغ نحو ٢٣٠ مليار ريال سعودي أو ٩ في المائة من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠١٧، بتراجع عن عجز نسبته ١٣ في المائة من إجمالي الناتج المحلي عام ٢٠١٦ (الشكل منقح). وقد كان المحرك الرئيسي لذلك هو الارتفاع في إيرادات النفط بمقدار ١١٠ مليار ريال مقارنة بعام ٢٠١٦. ولم يكن هذا الارتفاع الاسمي الكبير نتيجة لارتفاع أسعار النفط فحسب، بل الواقع أن ارتفاع أسعار النفط كان السبب في نصف هذه الزيادة فقط، وكان على قدم المساواة من الأهمية حصول الحكومة على حصة أكبر بكثير من المعتاد من عوائد صادرات النفط—نحو ٨٦ في المائة مقارنة بنسبة قدرها ٧٣ في المائة عام ٢٠١٦. هذا بالرغم من تخفيض معدل ضريبة أرامكو فعلياً.

تستند توقعاتنا المتفائلة نسبياً لأسعار النفط إلى إلغاء اتفاقية المعروض النفطي التي أبرمتها الدول الأعضاء في منظمة أوبك، على نحو منظم.

تشير المركزية السياسية المستمرة إلى أن إعادة الهيكلة الاقتصادية في المملكة ستكون أكثر استدامة على المدى الطويل.

المملكة العربية السعودية: الأداء المالي (مليار ريال سعودي؛ وزارة المالية، سامبا)



قد يتوقع البعض، بالنظر إلى الخصخصة المقترحة لشركة أرامكو السعودية، أن الحكومة ستحصل على حصة أقل من عوائد صادرات النفط في السنوات المقبلة، على الرغم من أنه يجوز لها، بصفتها مالك الأسهم المسيطر، أن تنتظر تعويض الجزء الأكبر من ذلك الانخفاض من زيادة تدفقات الأرباح. وفي الوقت الراهن، قد توقعنا، دون القطع بذلك، تراجعاً طفيفاً في مطالبية الحكومة بالحصول على عوائد صادرات النفط، مع توقع في الوقت نفسه لمزيد من الوضوح مع وثائق الاكتتاب العام (على الشركة). (وفيما يتصل بذلك، من المهم أن نلاحظ أننا لم نضمن الإيرادات المحتملة من البيع المقترح لما نسبته ٥% من أرامكو، وذلك يرجع بصفة أساسية إلى افتقارنا للرؤية الواضحة فيما يتعلق بالتقييم المحتمل للشركة—فقد تراوحت التقديرات بين ٩٠٠ مليار دولار إلى أكثر من ٢ تريليون دولار. ومن ثم، فإن بيع أرامكو يحمل في طياته جانباً إيجابياً كبيراً لتوقعاتنا للإيرادات.)

حتى مع سماح الحكومة بتقليص حصتها من عوائد صادرات النفط تدريجياً، إلا أنه يمكن أن تتوقع تحقيق مكاسب معقولة على المدى المتوسط في إيرادات النفط بفضل الزيادات المتوقعة في أسعار النفط وإنتاجه. ومع توقع إلغاء اتفاقية المعروض النفطي التي أبرمتها الدول الأعضاء وغير الأعضاء في منظمة أوبك، عام ٢٠١٩—وبافتراض وقوع ذلك الحل «على نحو منظم»، فمن المتوقع أن ترتفع إيرادات النفط الحكومية إلى ٧٠٠ مليار ريال بحلول عام ٢٠٢٢.

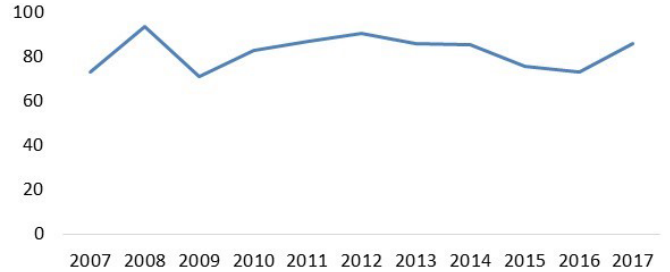
توقعات الدخل غير النفطي مباشرة

بالمثل، سجلت الإيرادات غير النفطية مكاسب معقولة في عام ٢٠١٧، إذ حققت نمواً قدره ٦٦ مليار ريال سعودي. فقد كان لفرض رسوم إضافية (كضريبة الاستهلاك على الواردات الضارة، وضريبة المعالين التابعين للعمالة الوافدة) إلى جانب كفاءة التحصيل—فائدة كبيرة على المستوى المحلي، في حين كانت المكاسب من الأصول الأجنبية قوية أيضاً على الرغم من تقلص قاعدتها. ومن المتوقع، على المدى المتوسط، أن تكون هناك مساهمة معقولة من ضريبة القيمة المضافة، التي استحدثت في الموعد المحدد بنسبة ٥ في المائة في يناير. مع ذلك، من المرجح أن يكون صافي المكاسب من ضريبة القيمة المضافة سلبياً، على الأقل عام ٢٠١٨، بالنظر إلى بدء تطبيق المدفوعات النقدية للأسر ذات الدخل المنخفضة، بهدف الحد من تأثير ضريبة القيمة المضافة وارتفاع تكاليف البنزين والمرافق العامة. تشمل المصادر الأخرى للدخل غير النفطي على عائدات الخصخصة—على الرغم من أنه لم يحرز حتى الآن نجاح كبير على هذا الصعيد—على إيرادات السياحة ذات الإمكانيات الهائلة المتوقعة. إضافة إلى ذلك، فالحملة الجارية ضد الفساد قد تسهم مساهمة كبيرة في إيرادات الحكومة، على الرغم من وجود شكوك واضحة بشأن هذه العملية (انظر أدناه).

تقليص الإنفاق على السلع والخدمات...

كانت أولوية الحكومة، فيما يتعلق بالإنفاق، هي السيطرة على الإنفاق الحالي، الذي خرج عن نطاق السيطرة في أوائل هذا العقد. في الواقع، كان الإنفاق على السلع والخدمات أكبر من رواتب القطاع العام في ٢٠١٤. وقد أسفر اهتمام الحكومة المستمر بهذه المسألة عن انخفاض الإنفاق على السلع والخدمات بنسبة هائلة بلغت ٦٢ في المائة بين عامي ٢٠١٤ و٢٠١٧.

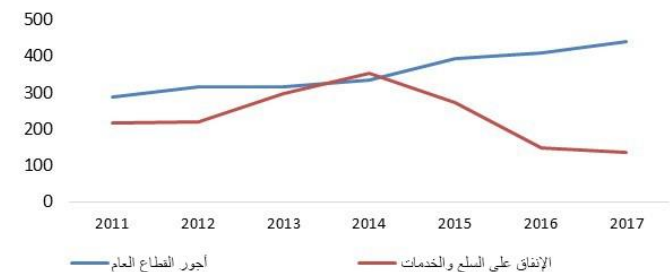
المملكة العربية السعودية: حصة الحكومة المركزية من مكاسب صادرات النفط (النسبة المئوية؛ وزارة المالية، سامبا)



المملكة العربية السعودية: الإيرادات غير النفطية للحكومة المركزية (مليار ريال سعودي؛ وزارة المالية)



المملكة العربية السعودية: الإنفاق الحالي للحكومة المركزية (مليار ريال سعودي؛ وزارة المالية)



وبطبيعة الحال، كان هناك تصميم أقل على خفض رواتب القطاع العام نفسه: ومن المتوقع أن يقع ذلك «على نحو طبيعي» على المدى الأطول حال توفر وظائف برواتب أعلى في القطاع الخاص ما يتسبب في جذبها للمزيد من السعوديين بعيداً عن وظائف القطاع العام.

زاد الإنفاق الرأسمالي زيادة كبيرة في النصف الثاني من عام ٢٠١٧. وقد كنا نتوقع قدراً من الارتفاع، ولكن كان هناك زيادة غير متوقعة نسبتها ٣٤ في المائة للعام بأكمله. وفي الواقع، كان هذا هو المحرك لزيادة إجمالية في الإنفاق بنسبة ١٢ في المائة—وهي الزيادة الأولى منذ عام ٢٠١٤. وقد تركزت الزيادة في الأشهر القليلة الأخيرة من عام ٢٠١٧ تماشياً مع انتعاش أسعار النفط وإقرار الاحتياطات الأجنبية.

...مع ذلك، شهد وضع الإنفاق العام انفراجاً

استمر هذا الزخم في الإنفاق حتى عام ٢٠١٨. فقد كانت موازنة عام ٢٠١٨ نفسها موسعة، تعد بزيادة عامة في إنفاق الحكومة المركزية بنحو ٦ في المائة. ومنذ وضع الموازنة، أعلنت الحكومة عن إنفاق اجتماعي إضافي يهدف إلى تعويض أثر ضريبة القيمة المضافة وارتفاع تكاليف المرافق العامة. ولم يتم تفصيل ذلك تفصيلاً كاملاً، ولكن هناك تقدير رسمي قيمته ٥٠ مليار ريال سعودي للإنفاق الإضافي.

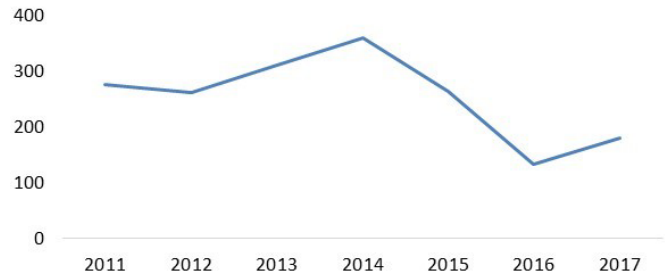
ومع أن هذه الانفراج أكبر بكثير مما توقعناه، فإنه يتماشى مع التوجه العام للأخذ بمشورة صندوق النقد الدولي، الذي دعا إلى اتباع نهج أقل صرامة في التكيف الهيكلي إذ إن القطاع الخاص (والمواطنين السعوديين في العموم) يستغرقون وقتاً للتكيف مع تأثير مثل هذا التحول الاقتصادي. وفي ظلنا أن أن الوضع المالي الأكثر انفراجاً يمكن تحمله، بالنظر لارتفاع أسعار النفط وتعدد خيارات التمويل المالي، ولا يظن أحد أن ذلك يشير إلى تغيير كبير في التزام الحكومة ببرنامج التحول الوطني.

نتوقع زيادة نسبتها ١٠ في المائة في الإنفاق عام ٢٠١٨، في أعقاب نمو العام الماضي الذي قارب ١٢ في المائة

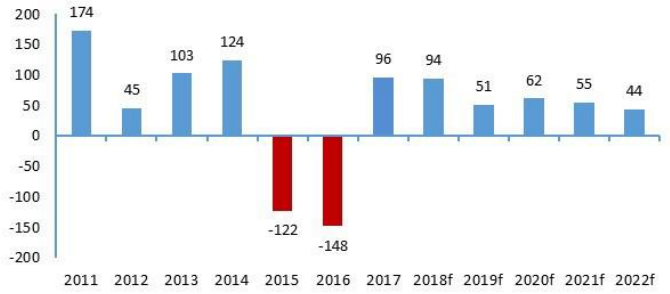
بالنسبة لعام ٢٠١٨، نعتقد أن الإنفاق سيزيد زيادة طفيفة للغاية عن ١٠% ليصل إلى ١,٢ تريليون ريال سعودي. فمع الانخفاض المتوقع لتكاليف المشتريات، نتوقع زيادة الإنفاق على أجور القطاع العام بنسبة ٨ في المائة، ونتوقع كذلك تحقيق مكاسب كبيرة في الإنفاق الاجتماعي. كذلك، من المرجح حدوث نمو قوي في الاستثمارات العامة، ونتوقع أن يرتفع هذا إلى نحو ١٩٣ مليار ريال سعودي هذا العام، بزيادة قدرها ٧ في المائة. ومن المتوقع أي يصل إجمالي الإنفاق إلى ١,٠٢ تريليون ريال سعودي عام ٢٠١٨. وذلك يشكل ما يقرب من ١٠٠ مليار ريال سعودي إضافية مقارنةً بعام ٢٠١٧ (على الرغم من أنه لا يزال أقل من مستوى عام ٢٠١٤ بفارق ضئيل).

علاوةً على ذلك، من المرجح أن يسجل العجز المالي لعام ٢٠١٨ تراجعاً يقل بمقدار ضئيل للغاية عن ٨,٩% من إجمالي الناتج المحلي—ومع أن هذه النسبة تبقى كبيرة، فمن الواضح أنها تظل، إلى حد ما، مختلفة عن النسبة المسجلة عام ٢٠١٥ التي اقتربت من ١٥% من إجمالي الناتج المحلي. ومن المتوقع أن يواصل العجز سيره على درب التراجع على المدى المتوسط. من المتوقع كذلك أن تنمو الإيرادات النفطية وغير النفطية على حد سواء، مع تزايد الإيرادات غير النفطية في ظل اتساع وعائها الضريبي وعمقه. بالمثل، يتوقع أن ينمو الإنفاق الحكومي بمتوسط سنوي يبلغ نحو ٥ في المائة فيما بين عامي ٢٠١٩ و٢٠٢٢. وهذا متوسط قوي نسبياً، ولكن مختلف تمام

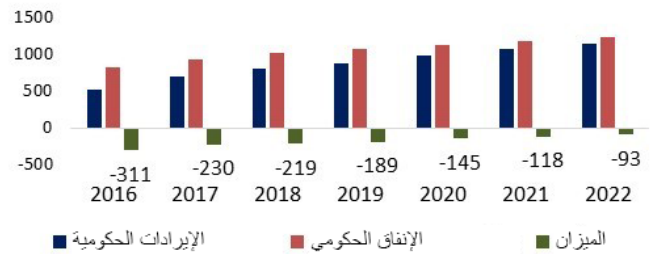
المملكة العربية السعودية: الإنفاق الرأسمالي للحكومة المركزية (مليار ريال سعودي؛ وزارة المالية)



المملكة العربية السعودية: التغير في الإنفاق الحكومي (مليار ريال سعودي؛ وزارة المالية؛ سامبا)



المملكة العربية السعودية: التوقعات المالية (مليار ريال سعودي؛ وزارة المالية، سامبا)



الاختلاف عن المتوسط الذي اقترب من ١٥ في المائة والذي سُجل خلال سنوات الازدهار النفطي في الفترة بين ٢٠٠٣ و ٢٠١٣. علاوةً على ذلك، يُتوقع أن تقل حصة الحكومة من إجمالي الناتج المحلي، وإن وقع ذلك تدريجياً، في ظل تزايد انفتاح الاقتصاد على الاستثمارات الخاصة والأجنبية. وبحلول عام ٢٠٢٢، من المتوقع أن يصل العجز إلى نحو ٣ في المائة من إجمالي الناتج المحلي، وأن تتراجع حصة الحكومة من إجمالي الناتج المحلي غير النفطي إلى ٥٥ في المائة؛ فقد بلغت ما يقارب ٦٥ في المائة عام ٢٠١٤.

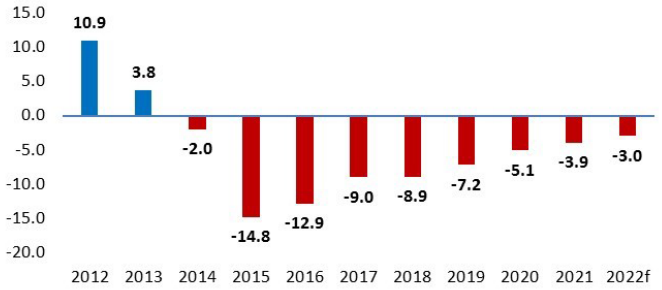
توقعات التمويل المالي يمكن التحكم فيها

ستحتاج الحكومة في الفترة بين عامي ٢٠١٨ و ٢٠٢٢ إلى العثور على حوالي ٧٦٥ مليار ريال من خلال التمويل المالي. وعلى الرغم مما يتضح من ضخامة هذا الرقم، فإنه أقل إثارة للمخاوف من الرقم البالغ ٩٠٠ مليار ريال سعودي الذي تعين جمعه خلال ثلاث سنوات فقط بين عامي ٢٠١٥ و ٢٠١٧. وستواصل الحكومة استخدام المزيج المكون من إصدارات الديون الداخلية والخارجية إلى جانب خفض المدخرات تدريجياً، لتمويل وضعها المالي (نعتقد أن الأسواق الخارجية ستكون الخيار المفضل). ولا يزال النظام المصرفي المحلي بحالة جيدة في ظل وجود رسملة قوية وسيولة جيدة (لا سيما بالنظر إلى ضعف الطلب على الائتمان من القطاع الخاص). وينبغي أن نلاحظ أن بيع أول إصدار حكومي للسندات الإسلامية في يوليو ٢٠١٧ مقابل ١٧ مليار ريال سعودي قد وُفّر عروضاً بقيمة ٥١ مليار ريال سعودي.

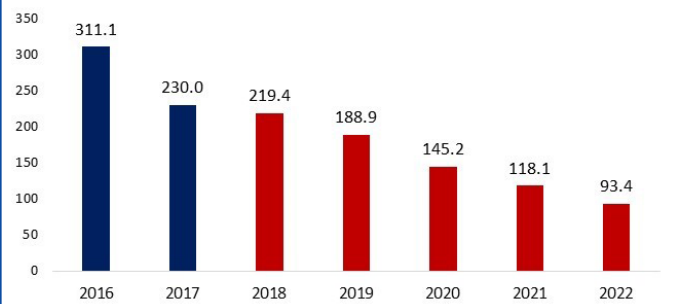
من المرجح كذلك أن تظل الرغبة الخارجية قوية. فمن المعلوم أن تدفق السيولة العالمية أخذ في التباطؤ مع بدء العديد من المصارف المركزية في (أو بدء تحديثها عن) سحب التسهيلات. غير أنه من المرجح أن يُنظر إلى المملكة على أنها ذات ملاءة انتمائية قوية بفضل موارد الطاقة لديها وشروط الاستدانة الميسرة. لذلك، نعتقد أن متطلبات التمويل المالي ستستوفى على نحو يسير نسبياً، على الرغم من أننا نقر بأن توقعاتنا تستند إلى افتراض التعافي التدريجي في أسعار النفط. وبحلول نهاية عام ٢٠٢٢، من المتوقع أن يصل الدين المحلي إلى نحو ٣٧٣ مليار ريال سعودي، أي ما يعادل ١٢% من إجمالي الناتج المحلي، في حين يُتوقع أن يصل الدين الخارجي إلى ٤٩٥ مليار ريال سعودي أو ١٦% من إجمالي الناتج المحلي.

وكما هو الحال مع البيع المقترح لأرامكو، فقد قررنا أيضاً أن نستبعد العائدات المحتملة من الحملة الجارية ضد الفساد من توقعاتنا فيما يتعلق بالتمويل المالي. فإذا تمكنت السلطات من جمع ١٠٠ مليار دولار من هذه الحملة—وذلك هو الهدف الأدنى المعين عنه، فلا شك أن ذلك سيكون محل ترحيب واسع بخصوص التمويل المالي. سيشكل هذا المبلغ حوالي ٥٠ في المائة من توقعاتنا للعجز المالي التراكمي للفترة بين عامي ٢٠١٨ و ٢٠٢٢. وفي حال تساوي كافة الجوانب الأخرى، فإن السلطات بالكاد تحتاج إلى استغلال الأسواق المحلية أو الخارجية في التمويل إذا كان بإمكانها تحصيل هذا المبلغ من حملة مناهضة الفساد. مع ذلك، فإننا نشك في أن السلطات ربما تستخدم معظم هذه الأموال كرأس مال إضافي لصندوق الاستثمارات العامة، وبالتالي تدر مزيداً من التدفقات الإضافية الداخلة من العملات الأجنبية. ومع أننا بانتظار المزيد من التفاصيل، فحملة الفساد تلك لا تشكل جانباً إيجابياً للتوقعات المالية للحكومة.

المملكة العربية السعودية: التوقعات المالية
(رصيد الموازنة، النسبة المئوية من إجمالي الناتج المحلي؛ وزارة المالية، سامبا)



المملكة العربية السعودية: متطلبات التمويل المالي
(مليار ريال سعودي؛ وزارة المالية، سامبا)



المملكة العربية السعودية: دين الحكومة المركزية
(النسبة المئوية من إجمالي الناتج المحلي؛ سامبا)



المملكة العربية السعودية: توقعات التمويل المالي (مليار ريال سعودي)					
2022	2021	2020	2019	2018	2017
93	118	145	189	219	230
مصادر التمويل:					
24	23	24	22	25	76
53	53	56	75	79	81
77	76	80	97	104	157
17-	43-	65-	92-	115-	74-
تتبع:					
373	348	325	301	279	254
12.0	11.6	11.4	11.4	11.3	9.9
495	443	390	334	259	180
15.9	14.8	13.7	12.7	10.5	7.0

المصادر: وزارة المالية، سامبا

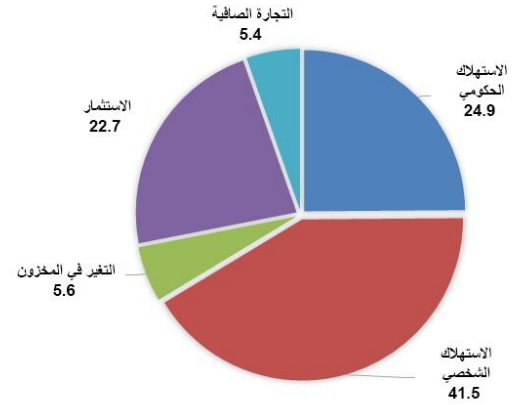
الاقتصاد المحلي يكافح من أجل التكيف مع تقليص الإنفاق الحكومي، لكن الأوضاع تتجه نحو التحسن

كيف كان أداء الاقتصاد المحلي في مواجهة هذه التيارات المالية والتيارات السياسية الأوسع نطاقاً؟ تشير التقديرات الرسمية إلى أن الاقتصاد غير النفطي قد توسع بنسبة ١,١ في المائة عام ٢٠١٧. ويبدو هذه النسبة معقولة بالنظر إلى الزيادة الملحوظة في الإنفاق الحكومي في الجزء الأخير من العام. مع ذلك، لا تزال هذه النسبة ضعيفة عند الحديث عن سوق ناشئة يبلغ معدل النمو السكاني أكثر من ٢ في المائة. خلاصة القول أن قصور الأداء يعكس التحديات المتعلقة بالتكيف الهيكلي الكبير. يشير اعتماد القطاع الخاص طويل الأمد على إنفاق القطاع العام إلى أنه عندما تقلص الدولة دورها في الاقتصاد على نحو ملحوظ، فإن نشاط القطاع الخاص ينكمش بدوره بدلاً من أن يعوض هذا التقلص. لذلك، انخفض إجمالي تكوين رأس المال الثابت بنسبة ٧,٦% في ٢٠١٧ (الأسعار الحالية) بعد أن تراجعت نسبته ١٤% عام ٢٠١٦. وحتى الآن لا يبدو أن استثمارات القطاع الخاص قد استجابت للزيادة الكبيرة في الاستثمارات العامة في النصف الثاني من العام الماضي. ولعل السبب في ذلك هو احتمال تسبب حملة مناهضة الفساد – بالرغم من فوائدها على المدى الطويل – في اضطراب بعض شركات القطاع الخاص، وإصابتها بالحيرة حيال خططها الاستثمارية في الوقت الحالي.

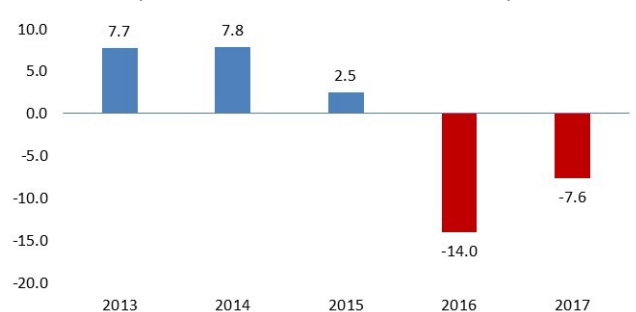
وعلى الرغم من التقشف الذي تشهده استثمارات القطاع الخاص، فقد شهد الاستهلاك الشخصي ارتفاعاً طفيفاً في الأونة الأخيرة. فبعد أن تباطأ الاستهلاك الشخصي في النصف الأول (من ٢٠١٧)، سجل ذلك الاستهلاك نمواً نسبته ٢,٧ في المائة خلال العام بأكمله (ومن الجدير بالملاحظة أن معاملات نقاط البيع التي تعتبر بديلاً لمبيعات التجزئة تبدو أقوى لبعض الوقت). وفي الوقت الحالي، نرى أن توقعات الاستهلاك إيجابية على نحو معقول: فقد أستاذتت ضريبة القيمة المضافة، لكننا نعتقد أن الأثر سيقابله المساعدات النقدية التي ستمنح للأسر ذات الدخل المنخفضة والمتوسطة، فضلاً عن المصروفات المالية العامة التي أعلن عنها مؤخراً. إضافة إلى ذلك، يمكن أن تتأتى قوة دفع أخرى عن طريق إدراج السوق المالية السعودية (تداول) في مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة، المتوقع حدوثه هذا العام. فإذا حدث ذلك، فستكون هناك تدفقات داخلية (تلقائية) كبيرة من الصناديق الأجنبية، الأمر الذي قد يعزز الاستهلاك بفضل تأثير ذلك على الثروات.

يبدو أن توقعات التمويل المالي يمكن التحكم فيها. فالمستثمرون الخارجيون يرون أن المملكة العربية السعودية ذات ملاءة ائتمانية قوية، ومن المرجح يعزز ارتفاع أسعار النفط هذه الملاءة.

المملكة العربية السعودية: المساهمات في إجمالي الناتج المحلي لعام 2017 حسب النفقات (النسبة المئوية، الأسعار الحالية؛ الهيئة العامة للإحصاء)



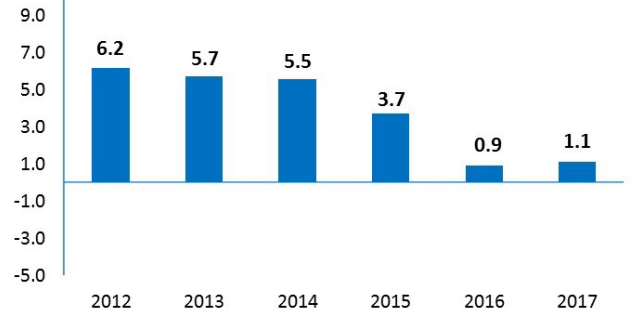
المملكة العربية السعودية: إجمالي تكوين رأس المال الثابت (نسبة التغير، الأسعار الحالية؛ الهيئة العامة للإحصاء)



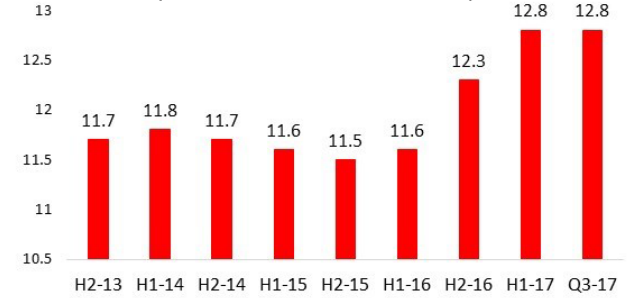
بعد ارتفاع معدل البطالة السعودية أقل إيجابية مما سبق. فقد بلغ هذه المعدل نسبة قدرها ١٢,٨% للمواطنين في الربع الثاني، استمر كذلك في الربع الثالث. وحتى إذا كانت هناك بعض الأسر غير المتضررة من البطالة، فإن المستهلكين يميلون إلى توخي الحذر في بيئة تكون فيها الأسعار مرتفعة أو أخذة في الارتفاع. يتوقع كذلك أن يؤثر نزوح العمالة الوافدة (انظر أدناه) إلى حد ما.

إجمالاً، نتوقع زيادة معقولة في الاستهلاك عام ٢٠١٨، مع وجود مخاطر إيجابية اعتماداً على حجم التدفقات الداخلة كاستثمارات في الحافظات التي يحددها إدراج السوق المالية السعودية (تداول) في مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة. علاوةً على ذلك، يُتوقع أن تشهد الصادرات غير النفطية ارتفاعاً نسبياً، بفعل الطلب على البلاستيك من شرق آسيا. وستكون الاستثمارات العامة محركاً مهماً لذلك، مع رجحان أن تكون القطاعات الرئيسية هي البنية الأساسية الفعالة. من المتوقع كذلك أن يشهد قطاع البنية التحتية للنقل ارتفاعاً كبيراً في الإنفاق، مع أن هذا القطاع قد شهد انخفاضاً كبيراً في الإنفاق عام ٢٠١٧. وسيؤثر ضعف الدولار على الطلب على الواردات، ونتوقع أن يصل نمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي إلى ٢,٧ في المائة هذا العام. وسيقبل النمو الكلي لإجمالي الناتج المحلي بنحو نقطة عن ذلك بسبب اقتراب إنتاج النفط الخام من الركود.

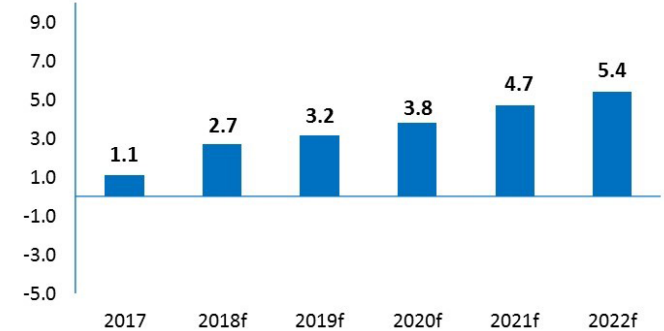
المملكة العربية السعودية: إجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي (نسبة التغير؛ الهيئة العامة للإحصاء)



المملكة العربية السعودية: معدل البطالة بين المواطنين (النسبة المئوية؛ الهيئة العامة للإحصاء)



المملكة العربية السعودية: إجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي (نسبة التغير؛ الهيئة العامة للإحصاء، سامبا)



مخصصات الموازنة السعودية مليار ريال سعودي	موازنة 2017	الإنفاق الفعلي 2017	نسبة التغير	موازنة 2018	نسبة التغير مقابل الإنفاق الفعلي 2017
الإدارة العامة	27	30	12	26	13-
الجيش	191	224	17	210	6-
الإدارة الإقليمية والأمنية	97	110	14	101	8-
الخدمات البلدية	48	49	2	53	8
التعليم	200	228	14	192	16-
التعمية الاجتماعية والصحية	120	133	10	147	11
الموارد الاقتصادية	47	39	18-	105	169
البنية التحتية والنقل	52	29	44-	54	86
الإجمالي	782	842	8	888	5

المصدر: وزارة المالية

من المتوقع أن يصبح النمو أكثر قوة على المدى المتوسط مع انتعاش تدفقات الاستثمارات الأجنبية الداخلة

تواصل توقعات النمو على المدى المتوسط تأثرها بالوضع المالي للحكومة. فكما ذكرنا أعلاه، قد شهد هذا الوضع انفراجة في الأونة الأخيرة مع أننا لا نزال نتوقع الحفاظ على الانضباط المالي الكبير، ولا نتوقع بالتأكيد العودة إلى أيام الإنفاق غير المدروس في الفترة بين عامي ٢٠١٠ و ٢٠١٤. وسوف يستمر نمو الاستهلاك الشخصي في مواجهة صعوبات من جراء الضرائب المفروضة على التابيعين للعمالة الوافدة، المقرر مضاعفتها على مدار السنوات الخمس المقبلة. وهذا من شأنه أن يسرع من وتيرة نزوح العمالة الوافدة، وهو توجه يمكن أن يتسبب وفقاً لأحد التحليلات في انخفاض الاستهلاك بنحو ٢٠ مليار ريال سعودي بحلول عام ٢٠٢٠ (أي حوالي ١,١ في المائة من توقعاتنا لإجمالي الناتج المحلي غير النفطي الاسمي لعام ٢٠٢٠). مع ذلك، يتوقع أن يشهد الأثر الاقتصادي الإجمالي تحسناً من خلال الزيادة التي سيشهدها الإنفاق الحكومي والتي ستيبجها الدخل المتأتي من الرسوم والارتفاع الملحوظ في ثقة الأسر.

في الوقت نفسه، يتوقع أن تضطلع استثمارات القطاع الخاص المحلية والأجنبية بدور أكبر في السنوات المقبلة مع تسارع وتيرة الخصخصة وإلغاء المزيد من الضوابط التنظيمية بما يتماشى مع مبادئ رؤية ٢٠٣٠. لكن ثمة تحديات يتعين التغلب عليها،

كما أن المستثمرين الأجانب سيبحثون على وجه الخصوص عن بيئة قانونية للأعمال تتسم بالشفافية وسهولة الحركة، جنباً إلى جنب مع وضع إقليمي يتسم بدرجة معقولة من الاستقرار. كما يمكن أن يتولى صندوق الاستثمارات العامة، الذي يتوقع أن تكتمل رسمته من عائدات البيع المتوقع لحصة من أرامكو—توجيه دفة الاستثمارات المحلية.

المملكة العربية السعودية: إجمالي الناتج المحلي

2022	2021	2020	2019	2018	2017
4.2	3.9	3.5	3.1	1.8	0.7-
5.4	4.7	3.8	3.2	2.7	1.1

المصادر: الهيئة العامة للإحصاء، سامبا

من الواضح أنه لن يتم إنجاز كل مكون من مكونات رؤية ٢٠٣٠، ولكن بفرض أن التوجه العام لجدول أعمال الإصلاح سيبقى في الطريق الصحيح، فإننا نتوقع أن تتسارع وتيرة القطاع غير النفطي الحقيقي تسارعاً تدريجياً. من المتوقع كذلك أن يسجل النمو زيادة ملحوظة فقط في المراحل الأخيرة من فترة التوقعات، مع زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلة. فبحلول عام ٢٠٢٢، نتوقع أن يبلغ النمو نحو ٥,٥ في المائة. بالمثل، من المتوقع أن يسترد نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، الذي كان قد سجل انخفاضاً حاداً العام الماضي (الأمر الذي يرجع بصفة أساسية إلى الانكماش—انظر أدناه)، عافيته لكي يصبح حوالي ٢٢٣٢٠ دولاراً بحلول عام ٢٠٢٢، أي أقل بنحو ٢٥٠ دولاراً عن عام ٢٠١٤.

بداية الانكماش مع ارتفاع الأسعار بفعل تطبيق ضريبة القيمة المضافة

شهد الاقتصاد المحلي، في دلالة قاطعة على تراجع الطلب المحلي، انكماشاً عام ٢٠١٧؛ إذ تراجعت أسعار الاستهلاك بنسبة ٠,٢% خلال هذه السنة. وربما كان الأمر أكثر وضوحاً لولا عودة الأسعار إلى النمو الإيجابي في نوفمبر وديسمبر مع زيادة الإنفاق الحكومي.

في ٢٠١٨، يُتوقع أن يسجل مؤشر أسعار الاستهلاك ارتفاعاً كبيراً مع استحداث ضريبة القيمة المضافة. وتشير الآثار الجانبية وانفراج الوضع المالي للحكومة إلى أن متوسط التضخم سيبلغ نحو ٢,٩ في المائة، مع ذلك تنبغي الإشارة إلى أن ضغوط الأسعار الأساسية ستبقى ضعيفة. ومن المتوقع أن يسجل نمو الأسعار في الفترة بين عامي ٢٠١٩ و٢٠٢٢ زيادة حال استمرار إلغاء الدعم وتسارع وتيرة الإنفاق (الخاص العام) وضعف الدولار؛ فنحن نتوقع وصول متوسط تضخم أسعار الاستهلاك إلى نحو ٣,٦ في المائة خلال هذه الفترة.

المملكة العربية السعودية: أسعار الاستهلاك

2022	2021	2020	2019	2018	2017
162.5	156.8	151.4	146.2	141.2	137.3
3.6	3.6	3.5	3.6	2.9	0.2-

المصادر: سامبا، سامبا

يعتمد نجاح رؤية ٢٠٣٠ على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلة.

المملكة العربية السعودية: أسعار الاستهلاك
نسبة التغير على مدار 12 شهراً؛
(الهيئة العامة للإحصاء)



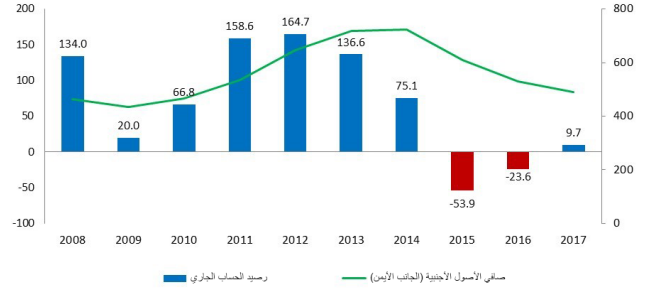
أدت مرونة الإنفاق على الواردات والتحويلات المالية إلى التخفيف من حدة صدمات شروط التبادل التجاري — وستستمر في ذلك

لسنوات عديدة، لم يمثل ميزان المدفوعات مصدر قلق للمملكة العربية السعودية. ومن الجدير بالذكر أن الحساب الجاري سجل عجزاً في عام ١٩٩٨ فقط، وانعكس ذلك في السنة التالية، ومنذ ذلك الحين وحتى عام ٢٠١٤، جرت العادة على أن يسجل الحساب الجاري فائضاً ضخماً، مما تسبب في تراكم كبير لصافي الأصول الأجنبية. وفي ٢٠١٤، ارتفع صافي الأصول الأجنبية على نحو غير مسبوق إذ سجل ٧٢٥ مليار دولار، أي ٩٦ في المائة من إجمالي الناتج المحلي. مع ذلك، تسبب انهيار أسعار النفط في منتصف عام ٢٠١٤ في خفض فائض الحساب الجاري بمقدار النصف، وبحلول عام ٢٠١٥، كان الحساب الجاري قد سجل عجزاً. وقد كان ذلك العجز كبيراً للغاية إذ ناهز ٨,٢ في المائة من إجمالي الناتج المحلي، ولكن استجابة القطاع الخاص السريعة لتدهور بيئة الأعمال (من خلال تقليل الإنفاق على الواردات) كان معناها انخفاض العجز إلى النصف عام ٢٠١٦. مع ذلك، فإن شبح «العجز المزدوج» (في الحساب الجاري والمالي) أثار اهتمام المضاربين الذين افترضوا أن السحب على الأصول الأجنبية قد يكون كافياً لوقف استدامة ربط الريال السعودي بالدولار الأمريكي. والحق إن الضغوط المتعلقة بذلك الربط في السوق الأجلة قد زادت حدتها عام ٢٠١٥، على الرغم من أنها جاءت حصرياً من مضاربين خارجيين؛ في حين رغبت المصارف المحلية في المراعاة على الجانب الآخر من المقايضة. ومع أن الضغوط قد تراجعت منذ ذلك الحين، فإنها لم تتراجع تراجعاً بشكل تام. إذاً، فما هي التوقعات المتعلقة بميزان المدفوعات؟

تواجه التوقعات المتعلقة بالصادرات غير النفطية بعض الصعوبات الهيكلية. فبيئة الأعمال بحاجة إلى مزيد من التحسين والمناخ الدبلوماسي الإقليمي لا يقدم فائدة كبيرة. ولعل السبب في ذلك هو الحاجة إلى سعر صرف مرن لتعزيز هذا القطاع حقاً وتجنب مخاطر «المرض الهولندي» (العلاقة الظاهرة بين ازدهار التنمية الاقتصادية بسبب وفرة الموارد الطبيعية وانخفاض قطاع الصناعات التحويلية)، ولكن هذا شيء يقع على المدى الأطول؛ أما في الوقت الحالي، فالسلطات معنية بضمان استقرار الاقتصاد الكلي. وفي ظل عدم حدوث أي تغيير في سعر الصرف وبفرض حدوث تدفقات داخلية معقولة من الاستثمار الأجنبي المباشر، فإننا نتوقع أن تصل عوائد الصادرات غير النفطية إلى نحو ٩٥ مليار دولار بحلول عام ٢٠٢٢ بارتفاع عن نحو ٥٠ مليار دولار عام ٢٠١٦.

من السمات البارزة لحساب التجارة المنظورة التضائل الملحوظ في الإنفاق على الواردات، الذي كان قد انخفض بنسبة ٢٢ في المائة عام ٢٠١٦. وفي العام الماضي، استمر الإنفاق الشخصي في الانكماش ولكن يُرجح أن يكون إجمالي فاتورة الواردات مستقرًا بفضل الانتعاش في الإنفاق الحكومي. لقد ساعدت مرونة الإنفاق على الواردات في الحفاظ على تحقيق إجمالي الميزان التجاري للفائض حتى مع انخفاض إيرادات النفط. وفي السنوات المقبلة، يُتوقع أن ينمو الفائض في ظل تجاوز إيرادات النفط للانتعاش المتوقع في الإنفاق على الواردات.

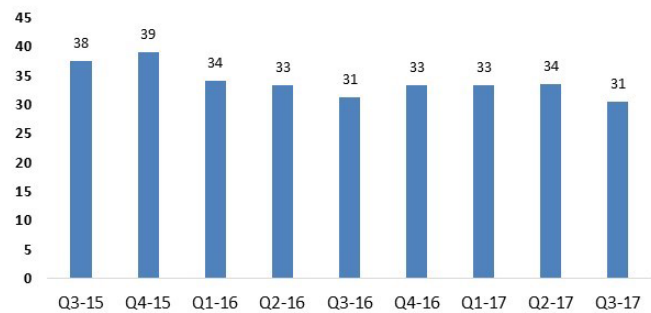
المملكة العربية السعودية: الحساب الجاري
(مليار ريال سعودي؛ سامبا، سامبا)



المملكة العربية السعودية: العقود الآجلة لمدة عامين
بالريال السعودي/الدولار الأمريكي
(نقطة؛ بلومبيرغ)



المملكة العربية السعودية: الإنفاق على الواردات
(مليار دولار، تسليم على ظهر السفينة؛ الهيئة العامة للإحصاء)



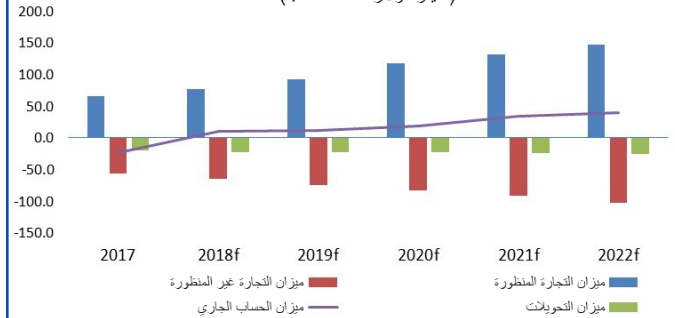
فيما يتعلق بالبنود غير المنظورة، تظل تحويلات العاملين أبرز البنود العvisية على التوقع. فقد استمرت هذه التدفقات الخارجة في النمو خلال السنوات القليلة الماضية، ولكن بوتيرة أبطأ في ظل تباطؤ الاقتصاد. وبالنظر إلى المستقبل، فإن ما وقع مؤخراً من تطبيق للضرائب على أسر العمالة الوافدة قد يشجع على زيادة التدفقات الخارجة؛ إذ يوجه العاملون مزيداً من الأموال إلى أسرهم التي لم تعد تعيش في المملكة. مع ذلك، فهناك تحدٍ أعظم يتمثل في الضرورة الحتمية لسياسة «السعودة» التي من المفترض أن تعني فرصاً أقل للعمالة الوافدة في قطاعات عديدة. وفي المجمل، نتوقع انخفاض تدفقات التحويلات الخارجة في ٢٠١٨ قبل أن ترتفع تدريجياً في السنوات التالية، ولكن بوتيرة أبطأ من نمو إجمالي الناتج المحلي الاسمي.

ويجمع تلك الخيوط في نسيج واحد متناغم، نرى أن الحساب الجاري قد عاد إلى تحقيق الفائض عام ٢٠١٧ وأن الأوضاع سوف تستمر في التحسن في السنوات المقبلة. ومن المتوقع بحلول عام ٢٠٢٢ أن يصل الفائض إلى حوالي ٤٥ مليار دولار، أو ٥ في المائة من إجمالي الناتج المحلي.

المملكة العربية السعودية: تحويلات العاملين للخارج (مليون دولار؛ ساما)



المملكة العربية السعودية: الحساب الجاري (مليار دولار، ساما، سامبا)



المملكة العربية السعودية: الحساب الجاري (مليار دولار)

2022	2021	2020	2019	2018	2017
147.5	131.9	117.2	92.3	76.7	65.6
340.0	310.4	280.9	241.1	211.7	189.4
9.5	10.5	16.5	13.9	11.8	4.3
244.8	229.7	210.7	180.1	155.7	136.6
95.2	80.7	70.2	61.0	56.0	52.8
192.5	-178.5	-163.7	148.8	-135.0	-123.8
7.8	9.1	10.0	10.2	9.1	1.5
-102.4	-91.4	-82.5	-74.1	-65.4	-55.9
19.9	18.9	18.0	17.5	17.0	16.5
-112.5	-104.3	-95.6	-86.9	-78.9	-72.3
-92.6	-85.4	-77.6	-69.5	-61.9	-55.8
51.5	45.9	40.0	34.7	31.6	30.1
35.3	27.6	21.6	16.6	12.8	10.2
16.1	18.3	18.4	18.2	18.8	19.9
25.9	24.4	23.2	22.8	22.3	20.0
24.6	23.2	22.1	21.7	21.3	26.6
45.1	40.5	34.7	18.2	11.3	9.7
5.4	5.1	4.6	2.6	1.7	1.4

الشكوك المتعلقة بالحساب المالي أكبر من تلك المتعلقة بالحساب الجاري

يحيط بالحساب المالي قدر من الغموض، لكن جرت العادة على أن يشهد هذا الحساب عجزاً بسبب تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الخارجة التي يصعب رصدها (فعادة ما يكون صافي السهو والخطأ كبيراً). أما تدفقات الاستثمار المباشر الداخلة فهي متواضعة، على الرغم من أننا نتوقع لها أن ترتفع تدريجياً. من المتوقع كذلك أن تتسارع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الخارجة بما يتماشى مع نطاق صلاحيات صندوق الاستثمارات العامة. بالمثل، يُتوقع أن تشهد تدفقات الحافظة الداخلة نمواً أكثر وضوحاً بمجرد إدراج السوق المالية السعودية في مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة، في حين ستؤدي تدفقات الديون السيادية الداخلة في تلك الفئة إلى تحقيق فائض كبير. أما التدفقات الاستثمارية «الأخرى» فيحيط بها غموض كبير: فقد كانت هناك تدفقات كبيرة خارجة في الربع الأول من العام الماضي قد تكون ذات صلة باستثمارات صندوق الاستثمارات العامة في الخارج، وفي تقديرنا أن التدفقات الخارجة عبر هذه القناة قد وصلت إلى نحو ٥٠ مليار دولار العام الماضي. وبالرغم من صعوبة التنبؤ بهذه

التدفقات، فإننا نعتقد أن التدفقات الخارجة ستتناقص على المدى المتوسط في ظل تطبيق السلطات لمزيد من التدقيق على تلك التدفقات، وكذلك في ظل زيادة توفر فرص الاستثمار المحلي.

على المدى المتوسط والبعيد، نتوقع أن تُقابل التدفقات الخارجة الرسمية والخاصة بتدفقات الاستثمارات الخاصة الداخلة في الوقت الذي يتسارع فيه برنامج الخصخصة التابع للدولة، وكذلك بتدفقات داخلة على الحساب الجاري في ظل تحقيق استثمارات الصندوق لمكاسب أجنبية. مع ذلك، فإننا نقبل بوجود قدر كبير الشروط الحاكمة لذلك، كما يتطلب الحساب المالي رسداً دقيقاً.

علاوةً على ذلك، من الملاحظ أن سداد الديون الخارجية سيصبح مستحقاً في ٢٠٢١ و٢٠٢٢. وفي تقديرنا أن السداد المستحق سيكون ٦٠ مليار دولار عام ٢٠٢١ و٤١ مليار دولار عام ٢٠٢٢. ومع ذلك، فإننا نتوقع أن يجري ترحيل تلك المبالغ جزئياً من خلال إصدار سندات جديدة.

المملكة العربية السعودية: الاستثمارات المباشرة (ساما، سامبا)

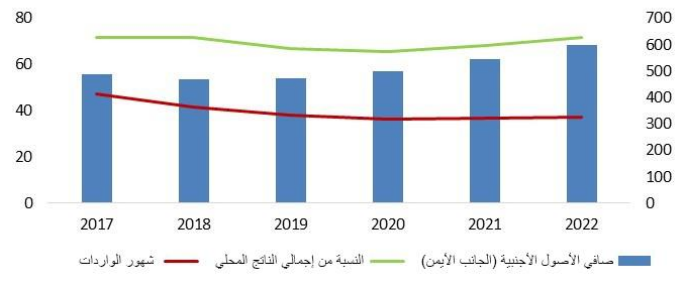


المملكة العربية السعودية: الحساب المالي (مليار دولار)

2022	2021	2020	2019	2018	2017
45.1	40.5	34.7	18.2	11.3	9.7
-2.0	0.0	-1.0	2.0	4.0	2.0
-18.0	-15.0	-14.0	-10.0	-6.0	-4.0
16.0	15.0	13.0	12.0	10.0	6.0
28.6	35.3	29.8	29.4	26.9	15.5
-8.4	-7.7	-7.2	-6.6	-6.1	-6.0
37.0	43.0	37.0	36.0	33.0	21.5
14.4-	17.7-	20.1-	23.5-	30.0-	47.0-
24.4-	25.7-	27.1-	28.5-	30.0-	47.0-
10.0	8.0	7.0	5.0	0.0	0.0
12.2	17.5	8.8	7.9	0.9	29.5-
4.4-	11.4-	17.3-	24.4-	30.7-	19.9-
52.9	46.6	26.1	1.7	18.6-	39.6-
52.9-	46.6-	26.1-	1.7-	18.6	39.6
597.7	544.8	498.2	472.1	470.4	489.0
71.5	68.4	65.7	67.0	71.7	71.5
37.2	36.6	36.5	38.1	41.8	47.4

*شاملة التدفقات الواردة للديون السيادية
المصادر: ساما، صندوق النقد الدولي، سامبا

المملكة العربية السعودية: صافي الأصول الأجنبية الرسمية (مليار دولار؛ سامبا)



على افتراض تبديد تدفقات رؤس الأموال الخاصة الخارجة وارتفاع التدفقات الداخلة الأجنبية، فإننا نتوقع انخفاض صافي الأصول الأجنبية الرسمي هذا العام ثم شروعه في الصعود التدريجي. وبحلول عام ٢٠٢٢، يُتوقع أن تصل تلك الأصول إلى ما كانت عليه عام ٢٠١٥، على الرغم من أن حصة تلك الأصول من إجمالي الناتج المحلي في ظل اقتصاد أكبر بكثير سينخفض بنحو ٢٠ نقطة ليقف عند ٧٢ في المائة (وهو بعد غطاء كبير يتكون من ٣٧ شهراً من الواردات). وبالنظر إلى ذلك، نعتقد أن أي ضغوط مضاربات على ربط سعر الصرف—يجب التعامل معها بسهولة. وقد لاحظنا أعلاه أن مرونة سعر الصرف قد تصب في مصلحة القطاع غير النفطي، ولكن ذلك سيكون أملاً طويلاً الأمد؛ إذ سنتظل الحكومة ملتزمة بالدفاع عن ربط سعر الصرف طوال فترة التوقعات وما بعدها.

في المستقبل المنظور، سيبقى ربط سعر الصرف قائماً. علاوةً على ذلك، ينبغي أن تتوفر للحكومة وسائل كافية للدفاع عنه.

2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	المملكة العربية السعودية: التوقعات الأساسية للاقتصاد الكلي
836.1	796.3	758.4	704.3	656.0	683.8	644.9	إجمالي الناتج المحلي الاسمي (مليار دولار)
3.9	5.2	7.7	7.4	-4.1	6.0	-1.7	(نسبة التغير)
22.320	21.831	21.353	20.366	19.500	20.897	20.300	نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (000 دولار)
4.2	3.9	3.5	3.1	1.8	0.7-	1.7	إجمالي الناتج المحلي الحقيقي (نسبة التغير)
2.2	2.5	3.0	3.0	0.3	4.3-	2.8	إجمالي الناتج المحلي للقطاع الهيدروكربوني
5.4	4.7	3.8	3.2	2.7	1.1	0.9	إجمالي الناتج المحلي للقطاع غير الهيدروكربوني
2163.7	2003.0	1890.0	1750.0	1670.0	1620.0	1636.0	المعرض التقدي، ش2 (مليار ريال سعودي)
8.0	6.0	8.0	4.8	3.1	1.0-	3.5	(نسبة التغير)
1857.7	1658.6	1521.7	1435.6	1380	1327.3	1337.0	قروض المصارف التجارية للقطاع الخاص (مليار ريال سعودي)
12.0	9.0	6.0	4.0	4.0	0.7-	2.2	(نسبة التغير)
4.7	4.4	3.9	3.4	2.5	1.9	2.0	سعر الصرف المتداول بين المصارف لمدة 3 أشهر (نهاية العام، نسبة مئوية)
3.6	3.6	3.5	3.6	2.9	0.2-	2.2	معدل التضخم في مؤشر أسعار الاستهلاك (نسبة التغير، المتوسط)
244.8	229.7	210.7	180.1	155.7	136.6	120.2	صادرات قطاع الهيدروكربونات (مليار دولار سعودي)
6.6	9.0	17.0	15.7	14.0	13.6	23.2-	(نسبة التغير)
45.1	40.5	34.7	18.2	11.3	9.7	23.6-	ميزان الحساب الجاري (مليار دولار سعودي)
5.4	5.1	4.6	2.6	1.7	1.4	3.7-	(النسبة من إجمالي الناتج المحلي)
1138.6	1070.0	987.9.0	882.4	801.1	696.0	518.9	الإيرادات المالية (مليار ريال سعودي)
6.4	8.3	11.9	10.2	15.1	34.1	15.4-	(نسبة التغير)
1232.1	1188.2	1133.1	1071.3	1020.5	926.0	830.0	الإنتاج المالي (مليار ريال سعودي)
3.7	4.9	5.8	5.0	10.2	11.6	15.1-	(نسبة التغير)
240.8	231.5	220.5	206.1	192.6	180.0	134.0	شاملاً، رأس المال
4.0	5.0	7.0	7.0	7.0	34.3	49.2-	(نسبة التغير)
991.3	956.6	912.6	865.3	827.9	746.0	696.0	الجاري
3.6	4.8	5.5	4.5	11.0	7.2	2.7-	(نسبة التغير)
93.4-	118.1-	145.2-	188.9-	219.4-	230.0-	311.1-	الرصيد المالي (مليار ريال سعودي)
3.0-	3.9-	5.1-	7.2-	8.9-	9.0-	12.9-	(النسبة من إجمالي الناتج المحلي)
406.7	423.2	466.1	530.9	622.5	737.7	875.0	إجمالي ودائع القطاع العام لدى الجهاز المصرفي (مليار ريال سعودي)
13.1	14.1	16.4	20.1	25.3	28.8	36.2	(النسبة من إجمالي الناتج المحلي)
421.6	397.7	375.4	351.8	329.9	305.1	227.0	إجمالي الدين المحلي للقطاع العام (مليار ريال سعودي)
13.6	13.3	13.2	13.3	13.4	11.9	9.4	(النسبة من إجمالي الناتج المحلي)
1200.0	1200.0	1200.0	1200.0	1200.0	1200.0	1098.0	ودائع محلية أخرى للقطاع العام (مليار ريال سعودي)
38.6	40.1	42.2	45.4	48.8	46.8	45.4	(النسبة من إجمالي الناتج المحلي)
1185.1	1225.5	1290.6	1379.1	1492.5	1632.7	1746.0	إجمالي صافي ودائع القطاع العام لدى الجهاز المصرفي (مليار ريال سعودي)
38.1	41.0	45.4	52.2	60.7	63.7	72.2	(النسبة من إجمالي الناتج المحلي)
							تتمت:
77.0	75.0	72.0	65.0	60.0	55.0	47.0	سعر النفط (برنت؛ دولار/برميل)
11.187	10.968	10.700	10.400	10.080	10.062	10.500	إنتاج النفط الخام (000 برميل في اليوم)
597.7	544.8	498.2	472.1	470.4	489.0	528.6	صافي الأصول الأجنبية المملوكة لسامبا (مليار دولار)
71.5	68.4	65.7	67.0	71.7	71.5	82.0	(النسبة من إجمالي الناتج المحلي)

المصادر: سامبا؛ وزارة المالية؛ الهيئة العامة للإحصاء؛ صندوق النقد الدولي؛ سامبا.

جيمس ريف

James.Reeve@samba.com

إقرار إخلاء المسؤولية

يستند هذا المنشور إلى معلومات متاحة للجمهور من مصادر موثوقة وحديثة حتى وقت النشر. ومع ذلك، لا تتحمل سامبا بأي شكل من الأشكال أي مسؤولية من أي نوع عن دقة محتواه أو اكتماله، كما لا تتحمل أي مسؤولية عن أي عواقب تنجم عن الوثوق بالمعلومات الواردة فيه. بالإضافة إلى ذلك، فالمعلومات والآراء الواردة في هذا المنشور:

١. ليس مقصوداً منها أن تكون دراسة كاملة أو شاملة أو لتقديم المشورة، ولا ينبغي اعتبارها بديلاً عن المشورة المتخصصة أو العناية الواجبة لكل حالة على حدة.
٢. ليس مقصوداً منها السعي لبيع أي أداة أو شرائها أو اتخاذ أي استراتيجيات تجارية.
٣. ليس مقصوداً منها أن تمثل أي ضمانات للأداء المستقبلي.

وعليه، لا يتضمن هذا المنشور أي ادعاء أو ضمان، صريح أو ضمني، من حيث الواقع أو القانون، بما في ذلك، على سبيل المثال لا الحصر، الضمانات الضمنية للرواج التجاري والملاءمة لغرض معين بغض النظر عن الشكل (مثل عقد، أو إهمال، أو غيره)، قد تُتخذ من خلالها إجراءات قانونية ضد سامبا.

مجموعة سامبا المالية
صندوق بريد ٨٣٣، الرياض ١١٤٢١
المملكة العربية السعودية