

# المملكة العربية السعودية:

## موقف ميزان المدفوعات وتوقعاته

### للفترة 2016-2020

#### موجز تنفيذي

- خضع موقف التمويل الحكومي بشكل مفهوم إلى فحص زائد منذ أن هبطت أسعار النفط. غير أن ميزان المدفوعات يحتاج هو الآخر إلى مزيد من الاهتمام: إذ بينما تأثر كثيرا بعمليات التمويل الحكومية، فهناك أيضا تدفقات أخرى ستواصل التأثير على معدل سحب الأصول الأجنبية الصافية أو تراكمها. ونسعى في هذه المذكرة إلى تحديد التدفقات الأكثر أهمية، وتوقعاتها، خاصة في ضوء استراتيجية رؤية الحكومة لعام 2030.
- وبعد سنوات كثيرة من الفوائض الكبيرة، تحول الحساب الجاري إلى عجز كبير في عام 2015. وعكس ذلك هبوط إيرادات النفط، المرتبط بتعديل طفيف جدا في الإنفاق على الواردات. وسجل الحساب المالي أيضا عجزا كبيرا، يشمل ارتفاع العملة وتدفقات الودائع إلى الخارج. غير أن المؤشرات الأخرى توجي بأن هذه التدفقات الخارجة لا تعبر عن فقدان واسع للثقة. ومع ذلك، فإن السحب الناتج للأصول الأجنبية الصافية (115 مليار دولار) كان كافيا لدفع هجمات المضاربة على ارتباط سعر الريال بالدولار.
- وسوف يمثل ميزان المدفوعات في هذا العام تدفقا خارجيا كبيرا بالنظر إلى حجم عمليات التمويل الحكومية. وينبغي أن يتحسن الوضع اعتبارا من العام القادم مع انتعاش أسعار النفط بعض الشيء، ومع ارتفاع تدفقات الأسهم من الخارج في ظل إدراج مؤشر "تداول" المتوقع في مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الصاعدة. وينبغي أيضا أن يجذب المستثمرون الأجانب إلى الفرص الناشئة عن سياسات الحكومة للتحريك التجاري الأكثر اتساعا، ولو أن هناك بالطبع عوامل قلق إزاء خطى هذا البرنامج ومداه.
- وبالنظر إلى هذه الاتجاهات، نتوقع أن يكون ميزان المدفوعات أقل تأثيرا بشكل تدريجي على مدى السنوات القليلة القادمة. وبحلول عام 2020، ينبغي أن ترتفع الأصول الأجنبية الصافية مرة أخرى، لتصل إلى 435 مليار دولار بنهاية ذلك العام، وهو ما يعادل 48% من الناتج المحلي الإجمالي، ويساوي 31 شهرا من الواردات. ومع انخفاض هذه المقاييس عن مستواها في عام 2015، فإنها ما تزال صحية للغاية إذا ما قورنت بالأسواق الصاعدة الأخرى هذه الأيام.

مكتب مدير عام الدائرة الاقتصادية

الدائرة الاقتصادية

مجموعة سامبا المالية

صندوق بريد 833، الرياض 11421

المملكة العربية السعودية

[ChiefEconomist@samba.com](mailto:ChiefEconomist@samba.com)

+9661-477-4770; Ext. 1820 (Riyadh)

+4420-7659-8200 (London)

(London)www.samba.com

## ميزان المدفوعات في المملكة العربية السعودية

أدى هبوط أسعار النفط إلى زيادة التدقيق في الموقف المالي للمملكة العربية السعودية وتوقعاته مستقبلاً. غير أن التطورات بشأن ميزان المدفوعات تقتضي أيضاً رصدًا وثيقاً نظراً للعلاقة الوثيقة بين الوضع المالي والتدفقات الخارجية الرأسمالية، وارتباط سعر الصرف الثابت للعملة. ونحن في هذه المذكرة ننظر في التطورات الأخيرة في ميزان المدفوعات ونحاول توقع التدفقات في المستقبل في ظل خلفية من الفرص المتزايدة للتدفقات الأجنبية الوافدة كجزء من استراتيجية رؤية عام 2030.

### التطورات الأخيرة

المملكة العربية السعودية: الأصول الأجنبية الصافية

2015	2014	2013	2012	2011	(مليار دولار)
608.9	724.3	716.7	647.6	535.2	الأصول الأجنبية الصافية
-115.4	7.5	69.1	112.4	94.8	التغير (مليار دولار)
93.2	97.1	96.3	93.1	85.2	(% من الناتج المحلي الإجمالي)

المصدر: ساما

### كان هناك سحب كبير على الأصول الأجنبية الصافية في العام الماضي

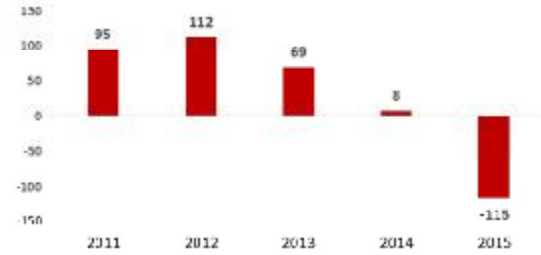
تم السحب من الأصول الأجنبية الصافية بمقدار **115 مليار دولار** في عام 2015، وهو ما يعادل حوالي 18% من الناتج المحلي الإجمالي - بقدر يكفي لدفع هجمات المضاربة المنسقة على ارتباط الريال السعودي بالدولار الأمريكي. ولماذا كان السحب كبيراً بهذه الدرجة؟ إن معظم السحب كان مرتبطاً بالميزان التجاري. وببساطة، فإن الإنفاق على الواردات لم يتأثر بانخفاض إيرادات التصدير: فقد هبط الإنفاق على الواردات بنسبة 2% فقط في العام الماضي، بينما هبطت إيرادات التصدير بنسبة ضخمة قدرها 41%.

### ببساطة، الإنفاق على الواردات لم يتأثر بانخفاض إيرادات التصدير

إن غياب المرونة يعكس: (أ) اعتماد البلد على الواردات، (ب) سعر الصرف الثابت، (ج) وغياب تعديل مالي مقابل. وقد تكون الحكومة قد خفضت من الإنفاق في العام الماضي، ولكن هذا الإنفاق مستمر في الارتفاع بالنسبة لانخفاض إيرادات التصدير. وواصلت الحكومة استيراد السلع والخدمات لحسابها الخاص، مع استعمال الوفورات المحلية (والديون) لدفع مستحقات الشركات والأسر. وهذه الشركات والأسر ستكون بدورها قد أنفقت نسبة كبيرة من هذه الأموال على الواردات، نظراً لغياب بدائل محلية، وحقيقة أن سعر الصرف الثابت منع أسعار هذه الواردات من الارتفاع. ونتيجة لذلك، فقد انهيار الفائض التجاري من 184 مليار دولار إلى 47 مليار دولار فقط. ويشرح ذلك بشكل كبير التحول في الحساب الجاري من فائض يبلغ حوالي 75 مليار دولار في عام 2014 إلى عجز يصل إلى حوالي 53 مليار دولار في العام الماضي.

تلقي ميزان المدفوعات اهتماماً أقل من الموقف المالي، ولكنه يستحق مزيداً من الرصد بالنظر إلى عدد من المتغيرات العاملة والأثر المحتمل لإستراتيجية رؤية عام 2030 على التدفقات الاستثمارية الوافدة.

المملكة العربية السعودية: التغير في الأصول الأجنبية الصافية (مليار دولار؛ ساما)



المملكة العربية السعودية: الحساب الجاري					
2015	2014	2013	2012	2011	(مليار دولار)
47.3	184.0	222.6	246.6	244.7	الرصيد التجاري
202.3	342.5	375.9	388.4	364.7	الصادرات
-40.9	-8.9	-3.2	6.5	14.7	% التغير ومنه
155.3	284.7	322.1	337.7	317.9	النفط،
47.0	57.6	53.8	50.7	46.8	غير النفطي
-155.0	-158.5	-153.3	-	-120.0	الواردات
-2.2	3.4	8.1	18.2	23.2	% التغير
<b>-100.7</b>	<b>-110.2</b>	<b>-87.2</b>	<b>-81.9</b>	<b>-86.1</b>	رصيد البنود غير المنظورة
14.5	12.5	11.8	11.0	11.5	الخدمات الدائنة
-90.2	-100.5	-76.7	-73.4	-78.0	الخدمات المدينة
-75.7	-88.0	-64.9	-62.4	-66.5	رصيد الخدمات
24.0	27.1	25.2	23.6	19.8	الدخل الدائن
-8.3	-10.6	-11.6	-12.7	-10.0	الدخل المدين
15.7	16.5	13.6	10.9	9.8	رصيد الدخل
-40.7	-38.7	-35.9	-30.4	-29.4	ميزان التحويلات ومنه
-37.8	-36.0	-34.1	-28.6	-27.6	تحويلات العاملين بالخارج
<b>-53.4</b>	<b>73.8</b>	<b>135.4</b>	<b>164.7</b>	<b>158.6</b>	رصيد الحساب الجاري
-8.2	9.9	18.2	22.4	23.7	% من الناتج المحلي الإجمالي

المصدر: ساما، صندوق النقد الدولي، سامبا.

وماذا عن مبلغ **62 مليار دولار** الذي تم سحبه من الأصول الأجنبية الصافية؟ إن كثيرا من هذه الأموال يمكن إيجادها في **الحساب المالي** لميزان المدفوعات. فالبلاذ تتكدب عجزا كبيرا في الحساب المالي، مع حدوث تدفقات مالية صافية كبيرة - وإن كانت متقلبة - من أموال الحافظة "وغيرها" من التدفقات الخارجة الصافية. وقد مالت الاستثمارات المباشرة الصافية إلى تسجيل فوائض كبيرة، رغم أن هذه كانت على مسار منخفض في السنوات الأخيرة، بعد اتمام مشروعات المصافي والكيماويات الرئيسية.

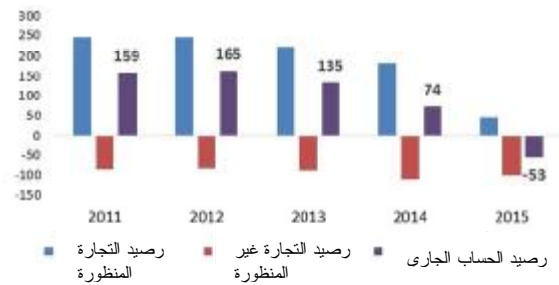
#### وكان هناك أيضا تحول ملحوظ في طبيعة التدفقات المالية الخارجة

لم يكن العام الماضي استثنائيا: ففي واقع الأمر، سجل الحساب المالي عجزا أقل مما حدث في عام 2014 (42 مليار دولار مقابل 57 مليار دولار). غير أنه كان هناك تغير ملحوظ في طبيعة التدفقات الخارجية. فقد كان التدفق الرئيسي إلى الخارج هو من خلال قناة "الاستثمارات الأخرى"، خاصة التدفقات التي سجلت في شكل "العملة والودائع". وكانت هذه تبلغ 20.6 مليار دولار في عام 2015، وهو ما يشكل زيادة بمقدار 12 مليار دولار على عام 2014. وعلى النقيض من ذلك، فإن التدفقات الخارجة من الائتمانات التجارية - أي الائتمان الذي عرضته شركات التصدير السعودية - هبط بمقدار 10.5 مليار دولار إلى 19.9 مليار دولار، بعد انكماش قيمة التجارة الأجنبية.

المملكة العربية السعودية: التجارة المنظورة  
(مليار دولار؛ ساما)



المملكة العربية السعودية: الحساب الجاري  
(مليار دولار؛ ساما)



المملكة العربية السعودية: الحساب المالي

2015	2014	2013	2012	2011	(مليار دولار)
-53.4	73.8	135.4	164.7	158.6	رصيد الحساب
2.6	2.6	4.0	7.8	12.9	الاستثمار المباشر
-5.5	-5.4	-4.9	-4.4	-3.4	في الخارج
8.1	8.0	8.9	12.2	16.3	إلى المملكة العربية السعودية
-10.0	-26.7	-6.6	-3.2	-16.0	استثمارات الحافظة
-10.3	-26.9	-8.4	-4.1	-15.4	في الخارج
0.3	0.2	1.8	0.9	-0.6	في المملكة العربية السعودية
34.7	33.	54.	11.	11.	استثمارات أخرى
-38.6	-39.2	-52.3	-10.3	-7.2	في الخارج
3.9	6.0	2.4	0.	4.	في المملكة العربية السعودية
-42.1	-57.3	-57.3	-6.4	-14.3	رصيد الحساب المالي
-20.0	-9.0	-9.0	-45.9	-49.5	صافي السهو والخطأ
-115.5	7.5	69.1	112.4	94.8	الرصيد الشامل
115.4	-7.5	-69.1	-112.4	-94.8	التغير في الاحتياطيات (- = زيادة)
608.9	724.3	716.7	647.6	535.2	صافي الأصول المالية الرسمية
2015	2014	2013	2012	2011	% من الناتج المحلي الإجمالي
-53.4	73.8	135.4	164.7	158.6	أشهر من الواردات

ويمثل باقي السحب من الأصول الأجنبية الصافية صافي السهو والخطأ، الذي زاد فقط بأكثر من 10 مليار دولار إلى 20 مليار دولار. وقد كان هذا الرقم أكبر في الماضي، ولكنه اتجه إلى الانخفاض مؤخراً مع تحسن الإبلاغ والرقابة.

الزيادة في التدفقات الخارجية الخاصة لا يبدو أنها علامة على خسارة الثقة

هل الزيادة في التدفقات الخارجية من "العملة والودائع" تعد سبباً لالتزعاج؟ بصورة مطلقة، لا يعد التدفق الخارجي بمقدار 21 مليار دولار كبيراً بوجه خاص، وكما رأينا، فإن الأثر على ميزان المدفوعات الشامل قد واجهه تماماً تقريباً انخفاض التدفقات الائتمانية للتجارة. غير أن ارتفاع التدفقات الخارجية الخاصة يمكن أن يثير القلق إذا كانت جزءاً من انهيار عام للثقة. وهناك مؤشران آخران ينبغي النظر فيهما: أولاً هناك نسبة النقد الأجنبي الموجودة في حساب البنوك المحلية. ولم تكن هذه مسألة ملحة منذ عام 2009 في أعماق الأزمة المالية العالمية، عندما ارتفعت النسبة إلى 17% (ولكنه يمكن مشاهدتها كجزء من الهروب العام إلى الأمان). والواقع أن النسبة وصلت إلى حد أكثر انخفاضاً بنسبة 9.1% في نهاية الربع الثالث من العام الماضي، وبعد وقت طويل من بدء انخفاض أسعار النفط. غير أن ربعي السنة الماضيين بدأت نسبة النقد الأجنبي في الارتفاع مرة أخرى، إذ وصلت إلى 11.3% في نهاية مارس.

أما المؤشر الحساس الآخر، فهو كمية النقد الأجنبي الذي تبيعه البنوك المحلية إلى العملاء في المملكة (بما فيهم الحكومة، والتحويلات الخاصة وتمويل الواردات). وقد شهد ذلك طفرة حادة في الربع الثاني من العام الماضي، عندما ارتفعت هذه المبيعات بحوالي 23 مليار دولار لتصل إلى 64 مليار دولار. ولم يكن هناك عامل مساعد واضح: فقد بدأت أسعار النفط انخفاضها في منتصف العام السابق، وسجلت في واقع الأمر انتعاشاً بسيطاً في الربع الثاني. غير أنه قد يكون أن الشركات المحلية بدأت في

المملكة العربية السعودية: الحساب المالي، تدفقات  
خارجة مختارة  
(مليار دولار، ساما)



المملكة العربية السعودية: ودائع النقد الأجنبي /إجمالي  
الودائع  
(المعدل؛ ساما)



المملكة العربية السعودية: مبيعات البنوك للنقد الأجنبي  
إلى "العملاء الآخرين" في المملكة  
(مليار دولار؛ ساما)



حماية مواقف العملة فيها بشكل أكثر نشاطا بعد ظهور الضغط على سعر الصرف، وذلك كما فعلت في الربع الأول. واستمرت مبيعات النقد الأجنبي للعملاء المحليين عند هذا المستوى لبقية العام، قبل أن تتباطأ بشكل طفيف في الربع الأول من عام 2016.

ولم يظهر أن أيا من هذين المؤشرين عزز فكرة أن التدفقات الخارجية "للعلمة والودائع" يمثل "هروبا" لرأس المال وقد يكون سببا في أزمة توليد لميزان المدفوعات. ويقتضي الارتفاع الأخير لمعدل النقد الأجنبي استمرار الرصد، ولكن هذا المعدل عند 11.3% يعد منخفضا وفقا للمقاييس التاريخية. ولم يكن هناك أي تغيير من الودائع لأجل والادخارية إلى الودائع تحت الطلب، التي قد تشير أيضا إلى بعض القلق بين الشركات والأسر (الواقع أن فرص سوق الأسهم تواصل تمتعها بأثر أكثر وضوحا على هذا المعدل). وكان الارتفاع كبيرا في مبيعات النقد الأجنبي، ولكنه لم يكن استثنائيا (إذ أن طفرات مماثلة حدثت في الفترة 2007-2008). والواقع أن الارتفاع يمكن النظر إليه على أنه مطمئن، إذا كان يعكس بالفعل إدارة نشطة لاكتناز النقد الأجنبي بواسطة الشركات المحلية.

### توقعات ميزان المدفوعات

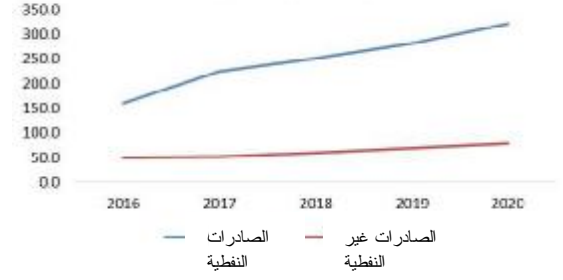
بعد إعلان التدهور الكبير في العام الماضي وفي هذا العام أيضا، نعتقد أن ميزان المدفوعات سيتحسن في الفترة 2017-2020، ونشرح السبب في هذا القسم. فمن الواضح أن نقطة البداية هي أسعار النفط، التي نرى أنها تتحسن مع خفض المخزونات بفضل مزيج من انتعاش الطلب وتراجع الإنتاج (انظر آفاق سوق النفط، مايو 2016). وسوف يكون ذلك أساسا لارتفاع إيرادات التصدير، التي سيعززها أيضا مكاسب معتدلة في إنتاج النفط، وتأثير تخفيضات الدعم على استهلاك النفط المحلي، الذي سيحرر المزيد من النفط لغرض التصدير (ونقدر أن هذا النفط الإضافي سيكون ثمنه حوالي 70 مليار دولار خلال السنوات الخمس القادمة).

وتمثل الصادرات غير النفطية سمة رئيسية من "الرؤية 2030" للمملكة العربية السعودية - وهو ما لا يدعو للدهشة نظرا لهدف الحكومة الاستراتيجية لخفض اعتماد البلاد على النفط. فقد زادت الصادرات غير النفطية بسرعة من حيث قيمتها خلال السنوات الأخيرة، إذ وصلت إلى ما يزيد على 58 مليار دولار في عام 2014 - وهو ما يزيد بما يقرب من 100% خمس سنوات مضت. وكان السبب الرئيسي في النمو هو اللدائن والكيماويات (وكانت أيضا تمثل أعلى قيمة مضافة). وكانت السوق الرئيسية هي آسيا، بالرغم من أن دولة الإمارات العربية المتحدة هي أيضا مصدر مهم للطلب بالنسبة للصلب السعودي - وكذلك الأسمت - استنادا إلى قواعد التصدير الحالية.

### صادرات البتروكيماويات تواجه تحديات استراتيجية

إن قدرا كبيرا من الاستثمار (الأجنبي والمحلي معا) قد وجه نحو البتروكيماويات. ويرحب هذا القطاع برخص المواد الخام من الغاز، بالرغم من ارتفاع الأسعار الآن والفرق انخفاض بشكل كبير مع منتجي الولايات المتحدة، الذين استفادوا من هبوط

المملكة العربية السعودية: آفاق الصادرات  
(مليار دولار، سامبا)



قطاع البتروكيماويات هو أهم مصدر لإيرادات التصدير غير النفطية. غير أنه يواجه عدد من الرياح الرأسية وسيحتاج إلى تحسين كفاءته التشغيلية إذا كان عليه أن يستغل النمو في قطاع السيارات الصيني.

أسعار الغاز والنفط الحجري. وبالإضافة إلى ذلك، فإن انخفاض أسعار النفط قد خفض الإيرادات، لأن معظم أسعار البتروكيماويات مرتبطة بسعر النفط.

ويمكن أيضا لسياسة الحكومة أن تشكل رياحا رأسية أمام الربحية، نظرا لاحتمال الارتفاع الآخر في أسعار الطاقة والمواد الخام المحلية. وعلاوة على ذلك، فإن كيماويات منتجي الشرق الأوسط هي عموما أقل كفاءة بصفة عامة (فتكاليف التشغيل العادية لجهاز التقطير النفطي تكون أعلى بنسبة 35-40% مما هي عليه في الصين و5-10% أعلى مما هي عليه في الولايات المتحدة). وبتخاذ موقف إيجابي، يمكن للمرء أن يقول أن هناك مجالا كبيرا لخفض التكاليف لتحسين الكفاءة وخفض التكاليف. ويتمتع المنتجون السعوديون بالقدرة على الاستفادة من قطاع السيارات الصيني، بكل الامكانيات التي يحققها ذلك. ولكنهم سيحتاجون إلى تعزيز دورهم مع سرعة اتساع قطاع البتروكيماويات المتنافس بشدة في الصين.

#### السياحة الدينية تتمتع بإمكانية كبيرة لتعزيز حساب الخدمات

فيما يتعلق بالخدمات غير النفطية، توفر السياحة الدينية إمكانيات وفيرة لتعزيز الإيرادات الأجنبية. وقدم ذلك 10 مليار دولار من الإيرادات الأجنبية في عام 2013، ولكنه ينطوي على إمكانية النمو نظرا للاستثمارات المستمرة في الضيافة، وقطاع التجزئة والنقل في مناطق مكة والمدينة وجدة. ومما يدعو للتشجيع أن متوسط عدد الليالي التي يقضيها السائح يرتفع، بينما الإنفاق لكل سائح يرتفع أيضا، وتشير الفنادق إلى أن السعة بلغت 80-90%، حتى خارج المواسم المعتادة. وقد ركزت الحكومة على السياحة الدينية في استراتيجية الرؤية لعام 2030 ونعتقد أنها توفر إمكانية طيبة كوسيلة لزيادة الإيرادات غير النفطية.

#### الإنفاق على الواردات يحتمل أن يتعادل بشكل أسرع هذا العام ...

ماذا عن التدفقات الخارجية في الحساب الجاري؟ كما لاحظنا أعلاه، فإن الإنفاق على الواردات استغرق وقتا لكي يتعادل مع انهيار أسعار النفط، وهبط فقط بحوالي 2% في العام الماضي. ونتوقع تصحيحا أكثر شدة هذا العام بالنظر إلى تركيز الحكومة على ترشيد الشراء والإنفاق الاستثماري داخل القطاع العام. وقد بدأ القطاع الخاص في توفيق أوضاعه في الربع الأول من العام الماضي، ويحتمل أن يواصل ضغط إنفاقه هذا العام على الأقل. وينبغي أن ينعكس الاتجاه في عام 2017 بعد أن تخفف الحكومة من موقفها المالي بعض الشيء، ونحن نتوقع أن يصل نمو الإنفاق على الواردات في المتوسط إلى حوالي 4.5% في الفترة 2017-2020.

وكان التدفق الخارجي غير المنظور في الحساب الجاري هو التحويلات. ومن الصعب التنبؤ بالتحويلات، ولكننا نتبع إنفاق الحكومة بشيء من التأخير (وهكذا، فإذا كانت الحكومة سترفع الإنفاق كثيرا في السنة الأولى، فإن تدفقات التحويلات الخارجية تميل إلى الزيادة في السنة الثانية). ويبدو أن هذا هو الاتجاه هذا العام مع هبوط التحويلات الخاصة بنسبة 9% في الربع الأول من سنة إلى أخرى. وهكذا، يتوقع المرء هبوطا في تدفقات التحويلات هذا العام والعام التالي، قبل انتعاش بسيط في الفترة 2018-2020.

السياحة الدينية في مكان جيد لتوليد إيرادات طيبة في مجال الخدمات.

المملكة العربية السعودية: آفاق التجارة المنظورة (مليار دولار؛ ساما)



تدفقات تحويلات العاملين ستخف هذا العام قبل أن تحقق انتعاشا معتدلا في الفترة 2018-2020 تمشيا مع انتعاش الإنفاق الحكومي.

... ولكن الحساب الجاري سيسجل عجزا كبيرا هذا العام

بالنظر إلى هذه الاتجاهات - من تدهور ملحوظ في ميزان التجارة المنظورة إلى تحسن أقل وضوحا في ميزان السلع غير المنظورة - فإن عجز الحساب الجاري سوف يتسع بحدة هذا العام، ليصل إلى حوالي 75 مليار دولار، أو 12% من الناتج المحلي الإجمالي، وهو أكبر رقم لهذا العجز منذ عام 1993. ومن العام القادم، ينبغي أن يتحسن الوضع، مع تجاوز فائض التجارة المنتعشة اتساع عجز البنود غير المنظورة، حتى أنه بحلول عام 2019، فإن الحساب الجاري ينبغي أن يعود إلى تحقيق الفائض، الذي يتوقع أن يبلغ حوالي 4.5% من الناتج المحلي الإجمالي بنهاية عام 2020.

المملكة العربية السعودية: آفاق الاستثمار المباشر (مليار دولار، سامبا)



المملكة العربية السعودية: الحساب الجاري

2020	2019	2018	2017	2016	2015	(مليار دولار)
151.2	120.6	95.4	77.1	18.8	47.3	الميزان التجاري
321.2	280.8	250.6	223.8	160.4	202.3	الصادرات
14.4	12.0	12.0	39.5	-20.7	-40.9	% التغير
242.4	212.3	191.1	172.0	110.1	155.3	ومنها الصادرات البترولية
78.8	68.5	59.6	51.8	50.3	47.0	الصادرات غير البترولية
-170.0	-160.2	-155.2	-146.7	-141.5	-155.0	الواردات
6.1	3.2	5.8	3.6	-8.7	-2.2	% التغير
-111.2	-107.0	-104.3	-95.6	-92.1	-100.7	ميزان التجارة غير المنظورة
16.8	16.3	15.8	15.4	14.9	14.5	الخدمات الدائنة
-98.9	-93.2	-90.3	-85.3	-82.4	-90.2	الخدمات المدينة
-82.1	-76.9	-74.5	-70.0	-67.4	-75.7	رصيد الخدمات
32.5	27.1	22.6	23.0	23.5	24.0	الدخل الدائن
-21.5	-17.9	-14.9	-11.9	-9.5	-8.3	الدخل المدين
11.1	9.2	7.7	11.1	14.0	15.7	رصيد الدخل
-40.1	-39.3	-37.5	-36.7	-38.7	-40.7	رصيد التحويلات ومنه
-32.8	-33.8	-34.8	-35.8	-36.8	-37.8	تحويلات العاملين بالخارج
40.0	13.5	-8.9	-18.5	-73.3	-53.4	رصيد الحساب الجاري
4.4	1.6	-1.1	-2.6	-12.0	-8.2	% من الناتج المحلي الإجمالي

المصدر: ساما، صندوق النقد الدولي، سامبا

التدفقات الوافدة من الاستثمارات المباشرة ينبغي أن تتسع وتزداد تعمقا

إن الحساب المالي أكثر صعوبة في التنبؤ به، بسبب غياب البيانات التاريخية، وتقلب التدفقات، وعدم اليقين بخصوص خطى الإصلاح الاقتصادي في المملكة. وكما لاحظنا أعلاه، فقد هبطت التدفقات الوافدة للاستثمار المباشر في السنوات الأخيرة، بينما اتجه مستثمرو البتروكيماويات إلى التركيز على لوزيانا بدلا من المملكة العربية السعودية. ويمثل ذلك تحولا هيكليا يبدو من غير المحتمل أن ينعكس في المدى القصير إلى المتوسط، ولكننا نتوقع حدوث توسع في الاستثمار الداخلي المحتمل بينما تتحرك الحكومة لفتح قطاعات، مثل قطاع الصحة والتعليم والنقل والخدمات البلدية (ضمن قطاعات أخرى) للاستثمار الأجنبي، وذلك كجزء من جدول أعمالها الخاص بالتحول الوطني. ومن الواضح أن التقدم السلس في تحقيق جدول أعمال التحرير ليس مضمونا، ويمكن للاختلافات السياسية الإقليمية أن تعطل الكثير من المستثمرين الأجانب المحتملين، ولكن الاستثمار الأجنبي المباشر ينبغي أن يصل إلى 15 مليار دولار

بحلول عام 2020. ومع تحسن الاقتصاد المحلي، وتنفيذ المزيد من الإصلاحات، فإن الفرص أمام المستثمرين المحليين ينبغي أن تتضاعف، مما يساعد على حفظ التدفقات المباشرة الخارجية سنويا عند أقل من 5 مليارات دولار سنويا.

### تدفقات الحافظة لديها إمكانيات كبيرة، خاصة إذا أضيف مؤشر "تداول" إلى مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الصاعدة

إن استثمارات الحافظة كانت تقليديا تدفقات خارجية كبيرة، مع غلق سوق الأسهم المحلية أمام الأجانب وتوجيه السعوديين للاستثمار في الأسواق الأكثر تقدما. غير أن هذا ينبغي أن يتغير خلال السنوات الخمس القادمة بينما يواصل مؤشر "تداول" رفع القيود بغية اجتذاب المزيد من مؤسسات المستثمرين الأجانب. وكانت هناك بعض الإعلانات المهمة أخيرا حول هذا الموضوع، مثل رفع القيود عن الاستثمار ضد الأسهم، المخطط تنفيذه في العام القادم. وثمة إمكانية أعظم لإدراج مؤشر "تداول" المحتمل في مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الصاعدة - وهو تحرك نتوقع أن يحدث في عام 2017. والواقع أن إضافة هذا المؤشر سيعني تخصيصا تلقائيا للأصول بواسطة كبار مديري الصناديق، مع اجتذاب التدفقات الإضافية بحجم السوق، ونأمل بتحسين أداء الشركات. وبحلول عام 2020، نعتقد أن هذه التدفقات الوافدة ستصل إلى ما يزيد عن 20 مليار دولار سنويا. وكما هو الحال بالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر، نفترض أن مزيدا من رأس المال السعودي سيدج جاذبية أكثر في أن يظل في البلاد إذا انتعش سوق الأسهم المحلي بزيادة التدفقات الأجنبية الوافدة. ولذلك، نعتقد أن تدفقات الحافظة الصافية ينبغي أن تتحرك من درجة سلبية معتدلة إلى إيجابية بشكل كبير في السنوات القادمة.

ومن المهم ملاحظة أننا لم ندرج أي بيع لأرامكو السعودية في تنبؤاتنا، نظرا لعدم اليقين حول تقييم الشركة وحجم العرض ومكان إصداره. ومن الواضح أن ذلك يوفر خطرا كبيرا لرفع توقعات تدفقات الحافظة الوافدة - وميزان المدفوعات برمته هو الآخر.

### التدفقات الخاصة إلى الخارج ينبغي أن تقل مع تحسن الفرص المحلية

إن التدفقات في عمود "الاستثمارات الأخرى" يحتمل أن تبقى سالبة بشكل كبير. وتشير بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) إلى أن ذلك يشمل تدفقات الديون، ويشير افتراض العمل المنقح الخاص بنا أن الحكومة سوف تأخذ ما مجموعه 55 مليار دولار من الديون في الفترة 2016-2018 (وقد حصلت بالفعل على 10 مليار دولار من هذا المبلغ في شكل قرض موحد). ونحن لا نعتقد أن تدفقات الديون السيادية الجديدة ستكون ضرورية بعد عام 2018، رغم أنه قد يوجد بعض إصدارات ديون الشركات. وقد لاحظنا في القسم الأول التدفقات الخارجية الكبيرة المسجلة "كعملة وودائع" في العام الماضي، ويبدو محتملا أن هذه ستزيد بشكل أكبر في العام الحالي نظرا لضعف البيئة الاقتصادية المحلية. غير أنه للأسباب المذكورة أعلاه، لا نعتقد أن هذا يمثل "هروبا جديا لرأس المال"، ونتوقع أن الزيادة في هذه التدفقات ستظل عند 5% هذا العام. وعلاوة على ذلك، مع تحسن المناخ الاقتصادي وتراجع مشاعر الفلق، فإن التدفقات

المملكة العربية السعودية: آفاق استثمار الحافظة (مليار دولار، سامبا)



العجز الكبير على الحساب المالي من المقرر أن يتراجع كثيرا خلال السنوات الخمس القادمة. وسيكون من التدفقات المهمة استثمارات الحافظة التي ستتسارع مع زيادة تحرير مؤشر "تداول" وإضافة مؤشر "ناسي" في مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الصاعدة.

ينبغي أن ترتفع أيضا تدفقات الاستثمار المباشر تمشيا مع برامج الخصخصة الحكومية وسياسات التحرير الاقتصادي الأعم.

ستكون هناك تدفقات خارجية كبيرة، والتي سيكون معظمها صعبا في التعرف عليه. ولكن نتوقع بصفة عامة مكوث المزيد من رأس المال السعودي في البلاد مع تحسن فرصة الاستثمار المحلي.



الخارجية سوف تقل. غير أن الأثر على الحساب المالي يمكن أن يجابه تماما بتوسع ائتمانات التجارة مع انتعاش التجارة في النصف الثاني من فترة التنبؤ. وهكذا، فإن تدفقات "الاستثمارات الأخرى" ستظل في المتوسط سالبة بشكل كبير عند حوالي 24 مليار دولار.

المملكة العربية السعودية: الحساب المالي						
2020	2019	2018	2017	2016	2015	(مليار دولار)
40.0	13.5	-8.9	-18.5	-73.3	-53.4	رصيد الحساب
9.0	8.0	6.0	5.0	2.0	2.6	الاستثمار المباشر
-4.0	-4.0	-4.0	-3.0	-1.0	-5.5	في الخارج
13.0	12.0	10.0	8.0	3.0	8.1	في المملكة العربية السعودية
11.9	9.4	5.8	-1.7	-11.4	-10.0	استثمارات الحافظة
-10.1	-10.6	-11.2	-11.7	-12.4	-10.3	في الخارج
22.0	20.0	17.0	10.0	1.0	0.3	في المملكة العربية السعودية
-30.0	-30.7	-26.6	-18.5	-15.5	-34.7	استثمارات أخرى
-33.0	-34.7	-36.6	-38.5	-40.5	-38.6	في الخارج
3.0	4.0	10.0	20.0	25.0	3.9	في المملكة العربية السعودية
-9.1	-13.3	-14.7	-15.2	-24.9	-42.1	رصيد الحساب المالي
0.0	-3.2	-3.6	-8.0	-34.6	-20.0	صافي السهو والخطأ
30.9	-3.0	-27.2	-41.7	-132.8	-115.5	الرصيد الشامل
-30.9	3.0	27.2	41.7	132.8	115.4	التغير في الاحتياطات (- = زيادة)
435.2	404.2	407.2	434.4	476.1	608.9	صافي الأصول الأجنبية الرسمية
47.8	48.7	52.5	60.9	78.0	93.2	% من الناتج المحلي الإجمالي
30.7	30.3	31.5	35.5	40.4	47.1	أشهر من الواردات

المصدر: سامبا، صندوق النقد الدولي، سامبا

والقناة الأخيرة في ميزان المدفوعات هي **صافي السهو والخطأ**. وحسب طبيعته، فإنه يصعب التنبؤ به، ولكننا قررنا إضافة النشاط الحكومي المالي في هذا العمود (مع استبعاد إصدار الديون السيادية). ومن الوجهة الفنية، فإن التدفقات الخارجية غير التجارية الناشئة عن التمويل ينبغي إدراجها في التدفقات الخاصة، ولكن من أجل البساطة، فقد قررنا أن نقدمها في هذه القناة. والواقع أن تدفقات التمويل ستكون عالية هذا العام، مع حوالي 35 مليار دولار لازمة لغلق الفجوة المفتوحة بإصدار الديون المحلية أو الخارجية. وينبغي أن يكون هناك تحسن ملحوظ من العام القادم وما يليه بينما تنتعش أسعار النفط ويضيق العجز المالي، حتى أن هذه التدفقات بحلول عام 2019 ستكون قد انتهت (نظريا على الأقل؛ وفي الواقع فإن صافي السهو والخطأ سيحدث رغما عن ذلك).

### صافي الأصول الأجنبية يتوقع أن يستقر عند 48% من الناتج المحلي الإجمالي بحلول عام 2020، ويبدأ في الارتفاع بشكل اسمي

أين يترك ذلك **صافي الأصول الأجنبية**؟ إن الرد القصير هو أنه سيواصل الهبوط كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي قبل أن يستقر عند 48% في عام 2020. وبشكل اسمي، نتوقع المزيد من الهبوط ولكن بخطى بطيئة. ونعتقد أنه بحلول عام 2020، سيبدأ صافي الأصول الأجنبية في الازدياد مرة أخرى، ليصل إلى 435 مليار دولار في ذلك العام. وبالرغم من هبوطه الكبير مقارنة بعام 2015، فإن صافي الأصول الأجنبية سيعادل 31 شهرا من الواردات في عام 2020، وهو رقم صحي للغاية.

ويجدر أيضا تكرار القول إن هذا التنبؤ لا يتضمن أي إيرادات من البيع المحتمل لأرامكو السعودية. وإذا افترضنا أن قيمة الشركة 2 تريليون دولار، مع عرض 5% للبيع، ونصف المبلغ يأتي من الخارج (سواء من خلال التسجيل المشترك أو مع حصول المستثمرين الأجانب على نصيب من العرض المحلي)، فإن هذا سيؤدي إلى حوالي 50 مليار دولار من العملة الأجنبية. وفي هذه الحالة، فإن صافي الأصول الأجنبية سيكون معادلا لحوالي 53% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2020، مقارنة بحوالي 42% وفقا لتوقعنا القائم.

### وضع ميزان المدفوعات ينبغي أن يكون موجبا صافيا مع افتراض ارتفاع أسعار النفط وإيرادات برنامج التحرير الاقتصادي

وبإيجاز، سوف يتحول ميزان المدفوعات مع مرور الوقت من رياح رأسية قوية جدا إلى رياح خلفية بسيطة، حتى أن صافي الأصول الأجنبية في عام 2020 سيتراكم مرة أخرى. وهناك الكثير من المتغيرات، ليس فقط أسعار النفط، التي ستظل التأثير الرئيسي على الحساب الجاري. فالحساب الجاري سيتعادل بسرعة أكثر إذا تم تحرير سعر الصرف، بالنظر إلى أن الطلب على الواردات سيتراجع بالتأكيد. غير أن ارتباط سعر الصرف بالدولار يلعب دورا رئيسيا كأداة تثبيت اسمي للاقتصاد، وستكون اعتبارا مهما للمستثمرين الأجانب المحتملين، الذي سيصبحون التأثير الرئيسي على الحساب المالي مع خطوات الحكومة لزيادة جهودها لتحرير الاقتصاد في السنوات القادمة.

وهكذا، نعتقد أن ارتباط العملة بالدولار سيظل قائما، ولذلك نتوقع أن الريال السعودي سيتعزز مقابل العملات الرئيسية الأخرى مثل اليورو والين في السنوات الثلاث القادمة. وهذا يعكس اختلاف السياسة النقدية بين الولايات المتحدة من ناحية (تشديد) ومنطقة اليورو واليابان من ناحية أخرى (تيسير). وبحلول عام 2018، نتوقع أن نرى بدء منطقة اليورو واليابان في التشديد، وهذا يعني أن الدولار الأمريكي (والريال السعودي) سيبدأ في التراجع بشكل طفيف أمام هذه العملات.

المملكة العربية السعودية: ميزان المدفوعات وتوقعات صافي الأصول الأجنبية (مليار دولار)



وبصفة عامة، نتوقع أن تكون آفاق ميزان المدفوعات إيجابية. وسيكن العام الحالي صعبا، ولكن الوضع سيتحسن خلال السنوات القليلة القادمة، بما يسمح للأصول الأجنبية الصافية أن تستقر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وأن ترتفع بشكل اسمي بحلول عام 2020.

المملكة العربية السعودية: توقعات صافي الأصول الأجنبية (مليار دولار، سامبا)



**James Reeve**

Deputy Chief Economist

[James.Reeve@samba.com](mailto:James.Reeve@samba.com)

**Andrew B. Gilmour**

Deputy Chief Economist

[Andrew.Gilmour@samba.com](mailto:Andrew.Gilmour@samba.com)

**Thomas Simmons**

Economist

[Thomas.Simmons@samba.com](mailto:Thomas.Simmons@samba.com)

**إقرار إخلاء المسؤولية**

تستند هذه النشرة إلى معلومات متاحة عموماً للجمهور من مصادر تعتبر موثوقة وحديثة في وقت إعدادها. ولكن مجموعة سامبا المالية لا تتحمل أي مسؤولية مهما كان نوعها عن دقة أو اكتمال محتوياتها، أو عن أي من تبعات الاستناد إلى المعلومات التي تتضمنها. وبالإضافة إلى ذلك، فإن المعلومات ووجهات النظر الواردة فيها:

- 1- ليس القصد منها أن تكون دراسة كاملة أو شاملة أو لتقديم المشورة، ويجب ألا تعامل كبديل عن المشورة المتخصصة والبحث المتأن في الحالات الفردية.
- 2- وليس القصد منها السعي لبيع أو شراء أدوات مالية أو الدخول في أي استراتيجيات استثمارية.
- 3- ولا تشكل أية ضمانات عن الأداء في المستقبل. ولذا، لا نقدم أي إيداع أو ضمان صريح أو ضمني، من حيث الواقع أو القانون، بما في ذلك، على سبيل المثال لا الحصر، أي ضمانات تجارية مستهدفة لغرض محدد، بغض النظر عن الشكل (مثل العقد أو الإهمال أو خلافه) والذي من خلاله قد تتخذ إجراءات قانونية ضد مجموعة سامبا المالية.

مجموعة سامبا المالية

صندوق بريد 833، الرياض 11421

المملكة العربية السعودية