

## المملكة العربية السعودية:

### تنبؤات حديثة عن الوضع الاقتصادي الكلي للفترة 2020-2016

#### موجز تنفيذي

- يواصل الاقتصاد العالمي اتساعه بمعدل متواضع، وكان النمو المنخفض للاستثمار سمة غالبية في كثير من الاقتصادات المتقدمة، بالرغم من انخفاض أسعار الفائدة بأرقام قياسية. وما تزال المخاطر السياسية مرتفعة، ليس فقط في أسواق صاعدة مثل تركيا، بل أيضا في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وأوروبا الغربية. ومع عائدات السندات السلبية في بلدان كثيرة، فإن السياسة النقدية يبدو أنها وصلت إلى حدود ما هو ممكن، أو حتى ما هو حكيم. ومع كل ذلك، فإن الولايات المتحدة والصين وألمانيا لديها زخم كاف للإبقاء على استمرار النمو العالمي.
- وقد تحركت أسعار النفط على الجانبين، مع مواجهة المخزونات الكبيرة لأثر الهبوط المستمر في النفط الحجري الأمريكي. ونتوقع أن يستمر انخفاض المخزونات (ولو ببطء)، ومع أن هبوط استثمارات شركات النفط الدولية سيبدأ في إحداث آثار سيئة، فنحن نتوقع أن تتحرك الأسعار إلى أعلى لتصل في المتوسط إلى 60 دولارا للبرميل في عام 2017، مقارنة بمتوسط العام الحالي البالغ 43 دولارا للبرميل.
- وفي المملكة العربية السعودية تقود خطة التحول الوطني السياسة الاقتصادية، وهي الخطة التي ظهرت معالمها في بداية هذا العام، والتي يراعيها عن كثب نائب ولي العهد الأمير محمد بن سلمان. ويتمثل الهدف الرئيسي في تحويل نمو القطاع الخاص ونمو الإنتاجية إلى دوافع للنشاط الاقتصادي، بدلا من إنفاق الدولة القائم على النفط. وهذه العملية ليست بدون تحديات، ويبدو أن هناك توتر بين الاندفاع نحو السعودية وميزانية التحرير الأكثر اتساعا، ولكن خطة التحول الوطني تمثل إطارا ملائما لتوجيه الدولة بعيدا عن اعتمادها منذ وقت بعيد على النفط، وتحريك الموقف المالي إلى السير على وضع مستدام.
- وبالنسبة للوقت الحاضر، يجتذب العجز في الميزانية قدرا كبيرا من الاهتمام. فقد شددت الحكومة موقفها بشدة، ولكن هبوط سعر النفط يعني أن عجزا يبلغ حوالي 15% من الناتج المحلي الإجمالي يبدو ممكنا هذا العام - وهذا يماثل نتيجة العام الماضي. ومع ذلك، فإن الاحتياطات المالية كبيرة، وقطاع المصارف المحلي لديه شهية قوية لإصدار الديون المحلية. واستنادا إلى تنبؤنا بانتعاش تدريجي لأسعار النفط، وعلى الأقل التنفيذ الجزئي لجدول أعمال خطة التحول الوطني، فنحن نعتقد أن الآفاق المالية يمكن إدارتها.
- وبالرغم من ذلك، فإن التمويل قد أدى إلى تشدد السيولة المحلية، التي مارست ضغطا آخر على القطاع الخاص الذي يشعر بالقيود الناتجة عن تخفيض الإنفاق الحكومي. ونحن نتوقع أن نمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي سيرتفع فقط بحوالي نصف نقطة مئوية هذا العام، مع بعض الانتعاش في عام 2017 مع ارتفاع أسعار النفط، وتخفيف الحكومة لموقفها بعض الشيء. ومع افتراض أن عملية الخصخصة سنكتسب زخما، فنحن نتوقع أن النمو غير النفطي سيعود إلى ما يربو على 5% بحلول عام 2020.

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)

## الخلفية الاقتصادية العالمية

### الاقتصاد العالمي يحاول تجنب "سرعة الانهيار"

يبدو أن الاقتصاد العالمي قد دفع جانبا تأثير تصويت المملكة المتحدة للخروج من الاتحاد الأوروبي. وسرعان ما اتجه التركيز إلى توقعات اقتصاد الولايات المتحدة، حيث أن الدلائل الأخيرة كانت مختلطة. فقد صورت أرقام الناتج المحلي الإجمالي في الربع الثاني من العام صورة سيئة وقد تتسبب في تأجيل البنك الفيدرالي لرفع سعر الفائدة لعام على الأقل، ولكن سوق العمل يظل صحيا ويبدو أن النمو الاقتصادي سيرتفع في النصف الثاني من العام. أما منطقة اليورو، فهي تظهر بعض علامات الارتفاع في الثقة، مع تسجيل ألمانيا لنمو قوي نسبيا. وفي الصين، فقد تحسنت بيانات النشاط الاقتصادي وبيانات الدراسات الاقتصادية، ونتوقع أن حافز السياسات القائم بالفعل سيعزز النمو خلال ما تبقى من العام. غير أنه بشكل أعم، فإن نمو حركة التجارة العالمية والاستثمارات يظل مكبوتا، وسوف يعود الأمر إلى الحكومات لاستخدام السياسة المالية وإصلاحات جانب العرض لدفع النمو المحتمل للناتج المحلي الإجمالي.

### إختلالات العرض تدعم أسعار النفط

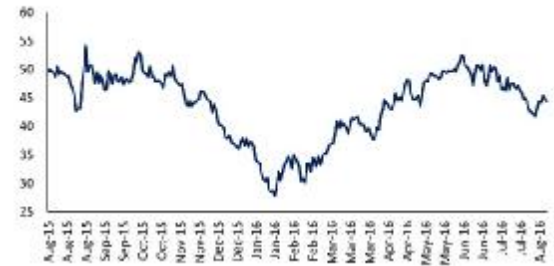
إن تصويت خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي كان له بعض التأثير على أسعار النفط، إذ دفع أسعار برنت إلى أسفل لتصل إلى حوالي 45 دولارا للبرميل من حوالي 50 دولارا للبرميل، ولكن السعر الرئيسي ما زال أعلى بنسبة 55% تقريبا عن مستوياته المنخفضة في بداية العام. وقد نشطت الأسواق نتيجة لعدد من "إختلالات العرض"، ولاسيما في نيجيريا وكندا وليبيا، ودلائل الطلب المستمر للنفط، وخاصة من الصين والهند والولايات المتحدة. وكانت هذه التطورات كافية لمواجهة عودة العرض الإيراني الذي كان أسرع مما توقع الكثيرون، وساعد على تشديد موازين السوق. وطبقا لبloomberg، ارتفع إنتاج إيران من حوالي 2.8 مليون برميل يوميا في نهاية العام الماضي إلى 3.5 ملايين برميل يوميا في شهر مايو، ولم يكن بعيدا عن مستويات ما قبل العقوبات التي بلغت 3.7 - 3.9 مليون برميل يوميا. غير أن إمكان قدرة إيران على استدامة الزيادات الأخرى في الإنتاج هو أمر مشكوك فيه نظرا لاستمرار الصعوبات التي تواجهها إيران في تأمين التمويل والاستثمار.

ونظرا لانتعاش أسعار النفط، يتجه الانتباه إلى منتجي النفط الحجري في الولايات المتحدة، والذين يحتفظون بعدد كبير من الآبار المحفورة ولكنها غير كاملة (DUCs). ويحتمل أن يكون كثير من هذه الآبار مربحا عند حوالي 50 دولارا للبرميل، ويمكن أن يتجه إلى الإنتاج بسرعة نسبية. ومن الصعب التنبؤ بكمية النفط الذي يمكن إنتاجه من هذه الأنشطة، ولكننا نعتقد أنه لن يكون كبيرا لدرجة منع متوسط إنتاج النفط الأمريكي الإجمالي من الهبوط بين 500-700,000 برميل يوميا هذا العام. وقد هبط الإنتاج الكلي للولايات المتحدة بحوالي مليون برميل يوميا وذلك من مستوياته

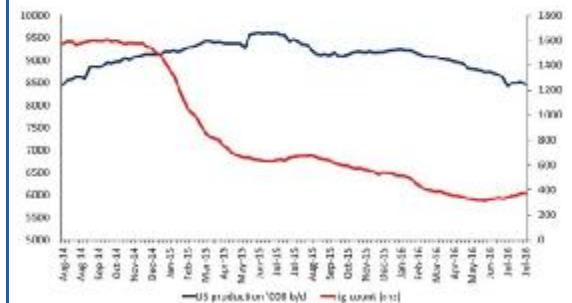
الاتفاق الاقتصادية العالمية					
2017	2016	2015	2014	2013	
نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (% التغير)					
2.9	2.8	3.0	3.1	3.0	العالم
2.5	2.0	2.4	2.4	2.2	الولايات المتحدة
0.7	0.5	0.5	-0.1	1.5	اليابان
1.1	1.3	1.5	0.9	-0.4	منطقة اليورو
6.0	6.2	6.8	7.3	7.7	الصين
3.7	3.2	3.3	3.9	4.0	الأسواق لصاعدة
2.6	0.8	3.4	3.6	2.7	لمملكة لعربية لسعودية
سعر الفائدة الرسمي (نهاية المدة)					
0.75	0.5	0.5	0.25	0.25	الولايات المتحدة
-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1	اليابان
0.00	0.00	0.05	0.15	0.25	منطقة اليورو
سعر النفط (دولار للبرميل، متوسط المدة)					
60	43	58	100	107	خام برنت

المصدر: تقديرات وتنبؤات سامبا

أسعار النفط  
(خام برنت، دولار للبرميل؛ بلومبرغ)



الولايات المتحدة: عدد الحفارات مقابل إجمالي إنتاج الخام  
(Baker Hughes ،DOE)



المرتفعة في يونيو من العام الماضي، إلى حوالي 8.7 مليون برميل في الوقت الحالي. غير أن هبوط أعداد الحفارات (الذي يعد وكيلا لنشاط الاستثمار) يبدو أنه قد وصل إلى أقصى حد له، وخلال الأسابيع القليلة الماضية، كانت هناك زيادات قليلة يمكن أن تزداد قوة إذا استمرت أسعار النفط مستقرة عند مستوى 45-50 دولارا للبرميل.

### الإنتاج السعودي من المتوقع أن يشهد زيادة مستمرة

بعد اجتماع الأوبك في شهر يونيو الذي لم تترتب عليه نتائج مؤثرة، واصلت استراتيجية المملكة العربية السعودية الرامية إلى حفظ "حصتها في السوق" تدفع الأوبك. وفي هذا السياق، ولكن دون الحاجة إلى إغراق السوق، ستواصل المملكة العربية السعودية رفع الإنتاج بشكل مستمر ورفع قدرتها على الوفاء بالطلب. وطبقا لبيانات بلومبرغ، كان إنتاج المملكة يصل إلى ما يزيد قليلا عن 10.3 مليون برميل في مايو، أي أقل من مستواها المرتفع الذي بلغ 10.57 مليون برميل يوميا في صيف العام الماضي. غير أن الإنتاج بدأ يرتفع مرة أخرى، ونتوقع أن يستمر في الارتفاع - ولن يدهشنا أن نراه يصل إلى 11 مليون برميل يوميا خلال الأشهر الاثني عشر القادمة. وسوف يضغط ذلك على القدرة للأوبك التي تتلاشى الآن.

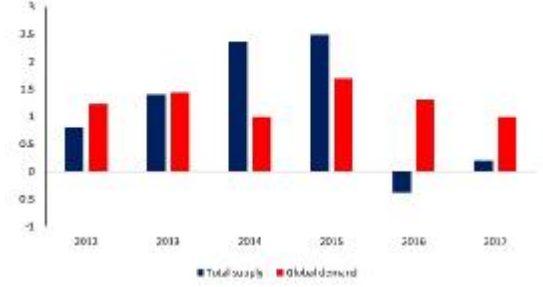
### الطلب العالمي مستقر في الوقت الحاضر

تقوم هذه النظرية على أساس أن الطلب العالمي للنفط قد استقر بشكل أفضل بكثير مما توقع العديد من الخبراء. وبالرغم من عدم اليقين في بداية العام تجاه اقتصاد الصين وفرص النمو العالمي بشكل عام، فإن بيانات الاستيراد والاستهلاك المتاحة عن الفترة من بداية السنة حتى الآن توحي بأن الصين والهند والولايات المتحدة ستكون الدوافع الرئيسية لنمو الطلب على النفط بمقدار 1.3 مليون برميل يوميا. والنمو في أوروبا قد يتباطأ، ولكن هذا لن يكون له تأثير رئيسي على الطلب العالمي. وهكذا، بينما كان منخفضا عن النمو القوي بشكل استثنائي والذي بلغ 1.7 مليون برميل يوميا في عام 2015، عندما استجاب الطلب لانخفاض الأسعار، فإن الطلب على النفط ينبغي أن يواصل تحقيق زيادة صحية. ومع توقع انكماش العرض من خارج الأوبك هذا العام بينما يفقد انخفاض أسعار النفط إلى هبوط حاد في الاستثمار، فنحن نتوقع أن الأسواق المادية ستتحرك إلى حالة من العجز هذا العام مما يسمح بالسحب من المخزونات الكبيرة. وتظهر التقديرات في شهر مايو من وكالة الطاقة الدولية انخفاضا بمقدار 780,000 برميل يوميا من سنة إلى أخرى في إنتاج النفط من خارج الأوبك (باستثناء الولايات المتحدة)، بينما يهبط العرض في عدد من البلدان بما في ذلك الصين والبرازيل وكولومبيا والمكسيك.

### بدء السحب من المخزونات

تظهر بيانات المخزونات الصادرة عن وزارة الطاقة في الولايات المتحدة أن السحب من المخزونات قد بدأ بالفعل، بعد أن وصل إلى أقصى حد له في أبريل. غير أن البيانات ليست في مجملها تشير إلى سوق صاعدة، وأفادت مؤسسة كاشينغ إلى بناء جديد للمخزونات في الأسبوع الثاني من يونيو. وبالإضافة إلى ذلك، فإن حجم المخزونات القياسي يوحي بأنها ستظل تؤثر على الأسعار لبعض الوقت.

التغير في العرض والطلب العالمي للنفط  
(BA، سامبا، مليون برميل يوميا)



الولايات المتحدة: إجمالي مخزونات النفط الخام  
(آلاف البراميل؛ منظمة الطاقة الدولية)



## الآفاق

على الرغم من أننا نتوقع الآن زيادة كبيرة في إمدادات الأوبك هذا العام، بقيادة إيران والمملكة العربية السعودية، فإن هذا يجب أن يقابله هبوط في أماكن أخرى، حتى أن عرض النفط العالمي سينكمش في العام الحالي. ومع استقرار الطلب، فسوف يسمح ذلك بإعادة توازن الأساسيات وانخفاض في المخزونات المرتفعة بأرقام قياسية، وينبغي أن يوفر بيئة مؤيدة للأسعار. وبالطبع، نظل الأسعار هشة أمام أي ضعف للطلب، فضلا عن احتمال عودة العرض خارج الخط حاليا. وقوة الدولار الأمريكي قد تؤثر أيضا في أي مكاسب، فضلا عن حجم مستويات المخزون التي يجب أن تخفض. غير أن التخفيضات الكبيرة في استثمارات النفط يبدو أنها أدخلت سيناريو، قد يواجه فيه نمو العرض مستقبلا صعوبة في مجرد استبدال النمو الذي فقدته نتيجة لمعدلات النفاذ المتسارعة. ولذلك، نواصل توقع أن الأسعار ستتحرك نحو 60-65 دولارا للبرميل خلال الفترة 2017-2018، وهو نطاق السعر الذي يعتبر ضروريا لتعزيز الاستثمارات اللازمة في الإمدادات الجديدة. وبحلول الفترة 2019-2020، فإن استفاد احتياطيات النفط الحجري في الولايات المتحدة ينبغي أن يتحول إلى قضية أكثر أهمية، ويساعد على دعم الأسعار عند حوالي 75-80 دولارا للبرميل.

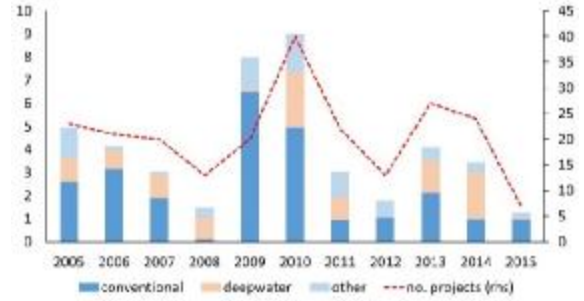
## آفاق المملكة العربية السعودية

### القيادة الجديدة تضع خط سير مختلف

أكدت التطورات في النصف الأول من العام 2016 التغييرات الأساسية في السياسة الاقتصادية التي كانت في طريقها للتنفيذ منذ أن تبوأ الملك سلمان منصبه. وفي عام 2015، كان إنفاق الحكومة قد خفض لأول مرة منذ عام 2002، ونتوقع خفضا آخر للإنفاق هذا العام بينما تعالج الحكومة أثر الانتقال الهيكلي لسعر النفط على كلا من الموقف المالي وميزان المدفوعات. وسوف يكون الموقف المالي الأكثر تشددا سمة من سمات السنوات الخمس القادمة على الأقل.

ولكنها ليست ببساطة حالة من التشدد المالي: فقد أفصحت القيادة الجديدة عن خطة جديدة لنوع آخر من الاقتصاد، وهو لم يعد مرتبطا بارتفاع وهبوط أسعار النفط، والاختلالات المرتبطة بذلك في إنفاق الحكومة، ولكنه نوع يتخذ فيه القطاع الخاص مكان القيادة في إنشاء الوظائف، وتدعم دخول الأسر الزيادات في الإنتاجية. ولتحقيق ذلك، تدعو الحاجة إلى تغييرات أساسية في جانبي العرض والطلب في الاقتصاد، وهذا يشكل بالتأكيد جهدا طويلا الأجل. ومن المحتمل أيضا أن يكون هناك تعديل أليم في بعض الجوانب: فالقطاع الخاص سيحتاج إلى أن يضيف مزيدا من القيمة للاقتصاد وعلى الخريجين السعوديين أن يشحنوا مهاراتهم إذا كان عليهم أن يكونوا جاذبين لأصحاب الأعمال في القطاع الخاص. والضرائب هي الأخرى تبدو في الآفاق، مما سيغير سمة الاقتصاد الذي كان في الماضي يعرف باسم اقتصاد "الريع". والواقع أن البلدان التي حاولت إجراء هذه التعديلات الأساسية قد تعرضت لمشاقق قصيرة الأجل

قرارات صناعة النفط في الاستثمارات النهائية  
(آلاف البراميل يوميا؛ UBS، WoodMackenzie)



تسير السلطات على خطتها لتحويل الاقتصاد.

2030	2015	الأهداف المختارة لرؤية عام 2020
65	40	نصيب القطاع الخاص من الناتج المحلي الإجمالي
35	20	% المؤسسات متوسطة وصغيرة الحجم من الناتج المحلي الإجمالي
216	108	إنتاج الغاز، مليار متر مكعب
1,000	163	الإيرادات غير النفطية، مليار ريال سعودي
16.8	6.7	% من الناتج المحلي الإجمالي
50	16	الصادرات غير النفطية/الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي
5.7	3.8	% الاستثمار الأجنبي المباشر من الناتج المحلي الإجمالي
7	11.6	معدل البطالة، %
75	40	خدمة المشتريات المحلية للقطاع النفطي، %
>50	2	المشتريات المحلية من معدات الدفاع، %

المصدر: رؤية عام 2030

إلى متوسطة الأجل، وترتب عليها نمواً أقل وبطالة أعلى. غير أن البلدان التي تأثرت على إجراء هذه التعديلات قد ازدهرت على المدى الطويل.

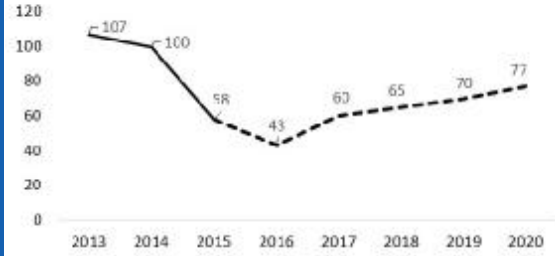
وبينما يعد التحرك نحو انتهاء الاعتماد على سعر النفط شيئاً محموداً، وتوجه الآمال إلى أنه سيحقق نتائج طيبة على المدى الطويل، فإن آفاق الاقتصاد الكلي ستتقرر خلال السنوات الخمس القادمة بأسعار النفط. وتحاول الحكومة بوضوح خفض دورها في الاقتصاد، ولكن هذا لا يمكن أن يحدث بين ليلة وضحاها، وسوف يظل الإنفاق العام هو المقرر الرئيسي للنشاط الاقتصادي، على الأقل خلال السنوات الخمس القادمة. وقد ناقشنا أعلاه افتراضاتنا بشأن سوق النفط، ولكننا من حيث الجوهر نرى أن الأسعار في اتجاه الصعود خلال السنوات الخمس القادمة، ولو أن ذلك سيكون بشكل قليل للغاية. وهكذا، نتوقع أن يصل خام برنت في المتوسط إلى **43 دولاراً للبرميل في عام 2016** ليصل إلى **77 دولاراً للبرميل بحلول عام 2020**، أي أقل من متوسط 100 دولار للبرميل الذي حققه في عام 2014. ونفترض أن إنتاج النفط سيواصل الزيادة بنسبة مستقرة قدرها 1.5% سنوياً في المتوسط بينما تتحمل المملكة تخفيضات الإنتاج مقابل زيادة أو الحفاظ على حصة السوق. ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى إيرادات للنفط تبلغ حوالي 385 مليار ريال سعودي هذا العام، وترتفع إلى حوالي 760 مليار ريال سعودي بحلول 2020 (ويقل ذلك بمقدار 17% تقريباً عن المجموع في عام 2014).

وواقع أن إعلان **خطة التحول الوطني** في أواخر أبريل ("رؤية المملكة للعام 2030") قد وضعت تعزيز الإيرادات غير النفطية في مقدمة جدول أعمال الحكومة. وتم بالفعل إعلان فرض ضريبة على الأراضي غير المطورة (بنسبة قدرها 2.5%)، ونتوقع إدخال ضريبة القيمة المضافة (VAT) في عام 2018 بنسبة 5%، والتي ينبغي أن ترفع 1-2% من الناتج المحلي الإجمالي. ومن المتوقع أيضاً فرض رسوم وعجالات أخرى، مثل الضريبة المحتملة على تحويلات العاملين الأجانب. ويجري أيضاً النهوض بالتوسع في السياحة الدينية، ونعتقد أن يقدم ذلك مصدراً للإيرادات الحكومية في السنوات القادمة. وبالإضافة إلى ذلك، فإن إزالة القيود المقترحة على قطاعات مختلفة يوحي بأن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ينبغي أن ترتفع، لنقدم تياراً قيمياً من النقد الأجنبي فضلاً عن زخم للنمو.

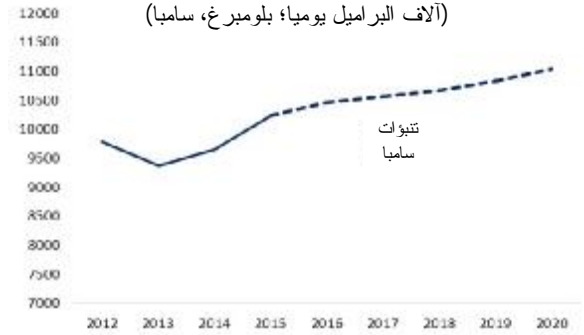
وقد وردت تفاصيل كثيرة عن **الخصخصة** في خطة التحول الوطني. ومن الواضح أن ذلك يمثل مصدراً مهماً لم يستخدم من قبل، وعلينا أن نتوخى مزيداً من الحيطة هنا. فخصخصة أرامكو السعودية هي في بعض الطرق "النقطة المركزية" لخطة التحول الوطني، ولكن أساليب هذا البيع - فضلاً عن قيمة الشركة - هي غامضة في هذه المرحلة (ومن المتوقع أن تصدر تفاصيل أخرى في الأشهر القليلة القادمة). ولذلك، فنحن في اللحظة الحالية لم ندرج أي بيع جزئي لأرامكو في توقعاتنا المالية. ومن الواضح مع ذلك أن إمكانية البيع تمثل **خطراً مهماً مرتفعاً** للتوقعات المالية الواردة في هذا التقرير (لاحظ أننا سنعامل هذه الإيرادات كبنود تمويلية).

ولا يحتاج الأمر أن تقتصر الخصخصة على بيع أصول الدولة. إذ يمكن أن تعني أيضاً منح القطاع الخاص دوراً أكبر في تقديم الخدمات. وفي حالة المملكة، فإن البنود

خام برنت  
(دولار للبرميل؛ بلومبرغ، سامبا)



المملكة العربية السعودية: إنتاج خام النفط  
(آلاف البراميل يومياً؛ بلومبرغ، سامبا)



المرشحة تشمل الصحة، والمرافق، والتعليم، والنقل والخدمات البلدية. وتضع خطة التحول الوطني تركيزا كبيرا على تعزيز دور القطاع الخاص، ونتوقع أن تسيير الحكومة حثيثا في تنفيذ هذه الخطة، فتساعد بذلك على تيسير العبء المالي على الدولة في السنوات القادمة.

### الموقف المالي من المقرر أن ينفرج بشكل جزئي

يحتمل أن يظل الموقف المالي للحكومة متشددا هذا العام وأن ينفرج بشكل طفيف في عام 2017. ويحتمل أن ينفرج الموقف بشكل أكبر في الفترة 2018-2020، ولكننا نشك أنه سيكون هناك رجوع إلى الإنفاق الحر في سنوات الإزدهار حتى مع ارتفاع أسعار النفط. وبشكل حتمي، فإن الإنفاق الرأسمالي سيكون مستهدفا، ولو أن جميع حالات الإنفاق الحكومي سيستمر ترشيدها، مع التركيز الخاص على التي تسحب من الاحتياطات الأجنبية. وبالنظر إلى هذه البارامترات، نتوقع أن العجز المالي سينكمش في السنوات الخمس القادمة، ولو أنه سيكون كبيرا، على الأقل حتى عام 2020. ومن المتوقع أن يكون متوسط العجز حوالي 7% من الناتج المحلي الإجمالي المتوسط خلال نفس الفترة. وسيبلغ العجز الكلي في الإيرادات 940 مليار ريال سعودي، أو حوالي 250 مليار دولار.

2020f	2019f	2018f	2017f	2016f	المملكة العربية السعودية: التوقعات المالية (مليار ريال سعودي)
1001.1	892.2	842.8	730.0	566.7	الإيراد الحكومي
12.2	5.9	15.5	28.8	-6.9	(% التغير)
28.5	28.0	28.5	27.0	24.2	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
757.0	662.8	618.4	547.0	384.5	ومنه، النفط
1093.7	1030.6	998.6	943.5	910.6	الإنفاق الحكومي
6.1	3.2	5.8	1.6	-8.7	(% التغير)
31.1	32.3	33.8	34.9	38.8	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
-92.6	-138.4	-155.8	-213.6	-343.9	الرصيد
-2.6	-4.3	-5.3	-7.9	-14.7	(% من الناتج المحلي الإجمالي)

المصدر: وزارة المالية، ساما، وسامبا

### بعد المطلب المالي للحكومة ضخما ولكنه قابل للإدارة

وبإيجاز نرى أن مزيجا من إصدار الديون المحلية والخارجية، والسحب من الوفورات سيكون كافيا لتمويل الموقف دون وضع قيود غير ملائمة على السيولة المحلية. ويشمل مشترو الديون المحلية البنوك المحلية ومنظمات القطاع العام المالية، مثل الهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية (GOSI) وصندوق الاستثمار العام (PIF). ويشمل المشتررون الخارجيون البنوك الكبرى وشركات التأمين الدولية وصناديق المعاشات.

ونرى أن هذا العام يحتمل أن يكون الأثقل من حيث التمويل، إذ تشير التقديرات أن هناك فجوة تصل إلى 349 مليار ريال سعودي يجب غلقها. ونرى أن ديونا محلية تصل إلى حوالي 141 مليار ريال سعودي سيتم إصدارها بشكل إجمالي هذا العام، مع حصول البنوك على حوالي 11 مليار ريال سعودي. واعتبارا من نهاية يونيو، اشترت

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



المملكة العربية السعودية: رأسمال الحكومة  
المركزية وإنفاقها الجاري  
(مليون ريال سعودي؛ سامبا)



المملكة العربية السعودية: حيازات البنوك من  
السندات الحكومية  
(مليون ريال سعودي؛ ساما)



البنوك بالفعل **70.5 مليار ريال سعودي**، وعليه نرى أنها ستحصل فقط على **40.5 مليار ريال سعودي** أخرى هذا العام. وتشمل مصادر التمويل حيازات أدون ساما (53 مليار ريال سعودي في نهاية يونيو)، والودائع الزائدة لدى ساما (27 مليار ريال سعودي) والأصول الأجنبية الإجمالية (254 مليار ريال سعودي). وعليه، لا نعتبر أن تمويل البنوك لأنشطة القطاع الخاص سيتأثر بشكل مادي نتيجة لاستيعاب الديون الحكومية، وذلك بغض النظر عن أداء الودائع الأكثر ضعفا هذا العام.

2020	2019	2018	2017	2016	المملكة العربية السعودية: توقعات التمويل المالي (مليار ريال سعودي)
93	138	156	214	344	متطلبات التمويل المالي
					ممولة من:
73	83	88	83	141	إصدار الديون المحلية، ومنها:
48	53	58	63	111	للبنوك المحلية
25	30	30	20	30	للمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية، وصندوق الاستثمارات العامة، وخلافه
19	38	38	75	94	إصدار الديون الخارجية
92	120	125	158	234	المجموع
0	-18	-31	-55	-109	التغير في ودائع الحكومة
					مذكرات:
658	585	502	414	331	الديون المحلية
18.7	18.4	17.0	15.3	14.1	% من الناتج المحلي الإجمالي
435	402	406	444	492	صافي الأصول الأجنبية (مليار دولار)
46.4	47.3	51.4	61.5	78.7	% من الناتج المحلي الإجمالي

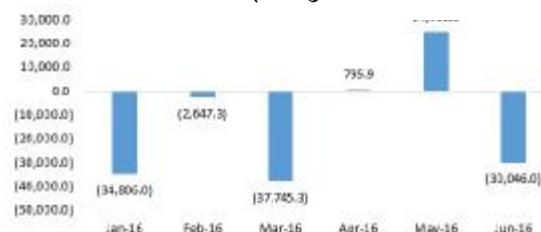
المصدر: وزارة المالية، ساما، سامبا.

ويحتمل أن تحصل مؤسسات القطاع العام على الديون المحلية البالغة **30 مليار ريال سعودي**، وتشمل هذه المؤسسات الهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية وصندوق الاستثمار العام، رغم أن ميزانيتهما وأنشطتهما المالية تظل غير واضحة. وهناك تقارير مختلفة عن أصول هذه المنظمات، ولكن بعد عقد من الرخاء النفطي، يبدو من المحتمل أن يكون لديها أصول أجنبية ضخمة (تزيد في كل منها على 100 مليار دولار).

ونعتبر أيضا أن الحكومة ستحصل على **94 مليار ريال سعودي** (25 مليار دولار) في شكل ديون أجنبية هذا العام، وقد تم الحصول على **37 مليار ريال سعودي** من خلال قرض موحد مدته خمس سنوات - وقد تمتع هذا القرض بسوق ذات شهية بالغة القوة. ومن المقرر الحصول على **56 مليار ريال سعودي** أخرى من خلال سند سيادي في وقت لاحق من العام الحالي.

ويترك ذلك **109 مليار ريال سعودي** أو 29 مليار دولار، يتعين سحبها من الوفورات الحكومية. واعتبارا من نهاية يونيو، تم سحب حوالي **79.5 مليار ريال سعودي** من حسابات الحكومة في الجهاز المصرفي المحلي، وفقا لبيانات ساما. وكان التغير في الودائع من شهر إلى شهر آخر متقلبا، ولكن الربع الثاني شهد سحباً صافياً أصغر بكثير من الربع الأول.

المملكة العربية السعودية: ودائع الحكومة في الجهاز المصرفي (مليون ريال سعودي، % التغير من شهر إلى آخر؛ ساما)



ويجمع هذه الخيوط معا، نعتبر أن الفترة الحاسمة في التمويل في السوق المحلية ربما تكون قد انتهت، على الأقل بالنسبة للبنوك. وهذا بالطبع يعتمد على افتراضاتنا أنه لن يكون هناك هبوط آخر (طويل المدى) في أسعار النفط، وأن التعديل المالي سيستمر بشكل محتم. وهذا لا يعني أن السيولة ستزيد تلقائيا من القيود على قطاع الشركات المحلي، وأن الطلب على البنوك أن تقدم المزيد من خطوط الائتمان سيظل قويا لعدد من الشهور. وولهذا السبب، نعتقد أن السلطات يحتمل أن تحد متطلبات الاحتياطي، ويمكن أن نتظر في زيادة أخرى في معدل القروض إلى الودائع. ونحن الآن نفترض أن البنك الفيدرالي في الولايات المتحدة لن يرفع أسعار الفائدة مرة أخرى هذا العام، وهو ما يزيل عائقا محتملا آخر للسيولة السعودية.

### احتياجات التمويل الحكومية ينبغي أن تتيسر اعتبارا من عام 2017

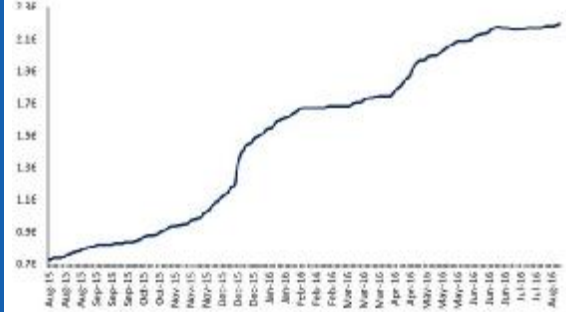
يحتمل أن يكون العام القادم وما بعده أقل عبئا عن العام 2016. ففي عام 2017، يحتمل أن يكون مطلب التمويل حوالي نصف ما كان عليه في عام 2016، وذلك أساسا بتنفيذ إجراءات رفع الإيرادات غير النفطية والانتعاش التدريجي لأسعار النفط. ونعتقد أن حوالي 83 مليار ريال سعودي من الديون المحلية سيتم إصدارها، مع حصول البنوك المحلية على حوالي 63 مليار ريال سعودي، والبقية للهيئة العامة للتأمينات الاجتماعية وصندوق الاستثمار العام. وسوف يستمر إصدار الديون الخارجية، مع توقع إصدار عرض بمقدار 20 مليار دولار (في شكل سندات و/أو قرض موحد). وفي عالم من العائدات السلبية والسيولة التي ما زالت وافية، يحتمل أن تكون هناك شهية قوية إزاء أي عرض سيادي سعودي، خاصة وأن أسعار النفط ستكون قد أخذت في الارتفاع وكانت الآفاق المالية أفضل بكثير. وهكذا، نعتقد أن السحب من وفورات الحكومة سيكون معتدلا نسبيا، عند أقل من 55 مليار ريال سعودي. ويجب أن يستمر هذا الاتجاه في الفترة 2018-2020، مع تمويل مطلب مالي ضيق بمزيج من إصدار الديون المحلية والخارجية، حتى أنه بحلول عام 2020، لن يكون هناك طلب على وفورات الحكومة.

وبنهاية عام 2020، يتوقع أن يكون مخزون الديون المحلية قد ارتفع إلى 19% فقط من الناتج المحلي الإجمالي، بينما يتوقع أن تكون الديون الخارجية بنسبة 8% تقريبا. ومن المتوقع أن السحب من وفورات الحكومة سيمثل فقط 23% من مطلب التمويل في الفترة 2016-2020، ومن المتوقع أن يخف إجمالي الودائع المحلية والحكومية إلى حوالي 27% بنهاية عام 2020. وعلى أساس صاف، ستكون هذه معادلة لنسبة 8% من الناتج المحلي الإجمالي، بالرغم من أننا عندما نضيف ما هو مسجل في "بنود أخرى" في بيانات ساما، وهي بالتأكيد وبصورة أساسية تمثل ودائع القطاع العام، فإن المبلغ الصافي يعادل 38% من الناتج المحلي الإجمالي.

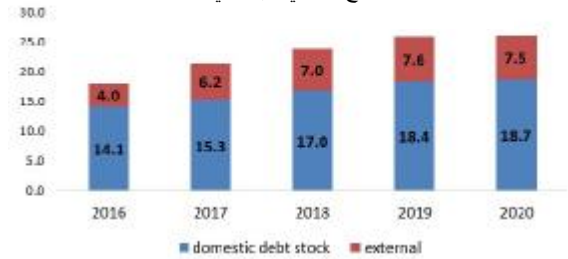
### تشدد الموقف المالي يعني نموا أضعف بكثير في الناتج المحلي الإجمالي

ما هي آثار الآفاق المالية على نمو الناتج المحلي الإجمالي؟ إن إنفاق الحكومة هو آلة النمو السعودي، وليس هناك من شك في أن هذه الآلة ستحقق نتيجة أفضل هذا العام. فقد أظهر الناتج المحلي الإجمالي في الربع الأول من سنة إلى أخرى انخفاضا حادا

المملكة العربية السعودية: المعدل بين البنوك لأجل 3 أشهر (%؛ ساما)



المملكة العربية السعودية: سندات ديون القطاع العام (% من الناتج المحلي الإجمالي؛ ساما)





2020f	2019f	2018f	2017f	2016f	المملكة العربية السعودية: آفاق وفورات الحكومة (مليار ريال سعودي)
-92.6	-138.4	-155.8	-213.6	-343.9	رصيد الحكومة المركزية (% من الناتج المحلي الإجمالي)
-2.6	-4.3	-5.3	-7.9		
658.3	585.0	502.2	414.4	331.3	الدين المحلي الإجمالي للحكومة المركزية (% من الناتج المحلي الإجمالي)
18.7	18.4	17.0	15.3	14.1	
948.5	949.0	967.0	997.6	1053.1	الودائع العامة الحكومية في النظام المصرفي (% من الناتج المحلي الإجمالي)
27.0	29.8	32.7	36.9	44.9	
290.2	364.0	464.9	583.2	721.8	صافي الودائع المحلية الحكومية العامة (% من الناتج المحلي الإجمالي)
8.3	11.4	15.7	21.5	30.8	
1061.0	1061.0	1061.0	1061.0	1061.0	صافي "البنود الأخرى" (% من الناتج المحلي الإجمالي)
30.2	33.3	35.9	39.2	45.2	
1351.2	1425.0	1525.9	1644.2	1782.8	صافي الودائع المحلية الحكومية العامة (تشمل "البنود الأخرى") (% من الناتج المحلي الإجمالي)
38.4	44.7	51.6	60.7	76.0	

المصدر: وزارة المالية، ساما، وسامبا

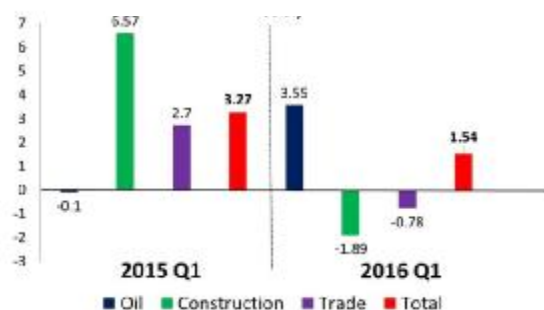
بالمقارنة إلى نفس الفترة في عام 2015، مع هبوط النمو إلى 1.5% من 3.3%. وكانت الزيادة الموحدة في النمو تعود إلى زيادة متواضعة في الناتج المحلي الإجمالي النفطي - وكانت هناك تخفيضات ملحوظة في التجارة والإنشاء وخدمات الحكومة.

ومن غير المحتمل أن نشهد تحسنا كبيرا فيما تبقى من العام. فإن إنتاج النفط يبدو من المحتمل أن يحقق زيادة بنسبة 2-2.5% بينما تبقى المملكة على ارتفاع الإنتاج للحفاظ على حصتها في السوق، وتغذي مصافئها المحلية الجديدة. ومن المحتمل أن ينعكس إنتاج البتروكيماويات نظرا لانخفاض الطلب في شرق آسيا: ويتضح ذلك من بيانات مؤشر مديري المشتريات وإيرادات التصدير غير النفطي، التي انعكس كلاهما. ويبدو من المشكوك فيه أن أداء إيرادات التصدير غير النفطي سيتحسن عما قريب نظرا لضعف الطلب عموما، والذي سيزيد أثره ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي.

كما أن مساهمة الخدمات الحكومية ستتكمش بينما تعمل السلطات على ترشيد أساليب الشراء. ويتترك ذلك أثارا قوية وواضحة على التجارة، إذ أن كثيرا من الوزارات - ومن بينها وزارة الصحة بوجه خاص - تختار تخفيض المخزونات بدلا من الالتزام بشراء إمدادات جديدة. وتتأثر التجارة أيضا بتآكل ثقة الأسر وتجميد الأجور والمرتببات مع تحول المشترين إلى الحصول على بنود رخيصة. ويواجه المشترين تحديات أخرى، ليس أقلها زيادة أسعار البنزين، التي ستؤدي إلى تآكل الدخل المتاح للصرف، فضلا عن زيادة أسعار الفائدة على ديون بطاقات الائتمان وعلى ديون القروض الشخصية. ومن المحتمل في العام القادم إدخال ضريبة القيمة المضافة التي ستشكل رباحا رأسية هامة.

وتشير التخفيضات في قطاع الإنشاء خلال الربع الأول من العام إلى قرب جمود الاستثمار الحكومي، وهو دم الحياة لقطاع المقاولات. وتقيد القواعد على العاملين الأجانب مع انتقال سياسة السعودية إلى قمة جدول أعمال السياسات تنقل أيضا على هذا القطاع، وسوف تواصل عمل ذلك. وتواجه شركات التصنيع أيضا رباحا رأسية في شكل ارتفاع تكاليف الطاقة والكهرباء، بينما تواجه جميع الشركات تكاليف تمويل مرتفعة نظرا لتشدد السيولة.

المملكة العربية السعودية: نمو الناتج المحلي الإجمالي (% التغير في صناعات مختارة على مدى 12 شهرا، الحقيقية؛ CDSI)



يواجه المقاولون ضغطا وسيظل ذلك حتى عام 2017 على الأقل.

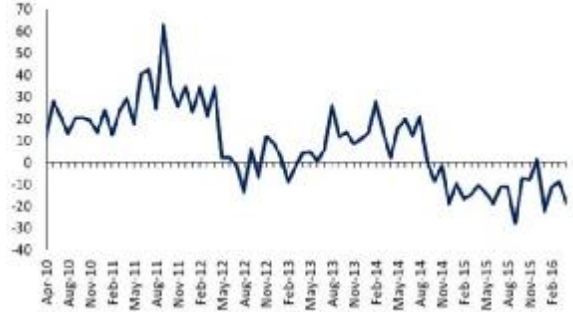
وفي المستقبل القريب، يبدو أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ستواصل إضعاف الاتجاه الذي حدث في السنوات الأخيرة، خاصة وأن تكلفة المواد الخام الغازية لمشاريع البتروكيماويات قد ارتفعت، مما قلل ميزة التكلفة التي تتمتع بها الشركات السعودية مقابل منافسيها من الشركات الأمريكية. غير أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الكبيرة يمكن أن تجتذب ببرامج الخصخصة الشاملة (انظر أدناه). ويبدو أن الصادرات غير النفطية تكافح للحصول على القيمة، وهذا ليس بالأمر المدهش نظرا لانخفاض أسعار البتروكيماويات، كما أن الأسعار المخفضة لم تجتذب المشترين لزيادة حجم مشترياتهم. ومع هذه الاتجاهات، نتوقع أن الأرقام الرسمية ستنتهي بإظهار اتساع طفيف في الاقتصاد غير النفطي في العام الحالي - وربما كان هذا الاتساع بنسبة 0.5% فقط. والواقع أن شعورنا هو أن الكساد قد يكون الواقع نظرا لانكماش القطاعات الرئيسية وغياب دوافع واضحة للنمو، ولكننا نشك في تسجيل الأمور على هذا النحو.

### الأداء في عام 2017 وما بعدها ينبغي أن يتحسن مع ارتفاع أسعار النفط ومع تحرير طفيف للموقف المالي

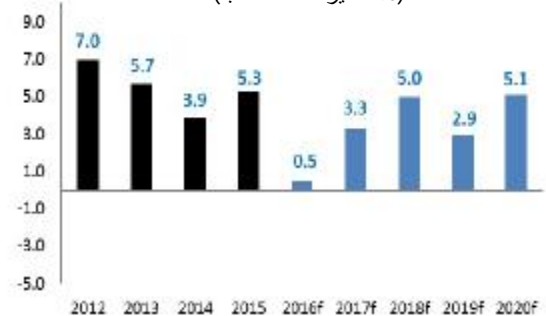
إن الآفاق في عام 2017 تبدو أفضل بعض الشيء، وهذا فقط لأننا نتوقع أن تحرر السلطات موقفها المالي بشكل طفيف مع بدء انتعاش أسعار النفط. ومن غير المحتمل أن يكون ذلك إجراء كبيرا (وقد سجلنا نموا أقل من 4% في الإنفاق) ولكن بعد عامين من تخفيضات الحكومة، فمن المحتمل أن يكون لذلك أثر كبير على الثقة. وقطاع المقاولات هو القطاع الذي يحتمل أن يستفيد أكثر من غيره مع انتعاش الاستثمار العام، بينما نجد أن رفع ضريبة القيمة المضافة، والتعديلات الجارية على أسعار النفط المحلية واحتمال رفع أسعار الفائدة، سيضع حدا على نمو الاستهلاك. وقد ترتفع الصادرات غير النفطية من قاعدتها المنخفضة، ولكن نمو التصنيع العالمي المتراجع يوحي بأن الطلب على البتروكيماويات من غير المحتمل أن يكون كبيرا. وبصفة عامة، نتوقع أن الاقتصاد غير النفطي سيتوسع بنسبة 3.3% في العام القادم، مع حدوث مكاسب معتدلة في إنتاج النفط فقط مما يرفع النمو الكلي بنسبة 2.6%.

وينبغي أن يكون هناك تحسن مادي في النشاط الاقتصادي في الفترة 2018-2020. وإذا كان سعر النفط الذي نتوقعه أي دليل، فإن الموقف المالي يجب أن يتحرر بشكل أكبر ويحتمل أيضا أن تكون أسعار الفائدة قد وصلت إلى أقصاها بحلول عام 2019. كما أن السيولة ينبغي أن تكون أكثر وفرا بينما طلب التمويل الحكومي يصبح أقل تأثيرا، ويحتمل بصفة عامة أن يكون مناخ الاستثمار قد تحسن بشكل كبير. ويحتمل أيضا أن يستجيب المستهلكون لبعض الارتفاع في الأجور الاسمية للقطاع العام، لاسيما في عام 2018، عندما يعني التقويم الإسلامي إضافة شهر آخر من الإنفاق الحكومي. وسوف يعني تأثير التقويم بعض التقلب في أداء النمو خلال هذه الفترة، ولكننا نتوقع أن الاقتصاد غير النفطي سيتوسع بنسبة 5% تقريبا في عام 2020. وينبغي أن يكون مسار النمو الحقيقي الشامل للناتج المحلي الإجمالي أكثر ضعفا بشكل طفيف نظرا للمسار المتوقع لإنتاج النفط، ولكن النمو ينبغي مع ذلك أن يزيد على 4% بحلول عام 2020.

المملكة العربية السعودية: الصادرات غير النفطية  
(% التغير على مدى 12 شهرا، القيمة: CDSI)



المملكة العربية السعودية: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي غير النفطي  
(% التغير؛ سامبا، سامبا)



وبالنسبة للتضخم، هناك العديد من القوى المتعارضة التي نراها هنا. فالنبيضة التضخمية الرئيسية يحتمل أن تأتي من سياسة الحكومة، وفي الأساس من ارتفاعات الأسعار للبتروول والمرافق وبعض الواردات - التي يحتمل أن يظل جميعها سمة رئيسية خلال السنوات الخمس القادمة. وهناك أيضا رسوم إضافية ومجالات (إن لم تكن هناك ضرائب مباشرة) ستخضع لها الشركات، بينما ضريبة القيمة المضافة (VAT) سترى زيادات منتظمة "تدرجية" في مؤشر أسعار المستهلك. وفي مقابل ذلك، فإن قوة الدولار الأمريكي ستخفض تكاليف الواردات العامة وسوف يؤدي الاقتصاد المحلي الذي يعاني من الركود بصفة عامة، إلى منع ضغوط الأسعار العامة، على الأقل خلال السنتين القادمتين.

والواقع أن "الكارت الغالب" للتضخم هو الإسكان، أو بالتحديد تكاليف الإيجارات، التي لها تأثير كبير على مؤشر أسعار المستهلك. وإذا انفرج الضغط عن إنشاء المساكن، وكان هناك زيادة في بناء المساكن لقليلي الدخل ومتوسطي الدخل، فقد يكون هناك ضغط على الأجور. غير أن ذلك لا يعد جزءا من توقعنا لأن المشكلات التي تحيط بهذا القطاع معقدة للغاية.

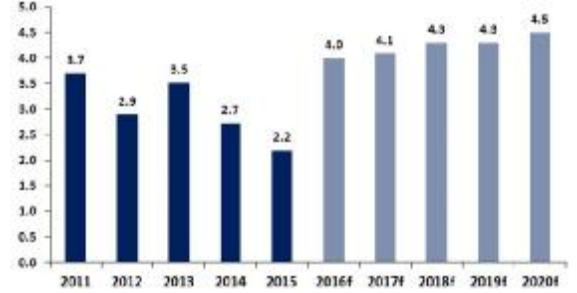
وبصفة عامة، فإن التحركات المستمرة إلى الارتفاع إلى أسعار تخضع للإدارة يحتمل أن تدفع التضخم إلى "مجال أعلى" مما كان عليه خلال السنوات القليلة الماضية. ولكن القدرة الإضافية الكبيرة في الاقتصاد المحلي اتجهت إلى الدولار القوي بشكل عام وسوف تبقي على التضخم السنوي عند حوالي 4% في معظم السنوات الخمس القادمة.

### بعد عجز كبير في هذه السنة، ينبغي للحساب الجاري أن يتحرك نحو الفائض في عام 2019

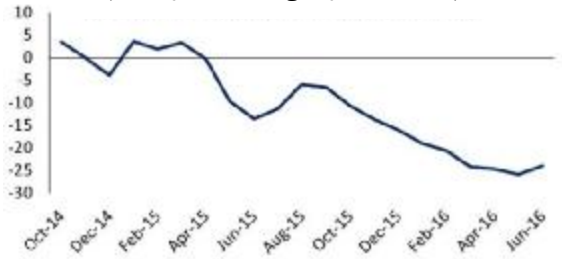
بعد التدهور الواضح في العام الماضي وربما في العام الحالي أيضا، نعتقد أن ميزان المدفوعات سيتحسن في الفترة 2017-2020. وسيكون الانتعاش في أسعار النفط أساسا لرفع إيرادات صادرات النفط، والتي سيدعمها أيضا مكاسب معتدلة في إنتاج النفط وتأثير خفض الدعم على الاستهلاك المحلي للنفط. وينبغي أن يحرر الأخير مزيدا من النفط للتصدير (ونقدر أن هذا النفط الإضافي ستكون قيمته حوالي 70 مليار دولار خلال السنوات الخمس القادمة). وغير أن الصادرات غير النفطية يحتمل أن تظل تحت الضغط، مع مواجهة قطاع البتروكيماويات لارتفاع تكاليف الغاز المحلي (وهو المادة الخام الرئيسية) وانخفاض الأسعار لخدمة المنتجات في الخارج.

ونتوقع تصحيحا أكثر حدة في إنفاق الواردات هذا العام بالنظر إلى أن الحكومة تركز على ترشيد إنفاق الشراء وإنفاق الاستثمار داخل القطاع العام. وقد بدأ القطاع الخاص في عمليات التعديل في حوالي الربع الأول من العام الماضي، ويحتمل أن يواصل ضغط إنفاقه في هذا العام على الأقل. وينبغي أن ينعكس هذا الاتجاه في عام 2017 بعد أن تخفض الحكومة موقفها المالي بعض الشيء، ونتوقع أن يصل متوسط النمو في الإنفاق إلى ما يقل عن 5% في الفترة 2017-2020.

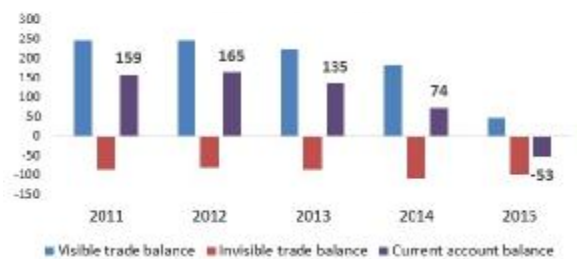
المملكة العربية السعودية: مؤشر أسعار المستهلك (CDSI؛ 100=2007) (% التغير،)



المملكة العربية السعودية: واردات القطاع الخاص، خطابات الائتمان الجديدة المفتوحة (القيمة، % التغير على مدى 12 شهرا؛ ساما)



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



وكان التدفق الخارجي الرئيسي والمرئي في الحساب الجاري هو التحويلات إلى الخارج. فهذه يصعب تقديرها، ولكنها تميل إلى اتباع الإنفاق الحكومي بعد قليل من التأخير (وهكذا، فإذا رفعت الحكومة الإنفاق بشكل كبير في أحد السنين، فإن تدفقات التحويلات تميل إلى الارتفاع في السنة التالية). ويبدو أن هذا هو الاتجاه السائد في هذا العام مع هبوط التحويلات الشخصية إلى 6% في الأشهر الخمس الأولى، من سنة إلى أخرى. ولهذا، فقد يتوقع المرء انخفاضا في التدفقات الخارجة للتحويلات هذا العام والعام القادم، قبل انتعاش متوسط في الفترة 2018-2020.

وبالنظر إلى هذه الاتجاهات - فإن تدهورا ملحوظا في ميزان التجارة المنظورة إلى تحسن أقل ظهورا في ميزان التجارة غير المنظورة - فإن الحساب الجاري سيتسع بحددة هذا العام، ليصل إلى حوالي 63 مليار دولار، أو 10% من الناتج المحلي الإجمالي، وهو أكبر هذا العجز منذ عام 1993. ومن العام القادم، وما بعده، ينبغي أن يتحسن الموقف، مع تجاوز الفائض التجاري العجز الآخذ في الاتساع في البنود غير المنظورة، حتى أنه بحلول عام 2019، فإن الحساب الجاري ينبغي أن يعود إلى الفائض مع وصول الفائض المتوقع إلى حوالي 5% من الناتج المحلي الإجمالي بحلول نهاية عام 2020.

وتتوقع الاتساع المحتمل للاستثمار المباشر إلى الدخل بينما تتحرك الحكومة لفتح لقطاعات مثل الصحة والتعليم والنقل والخدمات البلدية (ضمن أمور أخرى) للاستثمار الأجنبي كجزء من جدول أعمال التحول الوطني. ومن الواضح أن التقدم السلس في جدول أعمال التحرير لا يمكن ضمانه، والاختلافات السياسية الإقليمية يمكن أن تؤثر الكثير من مشاريع الاستثمار الأجنبي، ولكن الاستثمار الداخلي المباشر يجب أن يصل إلى 15 مليار دولار بحلول عام 2020. ومع تحسين الاقتصاد المحلي وتنفيذ المزيد من الإصلاحات، فإن فرص المستثمرين المحليين ينبغي أن تتضاعف، مما يساعد على حفظ التدفقات المباشرة الخارجة إلى أقل من 5 مليار دولار سنويا.

وكانت استثمارات الحافظة تقليديا تدفقات عالية إلى الخارج، مع قفل سوق الأسهم المحلي أساسا أمام الأجانب وغالبا ما كان السعوديون تواقون إلى الاستثمار في الأسواق الأكثر تقدما. ولكن إدخال مؤشر تداول في مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الصاعدة (ويحتمل أن يكون ذلك في عام 2017) سيعني تخصيصا تلقائيا للأصول من جانب كبار مديري الصناديق، مع اجتذاب تدفقات إضافية نظرا لحجم السوق ذاته، وتحسن أداء الشركات، وهذا ما نأمل فيه. ونعتقد أنه بحلول عام 2020 أن هذه التدفقات يمكن أن تكون أكثر من 20 مليار دولار في العام. ومن المهم ملاحظة أننا لم نضيف أي بيع لأرامكو السعودية في تنبؤاتنا، نظرا لعدم اليقين حول تقييم الشركة وحجم العرض وموقعه. ومن الواضح أن ذلك يوفر مخاطرة كبيرة نحو الارتفاع لآفاق تدفقات الحافظة - وكذلك لميزان المدفوعات برمته.

ويحتمل أن التدفقات في عامود "الاستثمارات الأخرى" يحتمل أن تظل سالبة في معظمها. وتشير بيانات ساما إلى أن ذلك يشمل تدفقات الديون، وافترضا العملي المعدل هو أن الحكومة ستأخذ ما مجموعه 70 مليار دولار في شكل ديون خلال الفترة 2016-2020. ومن الممكن ألا يستمر برنامج الحكومة الخاص بالديون السيادية بعد عام 2018، ولو أنه يبدو أن الشركات ستقوم بإصدار الديون في الفترة 2018-2020.

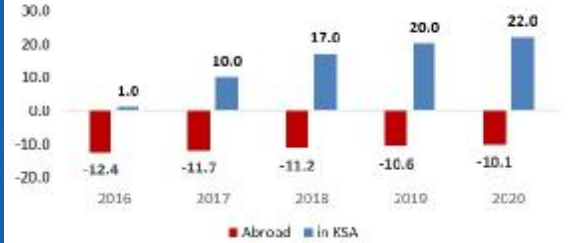
المملكة العربية السعودية: آفاق التجارة المنظورة (مليار دولار؛ سامبا)



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



المملكة العربية السعودية: آفاق حافظة الاستثمار (مليار دولار؛ سامبا)



أما القناة النهائية في ميزان المدفوعات فهي صافي السهو والخطأ. وهذا بطبيعته يعد تنبؤاً صعباً، ولكننا قررنا أن نضيف نشاط التمويل الحكومي في هذا العمود (مع استبعاد إصدار الديون السيادية المذكورة أعلاه). ومن الوجهة الفنية، فإن التدفقات غير التجارية الناشئة عن التمويل ينبغي أن تكون متضمنة في التدفقات الخاصة، ولكن لدواعي البساطة قررنا أن نضعها في هذه القناة. وسوف تكون تدفقات التمويل ضخمة هذا العام، إذ يلزم 29 مليار دولار لغلق الفجوة التي لم تغلق بإصدار الديون المحلية أو الخارجية. وينبغي أن يكون هناك تحسن ملحوظ من العام القادم وما بعده مع انتعاش أسعار النفط ومع تراجع العجز المالي، حتى إن هذه التدفقات، بحلول عام 2019 ينبغي أن تهبط إلى ما يقرب من لا شيء (من الناحية النظرية على الأقل، وفي الواقع فإن صافي السهو والخطأ سوف يحدث مع ذلك).

### صافي الأصول الأجنبية سيستقر عند 45% من الناتج المحلي الإجمالي بحلول عام 2020، ويبدأ في الارتفاع بشكل اسمي

أين يترك كل ذلك صافي الأصول الأجنبية؟ إن الرد الموجز هو أنها ستواصل الانخفاض كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي قبل أن تستقر عند ما يزيد فحسب من 45% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2020. وبشكل إسمي، نتوقع انخفاضات أخرى، ولكن بصفة تدريجية. ونعتقد أنه بحلول عام 2020، فإن صافي الأصول الأجنبية سيبدأ في الزيادة مرة أخرى، ليصل إلى 435 مليار دولار في تلك السنة. وبالرغم من انكماشه الشديد مقارنة بعام 2015، فإن صافي الأصول الأجنبية سيكون مع ذلك معادلاً لوضع بالغ الصحة ليصل إلى 31 شهراً من الواردات في عام 2020.

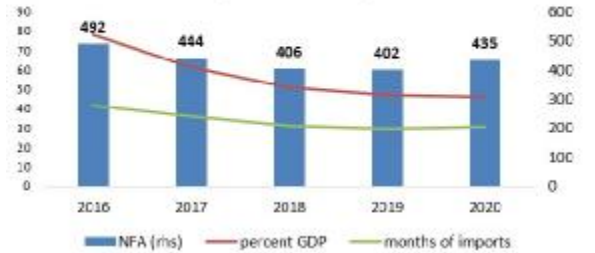
والجدير بالذكر مرة أخرى أن هذا التنبؤ لا يضم أي متحصلات من البيع المحتمل لأرامكو السعودية. وإذا افترضنا أن الشركة قد تم تقييمها بمبلغ 2 تريليون دولار، مع عرض 5% منها للبيع، ونصف المبلغ يأتي من الخارج (إما من خلال العرض المشترك أو من خلال قيام المستثمرين الأجانب بتملك حصة في العرض المحلي)، فإن هذا من شأنه أن يؤدي إلى حوالي 50 مليار دولار من النقد الأجنبي. وفي هذه الحالة، فإن صافي الأصول الأجنبية سيكون معادلاً لحوالي 52% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2020، مقارنة بحوالي 46% وفقاً لتنبؤنا القائم.

وينبغي ألا يكون مدهشاً أننا نعتقد أن الارتباط الثابت للريال السعودي بالدولار الأمريكي سيظل دون تأثير – والواقع أن محافظ البنك المركزي أكد التزام السلطات بارتباط الريال بالدولار في ملاحظاته الأخيرة. فحماية هذا الارتباط هو الشرط الذي لا بد منه لسياسة النقدية (فالمزايا من فصل الريال عن الدولار ستكون معتدلة، ومتلاشية بالنظر إلى طبيعة الاقتصاد). وكما ناقشنا أعلاه، فإن صافي الأصول الأجنبية يحتمل أن يظل وفيراً بما يكفي لتحمل أي هجمات للمضاربة يمكن القيام بها.

المملكة العربية السعودية: آفاق ميزان المدفوعات وصافي الأصول الأجنبية (مليار دولار؛ سامبا)



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



2020f	2019f	2018f	2017f	2016f	2015f	2014	2013	المملكة العربية السعودية: تنبؤات خط الأساس للاقتصاد الكلي
938.5	851.0	789.5	721.9	625.4	653.3	746.2	744.3	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار دولار)
25635	23943	22878	21547	19228	20709	24387	24819	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (آلاف الدولارات)
4.1	2.6	3.6	2.6	0.8	3.4	3.6	2.7	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (% التغير)
2.5	2.0	1.5	1.5	1.3	3.1	0.7	-1.5	نسبة قطاع الهيدروكربونات من الناتج المحلي الإجمالي
5.1	2.9	5.0	3.3	0.5	5.3	3.9	5.7	نسبة القطاعات الأخرى من الناتج المحلي الإجمالي
10.3	7.8	9.2	15.4	-4.3	-12.4	0.3	1.4	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (% التغير)
11.7	9.1	9.1	37.6	-22.3	-35.9	-5.2	-4.1	نسبة قطاع الهيدروكربونات من الناتج المحلي الإجمالي
9.6	7.2	9.3	7.4	4.5	6.5	5.1	6.9	نسبة القطاعات الأخرى من الناتج المحلي الإجمالي
2013.1	1846.9	1726.1	1643.9	1596.0	1604.0	1575.6	1402.0	ودائع البنوك التجارية (مليار ريال سعودي)
9.0	7.0	5.0	3.0	-0.5	1.8	12.4	11.2	(% التغير)
1732.8	1634.7	1556.9	1497.0	1425.7	1308.0	1194.5	1065.5	قروض البنوك التجارية إلى القطاع الخاص (مليار ريال سعودي)
6.0	5.0	4.0	5.0	9.0	9.5	12.1	12.5	% التغير
3.1	3.5	3.0	2.5	2.3	1.5	0.9	0.9	المعدل بين البنوك لمدة 3 أشهر (نهاية السنة، %)
4.5	4.3	4.3	4.1	4.0	2.2	2.7	3.5	التضخم في أسعار المستهلك (% التغير، المتوسط)
246.2	215.5	194.0	171.6	120.6	155.3	284.7	322.1	الصادرات الهيدروكربونية (مليار دولار)
14.2	11.1	13.0	42.3	-22.3	-45.5	-11.6	-4.6	% التغير
45.4	18.4	-5.1	-18.1	-62.8	-53.4	73.8	135.4	رصيد الحساب الجاري (مليار دولار)
4.8	2.2	-0.7	-2.5	-10.0	-8.2	9.9	18.2	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
1001.1	892.2	842.8	730.0	566.7	608.5	1044.0	1156.0	الإيرادات المالية (مليار ريال سعودي)
12.2	5.9	15.5	28.8	-6.9	-41.7	-9.7	-7.3	(% التغير)
1093.7	1030.6	998.6	943.5	910.6	997.2	1141.0	993.0	الإنفاق المالي (مليار ريال سعودي)
6.1	3.2	5.8	3.6	-8.7	-12.6	14.9	8.3	(% التغير)
409.3	382.5	344.6	337.8	328.0	357.0	471.0	401.0	منه، الرأسمالي
7.0	11.0	2.0	3.0	-8.1	-24.2	17.5	31.5	(% التغير)
684.4	648.1	654.0	605.7	582.6	640.2	670.0	594.6	الجاري
5.6	-0.9	8.0	4.0	-9.0	-4.4	12.7	-2.8	(% التغير)
-92.6	-138.4	-155.8	-213.6	-343.9	-388.7	-97.0	163.0	الرصيد المالي (مليار ريال سعودي)
-2.6	-4.3	-5.3	-7.9	-14.7	-15.9	-3.5	5.8	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
948.5	949.0	967.0	997.6	1053.1	1162.5	1560.7	1641.5	إجمالي ودائع القطاع العام في النظام المصرفي (مليار ريال سعودي)
27.0	29.8	32.7	36.9	44.9	47.4	55.8	58.8	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
920.8	828.7	708.4	583.2	425.1	190.6	98.9	93.8	إجمالي الدين المحلي للقطاع العام (مليار ريال سعودي)
26.2	26.0	24.0	21.5	18.1	7.8	3.5	3.4	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
1061.0	1061.0	1061.0	1061.0	1061.0	1061.0	940.0	854.8	الودائع المحلية الأخرى للقطاع العام (مليار ريال سعودي)
30.2	33.3	35.9	39.2	45.2	43.3	33.6	30.6	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
1351.2	1425.0	1525.9	1644.2	1782.8	2032.9	2402.2	2402.5	مجموع صافي ودائع القطاع العام في النظام المصرفي (مليار ريال سعودي)
38.4	44.7	51.6	60.7	76.0	83.0	85.8	86.1	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
								<b>مذكرات:</b>
77.0	70.0	65.0	60.0	43.0	58.0	100.0	107.0	سعر النفط (برنت؛ دولار للبرميل)
11056	10839	10679	10573	10468	10243	9666	9380	إنتاج النفط الخام (آلاف البراميل يوميا)
435.4	402.2	406.0	444.0	492.1	608.9	724.3	753.1	صافي الأصول الأجنبية لساما (مليار دولار)
46.4	47.3	51.4	61.5	78.7	93.2	97.1	101.2	(% من الناتج المحلي الإجمالي)

المصادر: ساما؛ وزارة المالية، صندوق النقد الدولي؛ 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