



مؤشرات الاقتصاد الكلي (سبتمبر 2015): التوقعات بنمو أكبر للناتج الإجمالي لقطاع النفط عام 2015

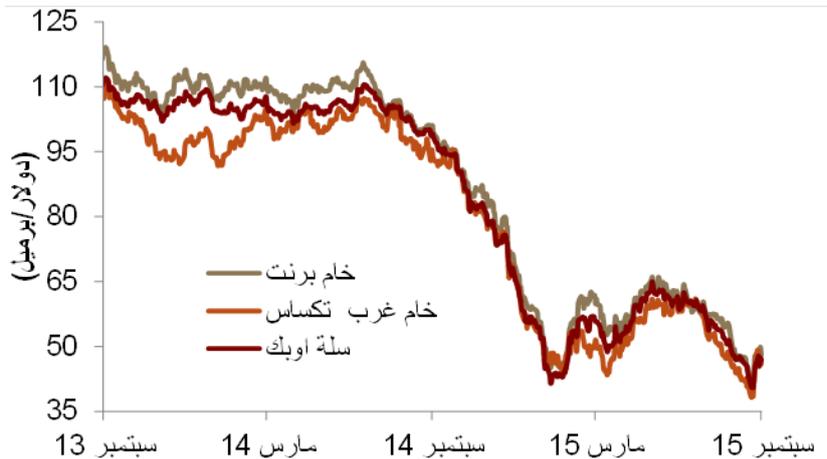
- عدلنا بعض توقعاتنا للعامين 2015 و 2016، بحيث تعكس أحدث البيانات والتي جاءت عموماً أضعف بدرجة طفيفة من توقعاتنا السابقة.
- رفعنا تقديراتنا لنمو الناتج الإجمالي لقطاع النفط، لأن حجم الإنتاج خلال الفترة من بداية العام وحتى تاريخه جاء أعلى من التوقعات.
- يتوقع أن تؤدي زيادة الإنفاق الحكومي ونمو القروض المصرفية إلى دعم نمو القطاع الخاص غير النفطي، ومنتظر أن تحقق قطاعات التشييد والنقل والتجزئة أعلى مستويات النمو.
- سيؤدي المستوى المرتفع من الإنفاق على الاقتصاد، مصحوباً بالتراجع في أسعار النفط، إلى عجز في الميزانية أعلى من المتوقع، لكن العجز في الحساب الجاري سيأتي صغيراً عام 2015.
- الاستراتيجية الجديدة لتمويل العجز القائمة على الموازنة بين السحب من الاحتياطات الأجنبية وإصدار سندات دين ستضمن ترشيد الإنفاق الحكومي بصورة تدريجية، ومنتظر أن يبدأ التوازن المالي في التحسن ابتداءً من عام 2016.

تخمة في أسواق النفط ونمو متواضع على الطلب

بلغ متوسط أسعار خام برنت خلال الفترة من بداية العام وحتى تاريخه 55 دولاراً للبرميل، متراجعاً بنسبة 51 بالمائة، مقارنة بنفس الفترة من العام السابق. وفي ظل المرونة النسبية التي يتمتع بها إنتاج النفط الصخري، مقرونة بزيادة الإنتاج من دول أوبك وضعف النمو في الطلب العالمي، فإن فرصة حدوث ارتفاع كبير في أسعار النفط خلال الفترة المتبقية من العام تعتبر محدودة.

فيما يتعلق بالعرض، استطاع النفط الصخري المحافظة على مسار النمو رغم تراجع أسعار النفط، حيث سمحت سياسات خفض التكلفة وعملية التحوط بزيادة الإنتاج، على أساس المقارنة السنوية،

الشكل 1: أسعار النفط



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي

كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث

falturki@jadwa.com

راجا أسد خان

اقتصادي أول

rkhan@jadwa.com

راكان آل الشيخ

محلل أبحاث

raisheikh@jadwa.com

الإدارة العامة:

الهاتف +966 11 279-1111

الفاكس +966 11 279-1571

صندوق البريد 60677، الرياض 11555

المملكة العربية السعودية

www.jadwa.com

جدوى للاستثمار شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية
لأداء أعمال الأوراق المالية بموجب ترخيص رقم 37 /6034 .



حتى الآن. لكن، على أساس المقارنة الشهرية، تشير الدلائل إلى أن نمو إنتاج النفط الصخري الأمريكي بدأ يتباطأ، حيث بقي النمو الشهري سالباً منذ مايو 2015 (شكل 2). نتوقع أن تؤدي الاحتمالات باستمرار المستويات المنخفضة لأسعار النفط إلى زيادة الضغوط المالية على شركات النفط الصخري، خاصة بعض الشركات الصغيرة والمتوسطة، ما يؤدي إلى تباطؤ النمو في إنتاج الخام الأمريكي بوتيرة أسرع في الربع الأخير من عام 2015، يعقبه انخفاض متواصل خلال عام 2016. سجل إجمالي إنتاج أولك من الخام في يوليو أعلى مستوى إنتاج خلال عامين، وجاءت أكبر الزيادات من العراق (700 ألف برميل يومياً) وإيران (130 ألف برميل يومياً) والسعودية (350 ألف برميل يومياً)، مقارنة بمستواها قبل عام.

تشير البيانات الخاصة بالفترة من بداية العام وحتى يوليو إلى أن إنتاج المملكة من الخام زاد بدرجة كبيرة إلى 10,2 مليون برميل في اليوم، مرتفعاً بنسبة 4 بالمائة، على أساس المقارنة السنوية. وتشير سياسة المملكة النفطية إلى أنها لن تقدم على خفض إنتاجها، فإنتاج المصافي المرتفع سيؤدي إلى الاستهلاك المحلي في حدود 2,7 مليون برميل في اليوم، كما أن الصادرات ستبقى فوق مستوى 7 مليون برميل يومياً للمحافظة على الحصة السوقية. بناءً على ذلك، فقد عدلنا توقعاتنا لإنتاج المملكة من الخام خلال عام 2015 برفعه إلى 10,1 مليون برميل في اليوم، مقارنة بـ 9,8 مليون برميل في اليوم، حسب تقديراتنا السابقة. وحتى في حال تباطؤ نمو النفط الصخري في عام 2016، فإن المنافسة وسط أعضاء أولك ستؤدي كذلك إلى بقاء متوسط إنتاج المملكة عند مستوى 10,1 مليون برميل يومياً كمتوسط للعام (شكل 3).

بالنظر إلى المستقبل، ستبقى توقعات الطلب على النفط معتدلة عام 2015. بالنسبة لدول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، هناك دولتان فقط، كندا والولايات المتحدة، ستسهمان في نمو الطلب على النفط، بينما يواصل ضعف النمو الاقتصادي في الاتحاد الأوروبي واليابان الحد من نمو الاستهلاك. أما الطلب في الدول خارج منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية فيتوقع أن يصمد، رغم تخفيض العملة في الصين، حيث ارتفع الطلب على النفط في الصين خلال الفترة من بداية العام وحتى يوليو بنسبة 7 بالمائة، على أساس سنوي، كما ارتفعت وارداتها بنسبة 3 بالمائة خلال نفس الفترة. كذلك، تشير بيانات أولك إلى زيادات سنوية في الطلب من الهند (بنسبة 2,9 بالمائة) والشرق الأوسط (بنسبة 2,7 بالمائة). وفي عام 2016، يتوقع أن يؤدي استمرار بطء نمو الاقتصاد العالمي إلى بقاء الطلب العالمي على النفط دون تغيير يذكر، على أساس المقارنة السنوية.

لقد أدت التخمة في أسواق النفط العالمية إلى زيادة المخزونات التجارية من الخام لدى دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، خاصة في الولايات المتحدة، حيث تسببت الزيادة في إنتاج النفط الصخري والحظر على تصدير الخام في تحقيق مخزونات قياسية. يتوقع أن يتواصل التخزين خلال الفترة المتبقية من عام 2015، لكنه سيكون بوتيرة أبطأ عام 2016. نتيجة لتلك العوامل المشار إليها أعلاه مجتمعة، سيبقى فائض النفط الخام العالمي فوق مستوى 1,5 مليون برميل يومياً خلال الربعين الثالث والرابع عام 2015، لكن هذا الفائض سيتخذ مساراً متراجعاً في عام 2016. وفي ظل هذه المعطيات، هناك مجال صغير لارتفاع أسعار النفط، لذلك خفضنا توقعاتنا لمتوسط أسعار خام برنت لعام 2015 ككل إلى 56 دولاراً للبرميل، من 61

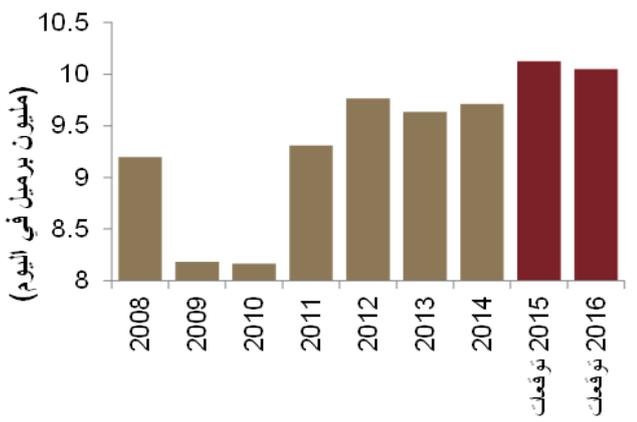
سجل إنتاج أولك في يوليو أعلى مستوى إنتاج خلال عامين.

تشير بيانات الفترة من بداية العام وحتى يوليو إلى زيادة إنتاج المملكة من الخام بصورة حادة ليصل إلى 10,2 مليون برميل في اليوم.

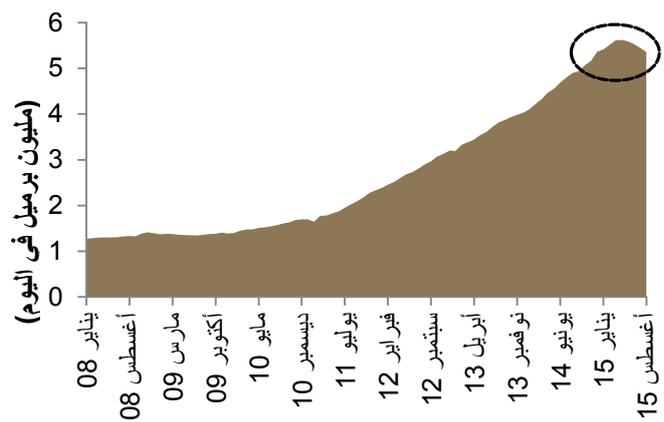
بالنظر إلى المستقبل، سوف تبقى توقعات الطلب على النفط معتدلة عامي 2015 و2016.

هناك مجال صغير لارتفاع أسعار النفط، ما جعلنا نخفض توقعاتنا لمتوسط أسعار خام برنت في عام 2015 إلى 56 دولاراً للبرميل، وفي عام 2016 إلى 61 دولاراً للبرميل.

الشكل 3: توقعات إنتاج المملكة من النفط الخام



الشكل 2: إنتاج النفط الصخري الأمريكي





دولاراً للبرميل، حسب توقعاتنا السابقة، كما خفضنا توقعاتنا للأسعار عام 2016 إلى 61 دولاراً للبرميل، من 68 دولاراً للبرميل، حسب توقعاتنا السابقة كذلك.

خفض طفيف في توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي الكلي عام 2015

نتوقع أن يسجل الناتج المحلي الإجمالي الفعلي نمواً عند 3,2 بالمائة و 2,3 بالمائة لعامي 2015 و 2016 على التوالي، منخفضاً من 3,5 بالمائة عام 2014. نتوقع تباطؤ طفيف في النمو الاقتصادي خلال عام 2015، حيث ينتظر أن يرتفع نمو الناتج المحلي الإجمالي السنوي لقطاع النفط إلى 3,4 بالمائة عام 2015، مقارنة بنسبة نمو عند 1,5 بالمائة عام 2014. ويعود هذا النمو بالدرجة الأولى إلى زيادة إنتاج النفط الذي بلغ مستويات قياسية حتى الفترة الحالية من عام 2015. أما بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي للقطاع الخاص غير النفطي، فنتوقع نموه بنسبة 3,8 بالمائة عام 2015. وتشير بيانات النصف الأول من عام 2015، إلى تباطؤ النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي للقطاع غير النفطي إلى 3 بالمائة، متراجعاً من نسبة نمو عند 5,8 بالمائة خلال نفس الفترة من عام 2014، ويعود هذا التراجع جزئياً إلى تدني الحالة المزاجية للمستثمرين بسبب عدم اليقين إزاء السياسة المالية.

ستزداد وتيرة التباطؤ في عام 2016 نتيجة للتغيرات في حجم إنتاج النفط وبالتالي نمو القطاع النفطي، حيث نتوقع هبوط نمو الناتج المحلي الإجمالي لقطاع النفط إلى 0,2 بالمائة عام 2016. ونتوقع أن يتسارع نمو الناتج المحلي الإجمالي للقطاع الخاص غير النفطي إلى 4,7 بالمائة عام 2016، نتيجة لتحسن المتوقع في نشاط القطاع الخاص، بعد تكيفه مع الأوضاع الجديدة الناجمة عن انخفاض أسعار النفط. كذلك، نتوقع أن تحافظ الحكومة على مستوى مرتفع من الإنفاق (أنظر الجزء الخاص بالأوضاع المالية أدناه)، ما يؤدي إلى تخفيف عدم اليقين الحالي بشأن السياسة المالية في ظل المستويات الراهنة لأسعار النفط. وستستطيع الشركات والمستثمرين تخطي التأثير النفسي قصير الأجل وعدم اليقين بشأن استمرار الحكومة في إنفاقها الضخم على الاقتصاد (شكل 4).

ونعتقد أن القطاع الخاص غير النفطي سيبقى مدعوماً بفضل التزام الحكومة بالإبقاء على الإنفاق مرتفعاً، وهو التزام يؤكد التحول الأخير في استراتيجية التمويل التي اعتمدت إصدار سلسلة من سندات الدين. رغم استمرار التأثير النفسي لتراجع أسعار النفط، هناك بعض قطاعات الاقتصاد غير النفطي التي واصلت تسجيل معدلات نمو جيدة، حيث حقق قطاعا التشييد والنقل أسرع معدلات النمو، عندما نما كل منهما بنسبة 4,5 بالمائة، على أساس سنوي، في النصف الأول من عام 2015. هناك قطاعات أخرى، كقطاع تجارة الجملة والتجزئة والخدمات، سجلت كذلك معدلات نمو جيدة، على أساس سنوي، تجاوزت 3 بالمائة (شكل 5). لذلك، نتوقع أن تسجل قطاعات التشييد والنقل والتجزئة أسرع معدلات النمو ضمن قطاع الاقتصاد غير النفطي. وتدل مؤشرات الإنفاق الاستهلاكي والقروض المصرفية إلى القطاع الخاص وسوق المشاريع وغيرها من بيانات استطلاعات الشركات، على وجود تباطؤ في أداء الناتج المحلي الإجمالي الفعلي للقطاع غير النفطي، لكنه لا يزال قوياً.

نتوقع أن يسجل الناتج المحلي الإجمالي الفعلي نمواً عند 3,2 بالمائة و 2,3 بالمائة لعامي 2015 و 2016، على التوالي.

نتوقع نمو الناتج المحلي الإجمالي القطاع الخاص غير النفطي في عام 2015 بنسبة 3,8 بالمائة.

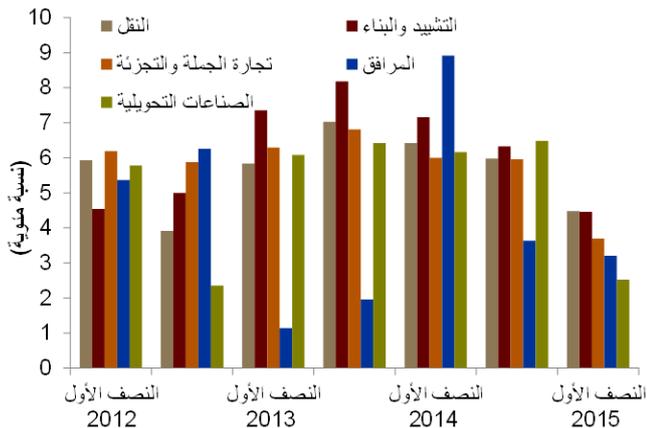
نتوقع أن تحافظ الحكومة على مستوى مرتفع من الإنفاق...

...ما يؤدي إلى تقليل عدم اليقين بشأن السياسة المالية في ظل التراجع المستمر لأسعار النفط.

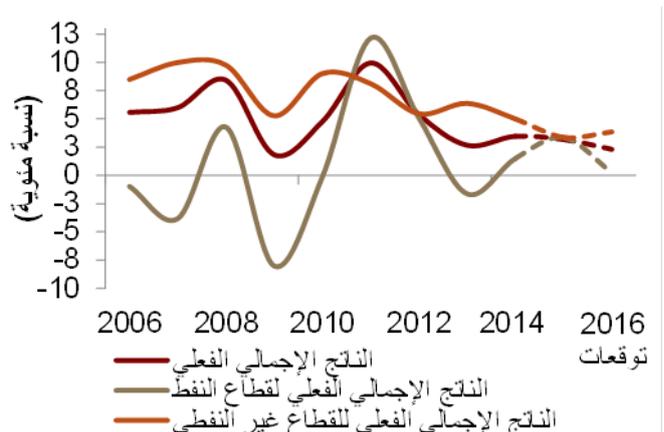
رغم استمرار التأثير النفسي لتراجع أسعار النفط...

...هناك بعض قطاعات الاقتصاد غير النفطي التي واصلت تسجيل معدلات نمو جيدة.

الشكل 5: نمو الناتج المحلي الإجمالي للقطاع الخاص غير النفطي (التغير السنوي)



الشكل 4: نمو الناتج المحلي الإجمالي الفعلي (التغير السنوي)





أكدت البيانات الشهرية الحديثة تحقيق نمو جيد في الاقتصاد غير النفطي خلال الشهور السبعة الأولى من عام 2015. وتشير بيانات الإنفاق الاستهلاكي إلى توسع في القطاعات ذات الصلة بالمستهلكين. وإن كان بوتيرة أبطأ مقارنة بالأعوام السابقة (شكل 6). تباطأت القروض المصرفية إلى القطاع الخاص قليلاً، لكنها حافظت على نمو قوي خلال الشهور السبعة الأولى من عام 2015. وفي اعتقادنا، أن هذا التباطؤ يعود إلى التأثير النفسي السلبي قصير الأجل وتغيير الأنظمة، وليس ناتجاً عن تدهور في أوضاع الائتمان. وفي الحقيقة، لا يزال القطاع المصرفي يتمتع بسيولة ضخمة، كما يدل على ذلك التحسن الملحوظ في استحواذ البنوك التجارية على موجودات أجنبية منذ بداية العام (شكل 7).

ويبدو أن سير عمليات ترسية العقود وتنفيذ المشاريع سجل بعض التباطؤ، نتيجة لتوجه الحكومة إلى زيادة الكفاءة في الإنفاق الرأسمالي على مشاريع البنية التحتية. رغم ذلك، لا تزال قيمة وعدد المشاريع القائمة والقادمة في الطريق مرتفع جداً، ما يؤكد عزم الحكومة على إكمال المشاريع الرئيسية للبنية التحتية. وسبق الإنفاق الحكومي المرتفع، رغم تباطؤه، المحرك الرئيس للاقتصاد. وستحقق سندات الدين السيادية التي تم إصدارها مؤخراً، المزيد من الدعم لهذا النوع من الإنفاق في عام 2015 وبعده، لأنها ستؤدي إلى تقليل الضغط الناجم عن الاعتماد فقط على السحب من الاحتياطي الأجنبي لتمويل المشاريع الرأسمالية (أنظر الجزء التالي). ونعتقد أن الإنفاق الرأسمالي على القطاعات الرئيسية، كالرعاية الصحية والمواصلات والتعليم، سيتواصل، حيث أن الاستثمار في هذه المجالات غالباً ما يخدم الأهداف الأشمل للتنمية الاقتصادية.

الميزانية والدين العام

عدلنا توقعاتنا لعجز الميزانية في عامي 2015 و 2016، برفعهما إلى 403 مليار ريال (16,4 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي) و 302 مليار ريال (11,6 بالمائة من الناتج الإجمالي)، على التوالي. سيؤدي انخفاض الإيرادات النفطية إلى عجز يزيد قليلاً عن تقديراتنا السابقة، ولكن ترشيد الإنفاق الحكومي بصورة تدريجية سيساعد على تحقيق تحسن متواصل في مستوى العجز خلال السنوات القليلة القادمة.

تشكل الإيرادات النفطية نحو 90 بالمائة من إيرادات الميزانية، ونتوقع وصولها إلى 545 مليار ريال عام 2015، متراجعة من مستوى 913 مليار ريال في عام 2014. أما الإيرادات غير النفطية، فينتوقع أن تزداد من 131 مليار ريال عام 2014 إلى 134 مليار عام 2015. بالنسبة لعام 2016، نتوقع حدوث انتعاش في الإيرادات النفطية لتصل إلى 549 مليار ريال، كما نتوقع نمو الإيرادات غير النفطية بوتيرة أسرع لتبلغ 140 مليار ريال، نتيجة لميل الحكومة إلى سياسة أكثر حصة فيما يتعلق بجهودها لزيادة الإيرادات من مختلف الموارد المتاحة.

نتوقع أن يبقى الإنفاق الحكومي، خاصة الأجور والمرتبات، مرتفعاً هذا العام. ولكن، بإمكان الحكومة ضبط نمو هذه الفئة من الإنفاق في المستقبل، عن طريق برامج العودة في القطاع الخاص. نتوقع أن يبدأ الإنفاق الرأسمالي التباطؤ التدريجي، بينما ينتظر أن يسجل الإنفاق الحكومي على العمليات والصيانة أسرع معدلات النمو في المستقبل، عندما تكون الكثير من مشاريع البنية التحتية قد دخلت مرحلة التشغيل. وفي تقديراتنا،

تباطأت القروض المصرفية إلى القطاع الخاص قليلاً، لكنها حافظت على نمو قوي خلال الشهور السبعة الأولى من عام 2015.

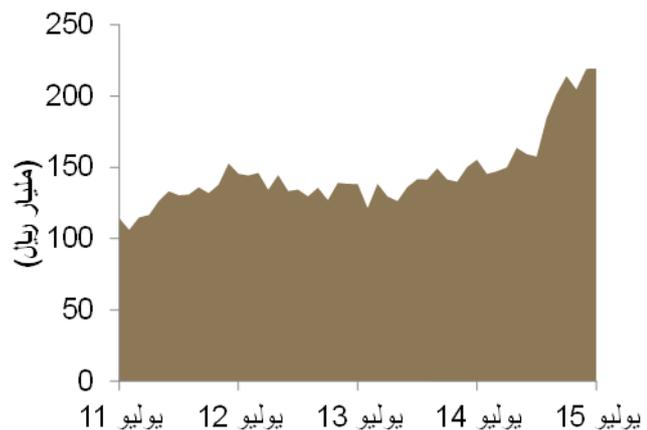
لا تزال قيمة وعدد المشاريع القائمة والقادمة في الطريق مرتفع جداً...

...ما يؤكد عزم الحكومة على إكمال المشاريع الرئيسية للبنية التحتية.

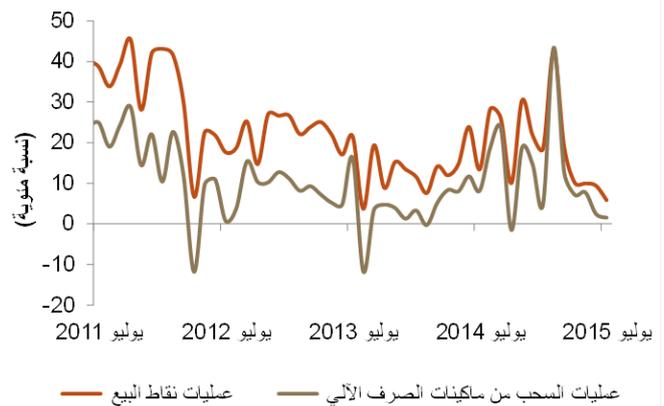
عدلنا توقعاتنا لعجز الميزانية عام 2015، برفعه إلى 403 مليار ريال (16,4 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي).

نتوقع أن يبلغ إجمالي الإنفاق الحكومي 1082 مليار ريال عام 2015...

الشكل 7: حيازة البنوك من صافي الموجودات الأجنبية



الشكل 6: الإنفاق الاستهلاكي (التغير السنوي)





أن تباطؤ الإنفاق الرأسمالي سيؤدي إلى بلوغ إجمالي المصروفات الحكومية 1082 مليار ريال عام 2015، وهو مستوى يقل قليلاً عن حجمها عام 2014 والذي بلغ 1110 مليار ريال، لكن هذا الإنفاق سيكون في الواقع أعلى بالنظر إليه كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (من 39,7 بالمائة عام 2014 إلى 43,9 بالمائة عام 2015)، ويعود معظمه لانكماش الناتج الإجمالي الاسمي. بالنسبة لعام 2016، نتوقع أن يسجل إجمالي المصروفات مزيداً من التباطؤ، لينخفض إلى 991 مليار ريال (38 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي)، نتيجة لخفض الإنفاق الرأسمالي تدريجياً وكذلك تلاشي تأثير الحوافز المالية غير المتكررة التي تضمنتها المراسيم الملكية التي صدرت في يناير 2015. كذلك، نتوقع أن تقلل الحكومة من الدعم المقدم لغير الأفراد في عام 2016، خاصة في مجال المرافق. ورغم ذلك، نعتقد أن مستوى الإنفاق المرتفع أصلاً سيبقي على الموازنة المالية في خانة العجز خلال عام 2016 (شكل 8).

سيتم تمويل ذلك العجز من خلال وسيلتين هما: السحب من الاحتياطيات الأجنبية وإصدار سندات تنمية جديدة. وفقاً لمصادر صحفية، يتوقع أن تصل القيمة الإجمالية للسندات السيادية الجديدة نحو 120 مليار ريال، حتى تستطيع الحكومة تمويل العجز. ونعتقد أن إجمالي الدين العام سيبلغ هذا العام 148 مليار ريال، منها 28 مليار ريال هي سندات دين صدرت في أعوام سابقة. ويقل هذا العجز عن المستوى الذي توقعناه في وقت سابق من هذا العام (أنظر تقريرنا بعنوان: أسواق النفط العالمية في الربع الأول لعام 2015)، حيث توقعنا أن تبدأ الحكومة إصدار الدين في بداية الربع الثاني من العام.

هذه السلسلة من السندات السيادية هي الأولى من نوعها منذ عام 2007، ويرجع أن تتواصل على أساس شهري خلال الفترة المتبقية من عام 2015 وكذلك عام 2016. وفي اعتقادنا، أن هذه السياسة التمويلية التي تقوم على المزاوجة بين الاستدانة والسحب من الاحتياطيات الأجنبية، ستوفر للحكومة مزيداً من المرونة فيما يتعلق بالمدد الزمنية اللازمة لاستقرار الميزانية. وسيكون بمقدور الحكومة تحمل الإنفاق على الميزانية لمدة زمنية أطول، باستغلالها لقدرتها الكبيرة على الاستدانة. لقد أدى وضع المملكة الائتماني الجيد وضخامة احتياطياتها من الموجودات الأجنبية، إلى جعل تكلفة الدين منخفضة، حيث يزيد هامش العائد على السندات أجل عشر سنوات بنحو 48 نقطة أساس فقط على عائد سندات الخزانة الأمريكية. علاوة على ذلك، فإننا نرى أن هناك فرصة واسعة للقطاع المصرفي لامتصاص هذه السندات دون أن يؤثر ذلك على توفير القروض للقطاع الخاص. ففي تقديرنا، أن البنوك المحلية تملك سيولة فائضة تصل قيمتها إلى 460 مليار ريال، يمكن استغلالها لتمويل السندات الجديدة. تتكون هذه السيولة من: حيازة البنوك من أذونات "ساما"، والودائع لدى "ساما"، وصافي الموجودات الأجنبية. بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن يرتفع إجمال الدين العام من 148 مليار ريال (6 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي) عام 2015، إلى 263 مليار ريال (10,1 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي) عام 2016. وهذا يعني أن الدين العام سيبقى أقل من الاحتياطيات الأجنبية بدرجة كبيرة عام 2016، ما يتيح مجالاً ووقتاً كافيين لترشيد الإنفاق الحكومي بصورة تدريجية، حتى لو بقيت أسعار النفط منخفضة لفترة زمنية أطول (شكل 9).

..ثم يتباطأ قليلاً عام 2016، ليلبلغ 991 مليار ريال.

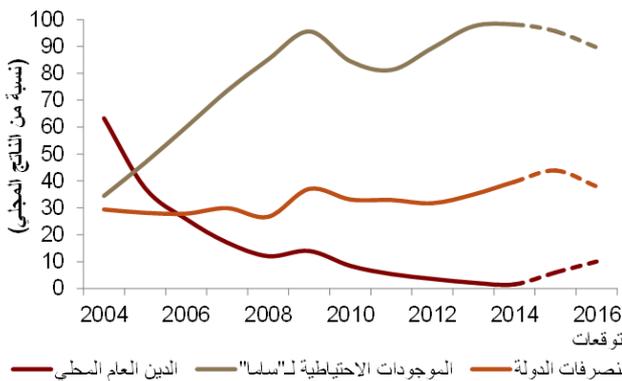
سيتم تمويل العجز من خلال السحب من الاحتياطيات الأجنبية وإصدار سندات دين.

توقعنا أن تبدأ الحكومة إصدار سندات الدين في مطلع العام...

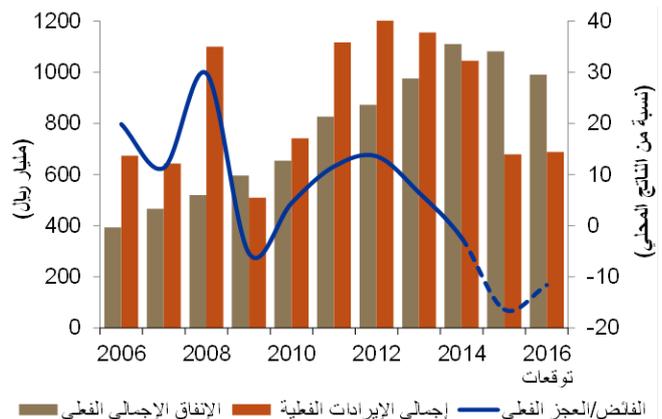
..لندا عدلنا توقعاتنا لإجمالي الدين العام في عام 2015 بحيث يكون عند 148 مليار ريال.

في اعتقادنا أن هناك فرصة واسعة للقطاع المصرفي لامتصاص هذه السندات دون أن يؤثر ذلك على توفير القروض للقطاع الخاص.

الشكل 9: الإنفاق العام والدين العام والموجودات الاحتياطية



الشكل 8: الميزانية العامة للدولة





خفض عجز الحساب الجاري

عدلنا توقعاتنا لعجز الحساب الجاري في عام 2015، بخفضه من 24,7 مليار دولار (3,7 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي) إلى 14,3 مليار دولار (2,2 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي)، قبل أن يتحسن ليقترّب من تحقيق وضع متوازن عام 2016 (شكل 10). وجاء خفضنا لتوقعات عجز الحساب الجاري نتيجة لصغر حجم العجز في حساب الخدمات مقارنة بما كان متوقعاً، كسبب رئيسي. وتشير بيانات الربع الأول من عام 2015، إلى انخفاض عجز حساب الخدمات إلى 17 مليار دولار، متراجحاً من مستويات مرتفعة عند 25 مليار دولار و21 مليار دولار في الربعين السابقين.

نقدّر القيمة الإجمالية للصادرات عام 2015 في حدود 221 مليار دولار. نتوقع أن تتراجع قيمة الصادرات النفطية (التي تشكل نسبة 80 بالمائة من إجمالي الصادرات) إلى 166 مليار دولار عام 2015. كذلك، ينتظر أن تنخفض قيمة الصادرات غير النفطية قليلاً عام 2015 لتصل إلى 55 مليار دولار، بسبب تباطؤ الطلب العالمي عام 2015 على البتروكيماويات والبلاستيك، أكبر بندين في صادرات المملكة غير النفطية. وفيما يتعلق بالواردات، فنتوقع أن تكون في حدود 158 مليار دولار، دون تغيير يذكر تقريباً، مقارنة بالعام الماضي. سجلت الواردات خلال الفترة من بداية العام وحتى يوليو، تراجعاً طفيفاً نسبته 3,2 بالمائة، مقارنة بنفس الفترة من عام 2014. بالنسبة لعام 2016، نتوقع أن تنتعش قيمة إجمالي الصادرات لتصل إلى 233 مليار دولار، مدعومة بزيادة في الصادرات النفطية وغير النفطية على حدٍ سواء، مع نمو في إجمالي الواردات، ولكن بوتيرة أبطأ لتصل إلى 159 مليار دولار. وبما أننا نتوقع حدوث زيادة في القيمة الإجمالية للصادرات، فذلك يعني إمكانية توازن الحساب الجاري في عام 2016.

معطيات أساسية قوية تدعم نمو المؤشرات النقدية

تباطأ النمو السنوي للقروض المصرفية إلى القطاع الخاص إلى 9,8 بالمائة في يوليو، متراجحاً بدرجة طفيفة عن مستواه في نفس الفترة من العام الماضي عند 11,7 بالمائة، ويؤكد ذلك وجهة نظرنا بأن تراجع أسعار النفط والتوقعات بحدوث عجز في الموازنة العامة سيقودان إلى تباطؤ نمو القروض المصرفية (أنظر تقريرنا بعنوان: الاقتصاد السعودي في عام 2015). وجاء معظم هذا النمو الجديد من القروض المقدمة إلى قطاع الشركات، مقابل تباطؤ النمو في القروض الشخصية (شكل 11). ونعتقد أن هذا التباطؤ في القروض الشخصية يعود بالدرجة الأولى إلى البدء في تطبيق "ساما" أنظمة جديدة بخصوص القروض الشخصية في مطلع العام، في محاولة لتقليل أعباء تسديد القروض الاستهلاكية وتقديم أفضل الأساليب العملية في هذا الجانب. وتشمل هذه الأنظمة وضع قيود جديدة على إصدار بطاقات الائتمان، إضافة إلى وضع سقف للمصاريف التي ربما تفرضها البنوك على الأفراد. بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن يسجل نمو القروض المصرفية إلى القطاع الخاص في نهاية العام الجاري مزيداً من التباطؤ، ليتراجع إلى 9,5 بالمائة، على أساس المقارنة السنوية، يعقبه تباطؤ بوتيرة أقل، يجعله يتراجع إلى 9,3 بالمائة في نهاية عام 2016. ويعزى هذا التباطؤ إلى احتمالات رفع أسعار الفائدة خلال الشهور القليلة القادمة، إذ يؤدي هذا الرفع إلى زيادة تكلفة

عدلنا توقعاتنا لعجز الحساب الجاري عام 2015 بحيث يكون عند 14,3 مليار دولار (2,2 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي).

يعود تعديلنا للتوقعات، نتيجة لصغر حجم العجز في حساب الخدمات مقارنة بما كان متوقعاً.

بلغ النمو السنوي للقروض المصرفية نسبة 9,8 بالمائة في يوليو...

...متباطئاً بدرجة طفيفة من معدل نمو عند 11,7 بالمائة في نفس الفترة من العام الماضي...

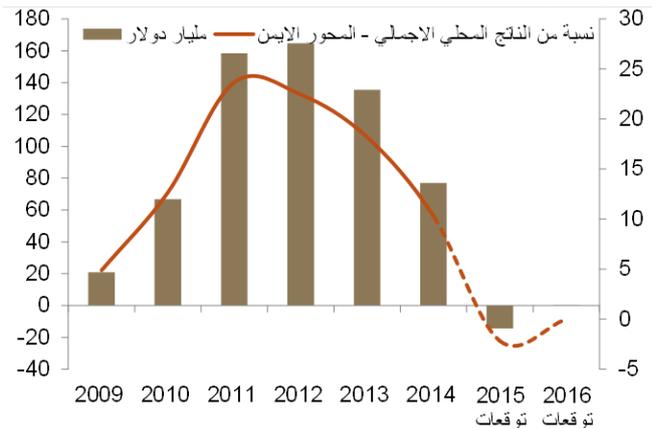
...تأكيداً لوجهة نظرنا بأن انخفاض أسعار النفط واحتمالات حدوث عجز في الموازنة العامة سيؤديان إلى تباطؤ نمو القروض.

الشكل 11: القروض المصرفية إلى الشركات والأفراد



الشكل 10: ميزان الحساب الجاري

(التغير السنوي)





الاقتراض تدريجياً. مع ذلك، يشير ارتفاع معدل القروض إلى الودائع إلى 81,2 بالمائة في يوليو وكذلك بلوغ فائض احتياطي البنوك لدى "ساما" نحو 38 مليار ريال، إلى محدودية مخاطر التمويل. كما يبرهن على المساحة الكبيرة المتاحة للبنوك للاستمرار في تقديم القروض بوتيرة جيدة.

بقي التضخم في المملكة منخفضاً حتى اللحظة من العام، رغم قوة الطلب المحلي، حيث بقيت معدلات التضخم منخفضة باستمرار عن متوسطها لخمس سنوات منذ بداية العام (شكل 12). ويعود ذلك في معظمه إلى ضعف الضغوط التضخمية المستوردة، وسياسات هذا الضعف على المحافظة على التضخم عند مستوى معتدل طيلة الفترة المتبقية من عام 2015. فمعدل التضخم لدى شركاء المملكة التجاريين الرئيسيين بقي منخفضاً، وتراجعت أسعار الغذاء العالمية بنسبة 21,5 بالمائة على أساس المقارنة السنوية (وفقاً لمنظمة الأغذية والزراعة التابعة للأمم المتحدة)، كما أن معظم أسعار السلع الأخرى سجلت تراجعاً. هناك إشارة صغيرة على ضعف في الدولار أو ضغوط تضخمية في الاقتصاد العالمي. بالنسبة للمملكة، تشكل الإيجارات عامل المخاطرة الرئيس على توقعاتنا بشأن التضخم، فالتضخم في هذه الفئة سجل مؤخراً بعض الارتفاع، متسارعاً إلى أعلى معدل له في سبعة عشر شهراً، ليصل إلى 4,9 بالمائة في أغسطس. ويبدو أن ارتفاع الدخل الشخصي وزيادة الإنفاق الجاري للحكومة قد أدى إلى رفع الطلب على العقارات المستأجرة، كما أن تأخر صدور أنظمة إصلاح سوق العقارات شجع ملاك الأراضي على زيادة الإيجارات. ويُتوقع تراجع تضخم الإيجارات في حال توفر عدد كاف من المساكن نتيجة لتنفيذ برامج الحكومة التي تهدف لتوفير السكن الملائم. وبالمجمل، فإننا نتوقع أن يبلغ متوسط التضخم لعام 2015 ككل 2,1 بالمائة.

هناك عوامل قد تحول دون تحقق توقعاتنا تلك، أهمها القلق بشأن نمو الاقتصاد العالمي والمخاطر السياسية في المنطقة، فضلاً عن بقاء أسعار النفط منخفضة لفترة طويلة. فنمو الاقتصاد العالمي خلال النصف الأول من هذا العام جاء أبطأ مما كان متوقعاً، وتراجعت شبيهة الإقبال على المخاطر في أسواق المال، كما تسارعت مرة أخرى معدلات التذبذب. ولا يزال يساورنا القلق بشأن استمرار التذبذب والتشديد في شروط التمويل العالمية والتي ربما تنشأ عن أي تغيرات في السوق نتيجة التوقعات برفع أسعار الفائدة الرسمية. ومع ذلك، يجب عدم تضخيم تداعيات تلك الأوضاع على المملكة، حيث أن المستثمرين يميزون بين الإمكانيات المستقبلية الجيدة للاقتصاد السعودي والاقتصادات الأخرى الهشة، فالمملكة تتمتع بوضع ائتماني جيد واحتياطي ضخم من الموجودات الأجنبية. وقد ظهر تأثير عدم اليقين قصير الأجل في سوق الصرف الأجل، حيث تسببت أعمال المضاربة، التي جاءت كرد فعل لتراجع الاحتياطيات الأجنبية خلال الفترة من بداية العام وحتى يوليو، في رفع سعر الريال الأجل لمدة عام مقابل الدولار إلى 3,77 في سبتمبر (شكل 13). ورغم ذلك، فلا نرى أي احتمال لخفض قيمة الريال في ظل الملاءة الكبيرة من النقد الأجنبي المتوفرة لدى "ساما". ونتوقع أن تبقى "ساما" على سعر صرف الريال ثابتاً في المدى القريب، حيث لا يزال إجمالي الموجودات الأجنبية عند مستويات مرتفعة جداً، وتستطيع أن تغطي تكلفة الواردات لمدة 48 شهراً.

بقي التضخم في المملكة منخفضاً حتى الفترة الحالية من العام...

...ويعود ذلك في معظمه إلى ضعف الضغوط التضخمية.

بالمجمل، نتوقع أن يبلغ متوسط التضخم لعام 2015 ككل 2,1 بالمائة.

تتمثل المخاطر الرئيسية على توقعاتنا في الآتي:

(1) القلق بشأن الاقتصاد العالمي والمخاطر السياسية في المنطقة.

(2) استمرار أسعار النفط منخفضة لفترة طويلة.

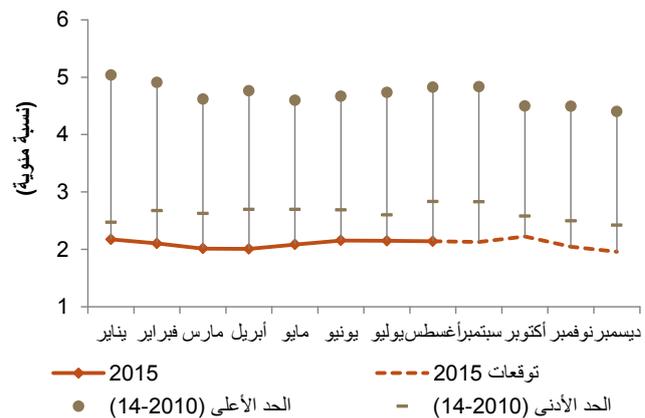
ظهر تأثير الغموض قصير الأجل في سوق الصرف الأجل...

...لكن، نتوقع أن تبقى "ساما" على سعر صرف الريال ثابتاً في المدى القريب.

الشكل 13: سعر الريال الأجل لمدة عام مقابل الدولار الأمريكي



الشكل 12: التضخم (التغير السنوي)





البيانات الأساسية

2016 توقعات	2015 توقعات	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
الناتج الإجمالي الاسمي									
2,610	2,465	2,798	2,791	2,752	2,511	1,976	1,609	1,949	(مليار ريال سعودي)
696.1	657.3	746.2	744.3	734.0	669.5	526.8	429.1	519.8	(مليار دولار أمريكي)
5.9	-11.9	0.3	1.4	9.6	27.1	22.8	-17.4	25.0	(معدل التغير السنوي)
الناتج الإجمالي الفعلي									
(معدل التغير السنوي)									
0.2	3.4	1.5	-1.6	5.1	12.2	-0.1	-8.0	4.3	القطاع النفطي
4.7	3.8	5.6	7.0	5.5	8.0	9.7	4.9	11.1	القطاع الخاص غير النفطي
2.0	2.4	3.7	5.1	5.3	8.4	7.4	6.3	6.2	القطاع الحكومي
2.3	3.2	3.5	2.7	5.4	10.0	4.8	1.8	8.4	معدل التغير الكلي
المؤشرات النفطية (متوسط)									
61.0	56.0	99.4	109.6	112.4	112.2	79.8	61.7	97.2	خام برنت (دولار/برميل)
57.0	52.0	95.7	104.2	106.1	103.9	77.5	60.4	94.0	سلة الخام السعودي (دولار/برميل)
10.1	10.1	9.7	9.6	9.8	9.3	8.2	8.2	9.2	الإنتاج (مليون برميل/يوم)
مؤشرات الميزانية العامة									
(مليار ريال سعودي)									
688	679	1,044	1,156	1,247	1,118	742	510	1,101	إيرادات الدولة
991	1082	1111	976	873	827	654	596	520	منصرفات الدولة
-302	-403	-67	180	374	291	88	-87	581	الفائض/العجز المالي
-11.6	-16.4	-2.4	6.5	13.6	11.6	4.4	-5.4	29.8	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
263	148	44	60	99	135	167	225	235	الدين العام المحلي
10.1	6.0	1.6	2.2	3.6	5.4	8.5	14.0	12.1	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
المؤشرات النقدية (متوسط)									
1.9	2.1	2.7	3.5	2.9	3.7	3.8	4.1	6.1	التضخم (معدل التغير السنوي)
3.4	2.4	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.5	سعر الإقراض الأساسي لمؤسسة النقد (نسبة مئوية سنوية)
مؤشرات التجارة الخارجية									
(مليار ريال سعودي)									
645.8	621.4	1,069.5	1,207.5	1,265.4	1,191.1	807.1	626.0	1,065.3	عائد صادرات النفط
872.0	829.2	1,283.7	1,409.6	1,456.4	1,367.6	941.8	721.2	1,175.6	عائد الصادرات الإجمالي
596.7	593.0	594.2	575.0	531.7	449.9	365.4	326.5	380.5	الواردات
275.3	236.2	689.5	834.6	924.6	917.8	576.4	394.6	795.1	الميزان التجاري
0.4	-53.6	288.4	507.9	617.9	594.5	250.3	78.6	496.2	ميزان الحساب الجاري
0.0	-2.2	10.3	18.2	22.4	23.7	12.7	4.9	25.5	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
2,339.6	2,357.6	2,746.3	2,721.5	2,462.2	2,040.1	1,669.3	1,537.9	1,660.0	الاحتياطي الرسمي من الموجودات الأجنبية
المؤشرات الاجتماعية والسكانية									
32.2	31.5	30.8	30.0	29.2	28.4	27.6	26.7	25.8	تعداد السكان (مليون نسمة)
11.6	11.7	11.7	11.7	11.7	12.1	12.4	11.5	10.5	معدل البطالة (ذكور، فوق سن 15، نسبة مئوية)
21,586	20,851	24,252	24,816	25,139	23,594	19,113	16,095	20,157	متوسط دخل الفرد

المصدر: توقعات جدوى للعامين 2015 و 2016. مؤسسة النقد العربي السعودي لأرقام الناتج الإجمالي والمؤشرات النقدية ومؤشرات التجارة الخارجية. وزارة المالية لمؤشرات الميزانية. مصلحة الإحصاءات العامة وتقديرات جدوى لأرقام النفط والمؤشرات الاجتماعية والسكانية.



إخلاء المسؤولية

ما لم يشير بخلاف ذلك، لا يسمح إطلاقاً بنسخ أي من المعلومات الواردة في هذه النشرة جزئياً أو كلياً دون الحصول على إذن تحريري مسبق ومحدد من شركة جدوى للإستثمار.

البيانات المالية الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من شركة رويتز وشركة بلومبيرغ وشركة تداول ومن مصادر محلية أخرى، ما لم تتم الإشارة لخلاف ذلك.

لقد بذلت شركة جدوى للإستثمار جهداً كبيراً للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو إدعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسئولية عن دقة أو اكتمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحتويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى استخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خياراً أو مشورة لاتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.