



جدوى للاستثمار Jadwa Investment

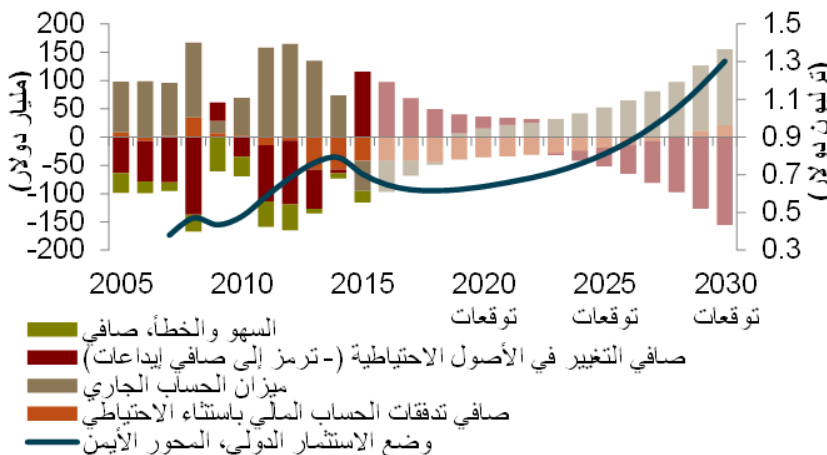
سبتمبر 2016

الملامح المستقبلية للتجارة والاستثمار الدولي للمملكة

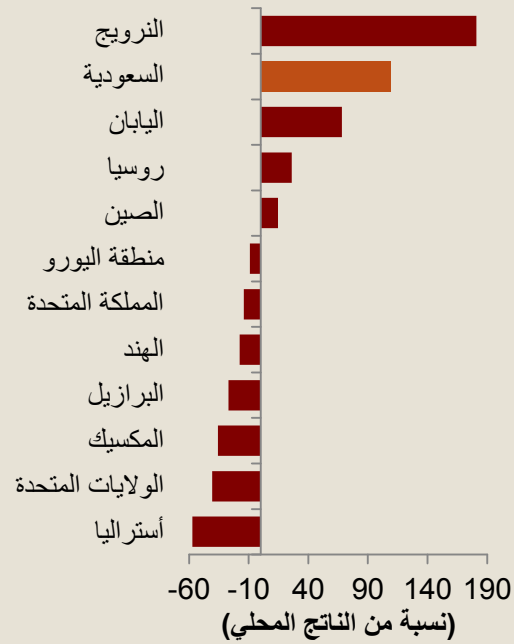
رؤية المملكة 2030: تشكّل نموذج تجاري واستثماري جديد

- يُنتظر أن يكون للتحوّل الاقتصادي الهيكلي في السعودية، كما جاء في رؤية المملكة 2030، انعكاسات كبيرة على التجارة والتدفقات المالية خلال الخمسة عشر عاماً القادمة.
- يستعرض التقرير التطورات التي ستطول الحساب الجاري في الفترة بين 2016 و2030، والذي يتوقع أن يحقق فائضاً قدره 135 مليار دولار (8 بالمائة من الناتج الإجمالي) عام 2030.
- رغم التوقعات بارتفاع إيرادات صادرات النفط خلال الخمسة عشر عاماً القادمة، لكن يُنتظر انخفاض نسبتها من إجمالي التدفقات الواردة إلى الحساب الجاري، لتراجع من 65 بالمائة عام 2015 إلى 57 بالمائة عام 2030.
- سيؤدي الإصلاح الهيكلي المتوقع إلى زيادة التدفقات غير النفطية الواردة إلى الحساب الجاري من 85 مليار دولار عام 2015 إلى 262 مليار دولار عام 2030.
- تتوقع ارتفاع التدفقات الواردة إلى الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي خلال الخمسة عشر عاماً القادمة، وذلك بفضل الإصلاحات التي ستجرى على جوانب رئيسية تتعلق بإنشاء الأعمال في المملكة، كحقوق الملكية، وقوانين سوق العمل، وإنفاذ العقود... الخ.
- نتيجة لذلك التحسن، سيتقلص عجز الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي تدريجياً خلال الخمسة عشر عاماً القادمة، مع استقطاب المملكة للعديد من المستثمرين والدائنين الأجانب.
- هذا الدور المتربط للحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي، سيكون له انعكاسات على النظام المالي المحلي، حيث يتوقع أن يؤدي إلى زيادة العلاقات مع مؤسسات التمويل الدولية.
- إن الدور المتصاعد للتدفقات الواردة إلى الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي يدل على أن ثبات سعر الصرف سوف يستمر ليكون مرساة للاستقرار، داعماً فترة مرتقبة من توسعات في الأنشطة الاستثمارية والمالية.
- إن تنفيذ الإصلاحات المقررة في رؤية 2030، سيساهم في دعم صافي وضع الاستثمارات الدولية للمملكة، والتي تتوقع أن يصل إلى 1.3 ترليون دولار (77.6 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي) بحلول 2030.

شكل 1: الملامح المستقبلية لميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي للمملكة



وضع الاستثمار الدولي (2015)



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي

كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث

faturki@jadwa.com

راكان آل الشيخ

محلل أبحاث

ralsheikh@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

للاطلاع على أرشيف الأبحاث لشركة جدوى للاستثمار،

وللتسجيل للحصول على الإصدارات المستقبلية يمكنكم الدخول

إلى موقع الشركة:

<http://www.jadwa.com>



1. ميزان المدفوعات

ظل هيكل ميزان المدفوعات في المملكة، طوال تاريخها، دون تغيير تقريباً (شكل 1). واعتمدت المملكة دوماً على فوائض الحساب الجاري، التي كانت تتحقق من إيرادات الصادرات النفطية، لدعم نموذج نموها الاقتصادي (شكل 2). وقام هذا النموذج على استخدام تلك الفوائض في تمويل الإنفاق على الاقتصاد. لقد تمكنت الحكومة بفضل سلسلة من أسعار النفط المرتفعة من زيادة إنفاقها، ومن ثم دعم النمو الاقتصادي، وكذلك تراكم احتياطات كبيرة من الموجودات الأجنبية الرسمية (شكل 3). لقد استطاعت المملكة في أحدث سلسلة من أسعار النفط المرتفعة، بين عامي 2004 و2014، تحقيق توسع اقتصادي قوي، وفي نفس الوقت تحسين ثروتها. نتيجة لذلك، بلغ متوسط نمو الناتج الإجمالي المحلي للاقتصاد غير النفطي 7,9 بالمائة للعام خلال الفترة بين عامي 2004 و2014، كما ارتفع احتياطي الموجودات الأجنبية الرسمية، كنسبة مئوية من الناتج الإجمالي المحلي، من 34,5 بالمائة إلى 97,2 بالمائة خلال نفس الفترة. ولكن، هذا النموذج أوضح كذلك انكشاف المملكة أمام التقلبات الدورية لأسعار النفط. وبقيت التغيرات في أسعار النفط تسيطر على الصادرات، مما أدى إلى حدوث تأرجح سريع في ميزان الحساب الجاري للمملكة، وهو الأمر الذي انعكس أيضاً على السياسة النقدية والنمو الاقتصادي (أنظر النص المظلل رقم 1 الذي يتضمن شرحاً مختصراً لميزان المدفوعات). وعند استبعاد النفط من الحساب الجاري نجد فرقاً صارخاً؛ حيث نلاحظ بقاء ميزان الحساب الجاري للاقتصاد غير النفطي مستقراً لكنه ضعيف على مدى السنوات، متراوحاً بين -22 بالمائة و34 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي خلال العقد الماضي.

سيشهد هذا النموذج (شكل 1-4) على الأرجح تغيراً جذرياً خلال فترة الخمسة عشر عاماً القادمة، حيث يتوقع أن يكون للإصلاحات الهيكلية، التي تضمنتها الرؤية 2030 وبرنامج التحول الوطني 2020، انعكاسات كبيرة على التجارة الخارجية للمملكة وتدفعاتها المالية. وقد تضمن كل من البرنامجين استعداداً قوياً لتحويل الاقتصاد بعيداً عن النفط كمحرك للنمو. ونعتقد أن هناك العديد من العوامل الأساسية ستقود هذا النموذج الاقتصادي الجديد، تشمل تنمية الكوادر البشرية، وإصلاح الأنظمة والقوانين، وريادة الأعمال (شكل 2-4). ستساهم هذه التغييرات في خلق قطاع خاص تنافسي ذو إنتاجية عالية خصوصاً في المنشآت الصغيرة والمتوسطة، مما يساعد على جذب رأس المال الأجنبي ويساهم في زيادة تبادل المعرفة والاستثمارات والتوظيف. وسيؤدي ذلك التغيير إلى زيادة الدخل المتاح للإنفاق وتحقيق نمو قوي للاتئمان والسيولة. وسينجم عن زيادة التنافسية لدى القطاع الخاص تصدير سلع وخدمات جديدة، وبالتالي تعزيز كل من النمو الاقتصادي وصافي الثروة الخارجية. وفي النهاية، ستقود هذه العملية إلى تحسين ثقة المستثمرين تجاه المملكة، وبالتالي إيجاد ترابط إيجابي، حيث تؤدي زيادة تدفق رأس المال إلى تحسين الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي وكذلك تخفيف الضغط على الاحتياطات الأجنبية الرسمية.

ظل هيكل ميزان المدفوعات في المملكة، طوال تاريخها، دون تغيير تقريباً.

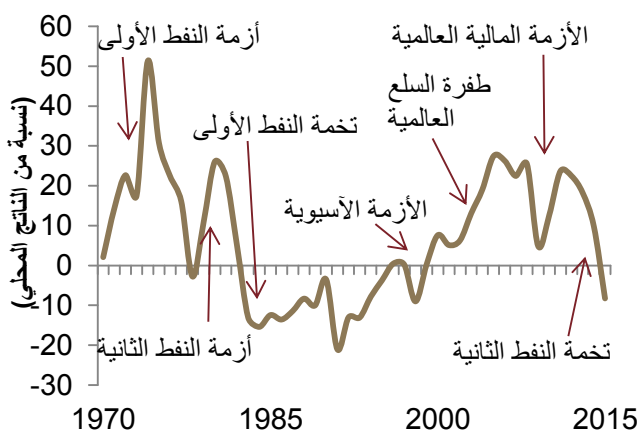
تمكنت الحكومة بفضل سلسلة من أسعار النفط المرتفعة من زيادة إنفاقها...

...ومن ثم دعم النمو الاقتصادي، وكذلك تراكم احتياطات كبيرة من الموجودات الأجنبية الرسمية.

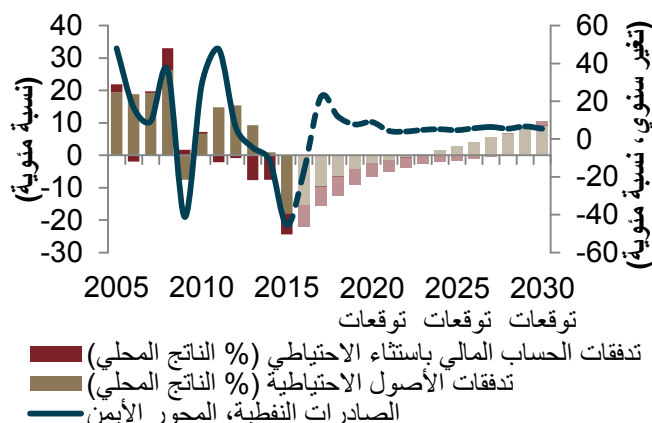
لكن، يتوقع حدوث تغير جذري خلال فترة الخمسة عشر عاماً القادمة...

...حيث سيكون للإصلاحات الهيكلية، التي تضمنتها الرؤية 2030 وبرنامج التحول الوطني 2020، انعكاسات كبيرة على التجارة الخارجية للمملكة وتدفعاتها المالية.

شكل 3: ميزان الحساب الجاري للمملكة

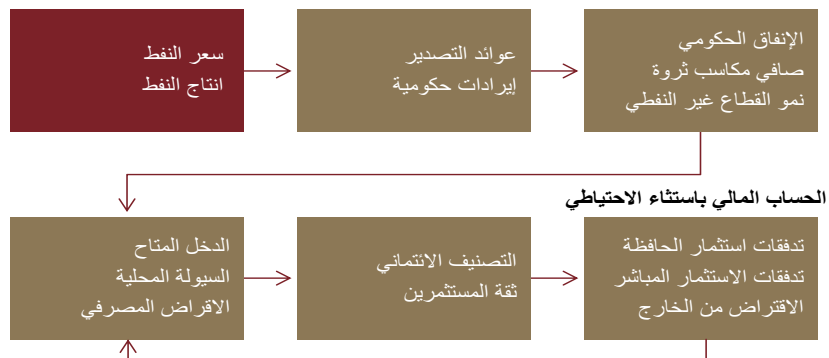


شكل 2: نقاط الضعف الدورية

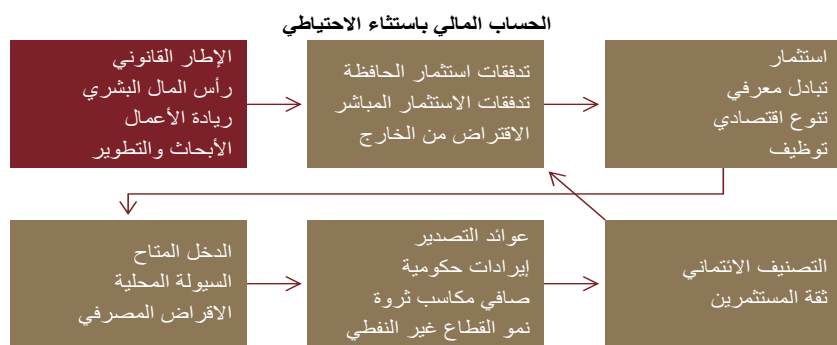




شكل 4-1: نموذج الاستثمار والتجارة التقليدي



شكل 4-2: نموذج الاستثمار والتجارة الجديد



نص مظل 1: هيكل ميزان المدفوعات

ميزان المدفوعات الذي يشمل الحساب الجاري والحساب المالي، هو نظام قيد مزدوج يلخص بطريقة منهجية تعاملات البلد مع بقية دول العالم لفترة زمنية محددة. تشمل تعاملات الحساب الجاري المتاجرة في السلع والخدمات، بالإضافة إلى الدخل والتحويلات مع بقية دول العالم (انظر النص الفرعي 1). تتألف كل معاملة من تلك التعاملات من بيانات دائن ومدين متكافئة، تعكس القيم الاقتصادية المقدمة أو المستلمة مقابل قيم اقتصادية أخرى. على سبيل المثال، فإن تصدير برميل من النفط الخام تقابله إيرادات تصدير يتم تسجيلها كندفق وارد إلى الحساب الجاري. وتعكس تدفقات الحساب المالي التغييرات التي تطرأ على الموجودات الأجنبية أو الالتزامات لأي اقتصاد.

من الناحية النظرية، يجب أن يكون أي عجز في الحساب الجاري مغطى بفائض في الحساب المالي؛ أي أن أي اقتصاد، على أساس صافي، إما أن يسحب من احتياطيه الأجنبي أو يزيد من مديونيته في سنة معينة لسد العجز في الحساب الجاري لنفس تلك السنة. تصنف المعاملات الخاصة بالحساب المالي بشكل أساسي كتدفقات أصول احتياطية تدار من البنك المركزي أو كتدفقات مالية أخرى مستبعد منها الأصول الاحتياطية الحساب المالي (انظر النص الفرعي 1ب). وذلك في شكل استثمارات مباشرة واستثمارات حافظة وقروض وودائع. هذا الهيكل المتناسق لبيانات الإضافة والخصم بين الحساب الجاري والحساب المالي، يجب أن يقود من الناحية النظرية إلى صافي إجمالي قدره صفر. ولكن، في معظم الحالات، يشير الميزان الناتج إلى صافي دائن أو صافي مدين، وهي نتيجة للخطأ والسهو. ويعتمد حجم ذلك الخطأ أو السهو على نوعية ودقة جمع البيانات في اقتصاد ما. والإجراء القياسي المناسب هو وضع بند منفصل لصافي الخطأ والسهو كفرق إحصائي لمعادلة المبالغة في تقييم أو بخس المكونات المسجلة. (انظر صفحة 16 للمزيد من الاحصاءات والتوقعات لميزان المدفوعات بالمملكة)

ميزان المدفوعات هو نظام قيد مزدوج يلخص بطريقة منهجية تعاملات البلد مع بقية دول العالم.

من الناحية النظرية، يجب أن يكون أي عجز في الحساب الجاري مغطى بفائض في الحساب المالي.



يرتبط هيكل ميزان المدفوعات ارتباطاً وثيقاً بمفهوم الأرصدة التي يتم تسجيلها تحت بند وضع الاستثمارات الدولية، والذي هو بيان إحصائي للأرصدة يتم جمعه في تاريخ معين لإبراز قيمة ومكونات مستحقات والتزامات أي اقتصاد في علاقته ببقية العالم. (انظر جزء 2 في صفحة 14)

يرتبط هيكل ميزان المدفوعات ارتباطاً وثيقاً بمفهوم الأرصدة التي يتم تسجيلها تحت بند وضع الاستثمارات الدولية.

1. الحساب الجاري

ظل الحساب الجاري للمملكة على نحو تقليدي تحركه صادرات النفط من جهة، والإنفاق الحكومي من جهة أخرى. بين عامي 2005 و2015، تحققت معظم التدفقات الواردة بفضل إيرادات الصادرات النفطية (77,6 بالمائة)، بينما كانت التدفقات الخارجة تعكس الإنفاق الحكومي لكل سنة مقابلة، والتي كان معظمها في شكل مدفوعات للواردات من سلع وخدمات (83 بالمائة) والتحويلات الخارجية للعاملين (11,6 بالمائة). في هذا الجزء من التقرير، سنحاول توضيح كيف ساهم النموذج التجاري التقليدي للمملكة في إرهاق الحساب الجاري في الماضي. كذلك سنركز على تطور الحساب الجاري على المدى الطويل، على ضوء ما تم الإعلان عنه في رؤية المملكة 2030 وبرنامج التحول الوطني 2020، وسندعم تقديرات تضع في الاعتبار تنفيذ النموذج التجاري الجديد الذي أشرنا إليه في الجزء السابق (أنظر جدول البيانات الرئيسية في صفحة 16).

شهدت المملكة تقلبات شديدة في حسابها الجاري، عكست التآرجح في أسعار النفط (شكل 4)، فخلال ثلاث سنوات فقط، تأرجح الحساب الجاري للمملكة من أعلى مستوى له على الإطلاق عندما حقق فائضاً بقيمة 165 مليار دولار (22,4 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي) عام 2012 إلى تسجيله عجزاً بقيمة 56 مليار دولار (8,8 بالمائة من الناتج الإجمالي) عام 2015. وقد كان لهذا التآرجح تأثير مباشر على السلوك الاستثماري في الاقتصاد المحلي (شكل 5). وقد أدى تذبذب إيرادات الصادرات إلى تأخيرات وإلغاءات مفاجئة للمشاريع والبرامج كان لها تأثير مباشر على ثقة المستثمرين، مما أثر سلباً على استثمارات القطاع الخاص، وسوق الأسهم، والنمو الاقتصادي. ولو أخذنا سلسلة أسعار النفط عام 1998 على سبيل المثال، نجد أن إيرادات الصادرات النفطية هبطت بنسبة 39 بالمائة في أعقاب الأزمة المالية الآسيوية، مما أدى إلى قيام الحكومة بخفض الإنفاق بمقدار 14 بالمائة. ونتيجة لذلك، تباطأ نمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي بشكل حاد من 5,1 بالمائة في عام 1997 إلى 2,6 بالمائة عام 1998. لكن هذه المرة، يتوقع أن يؤدي الإعلان عن رؤية طموحة جداً للسنوات الخمسة عشرة القادمة إلى كسر ذلك النموذج، مما يضع المملكة في مسار تنموي أكثر استدامة وثبات. وقد تضمنت الرؤية مجموعة من الالتزامات لمعالجة نقاط الضعف في التجارة الخارجية، من بينها ترقيّة الصادرات غير النفطية، وجذب الاستثمارات الخارجية المباشرة، وتطوير المحتوى المحلي.

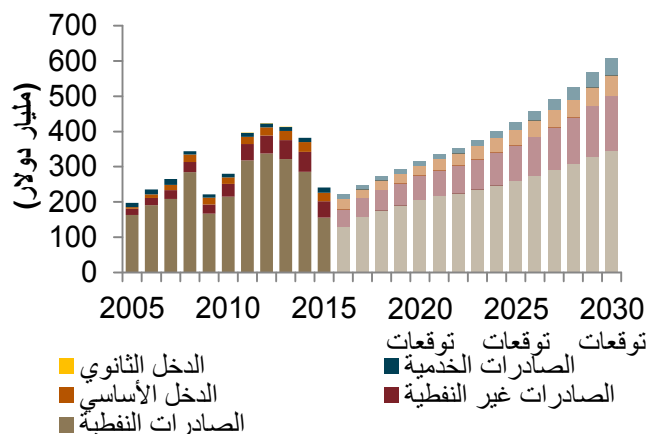
بين عامي 2005 و2015، تحققت معظم التدفقات الواردة بفضل إيرادات الصادرات النفطية (77,6 بالمائة)...

...بينما كانت التدفقات الخارجة تعكس دوماً حجم الإنفاق الحكومي.

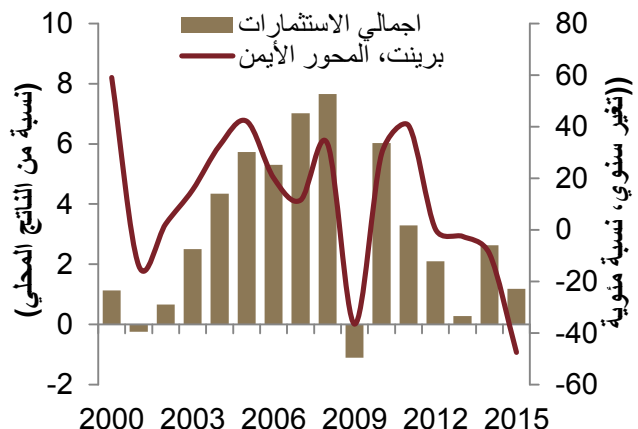
أدى تذبذب إيرادات الصادرات إلى تأخير وإلغاء الكثير من المشاريع والبرامج.

يتوقع أن يؤدي الإعلان عن رؤية طموحة جداً للسنوات الخمسة عشرة القادمة إلى كسر النموذج الاقتصادي التقليدي.

شكل 6: التدفقات الواردة للحساب الجاري



شكل 5: الاستثمار وأسعار النفط





1.1 التدفقات الواردة إلى الحساب الجاري:

تراجع إجمالي التدفقات الواردة إلى الحساب الجاري من 382 مليار دولار عام 2014 إلى 240,7 مليار دولار عام 2015، نتيجة لانخفاض الصادرات النفطية كسبب رئيسي (شكل 6). كذلك، تراجع الدخل من الصادرات غير النفطية بين عامي 2014 و2015، ولكن بشكل أقل حدة، (بلغ متوسطه 21 بالمائة من إجمالي التدفقات للفترة بين 2010 و2015)، نتيجة لتراجع الطلب العالمي والتذبذب في أسواق المال العالمية. في غضون ذلك، كانت صادرات الخدمات (وهي صغيرة وبلغ متوسطها 3,6 بالمائة من إجمالي التدفقات للفترة بين عامي 2010 و2015)، هي مصدر التدفقات الوحيد الذي سجل ارتفاعاً عام 2015. هذه الإيرادات المتحققة من الخدمات تم جمعها بصفة أساسية من أشخاص غير مقيمين أثناء قدومهم للمملكة لزيارة الحرمين الشريفين حيث قُدر في تقرير إخباري غير رسمي بأن العدد السنوي للمعتمرين ارتفع من 3,5 مليون في 2010 ليصل إلى 6 مليون بحلول 2020. ومع ذلك، نتوقع خلال فترة الخمسة عشر عاماً القادمة، أن تساهم العديد من البرامج ومؤشرات الأداء الرئيسية، التي جاءت في كل من الرؤية 2030 وبرنامج التحول الوطني 2020، بدرجة كبيرة في نمو تلك الأنواع من التدفقات، والتي ستقلل من اعتماد المملكة على النفط. كذلك، نعتقد أن نموذج التجارة والاستثمار الجديد الذي أوضحنه مأخوذ مباشرة من برامج الإصلاح تلك.

هبطت إيرادات الصادرات النفطية (71,6 بالمائة من إجمالي إيرادات الصادرات عام 2015) بشدة من 285 مليار دولار عام 2013 إلى 155 مليار دولار عام 2015. جاء هذا الهبوط كنتيجة مباشرة للتخمة المتواصلة في سوق النفط العالمي، والتي أدت إلى تراجع أسعار خام برنت من متوسط 99,4 دولار للبرميل عام 2014 إلى 52,1 دولار للبرميل عام 2015. كذلك، خلال نفس الفترة، تراجعت إيرادات الصادرات غير النفطية (شكلت 21,7 بالمائة من إجمالي إيرادات الصادرات عام 2015) من 57,3 مليار دولار إلى 47 مليار دولار، متأثرة في المقام الأول بانخفاض أسعار البتروكيماويات والبيلاستيك (شكلت 61,8 بالمائة من الصادرات غير النفطية). إضافة إلى ذلك، جاء التراجع في صادرات النفط أكبر، مما أدى إلى انخفاض نسبته من إجمالي صادرات السلع من 83 بالمائة عام 2014 إلى 77 بالمائة عام 2015، وهي أدنى نسبة مسجلة (شكل 7).

بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن يتباطأ تنوع الصادرات، من حيث القيمة، مع الانتعاش التدريجي لأسعار خام برنت، والتي نتوقع أن تصل إلى 105 دولار للبرميل عام 2030. كذلك، سيؤدي التحسن في الطاقة الإنتاجية للتكرير والنفط الخام على حدٍ سواء، إلى تعزيز صادرات النفط خلال الخمسة عشر عاماً القادمة، مما يؤدي إلى ارتفاع إجمالي صادرات النفط من 155,2 مليار دولار عام 2015 إلى 501,9 مليار دولار عام 2030. أيضاً، سيؤدي إجراء إصلاحات جذرية إلى تعزيز الاستثمارات في الصناعات غير النفطية خلال نفس الفترة. وتستهدف الرؤية 2030 جعل المملكة مركزاً تجارياً

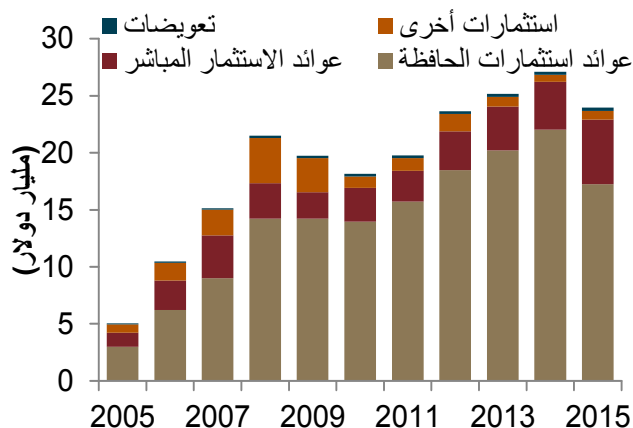
تراجع إجمالي التدفقات الواردة إلى الحساب
الجاري من 382 مليار دولار عام 2014 إلى 240,7
بillion دولار عام 2015...

...نتيجة لانخفاض الصادرات النفطية كسبب
رئيسي.

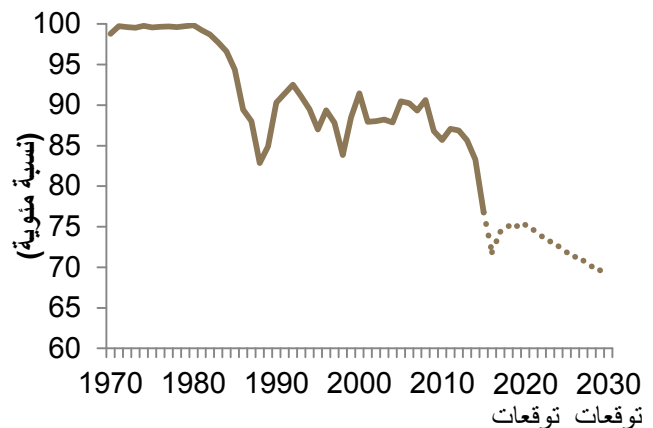
بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن يتباطأ تنوع
الصادرات، مع الانتعاش التدريجي لأسعار خام
برنت.

تستهدف الرؤية 2030 جعل المملكة مركزاً تجارياً
لوجستياً، يحفز تصدير وإعادة تصدير السلع غير
النفطية.

شكل 8: الدخل الأساسي



شكل 7: الصادرات النفطية
(نسبة من إجمالي الصادرات السلعية)





لوجستياً يحفز تصدير وإعادة تصدير السلع غير النفطية، ويدعم الشركات الوطنية في مجالات الصرافة والاتصالات والغذاء والرعاية الصحية وتجارة التجزئة من خلال ترويج منتجاتها في الخارج. كذلك تسعى رؤية 2030 إلى زيادة الصادرات من قِبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتؤكد الخطوة التي اتخذها صندوق الاستثمارات العامة مؤخراً بإنشاء صندوق رأسمال مغامر بقيمة 4 مليار دولار السعي الجاد لخلق فرص للمشاريع الصغيرة والمتوسطة. هذه الخطوات ستساهم في تشجيع خلق بيئة لريادة الأعمال تساعد على تحقيق الابتكارات، مما يؤدي إلى خلق فرص أكبر لتوسيع قاعدة التصدير. في ذات الوقت، سيتواصل نمو الاستثمار في القطاعات الاستراتيجية، كالبتر وكيمياء ويات والتعدين والإمدادات الصناعية، مما يؤدي إلى قاعدة أوسع وأعمق للصادرات غير النفطية.

إلى جانب السلع، واصلت صادرات الخدمات (شكلت 6,7 بالمائة من إجمالي إيرادات الصادرات عام 2015) نموها، حيث ارتفعت من 12,5 مليار دولار عام 2014 إلى 14,5 مليار دولار عام 2015. وتشكل قيمة السلع والخدمات التي يدفعها القادمون إلى المملكة معظم إيرادات تلك الخدمات (70 بالمائة). وتغلب عليها الزيارات إلى الحرمين الشريفين في مكة والمدينة، وتشمل زيارات الحج والعمرة. تهدف رؤية 2030 إلى زيادة العدد السنوي للمعتمرين خلال الخمسة عشر سنة القادمة بخمسة أضعاف ليصل إلى 30 مليون معتمر، مقارنة بـ 6 مليون معتمر عام 2015. هذه الزيادة ستشكل نمواً كبيراً في هذه الشريحة المعينة، حيث تؤدي زيادة عدد المعتمرين إلى زيادة انفاقهم على الخدمات المحلية، كالغذاء والسكن والنقل المحلي. لذا، نتوقع أن يتسارع نمو صادرات الخدمات، لترتفع من 14,5 مليار دولار عام 2015 إلى 48,5 مليار دولار عام 2030 (تعادل 8,8 بالمائة من إجمالي إيرادات الصادرات).

ارتفعت صادرات الخدمات من 12,5 مليار دولار عام 2014 إلى 14,5 مليار دولار عام 2015.

تشكل مدفوعات السلع والخدمات التي يدفعها القادمون إلى المملكة 70 بالمائة من إيرادات الخدمات...

...وتغلب عليها الزيارات إلى الحرمين الشريفين في مكة والمدينة.

جدول 1. مبادرات تطوير المحتوى المحلي

الجهة الحكومية	مبادرات برنامج التحول الوطني التي تستهدف تطوير المحتوى المحلي
وزارة الاقتصاد والتخطيط	تنسيق الجهود لتطوير المنظومة الوطنية للمحتوى المحلي
وزارة التجارة والاستثمار	زيادة مستوى المنتجات والخدمات التنافسية المنتجة محلياً
وزارة الطاقة	زيادة المساهمة المحلية في توفير السلع والخدمات في القطاعات الكبرى
الهيئة الملكية للجيبيل وبنبع	توطين صناعة الطاقة المتجددة بمدينة ينبع الصناعية
	توطين صناعة قطع الغيار للصناعات الأساسية والتحلية بمدينة ينبع الصناعية
	توطين صناعة المطاط بمدينة ينبع الصناعية
	زيادة نسبة المحتوى المحلي
	إعداد وتنفيذ خطة لتوطين مواد البناء والأجهزة
الهيئة العامة للاستثمار	إعداد وتنفيذ خطة متكاملة لتوطين قطاع النقل والخدمات اللوجستية
	إنشاء وتنفيذ خطة لتوطين الخدمات والصناعة في قطاع الصحة
	إيجاد منظومة إدارية متكاملة لتعزيز المحتوى المحلي ووضع التشريعات في القطاعات المستهدفة
وزارة الصحة	توطين صناعة الأدوية
	تطوير وتوطين الفرص الصناعية والخدمية ودعم شركات القطاع الخاص
مدينة الملك عبدالله للطاقة الذرية والمتجددة	توطين المفاعلات النووية المدمجة الصغيرة (تقنية سمارت)
	توطين تقنيات الطاقة المتجددة اللازمة للملكة لدعم قطاعات الطاقة وتحلية المياه
	توطين دورة الوقود النووي في إنتاج اليورانيوم وتحقيق عوائد استثمارية
وزارة الاتصالات	وضع التشريع المناسب لضمان حصول المنشآت المحلية على حصة محددة من عقود تقنية المعلومات الحكومية
	الارتقاء بالأجهزة والتجهيزات اللازمة لتطوير المحتوى المحلي
	الإطار التنظيمي للمحتوى المحلي
مدينة الملك عبدالعزيز للعلوم والتقنية	برنامج إعداد القادة التقنيين لدعم تطوير المحتوى المحلي
	برنامج دعم البحث والتطوير للجامعات والمؤسسات البحثية لتطوير المحتوى المحلي
	توطين ونقل تقنية التعدين والمواد المتقدمة
	توطين ونقل تقنيات الصحة، والطاقة، والمعلومات والاتصالات، والمياه، والنفط والغاز، والنقل



تراجع الدخل الأساسي غير التجاري من 27,1 مليار دولار عام 2014 إلى 24 مليار دولار عام 2015. يسيطر على مصادر الدخل الأساسي التدفقات الواردة من استثمارات الحافظة بالخارج (72 بالمائة)، تليها العائدات من الاستثمارات المباشرة الخارجية الخاصة بالمواطنين السعوديين (24 بالمائة). داخل عائدات استثمارات الحافظة، بلغ دخل الفائدة 10,9 مليار دولار عام 2015، متراجعاً من 13,3 مليار دولار عام 2014. كذلك، سجل الدخل من استثمارات رأس المال وأسهم صناديق الاستثمار تراجعاً من 8,7 مليار دولار عام 2014 إلى 6,3 مليار دولار عام 2015 (شكل 9). هذه التراجعات تعزى إلى انخفاض أكبر مكون في استثمارات الحافظة، وهو احتياطي الموجودات الأجنبية، وكذلك ربما تعود إلى شدة التذبذب في أسواق المال العالمية خلال عام 2015 والتدني العام في أسعار الفائدة عالمياً (انظر [تقرير جديوى للاستثمار بعنوان: سوق الأسهم السعودي عام 2016](#)). ومع ذلك، نتوقع أن تسهم إعادة الهيكلة التي شهدتها مؤخراً صندوق الاستثمارات العامة في إحداث زيادة كبيرة في الدخل من فئة استثمارات رأس المال في الحافظة في المستقبل.

تراجع الدخل الأساسي غير التجاري من 27,1 مليار دولار عام 2014 إلى 24 مليار دولار عام 2015.

نتوقع أن تسهم إعادة الهيكلة التي شهدتها مؤخراً صندوق الاستثمارات العامة في إحداث زيادة كبيرة في الدخل من فئة استثمارات رأس المال في الحافظة في المستقبل.

جدول 2: إيرادات صادرات السلع والخدمات

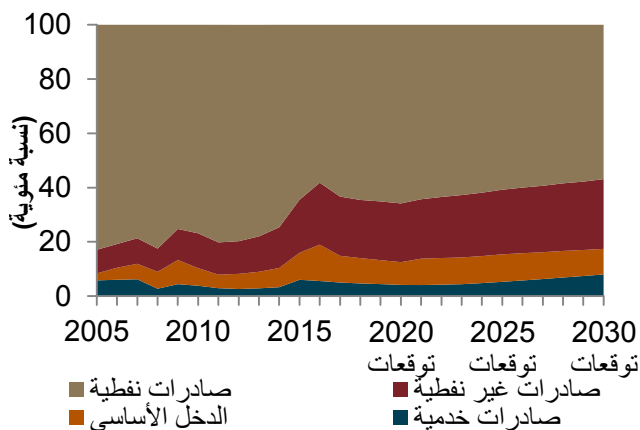
توقعات 2030	2015		توقعات 2030	نسبة من الإجمالي
	بليون دولار	نسبة من الإجمالي		
91,2	502	93,3	202	صادرات السلع
62,8	346	71,6	155	صادرات النفط
28,4	156	21,7	47	الصادرات غير النفطية
8,8	49	6,7	14	صادرات الخدمات
100	1,052	100	419	إجمالي إيرادات الصادرات

أ.1.2 التدفقات الخارجة من الحساب الجاري:

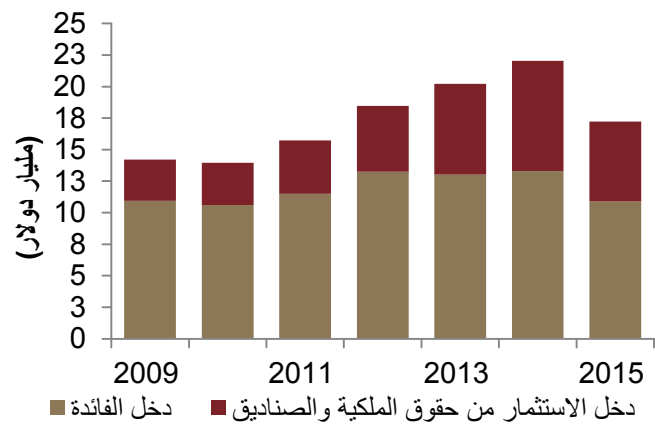
تراجع إجمالي التدفقات الخارجة من الحساب الجاري من أعلى مستوى له على الإطلاق عند 308 مليار دولار عام 2014 إلى 294 مليار دولار عام 2015. وكان المصدر الرئيسي للتدفقات الخارجة خلال عام 2015 هو مدفوعات واردات السلع (52,7 بالمائة)، تليها مدفوعات واردات الخدمات (30,7)، ثم تحويلات العاملين الأجانب (12,9 بالمائة). هناك تطور مثير للاهتمام يعكس الهيكل التقليدي لكيفية عمل الاقتصاد، يتلخص في أن التدفقات الخارجة من الحساب الجاري كانت على الدوام شديدة الارتباط بالإنفاق الحكومي (شكل 11). هذا التطور يوضح مركزية وأهمية الإنفاق الحكومي في

تراجع إجمالي التدفقات الخارجة من الحساب الجاري من أعلى مستوى له على الإطلاق، عند 308 مليار دولار عام 2014 إلى 294 مليار دولار عام 2015.

شكل 10: التدفقات الواردة للحساب الجاري (نسبة من إجمالي التدفقات الواردة)



شكل 9: عوائد استثمارات الحافظة





الاقتصاد، حيث أن مستويات كبيرة من الإنفاق الحكومي، سواء كانت على الأجور أو المشاريع أو التشغيل، تخرج في النهاية بشكل أو آخر من الاقتصاد. ونعتقد أن النموذج الاقتصادي الجديد سيعمل، في المستقبل، على إضعاف العلاقة بين الإنفاق الحكومي والتدفقات الخارجة من الحساب الجاري. وسيتحقق هذا الأمر، كما جاء في رؤية 2030 وكذلك برنامج التحول الوطني 2020، بفضل التركيز الجديد على تطوير المحتوى المحلي في الصناعات الرئيسية، حيث أن تطوير المحتوى المحلي سيؤدي إلى تخفيف الضغط على التدفقات الخارجة من الحساب الجاري وسيؤدي كذلك إلى خلق قيمة مضافة جديدة تنشأ في الاقتصاد المحلي. يتضمن جدول رقم 1 قائمة البرامج التي وضعها برنامج التحول الوطني 2020 حتى الآن، بهدف تطوير المحتوى المحلي. ويجب القول أن الجهود التي تهدف إلى التحرك نحو صناعات ذات قيمة مضافة كبيرة تحتاج إلى طلب مرتفع على واردات السلع والخدمات داخل الصناعة نفسها (أي: تبادل المنتجات المماثلة التي تنتهي لنفس الصناعة). وفي الحقيقة، تدل التجارة في السلع والخدمات داخل نفس الصناعة على نضج الاقتصاد، حيث أن معظم التجارة الثنائية وسط الاقتصادات المتقدمة هي في السلع والخدمات داخل نفس الصناعة.

وتشمل الإصلاحات الأخرى التي جاءت في رؤية 2030 وبرنامج التحول الوطني 2020، والتي ستساعد على إضعاف العلاقة بين الإنفاق الحكومي والتدفقات الخارجة من الحساب الجاري والتي أشرنا إليها أعلاه، زيادة برامج الخصخصة وتنمية الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتحرير سوق رأس المال، كونهم مكونات الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي (انظر القسم 1ب). من ناحية أخرى، سيتم خفض نمو تحويلات العاملين الأجانب بدرجة كبيرة على الأرجح خلال الفترة التي نتحدث عنها. فالإقامة الدائمة للأجانب، واحتمال فرض ضريبة على التحويلات الخارجية للعاملين، واستمرار برامج السعودية، ستعمل جميعها على الحد من نمو التحويلات الخارجية. ونتوقع أن يبلغ إجمالي التدفقات الخارجة من الحساب الجاري 469 مليار دولار عام 2030، ولكنها ستشكل نسبة أصغر من الناتج الإجمالي المحلي تصل إلى 28 بالمائة عام 2030، مقارنة بنسبة 45 بالمائة عام 2015 (شكل 12).

1ب. الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي:

إلى جانب احتياطي الموجودات الأجنبية الرسمية، يعتبر الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي من المصادر المهمة لتمويل التدفقات الخارجة من الحساب الجاري. لقد لعب الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي على الدوام دوراً صغيراً فقط في تمويل التدفقات الخارجة من الحساب الجاري للمملكة، سواء كانت هذه المعاملات المالية في شكل استثمارات حافظة، أو استثمارات أجنبية مباشرة، أو اقتراض خارجي. وفي الواقع، تراجعت المساهمة الإجمالية للحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي في تمويل التدفقات الخارجة من الحساب الجاري خلال السنوات الست الماضية، حيث تحمل احتياطي الموجودات على نحو متزايد عبء تمويل تلك التدفقات الخارجة من الحساب الجاري

التدفقات الخارجة من الحساب الجاري كانت على الدوام شديدة الارتباط بالإنفاق الحكومي.

النموذج الاقتصادي الجديد سيعمل على إضعاف العلاقة بين الإنفاق الحكومي والتدفقات الخارجة من الحساب الجاري.

سيتحقق ذلك بفضل التركيز الجديد على تطوير المحتوى المحلي في الصناعات الرئيسية.

تشمل الإصلاحات الأخرى التي جاءت في رؤية 2030 وبرنامج التحول الوطني 2020 الآتي...

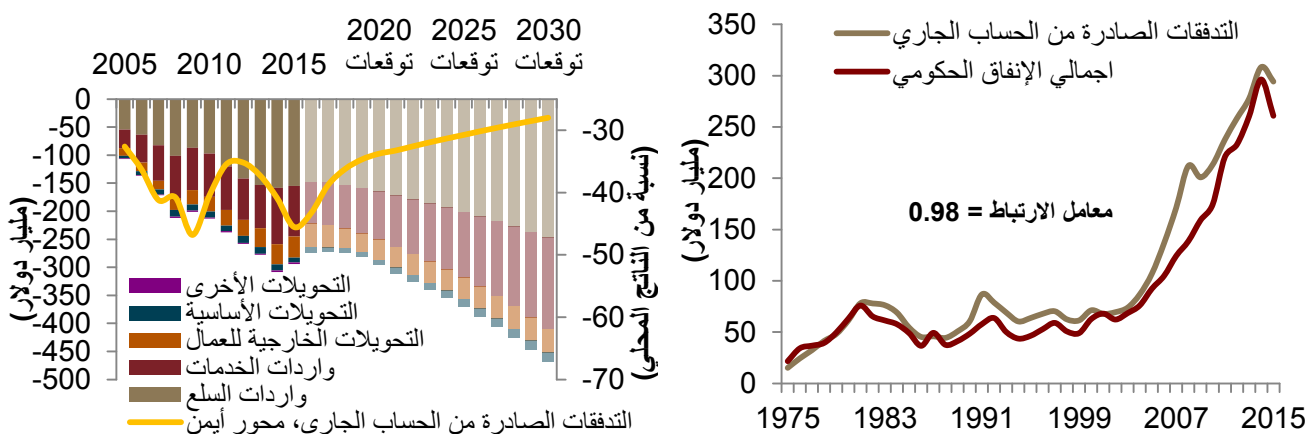
...زيادة برامج الخصخصة...

...وتنمية الاستثمارات الأجنبية المباشرة...

...وتحرير سوق رأس المال...

يعتبر الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي من المصادر المهمة لتمويل التدفقات الخارجة من الحساب الجاري.

شكل 11: الإنفاق الحكومي والتدفقات الخارجة من الحساب الجاري شكل 12: توقعات التدفقات الخارجة من الحساب الجاري





(شكل 13). ولم يقتصر الأمر على ذلك، بل بقي ميزان الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي بصفة مستمرة في خانة العجز، ما يعني أن السحوبات من احتياطي الموجودات الأجنبية تم استخدامها كذلك لتغطية ذلك العجز (شكل 14). وتركزت زيادة قيمة التدفقات الخارجة بين عامي 2013 و2015 بصفة رئيسية في الاستثمارات الخارجة الخاصة بالأوراق المالية والودائع. ونعتقد أن هذا الأمر يعكس إلى حد ما النموذج الاقتصادي التقليدي، حيث أثر انخفاض أسعار النفط سلباً على ثقة المستثمرين، مما أدى إلى سحب أولئك المستثمرين لودائعهم إلى خارج المملكة. إضافة إلى ذلك، رغم تراجع إجمالي تلك التدفقات الخارجة من الحساب المالي على أساس المقارنة السنوية عام 2015، لكن هذا الأمر يعود بالدرجة الأولى إلى انخفاض التدفقات الخارجة للانتماء التجاري، وهو بند تمويل الأشخاص غير المقيمين لاستيراد سلع وخدمات سعودية، وهي نتيجة لانخفاض الطلب على الصادرات السعودية أكثر منه دلالة على نقل المستثمرين لموجوداتهم.

عند النظر إلى نموذج النمو الاقتصادي الجديد للمملكة (أنظر صفحة 3)، نجد أن التدفقات الواردة إلى الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي ستصبح مصدراً أساسياً للمدفوعات المالية التي يحتاجها القطاع الخاص لاستيراد السلع والخدمات. هذه التدفقات الواردة ستحقق بفضل الإصلاحات التي ستجرى على الجوانب الرئيسية المتصلة بإنشاء الأعمال في المملكة، كحقوق الملكية، وقوانين سوق العمل، وإنفاذ العقود... الخ. لقد تطرقت رؤية المملكة 2030 جميع تلك القضايا الشائكة في الإصلاح الهيكلي، وستتسارع تلك الإصلاحات خلال السنوات الخمسة القادمة، خاصة مع تنفيذ برنامج التحول الوطني (جدول 3). وستؤدي تلك الإصلاحات إلى تعزيز الإنتاجية والشفافية وتنافسية القطاع الخاص غير النفطي، مما يقود في النهاية إلى جذب رأس المال الأجنبي.

1.1. التدفقات الواردة إلى الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي:

تراجعت التدفقات الواردة إلى الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي باتجاه المملكة تدريجياً من 44,6 مليار دولار (21,1 بالمائة من التدفقات الخارجة من الحساب الجاري) عام 2008 إلى 12,4 مليار دولار (4,2 بالمائة من التدفقات الخارجة من الحساب الجاري) عام 2015. ويعود معظم ذلك التراجع إلى انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر القادم إلى المملكة، الذي يشكل في العادة الحصة الأكبر من التدفقات الواردة إلى الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي. كذلك، هبطت التدفقات السنوية الواردة من الاستثمار الأجنبي المباشر بدرجة كبيرة خلال نفس الفترة، متراجعة من 39,5 مليار دولار عام 2008 إلى 8,1 مليار دولار عام 2015. ونعتقد أن الإصلاحات التي جرت في نهاية العقد الماضي ساعدت على جذب الاستثمار الأجنبي إلى داخل المملكة، لكن التطور الكبير في تسهيل إنشاء الأعمال في مناطق أخرى من العالم، مترافقاً مع بطء الإصلاحات في المملكة، وتذبذب الأسواق المالية العالمية، والاضطرابات في المنطقة، أدى إلى جعل الاستثمار الأجنبي المباشر يجد ملاذاً أكثر أمناً. وفقاً لمسح

تراجعت المساهمة الإجمالية للحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي في تمويل التدفقات الخارجة من الحساب الجاري خلال السنوات الست الماضية...

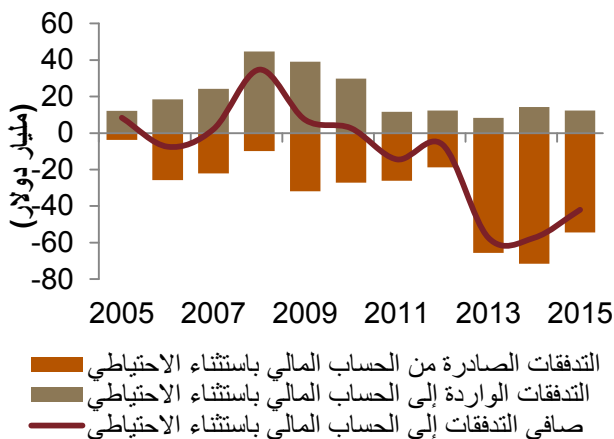
...حيث بقي ميزان الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي في خانة العجز منذ عام 2011.

نعتقد أن التدفقات الواردة إلى الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي ستصبح مصدراً أساسياً للمدفوعات المالية التي يحتاجها القطاع الخاص لاستيراد السلع والخدمات.

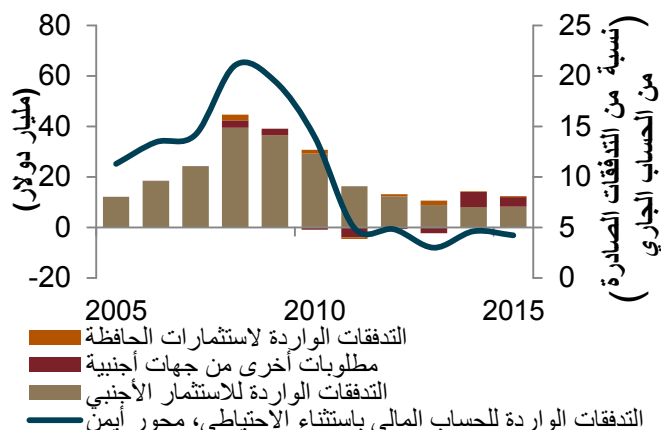
تراجعت التدفقات الواردة إلى الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي من 44,6 مليار دولار عام 2008 إلى 12,4 مليار دولار عام 2015...

...ويعود ذلك بالدرجة الأولى إلى انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر القادم إلى المملكة.

شكل 14: ميزان الحساب المالي باستثناء الاحتياطي



شكل 13: التدفقات الواردة للحساب المالي باستثناء الاحتياطي





ممارسة أنشطة الأعمال الذي يجريه البنك الدولي، تراجع مؤشر المسافة من أفضل مستويات الأداء بالنسبة للمملكة من 68,2 عام 2010 إلى 62,7 عام 2015، وجاء ترتيبها رقم 84 من أصل 189 دولة. من ناحية أخرى، بينما سجلت الإمارات العربية المتحدة تحسناً في مؤشر المسافة من أفضل مستويات الأداء لديها والذي وصل إلى 74,3 عام 2015 بعد أن كان عند 71,6 عام 2010. بالنظر إلى المستقبل، نعتقد أن الإصلاحات المرتقبة المتضمنة في كل من رؤية المملكة 2030 وبرنامج التحول الوطني ستساعد على جذب تدفقات كبيرة من مصادر مالية غير الاحتياطي خلال فترة الخمسة عشر سنة القادمة. وعليه، نتوقع أن ترتفع التدفقات الواردة من مصادر مالية غير الاحتياطي إلى 78,6 مليار دولار (16,7 بالمائة من التدفقات الواردة إلى الحساب الجاري) بحلول عام 2030.

لقد وضع برنامج التحول الوطني هدفاً معيناً للاستثمار الأجنبي المباشر هو 18,7 مليار دولار بحلول عام 2020، بينما تستهدف الرؤية 2030 جعل الاستثمار المباشر يشكل 5,7 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي بحلول عام 2030. وهو يعادل في تقديرنا نحو 95,6 مليار دولار. كذلك، يسعى برنامج التحول الوطني إلى تحسين ترتيب المملكة في مؤشر سهولة إنشاء الأعمال من المركز 82 عام 2016 إلى المركز 20 بحلول عام 2020. وفقاً لتقديراتنا، نتوقع تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى المملكة من 8,1 مليار دولار عام 2015 إلى 4,9 مليار دولار عام 2016، بسبب ضعف ثقة المستثمرين وكذلك التباطؤ العام في النشاط الاقتصادي خلال العام. ولكن، يُنتظر أن ينتعش الاستثمار الأجنبي ابتداءً من عام 2017، تماشياً مع التسارع المرتقب في وتيرة تنفيذ الإصلاحات. فمجلس الوزراء أجاز مؤخراً تملك المستثمر الأجنبي لنسبة 100 بالمائة من المشاريع في قطاع تجارة الجملة والتجزئة، وهذه ربما تكون واحدة من الخطوات العديدة المنتظرة التي تتيح زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى المملكة. كذلك، وضع برنامج التحول الوطني مؤشرات الأداء الرئيسية للهيئة العامة للاستثمار، منها تخفيض عدد الأيام اللازمة لإصدار تأشيرة عمل للأجنبي من 30 يوم إلى 10 أيام، وكذلك تخفيض عدد الأيام المطلوبة لإصدار تصريح لإنشاء عمل من 19 يوم إلى يوم واحد. هذه الخطوة ستساعد على تبسيط الإجراءات للاستثمار الأجنبي المباشر، وستستخدم بصورة مباشرة أحد المرتكزات الرئيسية للرؤية؛ جعل المملكة قوة استثمارية. ونتوقع أن تبلغ قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر نحو 14,8 مليار دولار عام 2020، قبل أن ترتفع سريعاً بفضل زيادة الثقة في النموذج الاقتصادي الجديد، لتصل إلى 76,6 مليار دولار عام 2030 (شكل 16).

وفقاً لمسح ممارسة أنشطة الأعمال، تراجع مؤشر المسافة من أفضل مستويات الأداء بالنسبة للمملكة من 68,2 عام 2010 إلى 62,7 عام 2015.

نتوقع أن ترتفع التدفقات الواردة من مصادر غير الاحتياطي إلى 78,6 مليار دولار (16,7 بالمائة من التدفقات الواردة إلى الحساب الجاري) بحلول عام 2030.

نتوقع تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى المملكة عام 2016، بسبب ضعف ثقة المستثمرين كسبب رئيسي...

...ويُنتظر أن ينتعش هذا الاستثمار ابتداءً من عام 2017...

...ثم يتسارع ليصل إلى 76,6 مليار دولار عام 2030.

جدول 3. مبادرات جذب رأس المال الأجنبي

الجهة الحكومية	مبادرات برنامج التحول الوطني التي تستهدف جذب رأس المال الأجنبي
الهيئة العامة للاستثمار	إنشاء وتفعيل مراكز خدمة موحدة نموذجية للمستثمرين تفعيل الترخيص الموحد للمستثمرين الأجانب تنفيذ خطة الاستثمار الوطني
وزارة العدل	إشراك القطاع الخاص في أعمال التوثيق إشراك القطاع الخاص في الأعمال المساندة لتشريعات التنفيذ إنشاء مراكز الخدمة الشاملة تعديل النظام الخاص بالتسجيل العيني للعقار تفعيل منظومة مكاتب المصالحة رقمنة أرشيف الممتلكات العقارية
وزارة التجارة والاستثمار	إطلاق 3 فروع للمركز السعودي للتحكيم التجاري إطلاق البرنامج الوطني لمكافحة التستر التجاري إنشاء الهيئة السعودية للملكية الفكرية دعم احتياجات الأعمال التجارية من خلال تمكين السياسات والقوانين
وزارة العمل والتنمية الاجتماعية	تطوير هيئات تسوية الخلافات العمالية تطوير وتطبيق الفحص المهني للتخصصات التقنية والفنية المساعدة التأهيل المهني لطلاب التعليم العام بناء القدرات في كليات التدريب المهني



لم تشهد التدفقات الواردة من استثمارات الحافظة (تشكل 2,8 بالمائة من التدفقات الواردة مستبعد منها الاحتياطي عام 2015) تحسناً ملحوظاً رغم التشريعات الجيدة التي سمحت بالمزيد من المشاركة في سوق الأسهم، من خلال قانون المستثمرين الأجانب المؤهلين الذي صدر عام 2015 (شكل 17). ونعتقد أن هذا الأمر يعكس النموذج الاقتصادي التقليدي، حيث يبدو أن المستثمرين الأجانب لا يزالوا ينظرون إلى سوق النفط باعتباره المحرك الرئيسي لشراء الأسهم في مؤشر "ناسي" (أنظر تقريرنا الصادر في يونيو 2015 بعنوان: أسعار النفط وسوق الأسهم). ورغم ذلك، نتوقع أن يبقى هذا المصدر التمويلي جزءاً أساسياً من التدفقات الواردة إلى الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي في المستقبل، حيث يُنتظر أن تؤدي زيادة التحسينات فيما يتعلق بمستوى الحوكمة في شركات المساهمة والإدراج المتوقع لمؤشر "ناسي" في مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة، إلى جذب المزيد من المستثمرين الأجانب المؤهلين. كذلك، ستؤدي الخصخصة الجزئية لشركة أرامكو وطرح جزء من أسهمها في السوق، إلى جذب المستثمرين الأجانب، مما يعزز التدفقات الواردة إلى استثمارات الحافظة.

كذلك، يُرجح زيادة التدفقات الواردة إلى أدوات الدين خلال الفترة التي تغطيها التقديرات، حيث نتوقع أن تلجأ الحكومة إلى إصدار سندات دين دولية لتفادي إضعاف السيولة في النظام المصرفي المحلي. إضافة إلى ذلك، ربما يعمل إصدار الحكومة لسندات دولية كبدية لإنشاء منحى للعائد القياسي، والذي سيسهم في إقامة سوق للدين في المملكة. كذلك، يجب النظر إلى الجهود لطرق سوق الدين العالمي من قبل القطاعين العام والخاص على حدٍ سواء، باعتبارها بداية لتعزيز العلاقات المالية مع مؤسسات التمويل الدولية، وهو ما سيكون له انعكاسات إيجابية على السيولة والاستقرار المالي للمملكة (أنظر النص المظلل 2).

تشمل التدفقات الواردة الاستثمارية الأخرى (تشكل 2,8 بالمائة من التدفقات الواردة مستبعد منها الاحتياطي) المستحقات لمقيمين أجانب في شكل قروض (69,1 بالمائة)، وعملات وودائع (22,4 بالمائة) وحسابات مدينة أخرى (8,5 بالمائة). وجدير بالذكر، أن القروض من مقيمين أجانب سجلت أكبر زيادة لها عام 2015 (شكل 18). ونعتقد أن هذه الفئة ستبقى كمصدر مهم لتمويل الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي سواء للقطاع العام أو الخاص، خاصة بعد التقدم في تنفيذ خطط الإصلاح الطموحة وانعكاساتها على السجل الائتماني للمملكة.

نص مظلل 2: اعتبارات الاستقرار المالي والسيولة

ربما يشكل ذهاب الحكومة إلى أسواق الدين العالمية خطوة أولى في مسيرة طويلة لزيادة العلاقات المالية للمملكة بأسواق التمويل العالمية. وكان بيان الميزانية للعام 2016 قد تضمن إشارة مختصرة

لم تشهد التدفقات الواردة من استثمارات الحافظة تحسناً ملحوظاً عام 2015، رغم التشريعات الجيدة لصالح المستثمرين الأجانب المؤهلين...

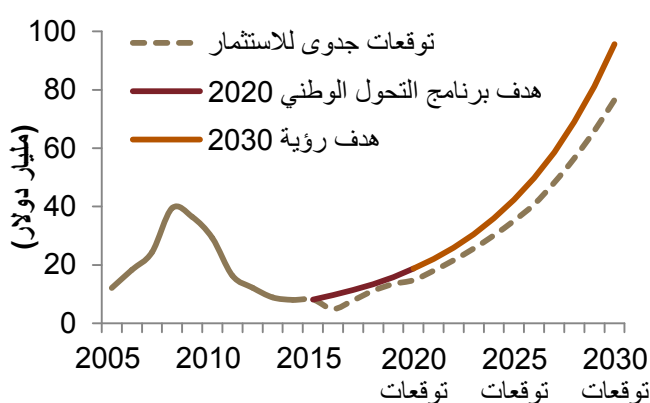
...حيث لا يزال المستثمرين الأجانب ينظرون إلى سوق النفط باعتباره المحرك الرئيسي لشراء الأسهم في مؤشر "ناسي".

يُرجح زيادة التدفقات الواردة إلى أدوات الدين خلال الفترة التي تغطيها التقديرات.

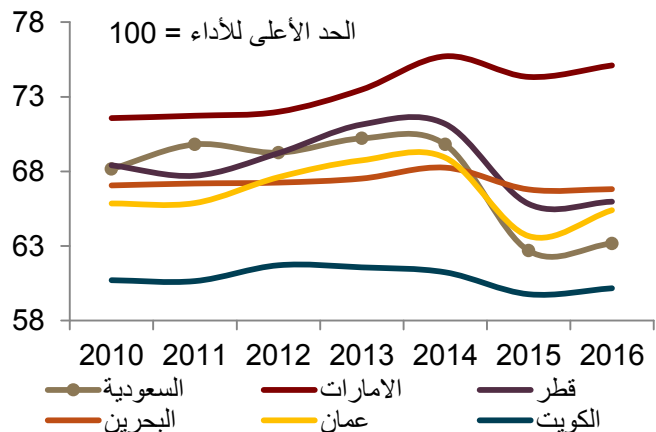
سجلت القروض من مقيمين أجانب أكبر زيادة لها عام 2015.

ونعتقد أن هذه الفئة ستصبح مصدراً مهماً لتمويل الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي في السنوات القادمة.

شكل 16: التدفقات الواردة من الاستثمار الأجنبي المباشر



شكل 15: سهولة ممارسة أنشطة الأعمال (المسافة من أفضل مستوى للأداء)





تتعلق بإنشاء وحدة لإدارة الدين مسؤولة عن تطوير ومراقبة الدين العام واستراتيجية التمويل وتعزيز قدرة المملكة على الاقتراض سواء محلياً أو دولياً. وفي الحقيقة، سيؤدي وضع برنامج للدين العام يتسم بالشفافية والنظام، إلى تخفيف ضغوط السيولة لدى البنوك المحلية، كما سيسهم في إنشاء منحى للعائد القياسي في المملكة على المدى الطويل، مما يتيح للسوق المحلي تسعير إصدارات الدين الجديدة بطريقة سهلة.

منذ إطلاق الحكومة لبرنامجها لبيع السندات محلياً في يونيو 2015، شهدت البنوك استنزافاً سريعاً لأرصدها من السيولة، كما سجلت نسبة القروض - إلى - السيولة أعلى مستوى له في سبع سنوات (شكل 19). وفي حال استمرار ذلك البرنامج لبيع السندات، فربما يؤثر سلباً على القروض المتاحة للقطاع الخاص، وهو ما يتسبب في النهاية في الإضرار بمعدلات النمو في الاقتصاد غير النفطى. لذا، فإن إطلاق برنامج لبيع السندات خارجياً، سيؤدي إلى تخفيف ضغط السيولة على البنوك المحلية بسرعة، وبنح لها بالتالي الاستمرار في تقديم القروض إلى القطاع الخاص.

ومما لا شك فيه، أن إنشاء منحى العائد القياسي سيساعد على تحسين عدد وحجم إصدارات السندات والصكوك المحلية، في المدى الطويل. وحسب تقديراتنا، بلغ إجمالي قيمة السندات والصكوك القائمة للشركات نحو 134 مليار دولار في منتصف عام 2016، تشكل 15,1 بالمائة من إجمالي تمويل الشركات في المملكة (شكل 20). سيساعد توسيع سوق الدين على تنوع مصادر التمويل، وبالتالي توزيع مخاطر ديون الشركات إلى جهات أخرى إضافة إلى البنوك، ما يتيح للبنوك مرونة أكثر في تقليل المخاطر. إضافة إلى ذلك، ستسهم إقامة أسواق راسخة للدخل الثابت في تقليل الضغط على مؤسسات الائتمان المتخصصة، ومن ثم كبح النمو في الاحتياجات التمويلية لتلك المؤسسات من الميزانية السنوية في السنوات القادمة.

1.2. التدفقات الخارجة من الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي:

بلغت التدفقات الخارجة من الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي نحو 38,6 مليار دولار عام 2015، بانخفاض طفيف عن مستواها عام 2014 والتي كانت عند 39,2 مليار دولار. لكن، الانخفاض في التدفقات الخارجة لا يعكس بدقة العوامل الأساسية، حيث جاء معظم ذلك الانخفاض نتيجة لتراجع الائتمان التجاري الذي تم تقديمه للمقيمين الأجانب، وهو يعود بصورة أساسية إلى انخفاض الصادرات السعودية خلال عام 2015. كذلك، زادت التدفقات الخارجة من العملات والودائع من 9,5 مليار دولار عام 2014 إلى 20,6 مليار دولار عام 2015، حيث كانت حالة عدم اليقين التي سبقت الإعلان عن برامج الإصلاح قد بلغت قممها عام 2015. أدى هذا الأمر إلى زيادة نسبة التدفقات الخارجة من الحساب المالي إلى التدفقات الواردة إلى الحساب الجاري من 18,7

سيؤدي وضع برنامج للدين العام إلى تخفيف ضغوط السيولة لدى البنوك المحلية.

منذ يونيو 2015، شهدت البنوك استنزافاً سريعاً لأرصدها من السيولة...

...والذي تصادف مع إطلاق الحكومة لبرنامجها لبيع السندات محلياً.

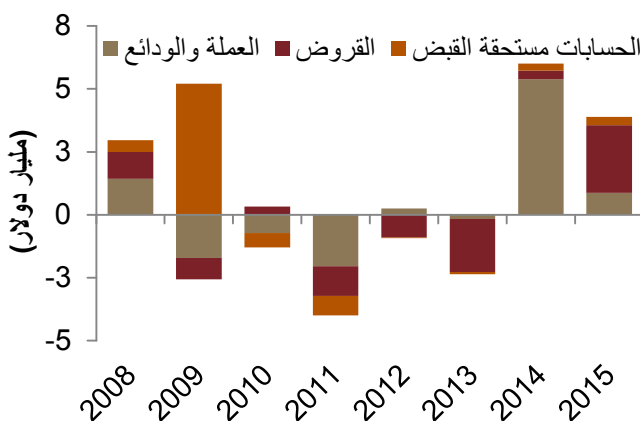
وفقاً لتقديراتنا، بلغ إجمالي قيمة السندات والصكوك القائمة للشركات نحو 134 مليار دولار في منتصف عام 2016...

...تشكل نسبة 15,1 بالمائة من إجمالي تمويل الشركات في المملكة.

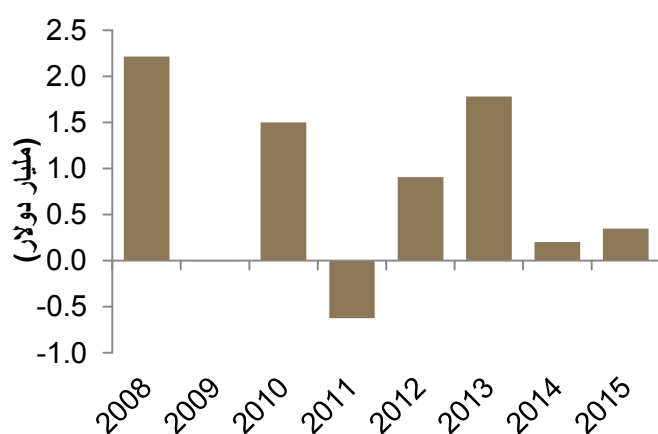
بلغت التدفقات الخارجة من الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي نحو 38,6 مليار دولار عام 2015، بانخفاض طفيف عن مستواها عام 2014.

زادت التدفقات الخارجة من العملات والودائع من 9,5 مليار دولار عام 2014 إلى 20,6 مليار دولار عام 2015.

شكل 18: مستحقات لمقيمين أجانب: تدفقات واردة من استثمارات أخرى



شكل 17: مستحقات لمقيمين أجانب: تدفقات واردة من استثمار الحافظة (أدوات أسهم ودين)





بالمائة عام 2014 إلى 22,6 بالمائة عام 2015، وهي أعلى نسبة يتم تسجيلها على الإطلاق (شكل 21)، ويبدل ذلك على أن المزيد من إيرادات التجارة والدخل تم إعادة استثمارها بالخارج بدلاً عن الاحتفاظ بها في الداخل. وقد كانت هذه الزيادة متوقعة في ظل تزايد الغموض طوال عام 2015. ومع ذلك، كشفت أحدث البيانات الربعية للتدفقات الخارجة للعملاء والودائع تحول صافي التدفقات الخارجة إلى الخانة السلبية خلال الربع الأول من عام 2016، مما يشير إلى أن الارتفاع في التدفقات الخارجة للعملاء والودائع قد استقر.

وفي اعتقادنا أن تنفيذ برامج الإصلاح، بما في ذلك تطوير المحتوى المحلي وترقية الاستثمار، سيؤدي إلى إثناء السكان المحليين عن نقل ودائعهم إلى الخارج. وستقود هذه الإصلاحات مجتمعة إلى تحسن ميزان الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي، مع إمكانية تحقيق فوائض ابتداءً من عام 2028. يستطيع هذا الفائض بكل سهولة تمويل أي عجز غير متوقع في الحساب الجاري، كما سيسهم في تخفيف الضغط على الموجودات الأجنبية (شكل 22). وهنا لا بد من الإشارة إلى أن الوصول إلى فائض في الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي سيأخذ وقتاً طويلاً نتيجة لتسارع نشاط الاستثمار في الخارج، والذي سيقوده على الأرجح صندوق الاستثمارات العامة. وكما ذكرنا سابقاً في الجزء الخاص بالدخل الأساسي من الحساب الجاري، تتضمن رؤية 2030 برنامجاً محدداً لإعادة هيكلة صندوق الاستثمارات العامة، بغرض زيادة حيازته الأجنبية من 5 بالمائة من إجمالي الموجودات مستبعد منها موجودات أرامكو إلى 50 بالمائة بحلول عام 2030، وفي الحقيقة، يستلزم تحقيق ذلك الهدف تدفقات خارجة ضخمة من الحساب المالي خلال الفترة التي تشملها التقديرات.

1.ب3 سياسة سعر الصرف:

في ظل النمو المتوقع في إجمالي نشاط الحساب المالي (من 10,3 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي عام 2015 إلى 16,1 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي عام 2030)، نعتقد أن ربط سعر صرف الريال بالدولار سيظل قائماً. وفي الواقع، سيبقى سعر الصرف الثابت يشكل مرتكزاً للاستقرار، خاصة في فترة يتوقع أن يرتفع فيها نشاط الاستثمار والتمويل لزيادة تطوير المحتوى المحلي وعملية التنوع. يتوقع أن يتراجع احتياطي المملكة من الموجودات الأجنبية إلى مستوى منخفض ليصل إلى 328 مليار دولار (يغطي واردات 14 شهراً) عام 2022، قبل أن يرتفع ليصل إلى 889 مليار دولار (يغطي واردات 26 شهراً) بحلول عام 2030. ولوضع هذه التقديرات في السياق، تقول القاعدة العامة التي تتبعها جميع الدول بضرورة حيازة أي دولة احتياطي نقدي أجنبي يغطي قيمة واردات 6 شهور، وهو احتياطي يقل كثيراً حتى عن أدنى مستوى من النقد الأجنبي متوقع للمملكة. هذه الاحتياطات الضخمة ستساعد على حماية سياسة الربط من أي نشاط مضاربة على المدى الطويل.

سجلت نسبة التدفقات الخارجة من الحساب المالي
إلى التدفقات الواردة إلى الحساب الجاري أعلى
مستوى لها على الإطلاق عام 2015...

...ما يدل على أن المزيد من إيرادات التجارة والدخل
تم إعادة استثمارها بالخارج.

ستؤدي الإصلاحات إلى تحسين ميزان الحساب المالي
المستبعد منه الاحتياطي...

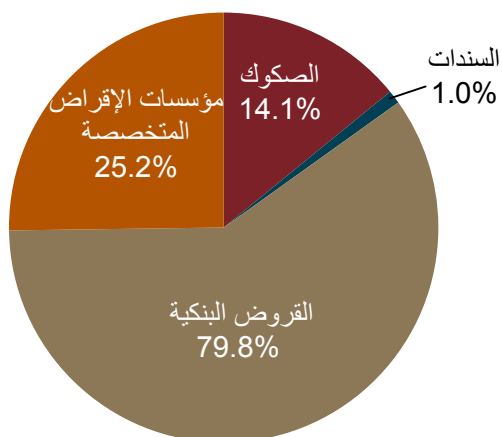
...مع إمكانية تحقيق فوائض ابتداءً من عام 2028.

نعتقد أن سياسة ربط سعر صرف الريال بالدولار
ستظل قائمة.

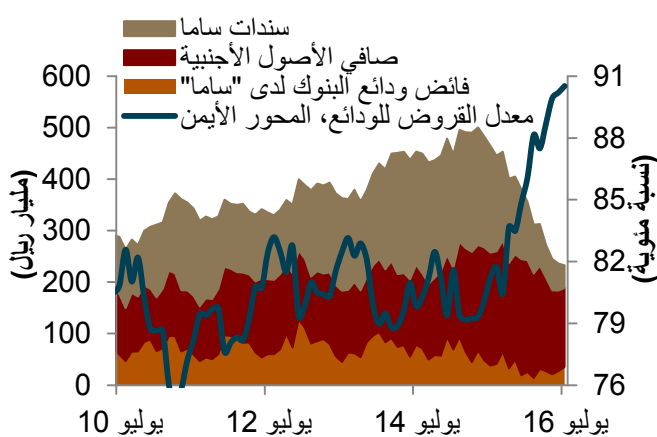
يتوقع أن يتراجع احتياطي المملكة من الموجودات
الأجنبية إلى مستوى منخفض يغطي واردات 14
شهوراً عام 2022...

...قبل أن يرتفع ليغطي واردات 26 شهراً بحلول عام
2030.

شكل 20: تصنيف ديون الشركات في المملكة
(نسبة من إجمالي ديون الشركات كما في يونيو 2016)



شكل 19: تقديرات السيولة البنكية الفائضة





2. الملامح المستقبلية لوضع الاستثمار الدولي للمملكة

وفقاً لبيانات "ساما"، تراجع إجمالي الموجودات الأجنبية للمملكة من 732,4 مليار دولار عام 2014 إلى 616,4 مليار دولار عام 2015، بسبب السحب من احتياطي الموجودات لتمويل العجز في كل من الحساب الجاري، والحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي، والميزانية العامة. من ناحية أخرى، واصل إجمالي الالتزامات الخارجية، (أي: ما يدين به المواطنون السعوديون لكيانات أجنبية)، نموه ليصل إلى 289 مليار دولار عام 2015 بعد أن كان عند 278 مليار دولار عام 2014. وقد أدى تراجع الموجودات من جهة وزيادة الالتزامات من جهة أخرى، إلى تراجع صافي وضع الاستثمار الدولي للمملكة من 792 مليار دولار عام 2014 إلى 703 مليار دولار عام 2015. ولكن، كنسبة مئوية من الناتج الإجمالي المحلي، واصل وضع الاستثمار الدولي نموه خلال عام 2015، ليرتفع إلى أعلى مستوى له على الإطلاق عند 108,9 بالمائة بعد أن كان عند 105 بالمائة عام 2014. وفي اعتقادنا أن هذا النمو يؤكد السجل الائتماني الجيد للمملكة، كما أنه يشكل قوة كبيرة فيما يتصل بخيارات التمويل من الخارج مستقبلاً. لقد تم نشر سلسلة البيانات الخاصة بإحصاءات الاسهم لاستثمار المملكة الدولي لأول مرة في عام 2012 (انظر تقرير جدوى للاستثمار بعنوان: تسارع النمو في الأصول الأجنبية للمملكة). بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن يؤدي تنفيذ المملكة لبرامجها الإصلاحية إلى تراجع وضعها من حيث الاستثمارات الدولية إلى 68,6 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي عام 2020، قبل أن يرتفع مرة أخرى ليصل إلى 77,6 بالمائة عام 2030 (شكل 23).

حالياً يسيطر على إجمالي الموجودات الأجنبية احتياطي الموجودات الأجنبية الذي تملكه "ساما" (62,1 بالمائة)، تليها استثمارات الحافطة (20,4 بالمائة)، ثم استثمارات أخرى (11,1 بالمائة)، وأخيراً الاستثمارات المباشرة في الخارج. وبناءً على افتراضاتنا وتقديراتنا حول ميزان المدفوعات، فإن النمو الأسرع في الموجودات الأجنبية سيأتي من فئة استثمارات الحافطة وفئة "استثمارات أخرى" (شكل 24). وفي تقديرنا أن القيمة الإجمالية لهاتين الفئتين الاستثماريتين سترتفع من 313 مليار دولار عام 2015 إلى 1480 مليار دولار بحلول عام 2030. ونعتقد أن هذا النمو الكبير سيأتي نتيجة للخصخصة الجزئية لشركة أرامكو. ورغم صعوبة وضع تقييم لأرامكو، تشير تقديرات سابقة من عدد من المصادر إلى أن قيمة أرامكو ستكون في حدود 2 إلى 4 تريليون دولار. لذا، نعتقد أنه حتى الخصخصة الجزئية لأرامكو ستتيح لصندوق الاستثمارات العامة الحصول على إيرادات كافية تحقق مثل ذلك النمو في الاستثمار الخارجي.

ويسيطر على إجمالي الالتزامات الأجنبية أرصدة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في المملكة (77,4 بالمائة)، تليها استثمارات أخرى في العملات والقروض والودائع (16,8 بالمائة)، ثم استثمارات الحافطة (5,8 بالمائة). نتوقع ارتفاع الاستثمارات الأجنبية المباشرة من 224 مليار دولار عام 2015 إلى 695

تراجع إجمالي الموجودات الأجنبية للمملكة من 732,4 مليار دولار عام 2014 إلى 616,4 مليار دولار عام 2015...

...بسبب السحب من احتياطي الموجودات لتمويل العجز في كل من:

...الحساب الجاري...

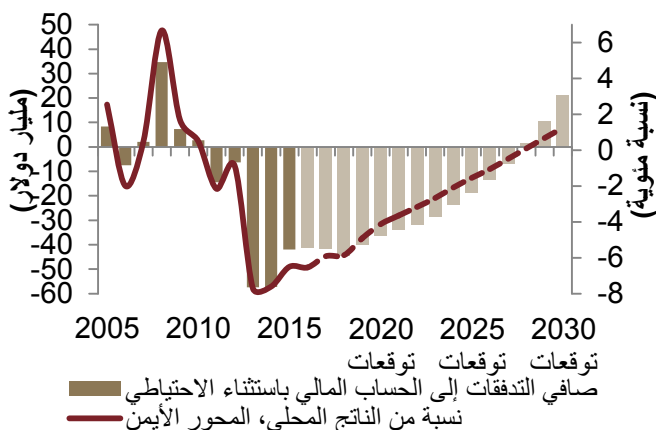
...والحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي...

...والميزانية العامة.

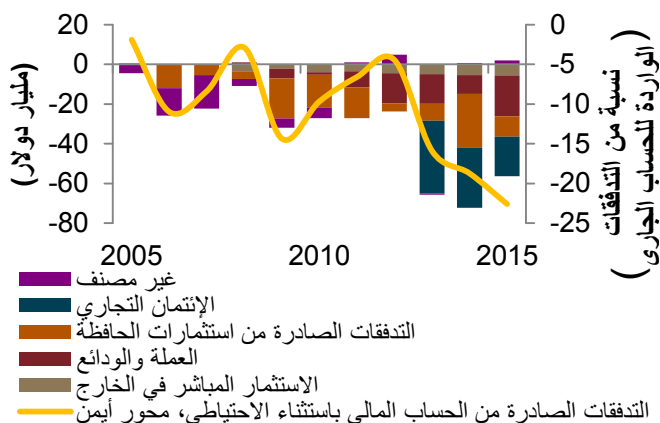
نتوقع أن يأتي النمو الأسرع في تراكم الموجودات الأجنبية من فئة استثمارات الحافطة وفئة "استثمارات أخرى".

يسيطر على إجمالي الالتزامات الأجنبية أرصدة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في المملكة (77,4 بالمائة).

شكل 22: صافي التدفقات الواردة إلى الحساب المالي باستثناء الاحتياطي



شكل 21: التدفقات الصادرة من الحساب المالي باستثناء الاحتياطي





مليار دولار بحلول عام 2030، مع تراجع نسبتها من إجمالي الالتزامات إلى 57,6 بالمائة. ويعود ذلك التراجع إلى أن التدفقات الواردة للحفاظ سترتفع بدرجة كبيرة خلال الفترة التي تغطيها التقديرات من 17 مليار دولار عام 2015 إلى 434 مليار دولار عام 2030. ونفترض أن التدفقات الواردة للحفاظ ستجذب بصورة أساسية نحو الطرح الجزئي لشركة أرامكو، وبسبب التحسينات الرامية إلى تسهيل الدخول في سوق الأسهم (أنظر صفحة 10). ولذلك، فإن نسبة استثمارات الحفاظ يتوقع أن تصل إلى 36 بالمائة من إجمالي الالتزامات بحلول عام 2030 (شكل 25).

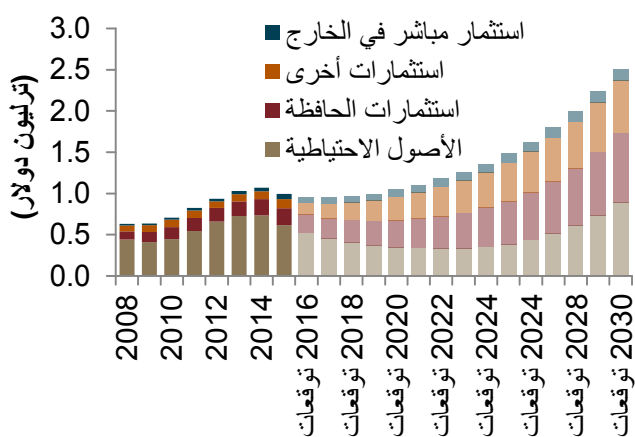
وفي الحقيقة، تعنى قوة وضع الاستثمار الدولي للمملكة (108,9 بالمائة من إجمالي الناتج المحلي عام 2015) أن تنفيذ الإصلاحات المتضمنة في رؤية المملكة 2030 وبرنامج التحول الوطني سيؤدي إلى جذب استثمارات كبيرة إلى داخل المملكة بطريقة مباشرة، سواء كانت في شكل استثمار أجنبي مباشر، أو استثمارات حافظة، أو قروض. ويعتبر التمتع بوضع قوي من حيث الاستثمارات الدولية أمر في غاية الأهمية لاستقرار الاقتصاد الكلي لأي دولة، ونعتقد أن المملكة تتميز بوضع مريح فيما يخص بهذا الموضوع (شكل 26). ويجب أن تتيح هذه الإمكانيات الضخمة الفترة الزمنية اللازمة لتنفيذ الإصلاحات المطلوبة، مما يسمح بأن يتم التحول إلى النموذج الاقتصادي الجديد بطريقة واقعية خلال فترة الخمسة عشر عاماً القادمة.

نتوقع ارتفاع الاستثمارات الأجنبية المباشرة من 224 مليار دولار عام 2015 إلى 695 مليار دولار بحلول عام 2030.

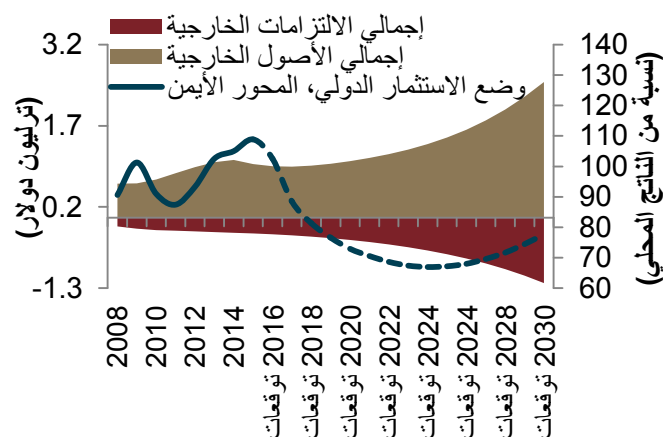
لا تزال المملكة تتمتع بوضع قوي من حيث الاستثمارات الدولية (108,9 بالمائة من إجمالي الناتج المحلي عام 2015)...

...وسيؤدي ذلك إلى جذب استثمارات كبيرة باتجاه المملكة، حالما يتم تنفيذ برامج الإصلاح.

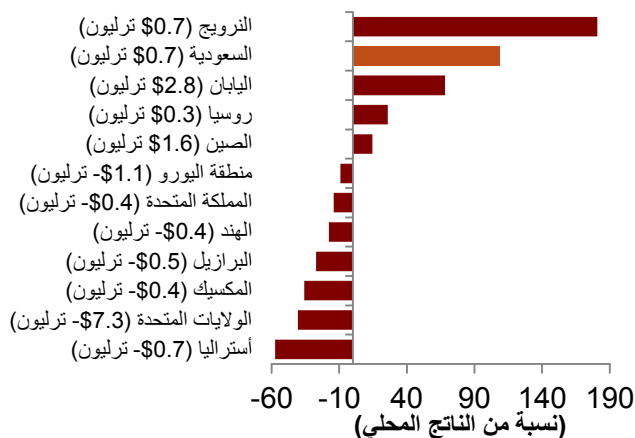
شكل 24: إجمالي الأصول الأجنبية



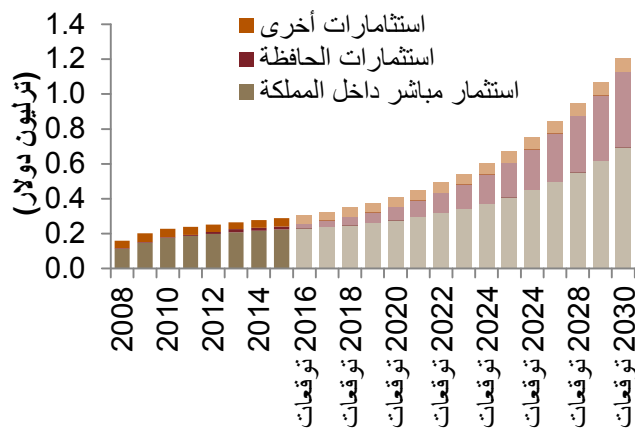
شكل 23: وضع الاستثمار الدولي للمملكة



شكل 25: وضع الاستثمار الدولي حسب البلد في عام 2015



شكل 25: إجمالي الالتزامات الأجنبية



ملحوظة*: 2014 هي آخر بيانات متوفرة عن وضع الاستثمار الأجنبي للهند



2030 توقعات	2025 توقعات	2020 توقعات	2016 توقعات	2015	2014	2013	
							ميزان المدفوعات (مليار دولار ما لم يذكر خلاف ذلك)
253	159	109	31	47	183	222	الميزان التجاري
							السلع
502	361	275	179	202	342	376	صادرات
346	259	207	129	155	285	322	صادرات نفطية
156	101	68	50	47	57	54	صادرات أخرى و إعادة صادرات
248	201	165	147	155	158	153	واردات
-114	-95	-73	-63	-76	-88	-65	صافي الخدمات
49	22	13	12	14	13	12	خدمات مصدرة
-162	-117	-86	-75	-90	-101	-77	خدمات مستوردة
39	30	18	20	16	17	14	صافي الدخل
-44	-41	-39	-44	-41	-39	-36	صافي التحويلات
42	39	36	42	38	36	34	منها: تحويلات العمال
135	52	15	-56	-53	74	135	ميزان الحساب الجاري
8	4	2	-9	-8	10	18	نسبة من الناتج المحلي
21	-19	-36	-41	-42	-57	-57	الحساب المالي المستثنى منه الاحتياطي
-71	-30	-10	0	-3	-3	-4	صافي الاستثمارات المباشرة
5	5	5	5	6	5	5	الاستثمارات المباشرة في الخارج
77	35	15	5	8	8	9	الاستثمارات المباشرة داخل المملكة
17	15	13	13	10	27	7	صافي استثمارات الحافطة
76	47	29	23	10	27	8	في الخارج
59	32	17	10	0	0	2	داخل المملكة
34	33	33	29	35	33	55	استثمارات أخرى
36	36	35	30	39	39	52	في الخارج
2	2	2	1	4	6	-2	داخل المملكة
155	33	-21	-97	-116	7	69	التغيير في الأصول الاحتياطية
-135	-52	-15	56	74	-64	-127	الحساب المالي والرأسمالي، صافي
0	0	0	0	-20	-9	-9	السهو والخطأ، صافي
							أرصدة الاستثمار الدولي
2,509	1,483	1,047	953	993	1,069	1,028	إجمالي الأصول الخارجية
1,207	674	410	305	289	278	265	إجمالي الإلتزامات الخارجية
1,302	810	637	648	703	792	763	وضع الاستثمار الدولي
77.7	67.2	72.9	102.5	108.9	105.0	102.5	نسبة من الناتج المحلي



إخلاء المسؤولية

ما لم يشر 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 للاستثمار.

البيانات المالية الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من الموقع الإلكتروني لرؤية المملكة 2030، البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، وكالة رويترز، شركة بلومبيرغ، شركة تداول، ومن مصادر محلية أخرى، ما لم تتم الإشارة بخلاف ذلك.

لقد بذلت شركة جدوى للاستثمار جهداً كبيراً للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو ادعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مسؤولية قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية 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.