



الاقتصاد السعودي يتكيف مع التغيرات الهيكلية

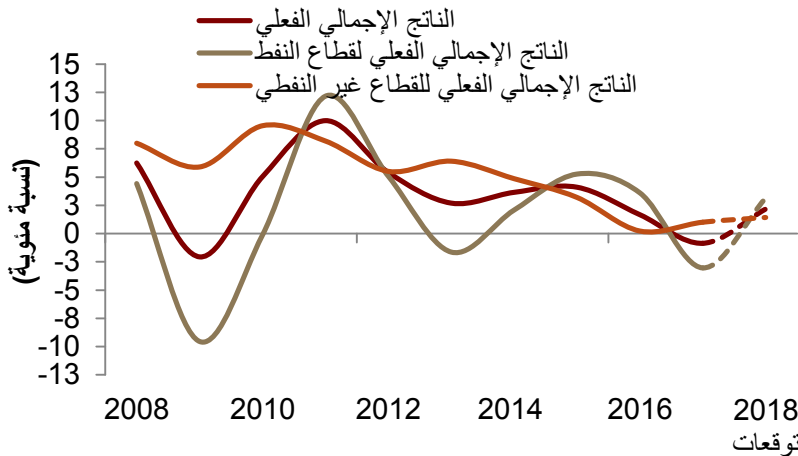
- عدّلنا توقعاتنا بشأن الاقتصاد السعودي، حيث نتوقع الآن نموه بنسبة 2,2 بالمائة عام 2018 (مقارنة بنمو بنسبة 1,5 بالمائة، حسب تقديراتنا السابقة). وستتحقق هذه الزيادة الكبيرة في النمو جزئياً نتيجة لبعض التحسن في قطاع النفط.
- نتوقع أن يبلغ متوسط إنتاج المملكة من النفط الخام 10,3 مليون برميل يومياً عام 2018، مرتفعاً من 10,1 مليون برميل يومياً، وفقاً لتوقعاتنا السابقة. ونتيجة لاستمرار انقطاع امدادات النفط من بعض الدول الأعضاء في أوبك، مثل ليبيا وفنزويلا، إضافة إلى بدء ظهور آثار العقوبات الأمريكية على إيران، نتوقع أن تتولى المملكة تغطية جزء كبير من العجز المتوقع في أسواق النفط في النصف الثاني لعام 2018.
- في جانب القطاع غير النفطي، أبقينا كذلك على توقعاتنا بأن ينمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي بنسبة 1,4 بالمائة (مقارنة بـ 1,0 بالمائة عام 2017). ضمن هذه التوقعات، لا نزال نتوقع نمو القطاع الخاص غير النفطي بنسبة 1,1 بالمائة، مقارنة بـ 0,7 بالمائة عام 2017.
- في الواقع، تشير أحدث بيانات الناتج المحلي الإجمالي الصادرة حديثاً إلى أن الاقتصاد السعودي حقق تحسناً نسبياً، رغم تطبيق إصلاحات اقتصادية هيكلية رئيسية منذ مطلع العام، حيث توسع اقتصاد المملكة بنسبة 1,2 بالمائة في الربع الأول، ونما الناتج المحلي الإجمالي للقطاع الخاص غير النفطي بنسبة 1,1 بالمائة.
- في غضون ذلك، كذلك عدّلنا توقعاتنا لأسعار النفط خلال عام 2018، حيث نتوقع الآن أن يبلغ متوسط سعر صاخر خام برنت 68 دولاراً للبرميل عام 2018، مرتفعاً من 60 دولاراً للبرميل، حسب تقديراتنا السابقة. وسيؤدي تضافر ارتفاع أسعار النفط مع زيادة الإنتاج، إلى ارتفاع الإيرادات النفطية الحكومية إلى 576 مليار ريال عام 2018، مقابل إيرادات بقيمة 492 مليار ريال، حسب تقديرات ميزانية 2018.

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي
كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث
fakturki@jadwa.com

راجا أسد خان
رئيس الأبحاث الاقتصادية
rkhan@jadwa.com

الشكل 1: توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي الفعلي السعودي



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

للإطلاع على أرشيف الأبحاث لشركة جدوى للاستثمار،
وللتسجيل للحصول على الإصدارات المستقبلية يمكنكم الدخول
إلى موقع الشركة:

<http://www.jadwa.com>



- من ناحية أخرى، لن يؤدي تخطي الإيرادات النفطية الفعلية مستوى الإيرادات المقدرة في الميزانية إلى زيادة الإنفاق الحكومي عن المستوى المقرر في الميزانية، لكن بدلاً من ذلك، سيسهم في خفض عجز الميزانية. نتيجة لذلك، الآن نتوقع أن يتراجع عجز الميزانية العامة في المملكة إلى 111 مليار ريال، أو 3,8 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، مقابل 195 مليار ريال، حسب تقديرات ميزانية 2018.

سيتحسن نمو الاقتصاد السعودي في عام 2018، لكن المخاطر تبقى موجودة

عدّلنا توقعاتنا بشأن الاقتصاد السعودي، حيث نتوقع الآن نموه بنسبة 2,2 بالمائة عام 2018 (مقارنة بتراجعته بنسبة 0,9 بالمائة عام 2017)، وستتحقق هذه الزيادة الكبيرة في النمو جزئياً جراء بعض التحسن في قطاع النفط. وبما أن المملكة ستزيد إنتاج النفط (نص مظل 1)، فسيؤثر ذلك إيجاباً على الناتج المحلي الإجمالي لقطاع النفط، مما يؤدي إلى نموه بنسبة 3,2 بالمائة في عام 2018، مقابل تراجعته بنسبة 3,0 بالمائة عام 2017.

عدّلنا توقعاتنا بشأن الاقتصاد السعودي، حيث نتوقع الآن نموه بنسبة 2,2 بالمائة عام 2018.

نص مظل 1: إنتاج المملكة من النفط الخام

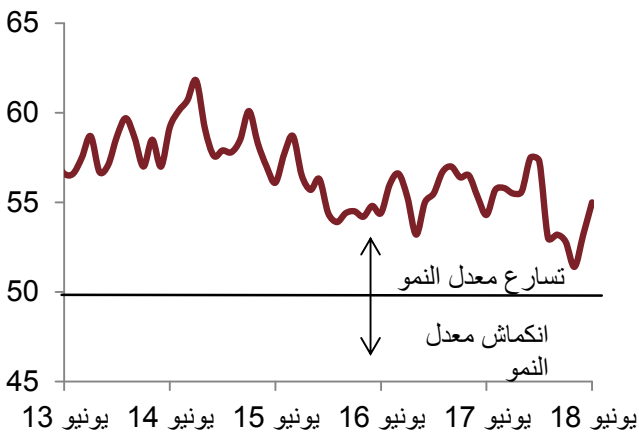
عدّلنا توقعاتنا لإنتاج النفط الخام في المملكة برفعها إلى 10,3 مليون برميل يومياً كمتوسط لعام 2018 ككل، مقارنة بـ 10,1 مليون برميل يومياً، وفقاً لتوقعاتنا السابقة. ورغم أن متوسط إنتاج المملكة بلغ 9,9 مليون برميل في اليوم خلال الفترة من بداية العام وحتى مايو، لكن نتوقع زيادة الإنتاج في أعقاب الاجتماع الذي عقده مؤخراً لجنة مراقبة السوق، وهي لجنة مشتركة بين أوبك وبعض المنتجين المستقلين. وتمخض الاجتماع الذي انعقد في أواخر يونيو، عن الموافقة على زيادة حصة الإنتاج لتلك الدول، بحيث يبلغ إجمالي الإنتاج الإضافي 1 مليون برميل في اليوم. ونتيجة لتراجع الفائض في أسواق النفط، واستمرار انقطاع الإمدادات من أعضاء أوبك، مثل ليبيا وفنزويلا، نتوقع أن تتولى المملكة إنتاج حصة كبيرة من الزيادة المتفق عليها.

وستتحقق هذه الزيادة الكبيرة في النمو جزئياً نتيجة لبعض التحسن في قطاع النفط...

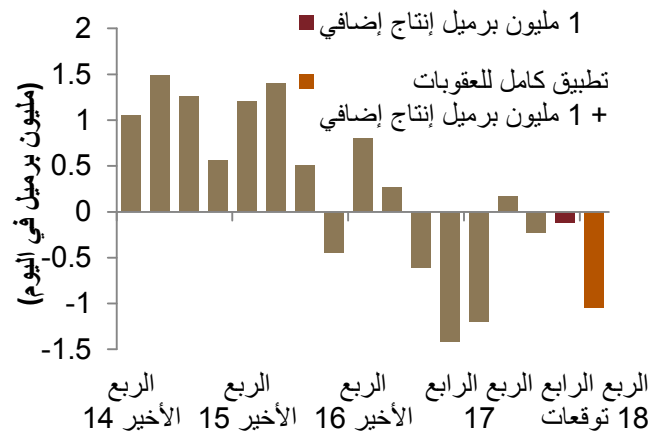
...وبما أن المملكة ستزيد إنتاج النفط، فسيؤثر ذلك إيجاباً على الناتج المحلي الإجمالي لقطاع النفط، مما يؤدي إلى نموه بنسبة 3,2 بالمائة عام 2018.

إضافة إلى ذلك، وفي ظل إعادة فرض الولايات المتحدة مؤخراً العقوبات على النفط الإيراني، وضغطها الشديد على أوروبا واليابان وكوريا الجنوبية لوقف واردات النفط من إيران كلياً بحلول الموعد النهائي للعقوبات في 4 نوفمبر، فهناك احتمال أن يكون النفط الإضافي الذي ستنتجه أوبك وبعض المنتجين المستقلين والبالغ 1 مليون برميل غير كاف لإحداث التوازن في السوق. وتصدر إيران نحو 700 ألف برميل يومياً إلى أوروبا واليابان وكوريا الجنوبية، وهو ما يعادل نحو ثلث إجمالي صادرات إيران من النفط، والتي تبلغ حالياً 2,1 مليون برميل في اليوم. لذا، وبافتراض نجاح الولايات المتحدة في خفض صادرات إيران النفطية إلى تلك الدول المذكورة إلى الصفر، فإن أسواق النفط ستبقى تعاني عجزاً قدره 1 مليون برميل يومياً بحلول الربع الرابع لعام 2018، رغم زيادة الإنتاج بـ 1 مليون برميل يومياً إضافية من قبل أوبك وبعض المنتجين المستقلين، بموجب اتفاق يونيو (شكل 2).

الشكل 3: مؤشر مديري المشتريات غير النفطي سجل مؤخراً بعض الانتعاش



الشكل 2: أسواق النفط ربما تظل تعاني نقصاً، رغم اتفاق أوبك وبعض المنتجين المستقلين على زيادة الإنتاج بـ 1 مليون برميل يومياً





في جانب القطاع غير النفطي، كذلك نبقى على توقعاتنا بأن ينمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي بنسبة 1,4 بالمائة خلال نفس الفترة (مقارنة بـ 1,0 بالمائة عام 2017). ضمن هذه التوقعات، ننتظر أن يرتفع نمو القطاع الخاص غير النفطي إلى 1,1 بالمائة، مقارنة بـ 0,7 بالمائة عام 2017. وكما ذكرنا في تقريرنا بعنوان: [الاقتصاد السعودي في عام 2018](#)، فإن هناك مجموعة عوامل تشمل: تطبيق ضريبة القيمة المضافة، ورسوم المرافقين، والمقابل المالي للعمالة الوافدة، ورفع أسعار الطاقة، ربما تضغط على النمو خلال العام. وفي الحقيقة، حتى اللحظة من العام الجاري، تشير استطلاعات الأعمال، رغم بقائها في الوضع التوسعي، إلى بعض الهشاشة في الاقتصاد الخاص غير النفطي. بلغ متوسط مؤشر مديري المشتريات غير النفطي 53,1 خلال الفترة من بداية العام وحتى يونيو، ورغم تحسنه من أدنى مستوى له خلال تسع سنوات في أبريل، لكن المؤشر يقل بدرجة كبيرة عن متوسط عام 2017 ككل والذي بلغ 56,1 (شكل 3). إضافة إلى ذلك، فإن المؤشرات الأخرى لم تحقق تحسناً كبيراً، فالقروض إلى القطاع الخاص سجلت فقط نمواً ضئيلاً في الآونة الأخيرة، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة أضاف أعباءً على تكلفة التمويل للقطاع الخاص.

نص مظل 2: الناتج المحلي الإجمالي في الربع الأول لعام 2018

تشير البيانات الخاصة بالناتج المحلي الإجمالي الفعلي في الربع الأول للعام 2018، إلى أن الاقتصاد نما بنسبة 1,2 بالمائة، على أساس سنوي. واتساقاً مع توقعاتنا للعام ككل، تحقق النمو في جميع القطاعات الكلية، حيث نما قطاع النفط بنسبة 0,6 بالمائة، بينما سجل القطاع غير النفطي أداءً أفضل، بنموه بنسبة 1,6 بالمائة. وضمن القطاع غير النفطي، نما القطاع الخاص بنسبة 1,1 بالمائة، في حين سجل القطاع الحكومي نمواً قوياً، بلغت نسبته 2,7 بالمائة (شكل 4).

أدت الزيادة الطفيفة في إنتاج النفط الخام، على أساس سنوي، في الربع الأول لعام 2018، إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي لقطاع النفط بنسبة 0,6 بالمائة. وفي جانب القطاع الخاص غير النفطي، تراجع قطاعات "التشييد" و"النقل والاتصالات" و"بيع الجملة والتجزئة"، على أساس سنوي. بنسبة 2,4 بالمائة، و1,6 بالمائة، و0,5 بالمائة على التوالي. في غضون ذلك، سجلت قطاعات "التعدين غير النفطي والمحاجر" و"الصناعة" و"التمويل" أفضل مستويات الأداء، بنموها بنسبة 6,3 بالمائة، و3,3 بالمائة و2,1 بالمائة، على التوالي.

وإجمالاً، فرغم الجهود الكبيرة التي تبذلها الحكومة لتحفيز الاقتصاد، كتطبيق برنامج "حساب المواطن" وزيادة العلاوات لموظفي القطاع العام، فإن توقعاتنا تلك تبقى عرضة للمخاطر، وقد تأتي النتائج الفعلية مختلفة عن توقعاتنا. رغم تراجع مخاطر حدوث انخفاض كبير في أسعار النفط، لكن عامل المخاطرة الرئيسي على الاقتصاد يكمن في الكيفية التي سيكون عليها أدائه في ظل الإصلاحات الاقتصادية الهيكلية التي تم تطبيقها في بداية العام. إضافة إلى ذلك، فإن أي انحراف عن خطة الحكومة لتوزيع الإنفاق الحكومي على مدار العام المالي، بدلاً عن تركيزه على الربع الأخير من العام، ربما يؤثر كذلك على النمو (شكل 5). وكما صرحت وزارة المالية، فإن تبنى طريقة أكثر توازناً في الإنفاق ستساعد على تعزيز النمو الاقتصادي. لذا، فإن

في جانب القطاع غير النفطي، كذلك نبقى على توقعاتنا بأن ينمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي بنسبة 1,4 بالمائة خلال نفس الفترة.

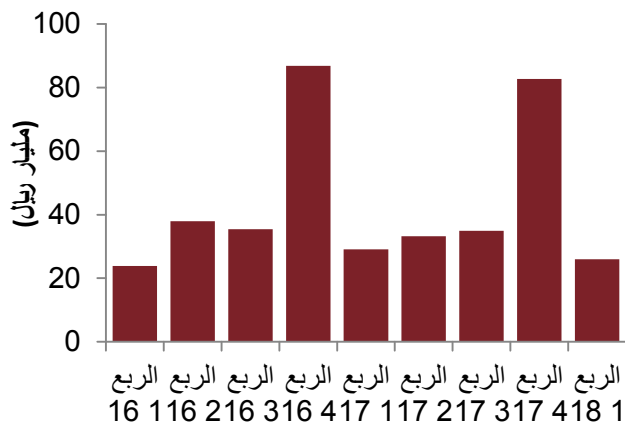
حتى اللحظة من العام، تشير استطلاعات الأعمال، رغم بقائها في الوضع التوسعي، إلى بعض الهشاشة في الاقتصاد الخاص غير النفطي.

تشير البيانات الخاصة بالناتج المحلي الإجمالي الفعلي في الربع الأول للعام 2018، إلى أن الاقتصاد نما بنسبة 1,2 بالمائة، على أساس سنوي.

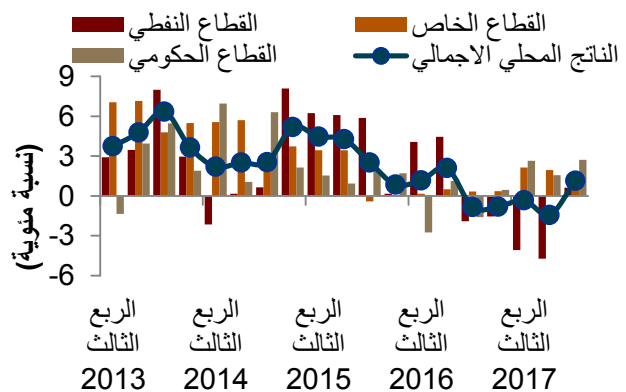
وضمن القطاع غير النفطي، نما القطاع الخاص بنسبة 1,1 بالمائة، في حين سجل القطاع الحكومي نمواً قوياً، بلغت نسبته 2,7 بالمائة.

إجمالاً، فرغم الجهود الكبيرة التي تبذلها الحكومة لتحفيز الاقتصاد، إلا أن توقعاتنا تلك تبقى عرضة للمخاطر.

الشكل 5: توزيع الإنفاق الرأسمالي بطريقة عادلة على مدار العام سيسهم في دعم وتعزيز النمو



الشكل 4: نمو الناتج المحلي الإجمالي الربعي في المملكة





أي تأخير في زيادة الإنفاق الرأسمالي، حيث تم صرف 13 بالمائة فقط من الإنفاق الرأسمالي المقرر بموجب الميزانية في الربع الأول لعام 2018، سيكون له آثار سلبية على نمو الاقتصاد غير النفطي على مدار العام.

التحسن في الإيرادات النفطية سيقلل من العجز المقدّر في الميزانية

ينتظر أن يساعد التحسن في أسعار النفط عام 2018 على زيادة الإيرادات النفطية للحكومة. حالياً تزيد أسعار خام برنت عن 75 دولاراً للبرميل، وبلغ المتوسط من بداية العام وحتى تاريخه نحو 71 دولاراً للبرميل. نتيجة لذلك، عدّلنا توقعاتنا لأسعار النفط في عام 2018، والآن نتوقع أن يبلغ متوسط سعر خام برنت 68 دولاراً للبرميل في عام 2018، مرتفعاً من 60 دولاراً للبرميل، حسب تقديراتنا السابقة.

ووفقاً لتقديراتنا، فإن تضافر ارتفاع سعر صادر الخام السعودي، مع زيادة الإنتاج إلى متوسط 10,3 مليون برميل يومياً، سيؤدي إلى أن يبلغ إجمالي قيمة الصادرات النفطية 223 مليار دولار عام 2018. وباستخدام معدل تحويل تقديري عند 69 بالمائة، فإننا نتوقع ارتفاع الإيرادات النفطية الحكومية إلى 576 مليار ريال، مقابل إيرادات بقيمة 492 مليار ريال حسب تقديرات ميزانية 2018، وإيرادات نفط فعلية بقيمة 436 مليار ريال عام 2017 (شكل 6). وفي اعتقادنا أن تخطي الإيرادات النفطية الفعلية المستوى المقدّر في الميزانية لن يؤدي إلى زيادة الإنفاق الحكومي، بل سيسهم في خفض عجز الميزانية. نتيجة لذلك، الآن نتوقع أن يتراجع عجز الميزانية العامة في المملكة إلى 111 مليار ريال، أو 3,8 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، مقابل 195 مليار ريال، حسب تقديرات ميزانية 2018.

في غضون ذلك، وكما يشير بيان ميزانية الربع الأول من عام 2018، فإن جهود الحكومة لزيادة الإيرادات غير النفطية تعتبر ناجحة حتى الآن، حيث ارتفعت الإيرادات المتحققة من هذه الشريحة بنسبة 63 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الأول لعام 2018. وجاءت معظم تلك الإيرادات من "الضريبة على السلع والخدمات"، والتي تضاعفت ثلاث مرات تقريباً، على أساس سنوي، لتصل إلى 22,6 مليار ريال. ويعود هذا الارتفاع إلى عدد من البرامج التي تم تطبيقها مؤخراً، وتشمل: تطبيق ضريبة القيمة المضافة، والمقابل المالي للعمالة الوافدة، والضريبة الانتقائية (كالضريبة على التبغ والمشروبات الغازية) (المزيد من التفاصيل، يرجى الاطلاع على تقريرنا بعنوان: [بيان أداء الميزانية للربع الأول من عام 2018](#)). ووفقاً لبرنامج التوازن المالي المعدّل، فإن الحكومة تتوقع أن ترتفع "الضريبة على السلع والخدمات" بنسبة 82 بالمائة، على أساس سنوي، لتبلغ 85 مليار ريال في عام 2018 ككل. من هذا المبلغ، يتوقع أن تحقق ضريبة القيمة المضافة 23 مليار ريال، والضريبة الانتقائية 9 مليار ريال، والمقابل المالي للعمالة الوافدة 28 مليار ريال. وفي الحقيقة، يتوقع أن تكون "الضريبة على السلع والخدمات" هي المساهم الرئيسي في نمو الإيرادات غير النفطية عام 2018، حيث تشهد هذه الشريحة أكبر تغيير شامل (شكل 7).

وفي جانب الإنفاق، رغم أن الإيرادات النفطية الحكومية الفعلية يتوقع أن تتخطى مستواها المقدّر في الميزانية، لكننا لا نتوقع أن يترجم ذلك إلى تغييرات كبيرة في الإنفاق الحكومي خلال العام. ونتوقع الالتزام بتقديرات

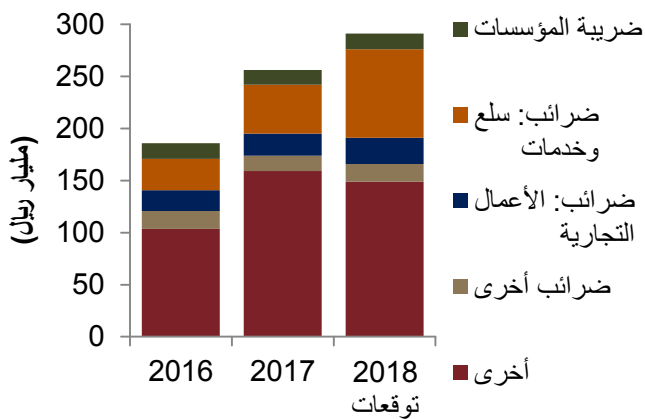
حالياً تزيد أسعار خام برنت عن 75 دولاراً للبرميل، وبلغ المتوسط من بداية العام وحتى تاريخه نحو 71 دولاراً للبرميل.

نتيجة لذلك، عدّلنا توقعاتنا لأسعار النفط في لعا 2018، والآن نتوقع أن يبلغ متوسط سعر خام برنت 68 دولاراً للبرميل في عام 2018، مرتفعاً من 60 دولاراً للبرميل، حسب تقديراتنا السابقة.

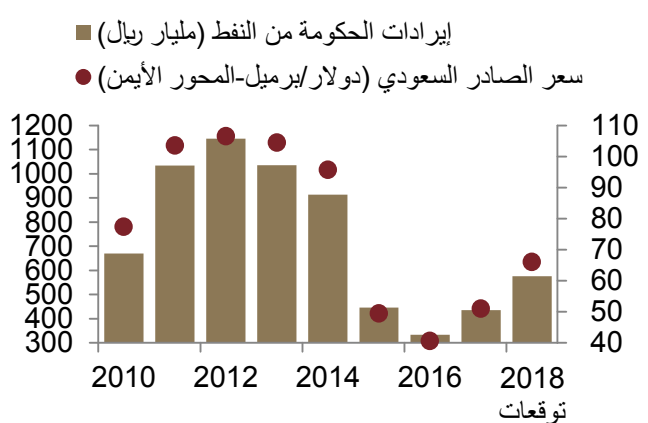
لذا، نتوقع ارتفاع الإيرادات النفطية الحكومية إلى 576 مليار ريال، مقابل إيرادات بقيمة 492 مليار ريال، حسب تقديرات ميزانية 2018.

وفي اعتقادنا أن تخطي الإيرادات النفطية الفعلية المستوى المقدّر في الميزانية لن يؤدي إلى زيادة الإنفاق الحكومي، بل سيسهم في خفض عجز الميزانية...

الشكل 7: الإيرادات غير النفطية يُتوقع أن ترتفع بشدة عام 2018



الشكل 6: صادرات النفط السعودية وإيرادات الحكومة من النفط





الإنفاق المقررة في برنامج التوازن المالي كما هو مخطط، مع تجاوز محدود لحجم الإنفاق الحكومي المقرر في الميزانية والبالغ 978 مليار ريال للعام. وفي الواقع، وعند النظر إلى بيان الميزانية للربع الأول، نجد أنه رغم ارتفاع الإنفاق الجاري بنسبة 24 بالمائة، على أساس سنوي، نتيجة للزيادات في "مكافأة العاملين" و"الدعم الاجتماعي"، لكنه بقي في نطاق 175 مليار ريال في الربع الأول. على هذا النحو، وعلى أساس تناسبي، نتوقع أن يكون الإنفاق الحكومي للعام ككل في حدود المستوى المقرر في الميزانية والذي يبلغ 773 مليار ريال للإنفاق الجاري، كما جاء في بيان موازنة عام 2018.

...نتيجة لذلك، الآن نتوقع أن يتراجع عجز الميزانية العامة في المملكة إلى 111 مليار ريال، أو 3,8 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي...

مع ناحية أخرى، انخفض الإنفاق الرأسمالي، أو "الموجودات غير المالية (رأس المال)"، بنسبة 11 بالمائة، على أساس سنوي، ليصل إلى 26 مليار ريال، في الربع الأول لعام 2018. ووفقاً للميزانية العامة لعام 2018، سيكون إجمالي الإنفاق الرأسمالي 205 مليار ريال، مقارنة بـ 180 مليار ريال لعام 2017. لذلك، يشكل الإنفاق الرأسمالي الفعلي للربع الأول من عام 2018 نحو 13 بالمائة من إجمالي الإنفاق الرأسمالي المقرر في الميزانية.

...مقابل 195 مليار ريال، حسب تقديرات ميزانية 2018.

المزيد من إصدار سندات الدين المحلية والعالمية

بلغ إجمالي الدين الحكومي 443 مليار ريال في نهاية عام 2017، لكنه ارتفع إلى 483 مليار ريال في نهاية الربع الأول لعام 2018. وجاء هذا الارتفاع نتيجة لإصدارات صكوك محلية بحوالي 18 مليار ريال خلال الربع الأول، وإعادة تمويل قرض مجمع قيمته 60 مليار ريال، والذي أدى إلى زيادة التسهيلات الائتمانية الأصلية بنحو 22,5 مليار ريال.

الدين الحكومي الحالي يبلغ 536 مليار...

ومؤخراً، أعلنت الحكومة عن إصدار سندات دولية بقيمة 42 مليار ريال، وكذلك إصدار صكوك محلية إضافية بقيمة 12 مليار ريال. وبإضافة هذا المبلغ إلى إجمالي الدين في الربع الأول لعام 2018، يكون الدين الحكومي قد بلغ 536 مليار ريال. وحسب مكتب إدارة الدين، فإن الباقي من إصدارات الدين لهذا العام سيتم طرحها محلياً على الأرجح. بلغ إجمالي الدين الذي تم إصداره من بداية العام الحالي وحتى يونيو نحو 94 مليار ريال، ونتوقع ألا تتجاوز إصدارات الدين لعام 2018 ككل 117 مليار ريال، حسب بيان الميزانية. لذا، وبناءً على هذا المعدل، نتوقع إصدار سندات محلية إضافية بقيمة 23 مليار ريال خلال الفترة المتبقية من العام، مما يؤدي إلى ارتفاع إجمالي الدين الحكومي إلى 560 مليار ريال في نهاية عام 2018، أو ما يعادل 19 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي (شكل 8).

...ونتوقع إصدار سندات محلية إضافية بقيمة 23 مليار ريال خلال الفترة المتبقية من العام...

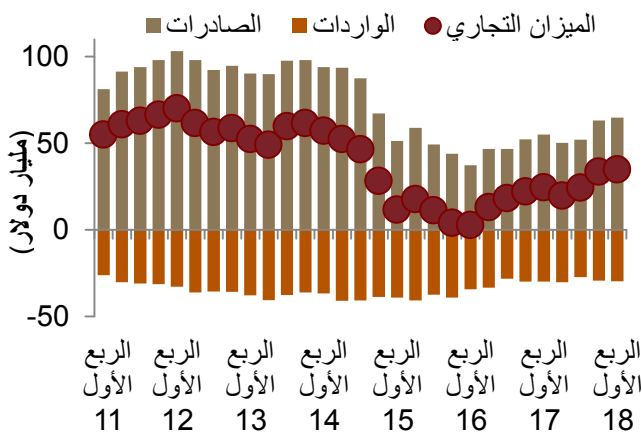
...مما يؤدي إلى ارتفاع إجمالي الدين الحكومي إلى 560 مليار ريال في نهاية عام 2018، أو ما يعادل 19 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي.

الحساب الجاري سيواصل تحسنه عام 2018

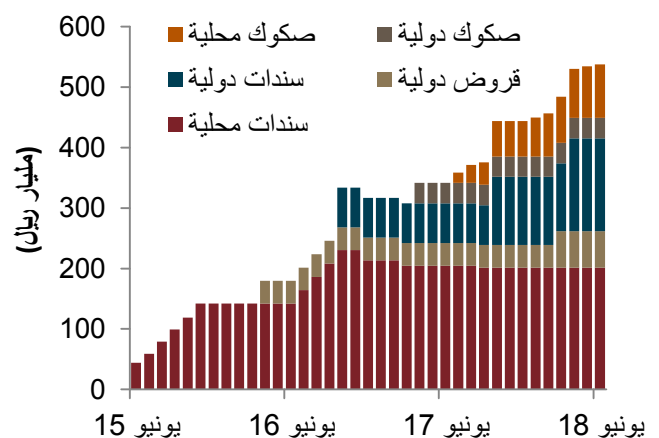
أظهرت البيانات الكاملة لعام 2017، تحوُّل الحساب الجاري إلى خانة الفائض لأول مرة خلال ثلاث سنوات. وقد ساعدت زيادة كبيرة في الميزان التجاري إلى ارتفاع الحساب الجاري إلى إجمالي قدره 15,2 مليار دولار، أو 2,2 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي. ورغم أن المملكة شهدت زيادة في الصادرات النفطية، والتي ارتفعت بنسبة 25 بالمائة، أو بقيمة 33,6 مليار دولار، على أساس سنوي، لكن أيضاً كانت هناك زيادة ملحوظة في

أظهرت البيانات الكاملة لعام 2017، تحوُّل الحساب الجاري إلى خانة الفائض لأول مرة خلال ثلاث سنوات.

الشكل 9: واصل الميزان التجاري تحسنه في الربع الأول لعام 2018



الشكل 8: إجمالي الدين الحكومي يُتوقع أن يصل إلى 559 مليار ريال في نهاية عام 2018 (19 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي)





الصادرات غير النفطية، والتي ارتفعت بنسبة 8 بالمائة، أو بقيمة 3,8 مليار دولار، على أساس سنوي، بفضل زيادة صادرات البتروكيماويات والبلاستيك على حدٍ سواء.

كذلك، استفاد الميزان التجاري من انخفاض قيمة السلع المستوردة، والتي هبطت بنسبة 7 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017، وذلك للعام الثاني على التوالي (شكل 9). ورغم أن فاتورة واردات المملكة تراجعت نتيجة لبطء النمو الاقتصادي مقروناً بتأثيرات ارتفاع قيمة الدولار، لكننا أيضاً نعتقد أن المبادرات التي تضمنها برنامج التوازن المالي ساهمت أيضاً في ذلك التراجع. وعلى وجه الخصوص، يُنتظر أن يساعد مركز كفاءة الإنفاق، ووحدة المشتريات الاستراتيجية، اللذين تم إنشاؤهما حديثاً، على تحقيق مدخرات تراكمية تصل إلى 220 مليار ريال بحلول عام 2023. وفي الواقع، وحسب برنامج التوازن المالي، تم تحقيق مدخرات إجمالية بقيمة 56 مليار ريال خلال عام 2017، ويعود جزء من تلك المدخرات، في اعتقادنا، إلى انخفاض تكلفة الواردات. تشير بيانات هيئة الموائى السعودية، إلى أنه على الرغم من بطء النمو الاقتصادي، بقي حجم الواردات إيجابياً عام 2017، على أساس سنوي، ولكن زيادتها كانت ضئيلة، بنسبة 1 بالمائة فقط، مقارنة بمتوسط زيادة بلغ 8 بالمائة للعام الواحد في السنوات الخمس الماضية (شكل 10).

بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن تبقى قيمة الواردات منخفضة قليلاً خلال عام 2018 ككل. تشير بيانات ميزان المدفوعات للربع الأول من عام 2018، إلى انخفاض إجمالي قيمة الواردات بنسبة 1 بالمائة، على أساس سنوي، ورغم أننا نتوقع بعض الانتعاش في الواردات نتيجة لتكيف الاقتصاد مع الإصلاحات الاقتصادية الهيكلية خلال الفترة المتبقية من العام، لكن نتوقع أن تساعد قوة الدولار (وبالتالي الريال) على تراجع سنوي آخر في قيمة الواردات، ولكن ليس بالضرورة حجمها. إجمالاً، وكما تشير بيانات الربع الأول لعام 2018، ومع تحقيق الميزان التجاري مستويات لم يشهدها منذ الربع الثالث من عام 2014 (شكل 9)، فإن التحسن في الميزان التجاري سيساعد على إبقاء ميزان الحساب الجاري في الخانة الإيجابية، وبناءً على ذلك، نتوقع تحقيق فائض بقيمة 73 مليار دولار عام 2018، أو 9,3 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، مرتفعاً من 2,2 بالمائة عام 2017.

ورغم أن التحسن في إيرادات الصادرات سيكون أحد العوامل الرئيسية التي ستسهم في زيادة احتياطي الموجودات الأجنبية لدى "ساما" خلال العام، لكننا نتوقع أيضاً أن يساعد ارتفاع مستوى التدفقات الواردة من استثمارات الحافظة في تعزيز الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي، وبالتالي دعم احتياطي الموجودات الأجنبية. وفي الواقع، ساهم صافي المشتريات من خلال اتفاقيات مبادلة، ومشتريات المستثمرين الأجانب المؤهلين، في دفع الحساب المالي ليحقق فائضاً بلغت قيمته 9 مليار دولار في الربع الأول لعام 2018، حيث بلغ إجمالي التدفقات الواردة من استثمارات الحافظة 12,4 مليار ريال خلال الربع الأول (شكل 11). بالنظر إلى المستقبل، نتوقع استمرار تلك التدفقات الواردة في المستقبل القريب، خاصة في أعقاب إعلان مؤشر مورقان أستانلي، في يونيو 2018، قراره بإدراج (تداول) في مؤشر الأسواق الناشئة. ونعتقد أن قرار الإدراج سيؤدي إلى استمرار الارتفاعات في التدفقات الواردة من استثمارات الحافظة، خاصة وأن بعض المستثمرين الأجانب

وقد تحقق الفائض بفضل زيادة كبيرة في الصادرات النفطية وغير النفطية على حدٍ سواء...

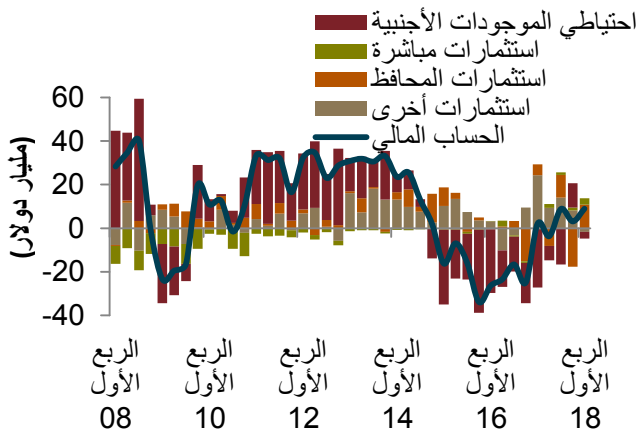
... وكذلك، بسبب انخفاض قيمة الواردات، والتي تراجعت بنسبة 7 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017...

...وتشير بيانات ميزان المدفوعات إلى تواصل ذلك المسار، حيث انخفضت القيمة الإجمالية للواردات بنسبة 1 بالمائة، على أساس سنوي.

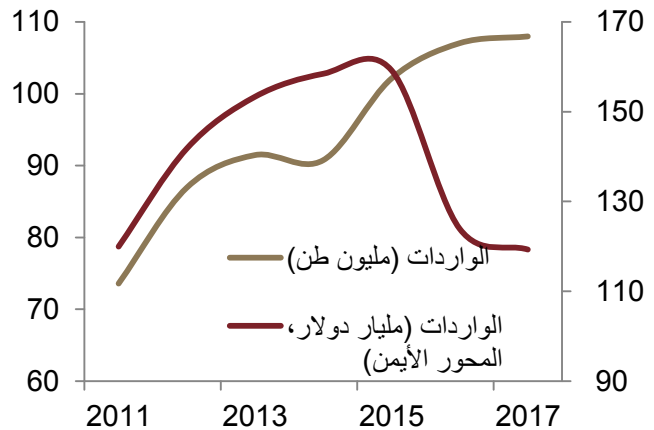
أيضاً نتوقع أن يساعد ارتفاع مستوى التدفقات الواردة من استثمارات الحافظة، على تعزيز الحساب المالي المستبعد منه الاحتياطي...

...خاصة في أعقاب إعلان مؤشر مورقان أستانلي، في يونيو 2018، قراره بإدراج (تداول) في مؤشر الأسواق الناشئة.

الشكل 11: شهد الحساب المالي ارتفاع التدفقات الواردة من استثمارات الحافظة إلى 12,4 مليار دولار في الربع الأول لعام 2018



الشكل 10: ارتفاع حجم الصادرات السعودية، على أساس سنوي، عام 2017، لكن قيمتها تراجعت





المؤهلين، كصناديق التحوط، اتخذوا مراكز ملائمة للاستفادة من التدفقات الداخلة المتوقعة قبل الإدراج الفعلي لسوق الأسهم السعودي في مؤشر الأسواق الناشئة في عام 2019.

إجمالاً، ينتظر أن تسهم جميع تلك العوامل المشار إليها أعلاه، في ارتفاع صافي احتياطي الموجودات الأجنبية بحوالي 40 مليار دولار خلال العام، لتصل قيمته الإجمالية إلى 536 مليار دولار في نهاية عام 2018.

لايزال نمو القروض ضعيفاً، لكن يتوقع بعض الانتعاش

في يونيو 2018، رفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة الأمريكية بـ 25 نقطة أساس، للمرة الثانية خلال العام، مما أدى إلى ارتفاع سعر الفائدة المستهدف إلى 1,75 بالمائة إلى 2 بالمائة. واقتضت "ساما" أثر الاحتياطي الفيدرالي، فقامت بزيادة سعر إعادة الشراء بـ 25 نقطة أساس ليصبح 2,5 بالمائة. كما زادت سعر إعادة الشراء العكسي ليصبح 2 بالمائة.

في أعقاب أحدث رفع لأسعار الفائدة، أعطى الاحتياطي الفيدرالي توقعات متفائلة جداً للاقتصاد الأمريكي، وبالفعل تؤكد المؤشرات الكلية على اتجاهات إيجابية. وتشير أحدث البيانات الفعلية إلى أن الاقتصاد الأمريكي نما في الربع الأول لعام 2018 بنسبة 2,2 بالمائة، مقارنة بنمو بنسبة 2,9 بالمائة في الربع الرابع لعام 2017، وبنسبة 1,2 بالمائة في الربع الأول لعام 2017، كما أن معدل البطالة حالياً عند 4 بالمائة، وهو أدنى معدل في 18 عاماً تقريباً. كذلك، أدى التحسن في أسواق العمل إلى ضغوط على الأسعار، وبلغ التضخم الأساسي نحو 2 بالمائة، منذ بداية العام، ويتوقع أن يرتفع أكثر مع تقدم الولايات المتحدة نحو التوظيف الكامل. وفي ظل هذه الظروف، رفعت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة التقديرات المتوسطة لهذا العام من ثلاث زيادات في أسعار الفائدة إلى أربع. في غضون ذلك، تشير أحدث بيانات الاستطلاع إلى أن توقعات السوق بحدوث أربع زيادات لأسعار الفائدة الأمريكية ليست مؤكدة. حالياً، يتوقع السوق عدم إجراء أي تغيير في أسعار الفائدة الأمريكية في أغسطس، بل يتوقع رفعها بـ 25 نقطة أساس في سبتمبر أو نوفمبر (شكل 12).

ظلت "ساما" ترفع سعر إعادة الشراء العكسي خلال العامين الماضيين، تبعاً للتغيرات في أسعار الفائدة الأمريكية، لكن المملكة شهدت في مارس 2018 رفع سع إعادة الشراء بـ 25 نقطة أساس، وذلك للمرة الأولى منذ عام 2009. لكن، الارتفاع الذي شهده مارس، جاء على غير المألوف، قبل فترة قصيرة من قيام الاحتياطي الفيدرالي برفع أسعار الفائدة الأمريكية، ونعتقد أن هذا الإجراء الوقائي من قبل "ساما" تم اتخاذه نتيجة لتخطي سعر لايبور الأمريكي سعر سايبور في كل من فبراير ومارس. إضافة إلى ذلك، ولمعالجة الفرق السلبي بين سايبور ولايبور، سمحت "ساما" بسحب الودائع الحكومية من البنوك التجارية، بهدف تجفيف السيولة الفائضة في النظام المصرفي، وبالتالي إعادة الفرق بين سايبور ولايبور إلى الخانة الإيجابية نتيجة لذلك، بقيت تكلفة التمويل في المملكة تتحرك باتجاه الأعلى، حيث ارتفع سعر سايبور أجل ثلاثة شهور إلى 2,61 بالمائة في يوليو 2018، مقارنة بـ 1,89 بالمائة في يناير 2018 (شكل 13).

إجمالاً، ينتظر أن تسهم جميع تلك العوامل المشار إليها أعلاه، في ارتفاع احتياطي الموجودات الأجنبية بحوالي 40 مليار دولار خلال العام، لتصل قيمته الإجمالية إلى 536 مليار دولار في نهاية عام 2018.

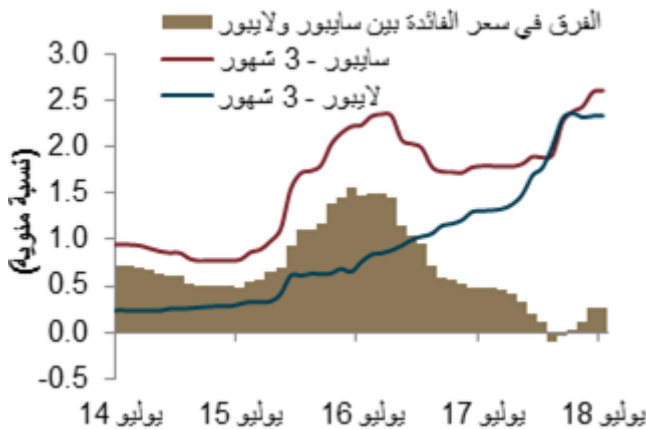
رفعت اللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة الأمريكية، التقديرات المتوسطة لهذا العام من ثلاث زيادات في أسعار الفائدة إلى أربع.

في غضون ذلك، تشير أحدث بيانات الاستطلاع، إلى أن توقعات السوق بحدوث أربع زيادات لأسعار الفائدة الأمريكية، ليست مؤكدة...

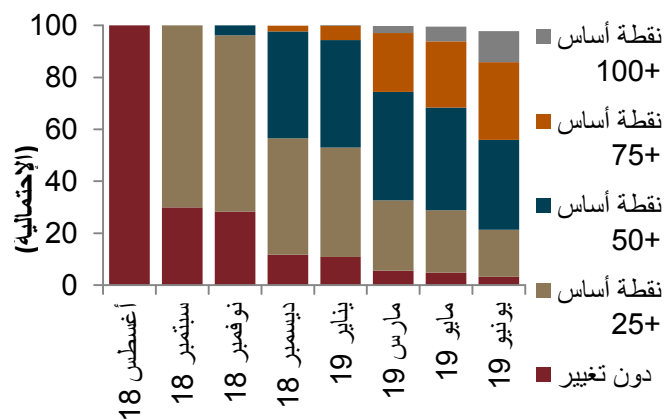
...حالياً، يتوقع السوق عدم إجراء أي تغيير في أسعار الفائدة الأمريكية في أغسطس، بل يتوقع رفعها بـ 25 نقطة أساس في سبتمبر أو نوفمبر.

واضعين في الاعتبار، أن أحدث بيانات استطلاع أمريكية ترجح أن تكون الزيادات في أسعار الفائدة الأمريكية خلال عام 2018 ثلاثة، وليست أربعة...

الشكل 13: تراجع حدة ارتفاع أسعار سايبور مؤخراً، بعد ارتفاعها الحاد في مطلع عام 2018



الشكل 12: تشير بيانات استطلاعية إلى احتمال كبير لزيادة ثالثة في أسعار الفائدة الأمريكية، ولكن ليس رابعة، خلال عام 2018





بالنظر إلى المستقبل، نتوقع استمرار الزيادات في أسعار الفائدة الأمريكية، وكذلك سياسة المملكة لتجفيف السيولة الفائضة في النظام المصرفي بهدف المحافظة على فرق إيجابي بين سايبور ولايبور، مما يؤدي إلى خلق المزيد من الضغوط التي تتسبب في زيادة تكلفة التمويل. من ناحية أخرى، واضعين في الاعتبار أن أحدث بيانات استطلاع أمريكية ترجح أن تكون الزيادات في أسعار الفائدة الأمريكية خلال عام 2018 ثلاثة، وليست أربعة، لذا نتوقع أن يصل سعر الإقراض الأساسي لـ "ساما" إلى 2,75 بالمائة بنهاية العام، مرتفعاً من 2,5 بالمائة في الوقت الحالي.

حتى اللحظة الحالية من عام 2018، لم ينتعش نمو القروض بصورة كبيرة، حيث شهد أبريل ومايو فقط زيادات سنوية متواضعة في القروض المصرفية إلى القطاع الخاص، بنسبة 0,7 بالمائة و 0,4 بالمائة، على التوالي، منذ بداية العام. وإذا ألقينا نظرة فاحصة على تفاصيل القروض المصرفية من حيث آجال الاستحقاق، نلاحظ أنه على الرغم من التراجع، على أساس سنوي، في نمو القروض طويلة الأجل، زاد نمو القروض قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل (شكل 14).

في الفترة القادمة، نتوقع حدوث بعض الارتفاع في القروض، بفضل تحسن الثقة إزاء الأوضاع الاقتصادية بسبب ارتفاع أسعار النفط، ونتيجة لزيادة الصرف من مخصصات الإنفاق الرأسمالي الحكومي. وبمستوى أقل، كذلك نتوقع بعض الزيادة في القروض، نتيجة لتطبيق قرار إلغاء الحظر على قيادة المرأة للسيارة في المملكة. وفقاً لآخر إحصاء سكاني، هناك 9 مليون سيدة في سن القيادة في المملكة. ورغم أن ليس كل هؤلاء السيدات سيخرن قيادة السيارة، بل وفي الواقع سيحصل عدد قليل منهن على رخصة قيادة خلال عام 2018، لكن المؤكد أن إلغاء الحظر سيتيح فرصة جيدة للنمو في قروض السيارات خلال الفترة القادمة. وإجمالاً، نتوقع ارتفاع القروض المصرفية إلى القطاع الخاص بنسبة 1 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2018.

ضغوط تضخمية بسبب ضريبة القيمة المضافة ورفع أسعار الوقود

ارتفعت الأسعار بمتوسط 2,7 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى مايو، نتيجة لتطبيق ضريبة القيمة المضافة وإصلاح أسعار الكهرباء والوقود منذ مطلع هذا العام. ارتفعت الأسعار في فئة "الأغذية والمشروبات" (وزنها 19 بالمائة في سلة مؤشر مستوى المعيشة) بنسبة 5,2 بالمائة، على أساس سنوي، في مايو، ورغم أن الأسعار في فئة "السكن والخدمات" (وزنها 25 بالمائة في سلة مؤشر مستوى المعيشة)، انخفضت بنسبة 0,4 بالمائة، على أساس سنوي، في مايو، لكن الأسعار في أحد فئاتها الفرعية، وهي "الكهرباء والوقود" ارتفعت بنسبة 24,4 بالمائة، على أساس سنوي.

إجمالاً، لا نزال نتوقع أن يكون متوسط التضخم 3,1 بالمائة لعام 2018 ككل، مرتفعاً من -0,3 بالمائة كمتوسط لعام 2017، كما جاء في تقريرنا بعنوان: [تقرير التضخم- يونيو 2018](#).

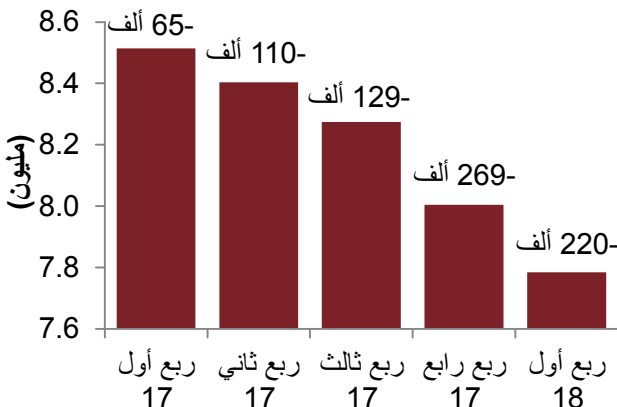
..لذا، نتوقع أن يصل سعر الإقراض الأساسي لـ "ساما" إلى 2,75 بالمائة بنهاية العام، مرتفعاً من 2,5 بالمائة في الوقت الحالي.

حتى اللحظة الحالية من عام 2018، لم ينتعش نمو القروض بصورة كبيرة، حيث شهد أبريل ومايو فقط زيادات سنوية متواضعة في القروض المصرفية إلى القطاع الخاص، بنسبة 0,7 بالمائة و 0,4 بالمائة، على التوالي، منذ بداية العام.

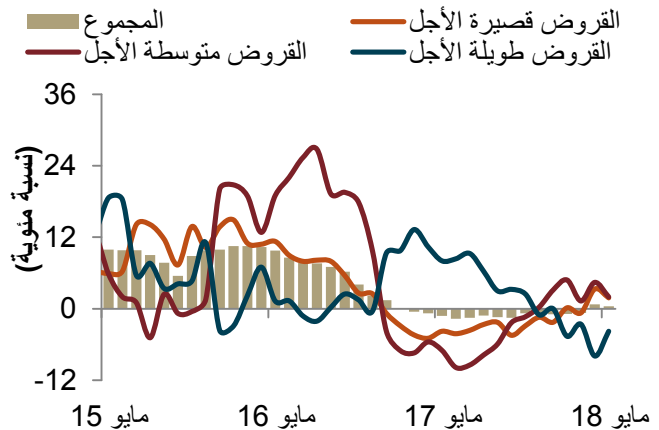
في الفترة القادمة، نتوقع حدوث بعض الارتفاع في القروض، بفضل تحسن الثقة إزاء الأوضاع الاقتصادية بسبب ارتفاع أسعار النفط، ونتيجة لزيادة الصرف من مخصصات الإنفاق الرأسمالي الحكومي.

ارتفعت الأسعار بمتوسط 2,7 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى مايو، نتيجة لتطبيق ضريبة القيمة المضافة وإصلاح أسعار الكهرباء والوقود منذ مطلع هذا العام.

الشكل 15: 796 ألف أجنبي غادروا سوق العمل السعودي منذ بداية عام 2017



الشكل 14: نمو القروض بقي ضعيفاً حتى المرحلة الحالية من عام 2018





المخاطر على توقعاتنا

كما تشير بيانات الناتج المحلي الإجمالي في الربع الأول، لا يزال النمو الاقتصادي قوياً رغم إجراء إصلاحات هيكلية عليه في بداية العام. ورغم اعتقادنا بأن مجموعة الإجراءات التوسعية، التي تم تطبيقها من خلال حزمة تحفيز القطاع الخاص، والدعم الذي يحصل عليه المواطنون عبر برنامج "حساب المواطن" وبدلات ارتفاع تكاليف المعيشة، تعتبر كافية للمحافظة على نمو قوي في القطاع الخاص غير النفطي، لكن تظل هناك مخاطر على توقعاتنا. وبصفة خاصة، وكما ظهر في ضعف أداء قطاع "بيع الجملة والتجزئة" في بيانات الناتج المحلي الإجمالي للربع الأول، فسيبقى الإنفاق الاستهلاكي تحت الضغط نتيجة لعاملين رئيسيين: أولاً، زيادة أعداد المرافقين الأجانب الذين غادروا المملكة إلى بلدانهم قبيل زيادة رسوم المرافقين من 100 ريال للمرافق الواحد إلى 200 ريال للمرافق، ابتداءً من يوليو 2018. ثانياً، في ظل ارتفاع تكلفة التشغيل المتصلة ببدء تطبيق دفع رسوم شهرية مقابل توظيف الأجانب، قررت الكثير من الشركات إعادة تقييم التكاليف والفوائد من توظيف العامل الأجنبي، مما أدى إلى زيادة عدد الأجانب الذين تم الاستغناء عنهم. وفي الواقع، تؤكد بيانات سوق العمل للربع الأول، والتي نشرتها مؤخراً الهيئة العامة للإحصاء، على ذلك الاتجاه، حيث تشير البيانات إلى أن 796 ألف أجنبي غادروا سوق العمل منذ بداية عام 2017 (شكل 15). إن النتيجة النهائية لتطبيق تلك الرسوم على المرافقين الأجانب، ورسوم المقابل المالي للعمالة الوافدة، ستكون هي تناقص عدد الأجانب المقيمين في المملكة، وهو ما سيكون له بلا شك تأثير سلبي إجمالي على حجم الاستهلاك في المملكة، ليس فقط خلال عام 2018، بل كذلك في السنوات القليلة القادمة.

كما تشير بيانات الناتج المحلي الإجمالي في الربع الأول، لا يزال النمو الاقتصادي قوياً رغم إجراء إصلاحات هيكلية عليه...

...لكن تظل هناك مخاطر على توقعاتنا.

وبصفة خاصة، فإن التأثير النهائي لتطبيق الرسوم على المرافقين الأجانب، ورسوم المقابل المالي للعمالة الوافدة، سيكون هو تناقص عدد الأجانب المقيمين في المملكة...

...وهو ما سيكون له، بلا شك، تأثير سلبي إجمالي على حجم الاستهلاك في المملكة.

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 الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من شركة تومسون رويترز، وداتا-ستريم، وهافر أنالتيكس، ومن مصادر إحصائية أخرى، ما لم تتم الإشارة لخلاف 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 إدعاءات 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 خيار أو مشورة لاتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.



البيانات الأساسية

2018 توقعات	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
الناتج الإجمالي الاسمي									
2,944	2,575	2,419	2,454	2,836	2,800	2,760	2,517	1,981	(مليار ريال سعودي)
785	687	645	654	756	747	736	671	528	(مليار دولار أمريكي)
14.3	6.5	-1.4	-13.5	1.3	1.5	9.6	27.1	23.1	(معدل التغير السنوي)
الناتج الإجمالي الفعلي									
(معدل التغير السنوي)									
3.2	-3.0	3.6	5.3	2.1	-1.6	5.1	12.2	-0.1	القطاع النفطي
1.1	0.7	0.1	3.4	5.4	7.0	5.6	8.1	10.5	القطاع الخاص غير النفطي
2.2	1.7	0.6	2.7	3.7	5.1	5.3	8.4	7.4	القطاع الحكومي
2.2	-0.9	1.7	4.1	3.7	2.7	5.4	10.0	5.0	معدل التغير الكلي
المؤشرات النفطية (متوسط)									
68	54	43	52	99	110	112	112	80	خام برنت (دولار/برميل)
66	51	41	49	96	104	106	104	78	سلة الخام السعودي (دولار/برميل)
10.3	10.0	10.4	10.2	9.7	9.6	9.8	9.3	8.2	الإنتاج (مليون برميل/يوم)
مؤشرات الميزانية العامة									
(مليار ريال سعودي)									
867	692	519	616	1,044	1,156	1,247	1,118	742	إيرادات الدولة
978	930	935	999	1,140	994	916	838	654	منصرفات الدولة
-111	-238	-416	-383	-96	162	331	280	88	الفائض/العجز المالي
-3.8	-9.3	-17.2	-15.6	-3.4	5.8	12.0	11.1	4.4	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
560	443	317	142	44	60	99	135	177	الدين العام الإجمالي
19.0	17.2	13.1	5.8	1.6	2.1	3.6	5.4	8.9	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
المؤشرات النقدية (متوسط)									
3.1	-0.8	2.1	1.2	2.2	3.5	2.9	n/a	3.8	التضخم (معدل التغير السنوي)
2.75	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	سعر الإقراض الأساسي لمؤسسة النقد (نسبة مئوية سنوية)
مؤشرات التجارة الخارجية									
(مليار دولار)									
223	170	137	153	285	322	337	318	215	عائد صادرات النفط
275	221	184	204	342	376	388	365	251	عائد إجمالي الصادرات
116	119	128	159	158	153	142	120	97	الواردات
159	102	56	44	184	223	247	245	154	الميزان التجاري
73	15	-24	-57	74	135	165	159	67	ميزان الحساب الجاري
9.3	2.2	-3.7	-8.7	9.8	18.1	22.4	23.6	12.6	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
536	496	536	616	732	726	657	544	445	الاحتياطي الرسمي من الموجودات الأجنبية
المؤشرات الاجتماعية والسكانية									
33.4	32.6	31.7	31.0	30.3	29.6	28.9	28.2	27.4	تعداد السكان (مليون نسمة)
12.5	12.8	12.5	11.5	11.7	11.7	12.1	12.4	11.2	معدل بطالة السعوديين (فوق سن 15، نسبة مئوية)
23,495	21,057	20,318	21,095	24,962	25,223	25,471	23,827	19,261	متوسط دخل الفرد

المصدر: توقعات جدوى للأعوام 2017 و2018. مؤسسة النقد العربي السعودي لأرقام الناتج القومي والمؤشرات النقدية ومؤشرات التجارة الخارجية. وزارة المالية لمؤشرات الميزانية. الهيئة العامة للإحصاء وتقديرات جدوى لأرقام النفط والمؤشرات الاجتماعية والسكانية.