

المملكة العربية السعودية: التوقعات الاقتصادية الكلية الأساسية للفترة 2016-2020

موجز تنفيذي

- واجه الاقتصاد العالمي بداية عاصفة هذا العام. فقد هز أعصاب الكثيرين تباطؤ قطاع التصنيع الصيني والهبوط الشديد لأسواق الأسهم، وضعف العملة، ويتسائل هؤلاء كيف ستهي الحكومة حوافز الإئتمان الكبيرة دون إحداث تأخيرات في سداد الديون ودون حدوث حالات الإفلاس في الاقتصاد برمته. وقد عزز ضعف العملة الصينية من هبوط طلب الصين على مختلف السلع والبضائع الرأسمالية، وأصاب الأسواق الصاعدة بضربات شديدة. وكانت هذه الأسواق تعاني من الضغط نظرا لارتفاع الدولار الأمريكي وارتفاع أسعار الفائدة، ومع هبوط إيرادات التصدير، تشدد السيولة في الكثير من الأسواق الصاعدة، مما يقلل قيمة الاستثمارات الجديدة.
- وعلى الرغم من هذه الكآبة، تواصل الأسواق المتقدمة اتساعها بخطى معقولة. وتواصل لولايات المتحدة والمملكة المتحدة تحقيق أداء جيد بشكل عام، والتوترات الإجتماعية الزائدة لم تعرقل الانتعاش البطيء ولو أنه مستمر في منطقة اليورو. غير أن هذا قد تجاهلته الأسواق المالية بشكل كبير، من مكوث الأسهم والسلع عالية العائد تحت ضغط خاص.
- استمرت أسعار النفط في الهبوط، إذ وصل خام برنت إلى أقل من 28 دولار للبرميل في أواخر يناير. ويبدو أن الأسعار قد فقدت اتصالها بالأساسيات: ومن الواضح أن هناك قدر كبير من العرض، ولكن الأسعار عند هذا المستوى لن تحفز الاستثمار الضروري في الامدادات مستقبلا، خصوصا مواصلة شركات النفط الدولية تأجيل خطط التنمية بمعدل قياسي. ونتوقع أن ينتعش خام برنت بعض الشيء هذا العام، ليصل في المتوسط الى 45 دولار للبرميل، ولو أنه بحلول عام 2017 فقط يحتمل أن تشهد توزانا هاما، مما يسمح لخام برنت أن يرتفع إلى 65 دولارا للبرميل.
- وبالنسبة للمملكة العربية السعودية فمن المقرر أن يكون عام 2016 عاما مليئا بالتحديات. وقد اشتد الموقف المالي كثيرا، ويحتمل حدوث تخفيضات إضافية في الإنفاق الرأسمالي والمشتريات هذا العام. وعلى وجه الخصوص، فإن الدعوم على المرافق والبنزين والغاز قد خفضت جميعها. وهذا أمر نرحب به من وجهة النظر المالية، ولكنه يوفر المزيد من الرياح الرأسية للمستهلكين ورجال الأعمال. ونتيجة لذلك، نتوقع ألا يحدث أي توسع في الإقتصاد غير النفطي هذا العام. وينبغي أن تكون السنوات التالية أقل صعوبة مع ارتفاع أسعار النفط، ومع تخفيف الموقف المالي بشكل ضعيف، ولكن أيام نمو الانفاق برقمين اثنين قد ولت بشكل واضح، وسوف يحتاج الإقتصاد إلى التكيف مع بيئة مختلفة تماما في السنوات القادمة.
- وسوف يستمر تمويل الموازنة في الضغط على الاحتياطات الدولية، ولكن نمو اصدار الديون المحلية - الذي يوجد له مجال واسع وشهية كبيرة - سيساعد على تخفيف معدلات السحب من هذه المصادر. ونتوقع أن تتخفف الضغوط على العملة مع مرور الوقت وأن يستمر الإبقاء على ربط العملة المحلية بالدولار الأمريكي.

مكتب مدير عام الدائرة الاقتصادية

الدائرة الاقتصادية

مجموعة سامبا المالية

صندوق بريد 833، الرياض 11421

المملكة العربية السعودية

ChiefEconomist@samba.com

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

+4420-7659-8200 (London)

الخلفية الاقتصادية العالمية

كانت بداية السنة الجديدة متقلبة، لا سيما بالنسبة للأسواق الصاعدة

سجل النشاط الاقتصادي العالمي والأسواق المالية بداية متقلبة في هذه السنة. وتواصل الأسواق الصاعدة مواجهة الصعاب، وسط مخاوف بشأن تباطؤ أكثر حدة في الصين وفي قدرة السلطات على إزالة الإختلالات التي ظهرت في الاقتصاد بعد سنوات من نمو الإئتمان المفرط. ومع ارتفاع المخاطر، لا نعتقد أن الصين تتجه إلى نزول صعب، وأنها بدلا من ذلك ستبقي على النمو عند حوالي 6-6.5%. ومن شأن ذلك أن يساعد السلع على إيجاد حد أقصى لهبوطها، وأن يحدث استقرار في الأسواق الصاعدة. غير أن هذا سيكون بعيدا بعض الشيء، وبالنسبة للوقت الحالي فإن الأسواق الصاعدة تواجه صعوبات، خصوصا وأن الكثير منها يعترض قطاع الشركات فيه ارتفاع الدولار الأمريكي. ويتدفق رأس المال الى خارج الأسواق الصاعدة، ويترك القليل مما يجب استثماره.

وعلى النقيض من ذلك، فإن أداء معظم الأسواق المتقدمة يسير بدرجة معتدلة بعض الشيء. وبالرغم من ارتفاع التوترات الاجتماعية، يزداد النمو في منطقة اليورو، وترتفع الدخول ومشاعر الثقة في المملكة المتحدة، أما اليابان فهي مستقرة في بيئة تتسم بتعزيز السياسات، أما الاستهلاك المحلي في الولايات المتحدة - والذي مازال يمثل المحرك الرئيسي للنمو العالمي - فهو يظل ثابتا بشكل معقول (حتى إذا كان الاستثمار يواجه صعوبات). غير أن الأسواق المالية تظل متقلبة، مع التكيف لمعدلات الفائدة المرتفعة بشكل ضغطا على أسواق العائد المرتفع وأسواق الأسهم في الولايات المتحدة. وقد أضاف القلق العالمي العام حول الصين والأسواق الصاعدة إلى جو "إبعاد الأخطار"، وعادت سندات الخزنة الأمريكية تحتل مكانة مرموقة مرة أخرى، مع انخفاض العائدات عما كانت عليه عندما جرى رفع المعدلات الأساسية في ديسمبر. وتواجه الأسواق عدم الاستقرار أيضا في منطقة اليورو واليابان، بالرغم من أن لديها الكثير من إجراءات التيسير الكمي المعزز. وسوف يعني ذلك تراجع اليورو والين مقابل الدولار الأمريكي لمدة عام على الأقل.

استمرار انخفاض أسعار النفط مع تأخر "استجابة العرض"

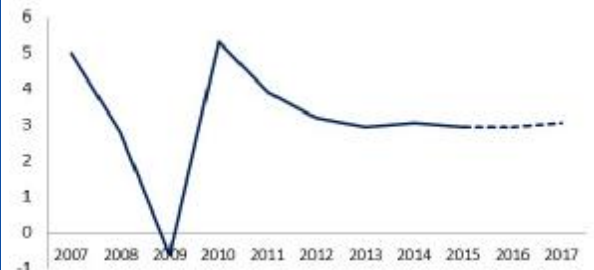
كان من المفترض أن تؤدي أسعار النفط المنخفضة إلى استجابة العرض من جانب المنتجين بخلاف الاوبك، ولكن هذا يحدث ببطء أكثر مما كان متوقعا، واعترضه تزايد العرض من بلدان الاوبك. ونتيجة لذلك، فإن التوقعات بأن تبدأ الأسواق المادية في إعادة التوازن خلال عام 2015، كان ينبغي إعادة التفكير فيها، ولا يتوقع معظم الخبراء حدوث أي تعديل هام حتى وقت متأخر من العام الحالي. وبالنسبة للوقت الحالي، تظل المخزونات مرتفعة بمعدلات تاريخية وتظل الأسعار منخفضة عند أقل مستوى لها في 12 عاما.

ورغم كل ذلك، فإن توقعات الطلب ليست بالغة السوء. فقد حقق الطلب العالمي للنفط انتعاشا صحيا خلال عام 2015، إذ أنه نما بحوالي 1.5 مليون برميل يوميا. وأسعار النفط المنخفضة وانتعاش الأسواق ساعدت على قيادة زيادة في طلب دول منظمة التعاون

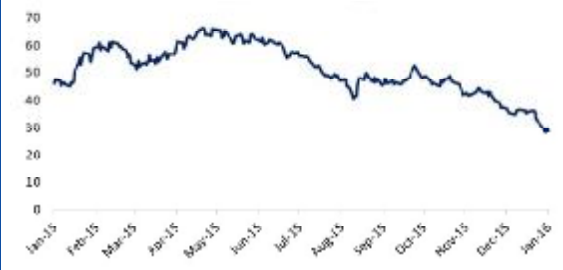
الأفاق الاقتصادية العالمية					
	2017f	2016f	2015f	2014	2013
نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (%) (التغير)					
العالم	3.0	2.9	2.9	3.0	3.0
الولايات المتحدة	2.8	72.	2.5	2.4	2.2
اليابان	1.0	1.0	0.5	-0.1	1.5
منطقة اليورو	1.7	1.7	1.5	0.9	-0.4
الصين	6.0	6.2	6.8	7.3	7.7
الأسواق الصاعدة	3.7	3.4	3.4	3.9	4.0
لمملكة العربية السعودية	1.8	0.6	3.1	3.5	2.7
سعر الفائدة الرسمي (نهاية المدة)					
الولايات المتحدة	2.25	1.25	0.50	0.25	0.25
اليابان	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
منطقة اليورو	0.05	0.05	0.05	0.15	0.25
سعر النفط (دولار للبرميل، متوسط المدة)					
خام برنت	65.0	45.0	58.0	100.0	107.0

المصدر: تحديرات وتنبؤات سامبا

الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي العالمي
(% التغيير؛ صندوق النقد الدولي، سامبا)



النفط: خام برنت
(دولار للبرميل؛ بلومبرغ)



والتنمية في الميدان الاقتصادي وبالرغم من القلق إزاء الصين والأسواق الصاعدة، فإن طلب النفط في غير دول منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي يواصل نموه. ونتوقع أن النمو العالمي سيضعف بعض الشيء في عام 2016، ولكن مع افتراض أن تنقادي الصين هبوطا صعبا فإن نمو الطلب على النفط ينبغي أن يستقر عند 1.3 مليون برميل يوميا هذا العام.

وعلى جانب العرض في المعادلة، فإن إنتاج النفط الحجري في الولايات المتحدة كان متقلبا، ولكنه ظل قويا بشكل مدهش في عام 2015 مع قيام المنتجين بتخفيض الاستثمار، ولكنهم أخرجوا المزيد من الآبار الأكثر إنتاجا. ويمكن لهذه الجهود أن تصل فقط إلى هذا الحد، ومع تراجع الاستثمار وارتفاع تكاليف التمويل، وممارسة الضغوط على ميزانيات التمويل عالية الإستدانة، فإننا نعتقد أن إنتاج النفط الحجري الأمريكي سيتجه إلى المسار العكسي هذا العام. وقد لجأت شركات النفط الدولية الأقل حرصا إلى وقف مشاريع الاستثمار التي تصل قيمتها إلى حوالي 20 مليار برميل من النفط، مع احتمال حدوث إلغاءات أخرى في هذا العام.

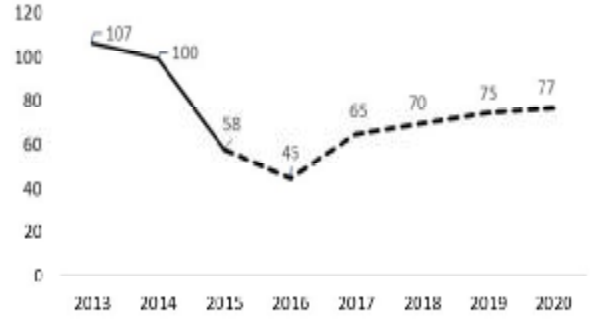
ومن المحتمل أيضا أن يتراجع إنتاج الأوبك بعض الشيء في العام الحالي. وسوف تبذل المملكة العربية السعودية قصارى جهدها للحفاظ على نصيبها من سوق شرق آسيا، ولن تترك مجالا كبيرا لإمدادات إيرانية جديدة، ولكن هناك فحسب الكثير من العرض الإضافي الذي يمكن استيعابه في ظروف الأسواق الجارية.

الأسعار الحالية ضئيلة جدا لدفع الاستثمارات الضرورية، وينبغي للسوق أن يعاود توازنه في نهاية الأمر

إذا ما افترضنا أن الطلب العالمي على النفط سيستقر حسبما نتوقع، فإن هذا ينبغي أن يسمح بإعادة توازن أساسيات السوق في وقت لاحق من العام الحالي لتهيئة المسرح لانتعاش الأسعار في عام 2017. ويمكن للحاجة إلى تخفيض حجم المخزونات الكبير واستيعاب الإمدادات الإيرانية الجديدة أن تبقى على انخفاض الأسعار هذا العام، إذ نتوقع أن يصل خام برنت في المتوسط إلى 45 دولارا للبرميل، ولكننا نعتقد أن المتوسط في عام 2017 سيرتفع إلى حوالي 65 دولارا للبرميل. وإذا افترضنا استمرار هذا الاتجاه لارتفاع نمو الطلب وتباطؤ الإمدادات، ينبغي أن يتمكن خام برنت من العودة مرة أخرى إلى الارتفاع نحو 80 دولارا للبرميل بحلول عام 2020.

أن هذا التنبؤ يعد طموحا بشكل خاص، إذا ما قورن بأسواق التجارة الآجلة، ونعترف بأن هناك مخاطر كبيرة نحو الهبوط في المستقبل القريب، لا سيما على جانب الطلب. غير أن الأسعار الجارية تبدو منخفضة جدا لتحقيق التوازن في السوق بالنسبة للأجل المتوسط والطويل: فالأسعار في حدود 30-40 دولارا للبرميل ليست مرتفعة بما يكفي لتحقيق الاستثمار في الحقول الجديدة (في معظم الحالات). وهكذا، وإذا لم يكن هناك ارتفاع في وقت قريب، فإن تخفيضات الاستثمار الكبيرة بواسطة شركات النفط الدولية قد تهيئ المسرح لانتفاضة سعرية لا يمكن السيطرة عليها إلى أسفل الخط.

النفط: خام برنت
(دولار للبرميل؛ بلومبرغ، سامبا)



أسعار النفط الجارية منخفضة لدرجة لا تشجع الاستثمار في الإنتاج مستقبلا.

التوقعات أمام المملكة العربية السعودية

مقدمة: موقف سياسي مختلف تماما وآفاق نمو منخفضة

لقد عدلنا الآفاق الاقتصادية متوسطة الأجل للمملكة العربية السعودية تمشيا مع التغيرات في تنبؤنا بأسعار النفط وميزانية عام 2016. وكانت الأخيرة هي الشاهد الرئيسي للآفاق الاقتصادية: إذ يبدو أن الحكومة ملتزمة بإعادة الموقف المالي إلى أسس مستدامة، حتى إن كان ذلك يعنى أداء نمو أضعف بكثير.

ونحن الآن نتوقع تخفيضا آخر في الإنفاق الحكومي في هذا العام، بعد التخفيض غير المتوقع في العام الماضي بمقدار 13%. ويشير تنبؤنا بأسعار النفط أن الحكومة قد لا تقلص الإنفاق بالقدر الذي توحى الميزانية به، ولكننا نتوقع مع ذلك انخفاضا بمقدار 9% عن الإنفاق الفعلي في العام الماضي.

وينبغي أن تتحسن الأوضاع في عام 2017 عندما تعود أسعار النفط إلى قوتها، مدعومة بضعف الدولار. ولكن من غير المحتمل أن يتراجع الموقف المالي بشكل كبير، والنشاط في الاقتصاد غير النفطي يحتمل أن يظل مكبوتا بالمقاييس الأخيرة. وفي الفترة 2018-2020 فقط سيكون هناك حافز مالى بما يكفي لدفع النمو غير النفطي إلى المتوسط التي تحقق في وقت سابق من العقد.

وسوف تظل الآفاق المالية مليئة بالصعاب، ولكن التزام الحكومة بتقليص الإنفاق، مع المجال الكبير لإصدار الديون المحلية ينبغي أن تقلل الضغوط على الاحتياطات الدولية، ونعتقد أن السلطات ستتمكن من معالجة أي ضغوط على ارتباط العملة المحلية بالدولار.

الإيراد الحكومي يتوقع أن يهبط مرة أخرى ولكن ليس بقدر ما حدث في عام 2015

ن تعديل تنبؤنا لسعر النفط في الاتجاه التنازلي، مع الإجراءات المذكورة في ميزانية عام 2016، قادتنا إلى تعديل آفاق البلاد الاقتصادية متوسطة الأجل.

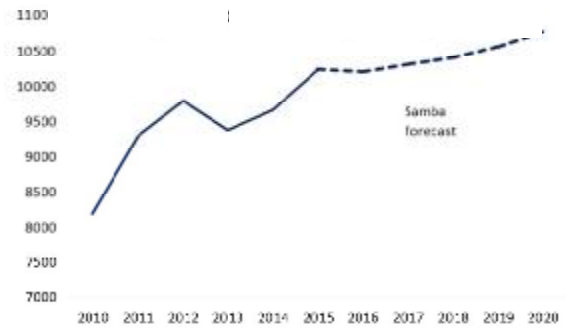
وبدءا بآفاق دخل النفط، نتوقع الآن أن خام برنت سيصل في المتوسط إلى 45 دولارا للبرميل في عام 2016، نظرا لوجود مخزونات كبيرة مستمرة. ومن المتوقع أن تزيد الأسعار في 2017 بسبب ضعف الدولار وانتعاش الطلب بعض الشيء، مما يساعد في إعادة توازن السوق ويسمح لخام برنت أن يصل في المتوسط إلى 65 دولارا للبرميل. وينبغي أن تواصل الأسعار مسارها المعتدل نحو الارتفاع في عام 2018 وما بعده (انظر أعلاه).

والواقع أن نمو إنتاج النفط السعودي لا يمكن استمراره وفقا للمعدل المسجل في العام الماضي، ولكن من غير المحتمل أن تتغير استراتيجيتها الشاملة. وتكافح المملكة لكسب نصيبها في السوق (أو الإبقاء عليه)، لا سيما في آسيا لشرقية، التي يراها معظم الخبراء كمركز لطلب النفط طويل الأجل. ولوقف الإنتاج من أجل دعم الأسعار سوف يعني سماح للمنافسين مثل روسيا وإيران بملء الفجوة التي تركتها المملكة. ولهذا، فمن المحتمل أن أي سعر سيكون مؤقتا وأن المملكة ستخسر في النهاية نصيبها في السوق. وعلى الرغم من ذلك، فإن الطلب العالمي على النفط، بما في ذلك شرق آسيا، خفيف في

المملكة العربية السعودية تواجه بيئة اقتصادية مختلفة جدا مما كانت عليه منذ عدد قليل من السنوات.

دخل النفط يتوقع أن يهبط بمقدار 13% هذا العام، رغم أن هذا يمثل تحسنا على الهبوط بدرجة 50% حتى عام 2015.

المملكة العربية السعودية: إنتاج النفط الخام
(آلاف البراميل يوميا؛ بلومبرغ، سامبا)



الوقت الحالي، وهناك فقط من الإنتاج النفطي الإضافي الذي يمكن دعمه، ولذلك. نعتقد أن نمو الانتاج السعودي سيتراجع بشكل كبير هذا العام، إذ أنه سينمو بأقل من 1%، بعد نموه في العام الماضي بما يقرب من 6%. ويحتمل أن ترتفع هذه النسبة في الفترة 2017-2020 مع ثبات الطلب تدريجيا.

وهكذا، فإن إيرادات النفط الحكومي سوف يتعرض لهبوط آخر في عام 2016، بعد هبوطه في العام الماضي بنسبه 51%. غير أن عاملا مضادا مهما هو احتمال أن أرامكو السعودية سوف تحتجز إيرادات تصديريا أقل مما حصل في العام الماضي نظرا لقلّة احتياجاتها إلى الاستثمار. ولذلك، فإن انخفاض الإيرادات النفطية الحكومية هذا العام سيكون أكثر اعتدالا مما يجب أن تكون عليه الحالة، وذلك عند حوالي 13%.

هناك بعض المبادرات المدهشة في جانب الإيراد غير النفطي

من السمات الملحوظة في بيان الميزانية للعام 2016، كان هناك الإرتفاع الحاد في الإيراد غير النفطي في عام 2015، الذي زاد بنسبة 29% ليصل إلى 164 مليار ريال سعودي. وهذا يصل إلي حوالي 7% من الناتج المحلي الإجمالي، ويمثل 27% من الإيرادات الإجمالية. وهي أعلى نسبة في عقود كثيرة. وهذا بالطبع يعكس جزئيا انهيار أسعار النفط، ولكن الكسب الإسمي يبدو مشجعا. وكان السبب الرئيسي لهذه النتيجة القوية عائدات الاستثمار من ساما ومن صندوق الاستثمار العام. الذي حقق مكاسب كبيرة بمقدار 81% خلال العام. وهذا يشكل لأول نظرة أمرا مدهشا لأن قاعدة الاصول الأجنبية الصافية لساما قد تآكلت، ومن المعتقد أن الاستثمارات كانت أساسا في سندات الخزنة الأمريكية، التي حققت عائدات معتدلة في عام 2015. ولذلك، يبدو محتملا أن المكاسب تتعلق بحساب التكاليف التاريخية (أي المكاسب المحققة عبر فترات زمنية مختلفة) بدلا من المواقف من سوق الى سوق آخر خلال السنة التقويمية.

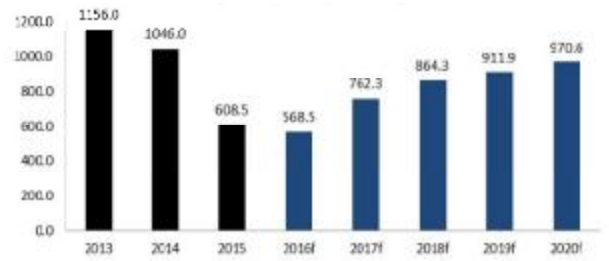
وأفاق الإيراد غير النفطي تبدو متقلبة بعض الشيء: فسنادات الخزنة الأمريكية ستعطي عائدات أعلى مع ارتفاع المعدل الأساسي. وبصفة عامة، يحتمل أن تهبط الرسوم لجمركية تمشيا مع الإنفاق على الواردات، ولو أن الحكومة تقول إنها ملتزمة بتطبيق رسوم إضافية على استيراد المنتجات التي تسبب أخطارا للصحة مثل التبغ والمشروبات الغازية، التي ينبغي أن تقدم تعويضا طفيفا ويحتمل أيضا أن الرسوم مقابل جميع خدمات الحكومة سترتفع، بينما خفضت الدعم الحكومية أيضا.

وكان أكبر كسب هنا هو خفض الدعم على البنزين، مع ارتفاع قدره 66% على البنزين منخفض الرتبة. وزيادة قدرها 60% على الرتبة العالية، وهو ما أعلن فور إعلان الميزانية، ونتوقع تعديلات تصاعدية في الأجل المتوسط. ومن غير المحتمل أن تحقق الحكومة مكاسب نقدية فورا حيث أن ارتفاع الأسعار المحلية، ينبغي أن يخفض الطلب، وهذا يعني أن أي مكسب في الإيرادات المحلية يحتمل أن يكون ضئيلا. غير أن الطلب المنخفض ينبغي أن يوفر المزيد من الخام الإضافي من أجل التصدير، وهو ما سيحقق مزيدا من الإيراد (حتى مع أسعار اليوم المنخفضة).

ومعالجة المدخرات تشكل أمر صعبا لأن الاستهلاك المحلي للسوائل كان متقلبا من سنة الى أخرى، ولكن إذا ما افترضنا أن الاستهلاك سيستمر على متوسط السنوات الخمس البالغ

كان هناك ارتفاع يلقي الترحيب في الإيراد غير النفطي في العام الماضي ويوحى عدد من المبادرات الجديدة بأن الإيراد غير النفطي سيكون أكثر أهمية بكثير في السنوات القادمة.

المملكة العربية السعودية: إجمالي الإيرادات الحكومية (مليار ريال سعودي؛ وزارة المالية، سامبا)



الإزالة التدريجية لدعم البنزين هي تطور يلقي التشجيع، من وجهة النظر المالية والاستراتيجية.

الإزالة التدريجية لدعم البنزين مع تطبيق ضريبة القيمة المضافة يمكن أن يحقق دخلا للحكومة يعادل 3.5% من الناتج المحلي الإجمالي المحلي في السنة.

4% سنويا اذا تركت الدعوم دون التصرف فيها، واذا افترض المرء حينئذ أن تخفيضات الدعوم ستعنى في حقيقة الأمر انخفاض الاستهلاك بمقدار 2% سنويا، فإن إيرادات التصدير الإضافية تبلغ حوالي 90 مليار دولار على مدى الفترة 2016-2020، وهو ما يعادل متوسطا قدرة 2.3% من الناتج المحلي الإجمالي سنويا. وبالطبع هناك متغيرات أخرى سوف تؤثر في توازن المعادلة، مثل تأثير الصادرات الإضافية على سعر النفط العالمي، ولكن الوفورات المحتملة هي كبيرة بشكل واضح. وعلاوة على ذلك، نرى من منظور استراتيجي أن رفع الدعوم يعد تحركا حيويا لتقليص الاستهلاك المحلي للطاقة، وهو اذا ما ترك بحرية فقد يكون قد أثر على موقف المملكة كمصدر رئيسي للنفط.

كما أن احتمال إدخال ضريبة القيمة المضافة (VAT) يمثل أيضا مكسبا جيدا للإيرادات غير النفطية. وناد ما تلق مبادرات مجلس التعاون الخليجي من هذا النوع كثيرا من النجاح، ولكن في بيئة أسعار النفط الجديدة، فمن المحتمل أن تطبق ضريبة القيمة المضافة خلال السنتين التاليتين. واستنادا إلى الاستنباط من بيانات نقاط البيع، ومع الافتراض بأن معدل الضريبة سوف يطبق بمقدار 5%، فنحن نرى أن هذا يمكن أن يحقق حوالي 35 مليار ريال سعودي إلى الحكومة، وهو ما يعادل 1.2% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2018.

الإطار رقم 1 : ميزانية عام 2016 وما يتصل بها من تطورات السياسة

كانت ميزانية عام 2016 غير عادية لعدد من الأسباب. أولا توقعت الميزانية تخفيضا في إنفاق الحكومة المركزية سواء في صورة الميزانية مقارنة بميزانية أخرى (2.3%)، وفي صورة الميزانية مقابل الوضع الفعلي (16%). وهذه هي المرة الأولى منذ عدة عقود ورد فيها توقعات بحدوث تخفيض في الإنفاق، وهي علامة واضحة على تصميم الحكومة للسيطرة على الوضع المالي. وكجزء من انفاق الناتج المحلي الإجمالي في عام 2016 الذي أشارت التوقعات إلى أنه سيهبط بمقدار ست نقاط مئوية، مع الافتراض بتحقيق الميزانية.

أما الاختلاف الثاني فقد كان درجة التفصيل التي كشفت عنها المقارنة مع الميزانيات السابقة. وقد يعكس ذلك الإدراك بأن المستثمرين الأجانب المحتملين في أي إصدار للسندات السيادية مستقبلا سيتطلب مستوى معين من الإفشاء لاتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة. ومع ذلك، فقد كان من دواعي الدهشة أن نرى تفاصيل الإنفاق العسكري، مثلا. إذا أضفنا إلى ذلك إنفاق الأمن، فإن هذا البند ستكون له ميزانية تصل إلى 213 مليار ريال سعودي، أي حوالي ربع الإنفاق الشامل (أقل من الإعتماد البالغ 35% لعام 2015) أو 9% من الناتج المحلي الإجمالي المتوقع. وهذا يعد مرتفعا وفقا للقواعد العالمية - فالمملكة المتحدة، مثلا، تصرف 2% فقط من الناتج المحلي الإجمالي على سلطتها العسكرية - ولكنه ينطوي على توفير الطمأنينة لأنه يقدم مجالا كبيرا للوفورات مستقبلا.

المملكة العربية السعودية: مخصصات ميزانية 2016 (%؛ وزارة المالية)



تحويل أرامكو السعودية إلى القطاع الخاص (أو جزء منها) هو أمر مليء بعدم اليقين ولكن مثال سايبيك يقدم مرجعا إيجابيا.

تشدد الموقف المالي بشكل كبير وهناك احتمال في أن يتراجع كثيرا مع انتعاش أسعار النفط.

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	الميزانيات السعودية (مليار ريال سعودي)
513.6	715	855	829	702	540	470	410	إيرادات
-28.2	-16.4	3.1	18.1	30.0	14.9	14.6	-8.9	% التغيير
840	860	855	820	690	580	540	475	المصروفات
-2.3	0.6	4.3	18.8	19.0	7.4	13.7	15.9	% التغيير
-326	-145	0	9	12	-40	-70	-65	الرصيد

المصدر: وزارة المالية

وكان التجديد الثالث يكمن في تحديد الخطى الرئيسية للإصلاحات المالية والهيكلية، مثل إنشاء وحدة للمالية العامة في وزارة المالية. ومهمة هذه الوحدة هي وضع سقف للميزانية داخل إطار للإنفاق متوسط الأجل "وتأمين مراعاة هذا السقف". وتاريخيا، لم يكن لوزارة المالية نفوذ كبير إزاء انفاق لوزارات، وكان الانفاق الزائد سمة رئيسية من سمات الأداء المالي. وعلاوة على ذلك، تتحدث الميزانية أيضا عن خصخصة "نطاق من القطاعات والأنشطة". وهذه لم تكن محددة في وثيقة الميزانية، ولكن في مقابلة مع "كونوميست" أشار السيد محمد بن سلمان، وزير الدفاع، الذي ينظر إليه عموما باعتباره قائد الإصلاح الاقتصادي، أشار إلى تطوير ثم البيع في النهاية لنطاق من أصول الدولة، مثل التعدين والأراضي، ولإشراك القطاع الخاص في قطاعات مثل الرعاية الصحية وحتى التعليم. وعلى وجه الخصوص، قال الأمير أيضا أنه "متحمس" لفكرة خصخصة أرامكو السعودية.

وفيما يتعلق بالإجراء الأخير، نفترض أن الهدف سيكون اجتذاب المستثمرين الأجانب، ولو أن التسجيل يفترض أن يقتصر على "تداول". والواقع أن تحديد قيمة لأرامكو سيكون أمرا صعبا. إذا أن لديها 261 مليار برميل من النفط، وهو يمثل عشر مرات حياة الشركة الخاصة الأكثر قيمة وهي اكسون موبيل، التي تبلغ قيمتها حوالي 323 مليار دولار. وعلاوة على ذلك، فإن أرامكو تستطيع استخراج النفط من الأرض بتكلفة أقل بكثير من تكلفة اكسون موبيل المماثلة. ويضاف إلى ذلك أن أرامكو لديها أيضا احتياطي غاز كبير فضلا عن مصانع تكرير، ومشاريع مشتركة مع شركات أخرى محلية وخارجية. غير أن تقييم أرامكو لتقل بمبلغ 5 ترليون دولار أو ما يزيد عن ذلك سيكون مضللا لأنها لا تدار مثلما تدار اكسون موبيل. فشركة الدولة هذه لها دور "استراتيجي" كبير، ويعني أنها مسؤولة عن نطاق واسع من مشاريع التنمية الاقتصادية في جميع أنحاء المملكة.

وكما اكتشف المستثمرون في غازبروم وروزنفت (وكلاهما روسي) وبتروبراس البرازيلية، فإن هذا التوتر ليس من السهل التغلب عليه: وتتداول الشركات الثلاث حاليا بخصم كبير على القيم الدفترية لكل منها. ولهذا السبب، فإن المستثمرين المحتملين والسلطات يحتمل أن تركز على وحدات محددة بشكل واضح كجزء من الشركات (أو شركات تابعة) كجزء من عناصر الخط السفلي لعملياتها النفطية. ولكن حتى في هذا المجال، فإن الشفافية المالية المعززة بشكل كبير ستكون ضرورية. وعلى الرغم من كافة الصعوبات هناك تاريخ حالة أكثر نجاحا وحدثت محليا: فمنذ بعض العقود سجلت الحكومة في المملكة العربية السعودية ما يبلغ من 30% من إحدى مؤسسات التاج الرئيسية الأخرى وهي شركة سابيك. هذه الشركة الآن أصبحت جزءا من شركات فورشيون 500، وتبلغ قيمتها 204 مليار دولار وتبلغ إيراداتها السنوية حوالي 50 مليار دولار.

الموقف المالي يشهد مرة أخرى في عام 2016 ويظل تحت الضغط بعد ذلك

بعض النظر عن المبادرات التي نرحب بها وتوقعات الدخل غير النفطية، هناك شك قليل في أن الموقف المالي للحكومة سيشتد مرة أخرى في عام 2016 ويظل مقيدا في السنوات التالية. ويتضح ذلك كثيرا من ميزانية عام 2016 وبيانها المصاحب، الذي يتنبأ بعد كل شيء بانخفاض في الانفاق. وتوحي توقعاتنا بأن إجمالي الدخل (بصورة إسمية) لن ينتعش إلى مستواه في عام 2014 حتى الفترة 2021-2022، وتدرك السلطات بالفعل أنه لطمأنة المستثمرين المحتملين في ديون الحكومة - سواء في الداخل أو في الخارج - فإن عليها أن تتمكن من إظهار التقشف المالي وتظهر أن العجز يسير في مسار مستدام.

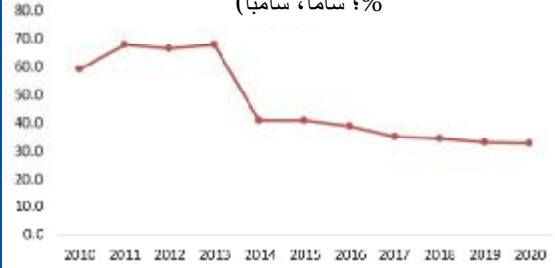
والأسهل بكثير أن يتم تقليل الإنفاق الرأسمالي (وذلك من الوجهة السياسية). وسوف يتحمل هذا البند أكبر العبء في عملية التكيف. وتوحي تقديراتنا بأن الإستثمار العام قد انخفض في العام الماضي بحوالي الربع، ونعتقد أن تخفيضا آخر بنسبة 8% يحتمل أن يحدث في العام الحالي. وبالنسبة لهذا الوقت، فمن غير المحتمل أن مشاريع الاستثمار الجارية ستتوقف، ولكن الوفورات في المدخلات سيتم السعي إليها، وقد يمتد أجلها. وكما حدث في العام الماضي، ، يسمح للوزارات أن تعيد تخصيص الإنفاق من مشروع إلى آخر، إذا لم يتم السير في مشروع معين، أو أن ذلك يبدو رخيصا عما كان متوقعا، وحينئذ لا يمكن صرف الوفورات على مشروع آخر. وبصفة عامة، فإن المشاريع التي لا تقدم مبررات اقتصادية قوية عن غير المحتمل أن يوافق عليه مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية.

أما الإنفاق الجاري فهو أمر آخر: إذ أن أكبر عنصر في هذا البند هو الأجور والرواتب وغيرها من الفوائد. وتتطوي فكرة الحكومة الاستراتيجية على تشجيع الكثير من الخريجين السعوديين على اختيار الحياة العملية في القطاع الخاص، ولكن هذا لن ينطوي على سحب فرص العمل في القطاع العام، رغم أن ذلك ربما قد يتطلب جعل فرص العمل في القطاع العام أقل جاذبية بخفض بعض الفوائد المرتبطة بها (لاحظ أن الإنفاق هذا العام على الرواتب سيشهد انخفاضا لأن مكافآت الرواتب التي منحت في العام الماضي لن تتكرر). وبدلا من ذلك، سيكون التركيز على خفض الجوانب الأخرى من الإنفاق الجاري، وهذه تشمل بشكل واضح "مشتريات السلع والخدمات". ويشكل ذلك نطاقا عريضا، من أثاث المكاتب والتجهيزات، ولكننا نعتقد أن هذا العنصر كان يعادل 8% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2015، ومن الواضح أن هناك وفورات إضافية يمكن تحقيقها.

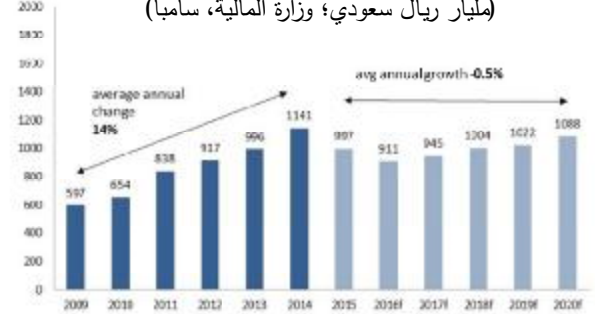
نحن نتوقع تقليص الإنفاق الحكومي بحوالي 9% هذا العام

لذلك، فبالنسبة لعام 2016، نتوقع تقليصها في الإنفاق الحكومي بحوالي 9%، بعد تخفيض العام الماضي الذي بلغ 13%. والواقع أن توقعات الإنفاق للفترة 2017-2020 يؤثر فيها التقويم الإسلامي، إذ أنه يعني شهرا إضافيا للإنفاق الحكومي في عام 2018، ولكننا نتوقع بشكل عام تخفيضا طفيفا لموقف الإنفاق خلال هذه السنوات مع انتعاش أسعار النفط. وعلى الرغم من ذلك، فمن غير المحتمل أن تكون هناك أي عودة إلى التساهل الذي أبرز الفترة 2010-2014 (هذا إذا تركنا جانبا الفترة 2005-2009): وكان انهيار أسعار النفط في الفترة 2014-2015 تذكرة حادة لبقاء المملكة

المملكة العربية السعودية: الإنفاق الحكومي
حصة الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي الإسمي،
%؛ ساما، سامبا)



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



العربية السعودية كاققتصاد يعتمد على النفط، ونعتقد أن السلطات ستظل حذرة في نهجها إزاء الإنفاق خلال الأجل المتوسط وما بعده. وهكذا، نعتقد أن نمو الإنفاق السنوي سيقتصر على أقل من 5% في الفترة 2017-2020. والواقع أننا نتوقع أن ينخفض الإنفاق إلى حوالي 50% من الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي في عام 2020، أي حوالي 25% أقل من عام 2014.

التمويل المالي سيواجه صعوبات ولكن يمكن إدارته

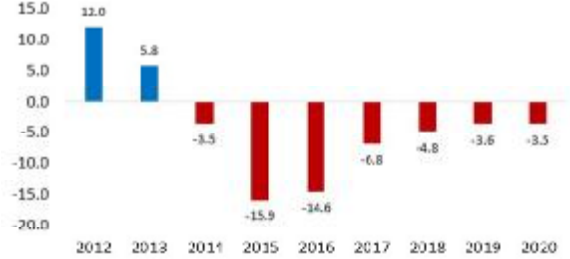
نحن نتوقع عجزا ماليا إجماليا للفترة 2016-2020 يبلغ حوالي 900 مليار ريال سعودي. وهذا يقل عما كنا نتوقعه حتى وقت متأخر، وهو يعكس تصميم الحكومة الواضح على وضع الموقف المالي تحت السيطرة. ولكن هذا يمثل مبلغا كبيرا - إذ يبلغ متوسطا سنويا مقداره 6.5% من الناتج المحلي الإجمالي للفترة - ولذا كيف سيتم تمويل هذا المبلغ؟ وبشكل الر المختصر خليطا من الوفورات المسحوبة وإصدار الديون. ويجب ملاحظة أن عجوزات الحكومة كما توصف بشكل بسيط - "لا تمول بالسحب من صافي الأصول الأجنبية" - أو على الأقل هي ليست واضحة تماما. فإذا كانت الحكومة تواجه عجزا ماليا، فسوف تسحب من وفورات الريال الواسعة لدى الجهاز المصرفي المحلي لتمويل الفرق: فلماذا تلجأ إلى النقد الأجنبي لتمويل موقفها بالريال السعودي؟ فإذا كان لديها فقط تكاليف محددة بالنقد الأجنبي فسوف تسحب من أصولها الأجنبية الصافية - والسحب بالريال السعودي ينتهي بالأسر والأعمال المحلية - والبعض منه سينفق (إلى حد كبير على الواردات، نظرا لاعتماد المملكة على الواردات، وبذلك تضيف إلى عجز الحساب الجاري) وسوف يتم توفير البعض من ذلك. وقلة فرص الوفورات المحلية تعني أن جزءا كبيرا سيتم تحويله إلى الأصول الأجنبية. وهنا يحدث السحب من الأصول الأجنبية الصافية. والتفكير في هذا الأمر بشكل مختلف، إذا انفقت الحكومة قدرا أقل، سيكون هناك استثمار خاص أقل في الأصول الأجنبية وسحب أقل لذلك من الأصول الأجنبية الصافية.

ولتبسيط الأمر، فمن السهل أن نسير في "طريق مختصر" ونفكر في سحب الحكومة من أصولها الأجنبية الصافية لتمويل موقفها، لأن سحبها من الوفورات المحلية يظهر في النهاية كتخفيض للأصول الأجنبية. غير أنه يجدر التفكير في هذه الآليات لأن نطاقا عريضا من فرص الاستثمار المحلي ستوقف السحب من الأصول الأجنبية الصافية من جانب العاملين من القطاع الخاص (مع تساوي جميع البنود الأخرى).

ديون الحكومة ستقدم جزءا كبيرا من التمويل

ومن فرص الاستثمار المحلي هناك ديون الحكومة المحلية التي يمكن أن تستوعب سيولة الجهاز المصرفي وينبغي أن تقلل من المبالغ التي تستثمرها البنوك في الخارج. ومن الواضح أن هذا هو النهج المفضل للحكومة: فهي تدرك أن السحب من الأصول الأجنبية الصافية قد أسهم في ضغوط المضاربة على ارتباط سعر الصرف بالدولار، ونتوقع في السنوات القادمة أن تصدر السلطات المزيد من الديون المحلية لتخفيف الضغط على ارتباط سعر الصرف بالدولار. وهكذا، فنحن نتوقع أن حوالي 600 مليار ريال سعودي، أو ما يصل إلى 70% من مطلب التمويل المالي ستأتي من إصدار الديون المحلية (والبعض بالعملة الأجنبية). وتجدد الإشارة إلى أنه بخلاف معظم البلدان،

المملكة العربية السعودية: التوقعات المالية
(رصيد الميزانية، % من الناتج المحلي الإجمالي؛
سامبا، سامبا)



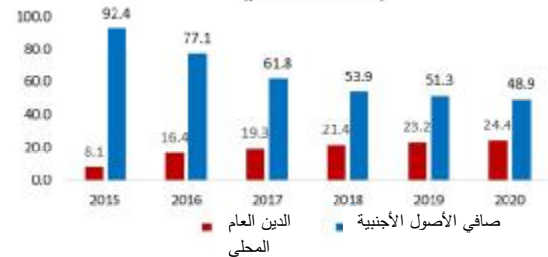
أفاق التمويل المالي مليئة بالصعوبات ولكنها قابلة للتصرف مع افتراض أن: (أ) السلطات تلتزم بخطتها) و(ب) انتعاش أسعار النفط حسبما نتوقع.

المملكة العربية السعودية: الديون ومعدلات القروض إلى
الودائع مقابل معدلات نظيرة مختارة من رتبة "AA"
(المصادر الوطنية)



تبدأ المملكة من موقف قوي جدا من حيث "مجال الديون". فقد كانت الديون المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي 8% فقط في نهاية عام 2015. ونتوقع أنها سترتفع إلى مستوى مريح قدره 24% من الناتج المحلي الإجمالي بنهاية عام 2020. وأمام البنوك المحلية "مجال رأسي" كبير لاستيعاب هذه الديون. وكان معدل القروض إلى الودائع (وهو مقياس ساما) بنسبة 84% في نوفمبر 2015. وصحيح أن هذا كان يقل قليلا عن الحد الإلزامي لساما البالغ 85%، ولكن هذا كان أقل بشكل مريح من معظم النظراء، وقد تختار ساما على أي حال تعديل هذا الحد. والبنوك لديها ودائع غير الزامية لدى ساما، وهذه تبلغ حوالي 50 مليار ريال سعودي يمكن السحب منها، ويمكن أن تختار ساما تخفيض متطلبات الاحتياطي لتحرير سيولة إضافية. ولدى البنوك أيضا أصولا أجنبية صافية كبيرة يمكن بيعها، إذا اختارت ذلك. وكانت هذه تعادل حوالي 54 مليون دولار، أو 8% من الناتج المحلي الإجمالي في شهر نوفمبر.

المملكة العربية السعودية: دين القطاع العام المحلي مقابل صافي الأصول الخارجية (% من الناتج المحلي الإجمالي)



المملكة العربية السعودية: السايبور (%، لمدة ثلاثة أشهر؛ بوليمرغ)



2015f	2016f	2017f	2018f	2019f	2020f	المملكة العربية السعودية: التمويل المالي (مليار ريال سعودي)
-97.0	-388.7	-342.1	-183.1	-110.2	17.2	رصيد الحكومة المركزية
-3.5	-15.9	-14.6	-6.8	-3.6	.5	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
98.9	197.8	385.7	520.7	718.6	12.0	إجمالي الدين المحلي للحكومة المركزية
3.5	8.1	16.4	19.3	23.2	1.4	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
1560.7	1172.0	829.9	646.8	397.1	19.9	ودائع الحكومة العامة لدى النظام المصرفي
55.8	47.8	35.4	23.9	12.8	4	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
1461.8	974.2	444.2	126.1	-321.5	32.1	صافي الودائع المحلية للحكومة العامة
52.2	39.8	18.9	4.7	-10.4	6.0	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
940.0	1100.0	1100.0	1100.0	1100.0	100.0	"بنود أخرى" (الصافي)
33.6	44.9	46.9	40.7	37.6	1.1	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
2401.8	2074.2	1544.2	1226.1	778.5	17.9	صافي الودائع المحلية للحكومة العامة (بما في ذلك "البنود الأخرى")
85.8	84.7	65.8	45.4	25.1	1.1	(% من الناتج المحلي الإجمالي)

المصدر: وزارة المالية، ساما، سامبا.

إصدار الديون الحكومية أدى بالفعل إلى "طرد" الأثر على السيولة

مع ذلك، وبالرغم من الفراغ على الميزانيات العمومية للبنوك، فإن استيعاب سندات الحكومة سيولد بعض التشدد في السيولة (والواقع أنه أدى إلى ذلك بالفعل) خصوصا إذا تباطأ نمو الودائع كثيرا - وهو ما يبدو محتما في المستقبل القريب مع تقليص انفاق الحكومة. وفي الظروف العادية، فقد يتوقع المرء تراجع طلب الائتمان في القطاع الخاص مع تراجع الاقتصاد، غير أن ذلك لم يحدث بعد لأن تأخيرات الدفع المرتبطة بالموقف المالي المتشدد تعني أن المزيد من شركات القطاع الخاص تسعى إلى التمويل المصرفي قصير الأمد.

أما الثلاثون في المائة المتبقية من مطلب التمويل المالي فسوف تغطي بالسحب من الوفورات. ونحن نتوقع أن يكون صافي ودائع القطاع العام في الجهاز المصرفي هو 2.1 تريليون ريال سعودي في نهاية عام 2015 (85% من الناتج المحلي الإجمالي). ويتضمن ذلك العمود بعنوان "صافي البنود الأخرى" في التزامات الجهاز المصرفي من نشرة ساما: و "البنود الأخرى" ليست أصول حكومية، ولو أن أغلبية ساحقة منها يحتمل

أن تكون كذلك. ونحن نتوقع أن هذا المبلغ وهو 2.1 ترليون ريال سعودي سيكون قد تضاعل إلى حوالي 570 ريال سعودي، أو 17% من الناتج المحلي الإجمالي بنهاية عام 2020.

وهناك طريقتان للنظر إلى ذلك. فمن الناحية السلبية، قد يشعر المرء بالانزعاج بسبب حجم السحب ومن تراكم الالتزامات، التي ستحدث بالطبع تكاليف تمويل في المستقبل. وبشكل إيجابي، يمكن للمرء أن يقول أنه بالرغم من العجزات الكبيرة فإن الحكومة تظل دائنا صافيا حتى عام 2020 (وربما بعد هذا التاريخ وذلك لاحتمال أن الموقف المالي سيتحول إلى الفائض في عام 2022 أو بالقرب منه). وبالإضافة إلى ذلك، وبالرغم من مخزون الديون يتحمل التكاليف، فينبغي أيضا أن يعرّف كثيرا سوق رأس مال الديون المحلي ويقدم منحنى عائد تدعو الحاجة إليه بشدة.

ولأسباب المذكورة أعلاه، يحتمل أن يأتي التغيير في الأصول الأجنبية بعد السحب من مخزون الأصول المحلية، ولكن ليس بشكل كامل: ذلك أن مخزون صافي الأصول الأجنبية سيتأثر أيضا بالتدفقات الأخرى من الحساب المالي، الذي يتوقع أن يكون موجبا في النصف الثاني من فترة التنبؤ (انظر أدناه).

الموقف المالي المتشدد سيعني نموا أضعف بكثير في الناتج المحلي الإجمالي

ما هي آثار الأفق المالية على نمو الناتج المحلي الإجمالي؟ أن نقطة البداية هي عام 2015، الذي يمثل قوة نمو محيرة. فنمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي حدد رسميا عند 3.6%، بينما هبط إنفاق الحكومة بحوالي 13%. ونظرا للعلاقة البالغة 0.97 بين إنفاق الحكومة ونمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي، فمن الصعب معرفة أسباب هذه الدائرة، وخاصة لأنه من المحتمل أن تكون المساهمة سلبية من الصادرات غير النفطية. وقد جمعت بيانات النمو قبل نهاية السنة، وقد تعدل إلى أسفل، ولكن ينبغي أن نتذكرها حين النظر في عام 2016.

ارتفاع أسعار البنزين ستؤثر على الاستهلاك والتجارة

كان الاستهلاك عموما أكثر استقرارا وقوة من الإستثمار وهذا أساسا بفضل قوة معدلات السكان والمكاسب الكبيرة في أجور القطاع العام الحقيقي. غير أنه يواجه عددا من الرياح الرأسية هذا العام، ليس أقلها زيادة أسعار البنزين، التي سوف تؤدي إلى تآكل الدخل المتاح للتصرف، فضلا عن الزيادة في أسعار الفائدة على ديون بطاقة الائتمان والقروض الخاصة. ومن غير المحتمل أن يستفيد المستهلك من أي دفع للعلاوات على الرواتب هذا العام، ولهذا السبب وحده يبدو من المشكوك فيه أن يقدم الاستهلاك أي مساهمة كبيرة للنمو. وينبغي أن يقدم الدولار القوى بعض الدعم، ولكن هذا سيحدث إذا نقل تجار الجملة وتجار التجزئة الوفورات إلى المستهلك. وهناك بالفعل علامات على أن المشترين قد أصبحوا أكثر إدراكا للتكلفة عند اختيار الأصناف. ومع ذلك، فإن الدفع نحو وفورات الحكومة سيؤثر أيضا على التجارة والاستهلاك لأن كثيرا من الوزارات - وخاصة وزارة الصحة - تلجأ إلى السحب من المخزونات بدلا من الالتزام بالإمدادات الجديدة.

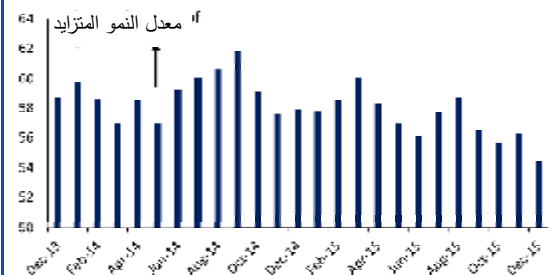
ونظرا لهذه الاتجاهات، نتوقع أن الأرقام الرسمية لن تظهر في النهاية أي توسع في الاقتصاد غير النفطي هذا العام. والواقع أن شعورنا بأن الكساد قد يكون محتملا نظرا

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



التكشف المالي سيكون له أثر مادي على النشاط الاقتصادي هذا العام.

المملكة العربية السعودية: مؤشر مديري المشتريات للقطاع غير النفطي الخاص (50 = لا يوجد تغيير من الشهر الماضي؛ معدل موسميا؛ HSBC/Markit)



لانكماش القطاعات الرئيسية، وعدم وجود أي دوافع أخرى للنمو، ولكننا نشعر بالشك في أن الوضع سيسجل على هذا النحو.

الأداء في عام 2017 وما بعده ينبغي أن يتحسن مع ارتفاع أسعار النفط وانفراج الموقف المالي بشكل طفيف

ان التوقعات لعام 2017 تبدو أفضل بعض الشيء، وذلك لأننا نتوقع فقط أن السلطات سوف تخفف من موقفها المالي مع انتعاش أسعار النفط. ومن غير المحتمل أن يكون ذلك كبيراً (فقد سجلنا ما يقل عن نمو بنسبة 4% في الانفاق) ولكن من التخفيضات لحكومية، فمن المحتمل أن يترك ذلك تأثيراً كبيراً على الثقة. وبالطبع، فإن أسعار الفائدة سترتفع، وكذلك أسعار البنزين، ومن المحتمل أن يضع ذلك سقفاً على كلا من الاستثمار الاستهلاك، مع ضعف الدولار الذي سيزيد من تكاليف الواردات. وهكذا، نشك أن نمو القطاع غير النفطي سيتعدى 2%، ولو أن ذلك، بعد ما حدث في السنة السابقة، فمن المحتمل أن "تُشعر" أنه أفضل من ذلك.

وينبغي أن يكون هناك تحسن مادي في الفترة 2018-2020. وإذا كان توقعنا لأسعار لنفط يعد دليلاً عن ذلك، فإن الموقف المالي ينبغي أن يتحسن بشكل أكبر ويحتمل أن أسعار الفائدة ربما وصلت إلى حدها الأقصى. ومن غير المحتمل أن تكون السيولة وفيرة - وسيكون لدى الحكومة احتياجات أخرى للتمويل - ولكن مناخ الاستثمار سيكون أفضل بكثير مما كان عليه في الفترة 2016-2017. كما أن المستثمرين يحتمل أن يستجيبوا لبعض الارتفاع في الأجور الاسمية للقطاع العام، لاسيما في عام 2018، عندما يعني التقييم الاسلامي أن شهراً إضافياً في انفاق الحكومة سيكون عامل تأثير. والواقع أن تأثير التقييم سيؤدي إلى بعض التقلب في أداء النمو خلال الفترة، ولكننا نتوقع أن الاقتصاد غير النفطي سيتسع بأكثر من 5% في عام 2020.

التضخم سيرتفع ولكنه ينبغي أن يظل تحت السيطرة عند حوالي 3%

كان التضخم مكبوتاً بشدة (وهذا ما حدث في معظم بلدان العالم) ولكنه سيتجه إلى بعض الارتفاع القوي في السنوات القادمة. والتأثير المحتمل لارتفاع أسعار البنزين والكهرباء والمياه يصعب التنبؤ به، لأن هذه البنود ليست واردة بالتفصيل عن الإسكان (أي الإيجار) في مؤشر أسعار المستهلك (ولو أن المعادن والوقود يمثلان 10% من مؤشر سعر الجملة). وعلاوة على ذلك، يحتمل أن تكون هناك تأثيرات ثانوية بينما ترتفع تكاليف النقل والكهرباء للصناعة والخدمات. وستكون القوة التعويضية هي الدولار القوي، على الأقل في عام 2016، وهو ما سيقبل تكاليف الواردات لكلا من المستهلكين ورجال الأعمال، ولو أن هذا يحتمل أن ينعكس في عام 2017. وينبغي أيضاً أن تؤدي بيئة الاستهلاك المنخفض عموماً إلى السيطرة على الأسعار. وهكذا، فإن معدل تضخم أسعار المستهلك بمقدار 2.8% يبدو محتملاً هذا العام (وهو أعلى من 2.1% في عام 2015) مع بلوغ التضخم الحد الأقصى عند 3.1% في عام 2019.

فوائض التجارة ينبغي الإبقاء عليها، ولكنها ستكون أقل من معدلها في السنوات الأخيرة

إن آفاق ميزان المدفوعات هي أكثر تحدياً عما كانت عليه في السنوات الأخيرة. وسوف تتميز بعجزات في الحساب الجاري وتدفقات رأسمالية خارجية كبيرة في العامين القادمين،

نمو الاستهلاك سيعتمد أساساً على كيفية معالجة الأسر لارتفاع أسعار البنزين وتزايد تكاليف خدمة الديون.

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



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



وتعود بعدها إلى الاستقرار على نحو عريض في الفترة 2019-2020. والفوائض التجارية الكبيرة كانت هي الأساس للنمو الاقتصادي والتنمية في المملكة العربية السعودية. ونتوقع أن تواصل المملكة تحقيق فوائض، ولكنها ستكون أقل مما سجلته في الأعوام الأخيرة، وخاصة هذا العام. ومن الطبيعي أن تتأثر إيرادات التصدير سلباً بأسعار النفط، التي سوف تقلل كلا من إيرادات النفط والبتروكيماويات (وهذه الأخيرة هي أهم الصادرات غير النفطية). أما الإنفاق على الواردات فقد هبط بنسبة 9% في العام الماضي، مما يعكس تقشف القطاعين العام والخاص (مع بعض التراجع في التكاليف مع ارتفاع قيمة الدولار). ويمكن للمرء أن يتوقع المزيد من نفس الشيء هذا العام، مع بعض الانتعاش في الإنفاق على الواردات المتوقع بعد ذلك مع إنفاق الحكومة وارتفاع الثقة تدريجياً لدى القطاع الخاص. وهكذا بعد أن بلغ الفائض حداً أدنى له بمقدار 40 مليار دولار في عام 2016، فإن فائض التجارة ينبغي أن يرتفع بقوة ليصل إلى حوالي 150 مليار دولار بحلول عام 2020 - وهو أقل بعض الشيء عن الفائض في عام 2014.

البنود غير المنظورة ستشهد تدفقات أكبر مع ترك العمال الأجانب للبلاد وأخذ أموالهم معهم

سجل حساب البنود غير المنظورة عجوزات بشكل دائم وسوف يستمر في عمل ذلك. فتدفقات الخدمات ستتبع الإنفاق على الواردات، وتدفقات أموال العمال الأجانب من الواضح أن تتبع ظروف العمل في المملكة، بالرغم من أن التحويلات يمكن أن ترتفع عما كان متوقعاً في الأزمنة الصعبة مع ترك العمال الأجانب للمملكة وأخذ وفوراتهم معهم (وهذا فنياً ينبغي أن يسجل كتدفق رأسمالي، ولكن هذه الأموال يحتمل أن تستخدم نفس الآلية مثل تدفقات التحويلات العادية). وسوف تتآكل إيرادات الدخل بانخفاض قاعدة رأس المال بينما يتم السحب من صافي الأصول الأجنبية، مع وجود بيئة استثمارية عالمية سيئة بوجه خاص، ولو أن التدفقات ينبغي أن تبدأ في الارتفاع مرة أخرى في الفترة 2019-2020.

وتشير هذه الاتجاهات إلى أن الحساب الجاري سيحقق عجزاً أكبر هذا العام - والواقع أنه عجز كبير جداً يصل إلى حوالي 70 مليار دولار، أو ما يبلغ 11% من الناتج المحلي الإجمالي - وهو يعكس أساساً استمرار هبوط إيرادات النفط. ومن المتوقع حدوث عجوزات أصغر مع عودة إلى التوازن في الفترة 2019-2020. ومن الواضح أن هذا يختلف كثيراً عن البيئة في النصف الأول من العقد الحالي، عندما حقق الحساب الجاري فائضاً بلغ في المتوسط 18%. والواقع أنه يذكرنا بالوضع في التسعينيات عندما تم تسجيل العجوزات بشكل متكرر.

الحساب المالي ستسيطر عليه تدفقات التمويل المالي، ولو أن الخصخصة تقدم مجالاً للتدفقات الوافدة

سيخضع الحساب المالي هذا العام لسيطرة التدفقات الخارجة المتعلقة بشكل غير مباشر بالتمويل المالي (انظر أعلاه). وهذه التدفقات لا تسجل هكذا، ويحتمل أن توجد في عمود "صافي السهو والخطأ". ونتوقع أن هذه التدفقات ستقل بشكل كبير ابتداءً من العام 2017 وما بعده بينما ينكمش العجز المالي الحكومي. ونتوقع أن ترتفع التدفقات الوافدة من القطاع الخاص، ولكن من الصعب تحديد قيمتها تماماً. والجهود المبذولة

على عكس ما حدث في السنوات السابقة، فإن ميزان المدفوعات أصبح الآن مسألة مهمة. ونعتقد أن الضغط سيتم احتوائها ونتوقع أن يعود الموقف إلى الاستقرار بحلول عام 2019.

لاجتذاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتدفقات الحافظة سوف تزداد بشكل واضح، ومع احتمال إضافة "تداول" إلى مؤشر مورغان ستانلي المركب للأسواق الصاعدة ابتداء من عام 2017، فإن تدفقات الحافظة يمكن أن تصبح عاملاً معقولاً في ميزان المدفوعات. ومن شأن جهد واقعي للخصخصة أن يجتذب أيضاً رؤوس أموال أجنبية. غير أن الشكوك المرتبطة بهذا تشير إلى الحذر، ونتوقع أن هذه التدفقات الوافدة (تدفقات الحافظة والتدفقات المباشرة) ستكون حوالي 17 مليار دولار على أساس صافي في عام 2020.

"توأم العجز" سيغني المزيد من السحب من صافي الأصول الأجنبية هذا العام

مع "توأم العجز" الكبير، يحتمل أن السحب من صافي الأصول الأجنبية أن يكون كبيراً هذا العام، عند حوالي 120 مليار دولار وهو ما يترك 480 مليار دولار في نهاية العام، أو ما يعادل حوالي 77% من الناتج المحلي الإجمالي. ويحتمل أن نشهد في العامين القادمين سحباً إضافياً، يصل في حده الأدنى إلى 420 مليار دولار أو 54% من الناتج المحلي الإجمالي المتوقع في نهاية عام 2018. ومن هناك، نرى انتعاشاً مع عودة الحساب الجاري مرة أخرى إلى التوازن، ومع تحول صافي التدفقات في الحساب المالي أيضاً إلى الجانب الإيجابي مع تلاشى مطلب التمويل. وهكذا، بنهاية عام 2020، نتوقع أن صافي الأصول الأجنبية الرسمية سينتعث إلى حوالي 435 مليار دولار (49% من الناتج المحلي الإجمالي). ويجب ملاحظة أننا لم نضف إصدار الديون السيادية (أي الأجنبية) في حساباتنا، لأنه من غير الواضح كم ستكون هذه الديون ومتى يتم اللجوء إليها في الأسواق الدولية. ومع ذلك، فإن هذا يقدم بعض الأخطار الموجبة لآفاق الأصول الأجنبية الصافية (الديون السيادية الخارجية تبلغ الصفر حالياً).

المملكة العربية السعودية

2020	2019	2018	2017	2016	مليار دولار
0.1	-1.7	-17.2	-21.4	-69.1	رصيد الحساب الجاري
8.0	7.0	4.0	2.0	0.0	الاستثمار الأجنبي المباشر (الصافي)
9.0	7.0	5.0	4.0	-2.0	استثمارات الحافظة
-1.0	-4.0	-7.0	-9.0	-9.0	استثمارات أخرى
-6.3	-4.4	-9.4	-12.8	-41.1	السهم والخطأ (صافي)
-9.7	-3.9	24.6	37.2	121.2	التغير في صافي الأصول الأجنبية (- = زيادة)

المصدر: سامبا

ومع تجدد الضغوط على سعر الصرف (انظر الإطار رقم 2)، يعود إلى التركيز مرة أخرى موقف الأصول الأجنبية الصافية للمملكة العربية السعودية. ولذلك يجدر وضع حجم حيازاتها من الأصول الأجنبية الصافية في الأذهان، ولا سيما وأن نسبة الأصول الأجنبية الصافية إلى الناتج المحلي الإجمالي لا تعطى معلومات كثيرة في حالة المملكة العربية السعودية. نظراً لدور أسعار النفط في الناتج المحلي الإجمالي الإسمي. وكانت قيمة الاحتياطيات تبلغ 51 شهراً من الواردات (وعموماً تعتبر فترة ثلاثة أشهر ملائمة) أو 25 شهراً من جميع تدفقات الحساب الجاري الخارجة في نهاية عام 2015. ويشير تنبؤنا إلى أنه حتى في حالة أدنى نقطة اسمية، في نهاية عام 2018، ستكون الأصول الأجنبية الصافية تساوي 36 شهراً من الواردات، أو 17 شهراً من تدفقات الحساب

الحساب الجاري سيسجل عجزاً معادلاً لـ 11% من الناتج المحلي الإجمالي هذا العام.

المملكة العربية السعودية: توقعات الحساب الجاري (مليار دولار؛ سامبا، سامبا)



حيازات المملكة العربية السعودية من الأصول غير المالية هي أحد أكبر الحيازات في العالم. فهي تعادل 1.5 مرة من الموارد النقدية المحلية أو 51 شهراً من غطاء الواردات.

الجاري الخارجة. ومن منظور آخر، فإن الاحتياطات تعادل حاليا حوالي 1.5 مرة قيمة عرض النقود بمعناها الواسع. وهذا يعني أنه إذا كانت جميع عناصر مقياس النقد العريض قد خرجت من المنظومة اليوم، فإن البنك المركزي سيكون قادرا على تمويل جميع المدفوعات بالدولار باستخدام معدل الربط بين العملة المحلية والدولار، ويكون لديه مع ذلك حوالي 200 مليار دولار - أو ما يعادل 18 شهرا من الواردات.

الإطار رقم 2: الضغوط على ارتباط الريال بالدولار

إن انخفاض أسعار النفط والتعديلات المالية المفاجئة التي شوهدت في الكثير من دول مجلس التعاون الخليجي قد أثارت أسئلة حول استدامة ارتباط عملات بلدان المنطقة بالدولار الأمريكي وحول الرغبة في استمرار هذا الارتباط.

وفيما يتعلق باستدامة هذا الارتباط، فإن ربط الريال السعودي بالدولار الأمريكي جاء تحت الضغط في السوق الآجلة: والواقع أن الضغوط الآن تتجاوز التي شهدناها في الفترة 2007-2008 وفي الفترة 1997-1998. والبعض من هذه الظروف هو نتيجة لتشدد السيولة المحلية (بفضل ارتفاع أسعار الفائدة وتوافر الديون الحكومية)، ولكن البعض الآخر هو نتيجة لضغوط المضاربة التي أتت أساسا من صناديق الحماية من خلال خيارات النقد الأجنبي. والفكرة الإجمالية على تقديرات الدولار الأمريكي قد تكون الآن في حدود نطاق 75-100 مليار دولار. فهل تستطيع السلطات تفهم مدى هذه الضغوط؟ ويعتمد الرد أساسا على نظرة المرء الى احتياطات النقد الأجنبي - ثم على تنبؤ الفرد لأسعار النفط. وبالنظر إلى تنبؤنا الأساسي، فإن إجابتنا هي "نعم". وكما لاحظنا في أماكن أخرى، فنحن نتوقع أن صافي الأصول الأجنبية الرسمية سوف يستقر بصورة إسمية، يساعده انتعاش أداء الحساب الجاري وتراجع العجز المالي، بحيث ينتهي عام 2020 عند حوالي 435 مليار دولار. وينبغي أن يكون ذلك كافيا للتعامل مع أي هجمات مضاربة بشكل مريح جدا.

وماذا عن الرغبة في خفض قيمة العملة؟ ففي حالة المملكة العربية السعودية لن تكون هناك مساعدة لتنافس الصادرات لأن صادراتها جميعا مقومة بالدولارات. وقد تكون الميزة الرئيسية هي دعم قيمة الريال السعودي لإيرادات الدولار الحكومية. غير أنه سيرفع تكلفة المصروفات لأن جزءا كبيرا منها يمثل بضائع وخدمات مستوردة (وقوى عاملة). والمكسب الصافي للحكومة قد يكون لذلك متواضعا، وبالتأكيد سيتم تعويضه برد الفعل لمحلى إزاء خسارة القدرة على الشراء، وارتفاع هام لا شك فيه في التضخم. وعلاوة على ذلك، فإن رفع قيمة معدل الصرف سينتج عنها توقعات بحدوث ضعف آخر، وسيكون أمام المدخرين حافزا قويا لزيادة نصيب الأصول الأجنبية في محافظتهم، مما ينشئ المزيد من التدفقات الخارجة ويؤدي الى تآكل احتياطات النقد الأجنبي بشكل أكبر.

ولأن مزايا خفض قيمة سعر الصرف بعيدة عن الوضوح، وكونها ذخيرة لمقاومة هجمات المضاربة (مع تحسن اقتصادي كلي في المدى المتوسط)، فنحن نتوقع ان الارتباط الحالي لسعر الصرف بالدولار الأمريكي سيظل دون تغيير. وعلى الرغم من ذلك، فإن بعضا من تحرير السيولة - من خلال تعديل متطلبات الاحتياطي المصرفية - قد يكون ضروريا لإزالة أثر التضخم على السوق الآجلة.

المملكة العربية السعودية: السعر الآجل للريال السعودي مقابل الدولار لمدة 12 شهرا (نقاط؛ بلومبرغ)



المملكة العربية السعودية: تنبؤات خط الأساس للاقتصاد الكلي

2020f	20119f	2018f	2017f	2016f	2015e	2014	2013	
886.8	827.6	780.4	720.3	625.6	653.3	746.2	744.3	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (مليار دولار)
24224	23284	22616	21500	19233	20709	24387	24819	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (آلاف الدولارات)
4.2	1.8	3.6	1.8	0.6	3.4	3.5	2.7	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (% التغير)
2.5	2.0	1.5	1.5	1.3	3.1	0.7	-1.5	نسبة قطاع الهيدروكربونات من الناتج المحلي الإجمالي
5.3	1.6	5.0	1.9	0.2	3.6	5.3	5.8	نسبة القطاعات الأخرى من الناتج المحلي الإجمالي
7.2	6.0	8.2	15.1	-4.2	-12.4	0.3	1.4	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (% التغير)
5.0	8.6	8.5	42.1	-19.1	-35.9	-5.2	-4.1	نسبة قطاع الهيدروكربونات من الناتج المحلي الإجمالي
8.3	4.7	8.0	4.8	3.0	6.5	5.1	6.9	نسبة القطاعات الأخرى من الناتج المحلي الإجمالي
2233.3	2048.9	1914.8	1823.6	1736.8	1670.0	1575.6	1402.0	ودائع لدى البنوك التجارية (مليار ريال سعودي)
9.0	7.0	5.0	5.0	4.0	6.0	12.4	11.2	% التغير
1471.2	1387.9	1321.8	1271.0	1258.4	1284.1	1194.5	1065.5	قروض البنوك التجارية إلى القطاع الخاص (مليار ريال سعودي)
6.0	5.0	4.0	1.0	-2.0	7.5	12.1	12.5	(% التغير)
3.1	3.6	3.9	3.1	2.5	0.9	0.9	0.9	سعر الفائدة على الودائع لأجل 3 أشهر (نهاية السنة، %)
3.0	3.1	3.0	2.9	2.8	2.1	2.7	3.5	معدل التضخم في مؤشر أسعار المستهلك (% التغير، في المتوسط)
236.3	221.9	200.8	181.8	121.2	157.0	284.7	322.1	صادرات الهيدروكربونات (مليار دولار)
6.5	10.6	10.4	50.0	-22.8	-44.9	-11.6	-4.6	(% التغير)
0.1	-1.7	-17.2	-21.4	-69.1	-45.6	92.9	132.8	رصيد الحساب الجاري (مليار دولار)
0.0	-0.2	-2.2	-3.0	-11.0	-7.0	12.4	17.8	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
89.0	87.2	85.5	83.8	82.2	80.6	79.0	74.0	الدين الخارجي (مليار دولار) ¹
10.0	10.5	11.0	11.6	13.1	12.3	10.6	9.9	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
24.4	26.2	28.7	30.9	39.3	33.3	20.9	17.9	(% من إيرادات الحساب الجاري)
970.6	911.9	864.3	762.3	568.5	608.5	1044.0	1156.0	الإيرادات المالية (مليار ريال سعودي)
6.4	5.5	13.4	34.1	-6.6	-41.7	-9.7	-7.3	(% التغير)
1087.8	1022.1	1003.9	945.4	910.6	997.2	1141.0	993.0	الإنفاق المالي (مليار ريال سعودي)
6.4	1.8	6.2	3.8	-8.7	-12.6	14.9	8.3	(% التغير)
409.6	382.8	348.0	337.8	328.0	357.0	471.0	401.0	منه، الرأسمالي
7.0	10.0	3.0	3.0	-8.1	-24.2	17.5	31.5	(% التغير)
678.2	639.3	655.9	607.6	582.6	640.2	670.0	594.6	الجاري
6.1	-2.5	8.0	4.3	-9.0	-4.4	12.7	-2.8	(% التغير)
-117.2	-110.2	-139.6	-183.1	-342.1	-388.7	-97.0	163.0	الرصيد المالي (مليار ريال سعودي)
-3.5	-3.6	-4.8	-6.8	-14.6	-15.9	-3.5	5.8	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
279.9	397.1	507.2	646.8	829.9	1172.0	1560.7	1641.5	صافي ودائع القطاع العام لدى الجهاز المصرفي (مليار ريال سعودي)
8.4	12.8	17.4	23.9	35.4	47.8	55.8	58.8	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
812.0	718.6	624.9	520.7	385.7	197.8	98.9	93.8	صافي إجمالي دين القطاع العام المحلي (مليار ريال سعودي)
24.4	23.2	21.4	19.3	16.4	8.1	3.5	3.4	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
1100.0	1100.0	1100.0	1100.0	1100.0	1100.0	940.0	854.8	الودائع المحلية الأخرى للقطاع العام (مليار ريال سعودي)
33.1	35.5	37.6	40.7	46.9	44.9	33.6	30.6	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
567.9	778.5	982.4	1226.1	1544.2	2074.2	2402.2	2402.5	صافي ودائع القطاع العام لدى الجهاز المصرفي (مليار ريال سعودي)
17.1	25.1	33.6	45.4	65.8	84.7	85.8	86.1	(% من الناتج المحلي الإجمالي)
								مؤشرات:
77.0	75.0	70.0	65.0	45.0	58.0	100.0	107.0	سعر النفط (خام برنت، دولار للبرميل)
10786	10574	10418	10315	10213	10243	9666	9380	إنتاج النفط الخام (آلاف البراميل يوميا)
434.1	424.3	420.4	445.0	482.2	603.4	724.3	753.1	صافي الأصول الأجنبية لدى ساما (مليار دولار)
48.9	51.3	53.9	61.8	77.1	92.4	97.1	101.2	(% من الناتج المحلي الإجمالي)

¹ الالتزامات الأجنبية للبنوك والمؤسسات غير المالية السعودية.

المصادر: ساما، وزارة المالية والاقتصاد الوطني، البنك الدولي؛ مجموعة سامبا.

James Reeve

Deputy Chief Economist
James.Reeve@samba.com

Andrew B. Gilmour

Deputy Chief Economist
Andrew.Gilmour@samba.com

Thomas Simmons

Economist
Thomas.Simmons@samba.com

إقرار إخلاء المسؤولية

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

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

مجموعة سامبا المالية
صندوق بريد 833، الرياض 11421
المملكة العربية السعودية