



## انتعاش الاقتصاد غير النفطي

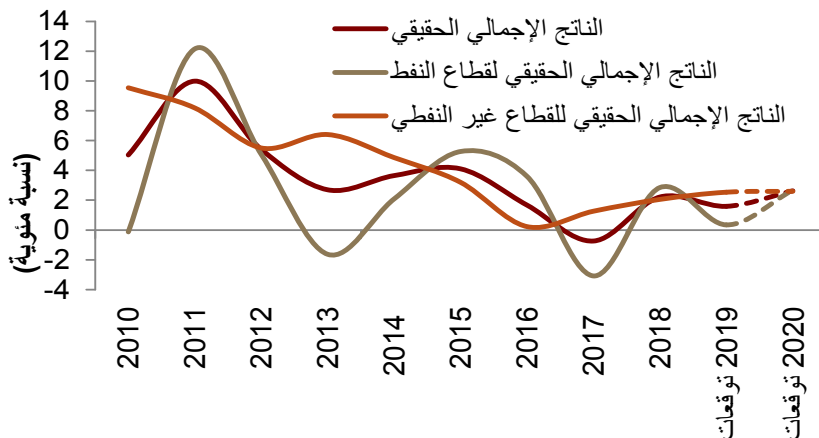
- خفضنا توقعاتنا بشأن نمو الاقتصاد السعودي، ويعود ذلك بصورة كلية إلى التطورات المرتبطة بسوق النفط. وكنا قد توقعنا سابقاً وصول النمو الكلي إلى 2 بالمائة عام 2019، لكن خفضنا لتقديرات الناتج الإجمالي المحلي لقطاع النفط جعلنا الآن نتوقع أن يكون النمو عند 1,6 بالمائة.
- تراجع إنتاج النفط في المملكة إلى مستوى أقل مما كان متوقعاً في السابق، مما سيؤدي إلى تسجيل نمو ضعيف في الناتج الإجمالي لقطاع النفط، يقدر بـ 0,3 بالمائة، لعام 2019. وفيما يخص القطاع غير النفطي، فنتوقع أن يسجل القطاع نمواً أفضل، عند 2,7 بالمائة، مقارنة بـ 2,3 بالمائة حسب تقديراتنا السابقة، (ومقارنة بـ 2,1 بالمائة عام 2018). وضمن تقديرات القطاع غير النفطي هذه، نتوقع أن يرتفع نمو القطاع الخاص غير النفطي إلى 2,4 بالمائة، مقارنة بـ 1,7 بالمائة عام 2018.
- ويعود رفعنا لتقديرات الناتج الإجمالي للقطاع الخاص غير النفطي، إلى التحسن العام في عدد من المؤشرات الاقتصادية الدورية، وانتعاش النشاط الاقتصادي، كما تدل عليه بيانات الناتج الإجمالي للربع الأول عام 2019 والتي نشرت مؤخراً. وفي الحقيقة، يشير مؤشر جدوى المركب للقطاع الخاص غير النفطي، إلى بقاء النشاط الاقتصادي مرتفعاً في الربع الثاني لعام 2019.
- في الجانب المالي، سيؤدي تراجع أسعار خام برنت وكذلك حجم إنتاج النفط الخام، مقارنة بالعام الماضي، إلى انخفاض الإيرادات الحكومية عن المستويات المقدرة سابقاً. نتيجة لذلك، نتوقع اتساع عجز الموازنة إلى 196 مليار ريال (6,4 بالمائة من الناتج الإجمالي الكلي) عام 2019.
- بالمجمل، يبدو أن توحيد الجهود نحو السعي لتحقيق أهداف رؤية 2030، وكذلك الأهداف الواردة في برنامج التحول الوطني، قد مهد الطريق أمام تعزيز الزخم في الاقتصاد السعودي.
- مع ذلك، أصبحت العوامل الخارجية أكثر أهمية فيما يخص التوقعات الآنية بشأن اقتصاد المملكة. وعلى وجه التحديد، فإن التطورات الاقتصادية العالمية، وخاصة فيما يتعلق بالنزاع التجاري بين الولايات المتحدة والصين، وكذلك التوترات الجيوسياسية الإقليمية، تشكل المخاطر الرئيسية لتوقعاتنا.

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

راجا أسد خان  
رئيس إدارة الأبحاث  
rkhan@jadwa.com

د. نوف ناصر الشريف  
اقتصادي أول  
nalsharif@jadwa.com

الشكل 1: توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي الفعلي للمملكة



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

<http://www.jadwa.com>



## نمو الاقتصاد غير النفطي، مقابل تباطؤ الاقتصاد النفطي

خفضنا توقعاتنا بشأن نمو الاقتصاد السعودي، ويعود ذلك بصورة كلية إلى التطورات المرتبطة بسوق النفط. وكنا قد توقعنا سابقاً وصول النمو الكلي إلى 2 بالمائة عام 2019. لكن خفض تقديرات الناتج الإجمالي المحلي لقطاع النفط جعلنا الآن نتوقع أن يكون النمو عند 1,6 بالمائة. وسيؤدي تراجع إنتاج النفط في المملكة إلى مستوى أقل مما كان متوقعاً في السابق، إلى دفع الناتج الإجمالي لقطاع النفط لتسجيل نمو ضعيف عام 2019، يقدر بـ 0,3 بالمائة. مع ذلك، نتوقع أن يسجل الاقتصاد غير النفطي نمواً أفضل، عند 2,7 بالمائة، مقارنة بـ 2,3 بالمائة حسب تقديراتنا السابقة. (ومقارنة بـ 2,1 بالمائة عام 2018). وضمن هذه التقديرات، نتوقع أن يرتفع نمو القطاع الخاص غير النفطي إلى 2,4 بالمائة، مقارنة بـ 2 بالمائة، حسب تقديراتنا السابقة، ومقارنة بـ 1,7 بالمائة العام الماضي.

ورغم أن انخفاض إنتاج النفط الخام، مقارنة بالعام الماضي، سيدفع بالناتج المحلي لقطاع النفط باتجاه الأسفل (نص مظلل 1)، إلا أن افتتاح كل من مجمع غاز الفاضلي ومصفاة جيزان في أواخر العام، يجب أن يضمن نمواً إيجابياً لقطاع النفط (لمزيد من التفاصيل، يمكن الاطلاع على تقريرنا حول [الاقتصاد السعودي عام 2019](#)).

خفضنا توقعاتنا بشأن نمو الاقتصاد السعودي، ويعود ذلك بصورة كلية إلى التطورات المرتبطة بسوق النفط.

بناءً على خفض تقديراتنا للناتج الإجمالي لقطاع النفط، الآن نتوقع أن يكون النمو بنسبة 1,6 بالمائة.

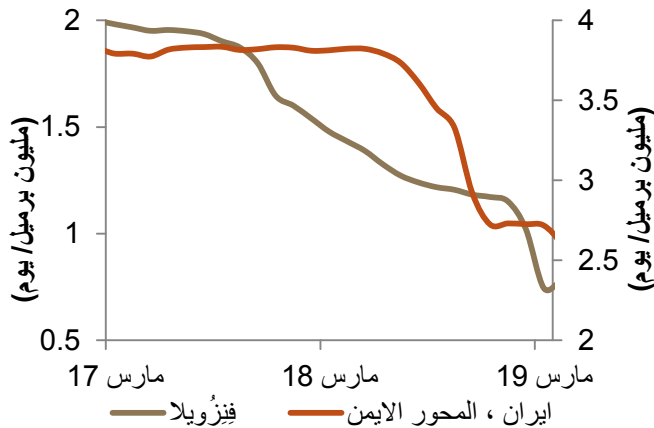
## نص مظلل 1: إنتاج المملكة من النفط الخام

بناءً على تقديرات العرض والطلب وفقاً للتقرير الشهري لأوبك حول سوق النفط، فإن "المطلوب من أوبك" (مستوى النفط المطلوب إنتاجه من دول أوبك لموازنة أسواق النفط العالمية) هو زيادة الإنتاج بمتوسط 330 ألف برميل يومياً عن مستويات الإنتاج الحالية (شكل 2). ورغم أن هذه الزيادة المطلوبة ليست ضخمة، لكن يجب النظر إليها في سياق تحديات الإنتاج التي تواجه بعض أعضاء أوبك. على سبيل المثال، رغم أن إنتاج إيران بدأ يتراجع قبيل إعادة فرض العقوبات الأمريكية في مايو 2019، لكنه ربما ينخفض بدرجة كبيرة مقارنة بأخر مستوى للإنتاج، وهو 2,3 مليون برميل يومياً، والذي سجلته إيران خلال نفس الشهر. في غضون ذلك، أدت الأزمة الاجتماعية والاقتصادية والسياسية في فنزويلا، مصحوبة بعقوبات أمريكية، إلى هبوط إنتاج النفط إلى مستوى متدني، بلغ 741 ألف برميل يومياً في مايو، وهو يعادل انخفاضاً بنسبة 37 بالمائة عن إنتاج العام الماضي. وأخيراً، رغم أن إنتاج النفط في ليبيا لم يتأثر بصورة كبيرة كما في إيران وفنزويلا، إلا أن الحرب الأهلية في الشهر الأخير أدت إلى تذبذبات قسرية في الإنتاج (شكل 3). وهكذا، فعلى الرغم من أن إنتاج المملكة بلغ 9,9 مليون برميل يومياً في المتوسط خلال الفترة من بداية العام وحتى مايو، لكن نتوقع ارتفاعاً في الإنتاج، ويعود ذلك إلى سببين؛ زيادة الطلب الموسمي في شهور الصيف،

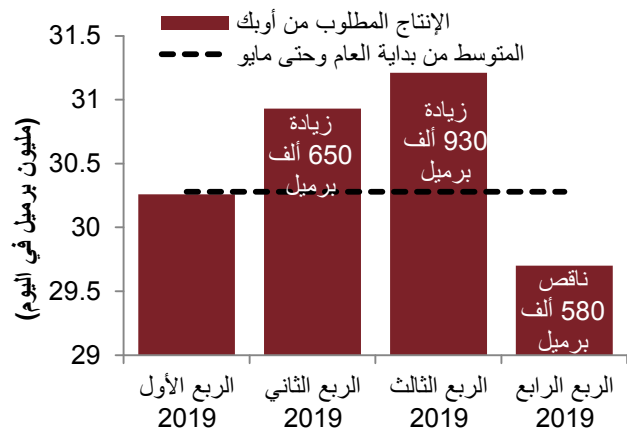
سيؤدي تراجع إنتاج النفط في المملكة إلى مستوى أقل مما كان متوقعاً في السابق، إلى جعل الناتج الإجمالي لقطاع النفط يسجل نمواً ضعيفاً عام 2019، يقدر بـ 0,3 بالمائة.

مع ذلك، نتوقع أن ينمو القطاع الخاص غير النفطي بنسبة 2,4 بالمائة عام 2019، مقارنة بـ 1,7 بالمائة العام الماضي.

الشكل 3: ...لكن بعض أعضاء أوبك يواجهون تراجعاً في إنتاجهم دون إرادتهم



الشكل 2: "الإنتاج المطلوب من أوبك" يزيد في المتوسط بـ 330 ألف برميل يومياً عن متوسط إنتاج المنظمة من بداية العام وحتى مايو...





وزيادة مستوى النفط المطلوب إنتاجه من قبل أوبك خلال النصف الثاني من عام 2019. وبناءً عليه، فقد عدلنا تقديراتنا لإنتاج المملكة من النفط الخام إلى 10,1 مليون برميل يومياً لعام 2019 ككل، منخفضة من 10,3 مليون برميل يومياً، وفقاً لتقديراتنا السابقة.

أما في جانب القطاع غير النفطي، فإن تعديلنا للناتج المحلي للقطاع الخاص غير النفطي بالرفع فيعكس التحسن العام في عدد من المؤشرات الاقتصادية الدورية، وانتعاش النشاط الاقتصادي كما تدل عليه بيانات الناتج الإجمالي المحلي للربع الأول عام 2019 والتي نشرت مؤخراً (نص مظلل 2).

## نص مظلل 2: الناتج الإجمالي المحلي في الربع الأول لعام 2019

تشير البيانات الخاصة بالناتج الإجمالي المحلي الفعلي في الربع الأول لعام 2019، إلى توسع الاقتصاد بنسبة 1,7 بالمائة، على أساس سنوي. وقد نما الناتج الإجمالي المحلي للقطاع النفطي بنسبة 1 بالمائة (42 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي الكلي)، في حين ارتفع الناتج الإجمالي المحلي غير النفطي بنسبة 2,1 بالمائة. وضمن القطاع غير النفطي، نما الناتج الإجمالي المحلي للقطاع الخاص غير النفطي بنسبة 2,3 بالمائة (40 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي الكلي)، مقابل نمو الناتج الإجمالي المحلي للقطاع الحكومي بنسبة 1,7 بالمائة (18 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي الكلي).

وجاء تحسن قطاع النفط نتيجة للزيادة الطفيفة في حجم إنتاج الخام مقارنة بمستواه العام الماضي. وفي جانب القطاع الخاص غير النفطي، سجل قطاع "التصنيع" أدنى مستويات الأداء، حيث لم يسجل أي نمو خلال الربع (أنظر الجزء الخاص بـ "الصادرات غير النفطية"). في غضون ذلك، جاء قطاعا "النقل" و"التمويل" كأفضل قطاعين ساهما في النمو، بفضل ارتفاع كل منهما بنسبة 4,9 بالمائة. وأخيراً، أدى توقيع خادم الحرمين الشريفين على عدد من المشاريع خلال زيارته لبعض المناطق العام الماضي، بالتزامن مع التقدم في تنفيذ عدد من المشاريع العملاقة لصندوق الاستثمارات العامة، إلى المساعدة في تحقيق نمو إيجابي في قطاع "التشييد" لأول مرة منذ الربع الرابع لعام 2015 (شكل 4).

وهكذا، ففي حين سجل مؤشر مديري المشتريات غير النفطي أعلى مستوى له منذ نوفمبر 2017، أيضاً كان هناك ارتفاع كبير في تعاملات نقاط البيع، فضلاً عن انتعاش في كل من القروض إلى القطاع الخاص وعرض النقود (أنظر الجزء الخاص بالسيولة والدين العام في الفقرات اللاحقة). وإجمالاً، يبدو أن توحيد الجهود نحو السعي لتحقيق أهداف رؤية 2030، وكذلك الأهداف المضمنة في برنامج التحول الوطني، قد مهد الطريق أمام تعزيز الزخم في الاقتصاد السعودي. وفي الحقيقة، يشير المؤشر المركب للقطاع الخاص غير النفطي والخاص بشركة جدوى، إلى أن النشاط الاقتصادي في المملكة انتعش بصورة واضحة في الربع الأول لعام 2019، وبقي عند تلك المستويات خلال الربع الثاني لعام 2019 (شكل 5).

تعديلنا للناتج المحلي للقطاع الخاص غير النفطي بالرفع، يعكس التحسن العام في عدد من المؤشرات الاقتصادية الدورية...

...حيث سجل مؤشر مديري المشتريات غير النفطي أعلى مستوى له منذ نوفمبر 2017...

...وارتفعت تعاملات نقاط البيع بدرجة كبيرة...

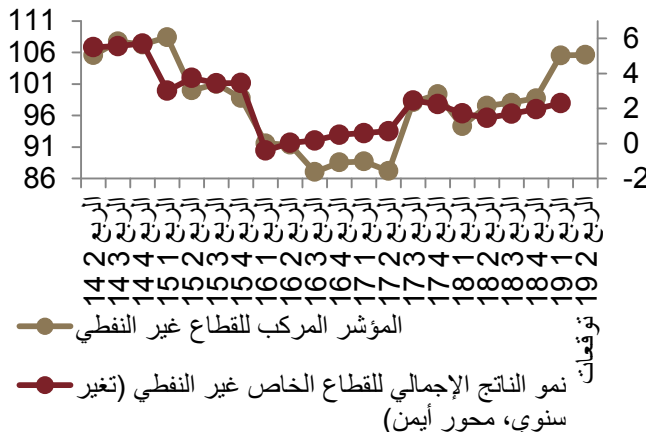
...وانتعش كل من القروض إلى القطاع الخاص وعرض النقود الشامل.

وإجمالاً، يبدو أن توحيد الجهود نحو السعي لتحقيق أهداف رؤية 2030...

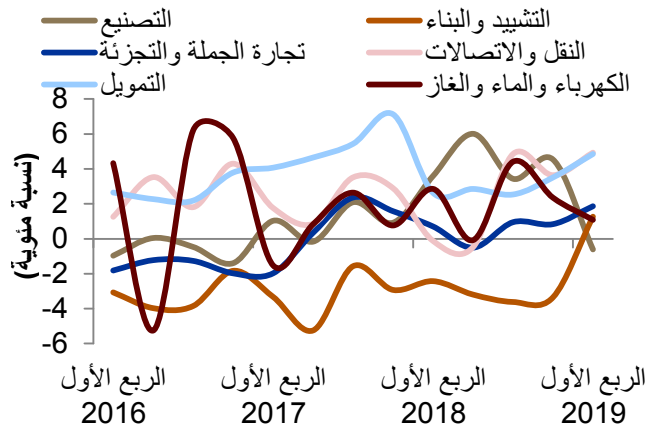
...وكذلك الأهداف المضمنة في برنامج التحول الوطني...

...قد مهد الطريق أمام زيادة الزخم في الاقتصاد السعودي.

الشكل 5: المؤشر المركب للقطاع الخاص غير النفطي والخاص بشركة جدوى، يشير إلى انتعاش في النشاط الاقتصادي



الشكل 4: الناتج الإجمالي المحلي، حسب القطاعات





### عجز الموازنة المالية يتسع قليلاً

نتوقع انخفاض أسعار خام برنت على أساس المقارنة السنوية عام 2019، مما يؤدي إلى تراجع الإيرادات النفطية للحكومة. حالياً يتداول خام برنت بأسعار عند 65 دولاراً للبرميل، وبلغ متوسط سعره خلال الفترة من بداية العام وحتى تاريخه 66 دولاراً للبرميل، متماشياً مع تقديراتنا للعام ككل. وبالنظر إلى هذه الأسعار، مقرونة بانخفاض إنتاج النفط، مقارنة بالعام السابق، ولكن ليس بالضرورة انخفاض صادرات النفط، نجد أن تلك العوامل ستؤدي، وفقاً لحساباتنا، إلى تراجع بنسبة 5 بالمائة، على أساس سنوي، في إيرادات الحكومة من النفط، لتصل إلى 579 مليار ريال عام 2019 (نص مظلل 3).

نتوقع انخفاض أسعار خام برنت على أساس المقارنة السنوية عام 2019...

...مما يؤدي إلى تراجع الإيرادات النفطية للحكومة.

### نص مظلل 3: إيرادات النفط في الربع الأول لعام 2019

كما ذكرنا في تقريرنا حول [بيان أداء الميزانية في الربع الأول من عام 2019](#)، زادت الإيرادات النفطية للحكومة بنسبة 48 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الأول لعام 2019، لتصل إلى 169 مليار ريال، وجاء هذا التعزيز نتيجة لتلقي الحكومة توزيعات أرباح بقيمة 124 مليار من شركة أرامكو السعودية في مارس. بالنسبة للمستقبل، سيصبح حساب إيرادات النفط الحكومية أكثر صعوبة بدون تحديثات منتظمة حول التحولات بين أرامكو السعودية ووزارة المالية، خاصةً بسبب الطبيعة التقديرية مدفوعات توزيعات الأرباح (شكل 6). ومما يزيد المسألة تعقيداً، أن دخل شركة أرامكو لا يأتي فقط من مبيعات صادرات النفط الخام، بل يتضمن منتجات أخرى، كالغاز الطبيعي، وسوائل الغاز الطبيعي، والمنتجات المكررة، وكذلك بعض إيرادات الذراع التجارية لشركة أرامكو. إضافة إلى ذلك، يصبح موضوع تقدير الإيرادات النفطية للحكومة أكثر صعوبة نتيجة مدفوعات التسوية التي تسدها الحكومة لشركة أرامكو السعودية، والتي تتصل باستهلاك المنتجات النفطية المستهلكة داخل المملكة بأسعار أقل من الأسعار العالمية.

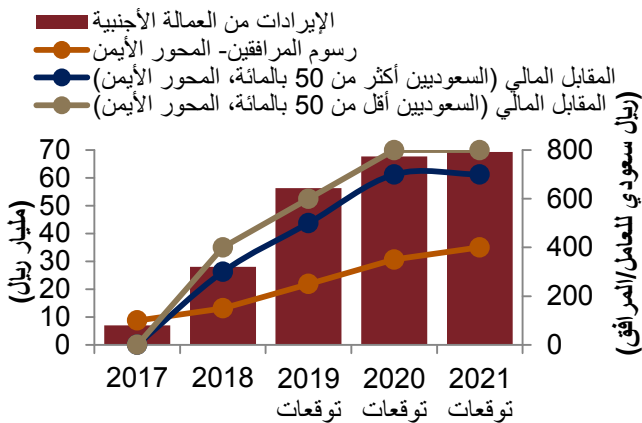
حالياً يتداول خام برنت بأسعار عند 65 دولاراً للبرميل، وبلغ متوسط سعره خلال الفترة من بداية العام وحتى تاريخه 66 دولاراً للبرميل، متماشياً مع تقديراتنا للعام ككل...

...وبالنظر إلى هذه الأسعار، مقرونة بانخفاض إنتاج النفط، مقارنة بالعام السابق، ولكن ليس بالضرورة انخفاض صادرات النفط...

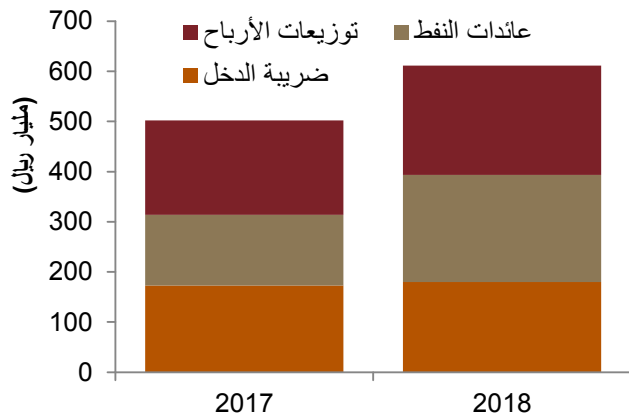
أظهر تقرير أداء الميزانية في الربع الأول لعام 2019 زيادات كبيرة في الإيرادات غير النفطية، والتي ارتفعت بنسبة 46 بالمائة، على أساس سنوي. وجاء معظم تلك المكاسب من فئة "الضرائب على السلع والخدمات"، والتي تضاعفت تقريباً، على أساس سنوي، لتصل إلى 41 مليار ريال، وقد شكلت 77 بالمائة من التغيير السنوي في كل الإيرادات غير النفطية خلال الربع. ونعتقد أن الغالبية العظمى من الإيرادات من هذه الفئة جاءت من الزيادة في رسوم العمالة الأجنبية. في الحقيقة، وكما جاء في ميزانية الدولة للعام 2019، يُتوقع أن تتضاعف الإيرادات من رسوم العمالة الأجنبية في عام 2019 ككل، لتصل إلى 56 مليار ريال. في عام 2019، تم تطبيق زيادتين في الرسوم الخاصة بالأجانب، مما سيؤدي إلى رفع الإيرادات غير النفطية في النصف الثاني من عام 2019. أولاً، تمت زيادة رسوم المقابل المالي لتوظيف العمالة الأجنبية (من 300 ريال إلى 500 ريال للشركات التي يزيد فيها السعوديون على الأجانب، ومن 400 ريال إلى 600 ريال للشركات التي يزيد فيها الأجانب على السعوديين)، وثانياً، تمت زيادة رسوم المرافقين (من 200 ريال إلى 300 ريال للمرافق الواحد، شكل 7).

...نجد أن تلك العوامل ستؤدي إلى تراجع إيرادات الحكومة من النفط بنسبة 5 بالمائة، على أساس سنوي، لتصل إلى 579 مليار ريال عام 2019.

الشكل 7: تفاصيل الإيرادات من الرسوم على الأجانب



الشكل 6: تفاصيل مدفوعات شركة أرامكو إلى الحكومة





بالنسبة لعام 2019 ككل، نرى أن هناك إمكانية لتخطي الإيرادات غير النفطية المستوى المستهدف للحكومة، وهو 313 مليار ريال. وبصفة خاصة، نتوقع زيادة الإيرادات من ضريبة القيمة المضافة، نتيجة لانتعاش النشاط غير النفطي، وتواصل ارتفاع التعاملات غير النقدية. كذلك، تجدر الإشارة إلى أن إجمالي الإيرادات الفعلية المتحققة من ضريبة القيمة المضافة العام الماضي جاءت ضعف التقديرات الأصلية في الميزانية.

وفي جانب الإنفاق، أظهرت بيانات الربع الأول ارتفاع المصروفات بنسبة 8 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الأول لعام 2019، لتصل إلى 218 مليار ريال. وبصفة خاصة، زادت المصروفات الجارية (التشغيلية)، وهي أقل عناصر الإنفاق الحكومي مساهمة في النمو الاقتصادي، بنسبة 8 بالمائة، على أساس سنوي، مدفوعة بصفة أساسية بارتفاع الإنفاق في فئة "مكافآت العاملين في الدولة"، والتي زادت أيضاً بنسبة 8 بالمائة خلال نفس الفترة من العام الماضي، لتصل إلى 121,8 مليار ريال. وفي الحقيقة، يشير أحدث تعديل لبيانات عام 2018 ككل، إلى أن الإنفاق الفعلي بلغ 1,079 تريليون ريال، بزيادة 49 مليار ريال عن الإنفاق المبدئي المقدر وهو 1,030 تريليون ريال وفقاً لـ [ميزانية الدولة للعام 2019](#)، في نهاية العام الماضي. ونعتقد أن الرقم المعدل يعكس مصروفات علاوة غلاء المعيشة، والتي تم تطبيقها العام الماضي بمرسوم ملكي.

إجمالاً، سيؤدي انخفاض الإيرادات الحكومية، الناجم عن انخفاض إيرادات النفط، إلى زيادة عجز الموازنة العامة. ورغم أن الربع الأول لعام 2019 سجل فائضاً مالياً بقيمة 28 مليار ريال، إلا أننا لا نتوقع أي فوائض إضافية في الأرباع الثلاثة القادمة من العام. وفي الحقيقة، الآن نتوقع ارتفاع العجز في موازنة المملكة إلى 196 مليار ريال (6,4 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2019، مقارنة بتقديراتنا السابقة، والتي كانت عند 168 مليار ريال (5,5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي). وهناك احتمال بأن يأتي العجز أعلى من تلك التقديرات، خاصة في حال لم يكن الإنفاق التقديري الوارد في موازنة 2019 يتضمن تكلفة تمديد علاوة غلاء المعيشة.

#### تمويل العجز:

لا نتوقع أن تؤدي الزيادة في عجز الموازنة إلى زيادة واضحة في إصدارات الدين في المملكة خلال عام 2019، ولكن بدلاً من ذلك نتوقع أن يتم تمويل معظم تلك الزيادة من خلال الودائع الاحتياطية لـ "ساما". وفقاً لخطة مكتب إدارة الدين للاقتراض للعام 2019، سيصل إجمالي صافي إصدارات الدين إلى 118 مليار ريال (إضافة إلى 2 مليار ريال كإعادة تمويل)، 55 بالمائة منها ستأتي من مصادر محلية و45 بالمائة من مصادر خارجية. في قت إعداد هذا التقرير، وبعد إصدار سندات سعودية باليورو بقيمة 3 مليار دولار (13 مليار ريال)، ارتفع إجمالي إصدارات الدين في المملكة خلال الفترة من بداية العام وحتى تاريخه إلى 80 مليار ريال، تتوزع على ديون داخلية وخارجية بنسبة 49 بالمائة و 51 بالمائة على التوالي. وبالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن نشهد إصدارات دين خارجية بقيمة 10 مليار ريال قبل نهاية العام. وفي جانب الدين المحلي، نتوقع إصدار دين إضافي بقيمة 28 مليار ريال، كما أن أي إصدارات دين إضافية تزيد عن حجم الدين المخطط له، وهو 118 مليار ريال للعام 2019، سيتم تليتها من إصدارات محلية وليست خارجية.

#### تباطؤ الصادرات غير النفطية:

تشير أحدث البيانات الخاصة بالقطاع الخارجي، إلى أن الحساب الجاري في المملكة حافظ على تسجيل فائض، وبلغت قيمة ذلك الفائض في الربع الأول لعام 2019 نحو 11,5 مليار دولار، ما يعادل 5,9 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي، مدعوماً بفائض في الميزان التجاري. وضمن ذلك الميزان التجاري، شهدت المملكة ارتفاع قيمة صادراتها الإجمالية بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي، لتبلغ 72 مليار دولار في الربع الأول لعام 2019، مدعومة بالكلية بزيادة الصادرات النفطية، حيث أن الصادرات غير النفطية بقيت دون تغيير مقارنة بمستواها العام الماضي.

وتشير بيانات أحدث، إلى أن الصادرات غير النفطية تسير باتجاه الانخفاض (شكل 8)، حيث تراجعت بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي، خلال الفترة من بداية العام وحتى أبريل، نتيجة لتراجع صادرات البتروكيماويات، والبلستيك والمطاط، والمعادن، والتي تشكل 71 بالمائة من إجمالي الصادرات غير النفطية. ونعتقد أن التراجع في النشاط غير النفطي يرتبط مباشرة بتطورات اقتصادية عالمية، خاصة فيما يتصل بالتراجع التجاري بين

إجمالاً، سيؤدي انخفاض إيرادات الحكومة إلى زيادة عجز الموازنة العامة.

رغم تسجيل الربع الأول لعام 2019 فائض مالي بقيمة 28 مليار ريال...

...إلا أننا لا نتوقع أي فوائض إضافية في الأرباع الثلاثة القادمة من العام.

الآن نتوقع ارتفاع العجز في موازنة المملكة إلى 196 مليار ريال (6,4 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2019...

...لن تؤدي الزيادة في عجز الموازنة إلى زيادة واضحة في إصدارات الدين في المملكة خلال عام 2019.

ارتفعت الصادرات الإجمالية بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي، لتبلغ 72 مليار دولار في الربع الأول لعام 2019...

...نتيجة لزيادة الصادرات النفطية، لأن الصادرات غير النفطية بقيت دون تغيير، مقارنة بمستواها العام الماضي.

تشير بيانات أحدث، إلى أن الصادرات غير النفطية تسير باتجاه الانخفاض...

...حيث تراجعت بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي، خلال الفترة من بداية العام وحتى أبريل...



الولايات المتحدة والصين. ورغم توقف العدائيات في الاجتماع الأخير لمجموعة العشرين، إلا أنه لم يتحقق أي اختراق كبير بشأن النزاع التجاري بين الولايات المتحدة والصين. وفي الوقت نفسه، سجلت المؤشرات الصناعية العالمية مؤخراً أدنى مستوى لها منذ سنوات عديدة، وبقيت في مسار نازل منذ بداية عام 2018، مما أثر بدوره على كافة فئات الصناعات العالمية، بما في ذلك البتروكيماويات (شكل 9). بالنظر إلى المستقبل، من الواضح جداً أن الصادرات غير النفطية للمملكة ستواصل تأثرها بالتطورات التي لا يمكن التنبؤ بها في التجارة العالمية.

في غضون ذلك، تشير البيانات الخاصة بالفترة من بداية العام وحتى أبريل، إلى تراجع قيمة السلع المستوردة بنسبة 2 بالمائة، على أساس سنوي، مقابل ارتفاع حجمها بنسبة 3 بالمائة خلال نفس الفترة. وفي اعتقادنا أن تراجع قيمة الواردات يعكس، جزئياً، التطورات التي تشهدها التجارة العالمية والتي أشرنا إليها أعلاه (تشكل المواد الكيماوية والمعادن نحو 20 بالمائة من قيمة الواردات السعودية)، كما أنه يعود، جزئياً كذلك، إلى زيادة قوة الدولار المرجح على أساس الوزن التجاري، والذي ارتفع بنسبة 7 بالمائة، مقارنة بمستواه قبل عام. بالنظر إلى المستقبل، رغم أننا نتوقع زيادة في قيمة الواردات، تماشياً مع نمو الاقتصاد غير النفطي، إلا أن ذلك لن يؤثر سلباً على الحساب الجاري، والذي يُتوقع أن يبقى يسجل فائضاً خلال عام 2019.

حتى اللحظة الحالية من العام الجاري، بلغت القيمة الإجمالية لصافي مشتريات الأجانب عبر اتفاقيات المبادلة ومشتريات المستثمرين المؤهلين نحو 14,7 مليار دولار (55 مليار ريال)، ونتوقع أن نشهد استمراراً في التدفقات الواردة من استثمارات الحافظة خلال الفترة المتبقية من العام (وللمزيد بهذا الخصوص، يمكن الاطلاع على تقريرنا حول **تطورات سوق الأسهم السعودي**، الصادر في أبريل 2019). كذلك ستعزز التدفقات المالية الواردة نتيجة لإصدار سندات باليورو مؤخراً بلغت قيمتها 3 مليار يورو (13 مليار ريال)، إضافة إلى احتمال إصدار دين خارجي آخر بقيمة 10 مليار دولار في وقت لاحق من العام. مع ذلك، لا نزال نتوقع تدفقات خارجة نتيجة لاستثمارات دولية ضخمة من قبل صندوق الاستثمارات العامة ومؤسسات حكومية مستقلة أخرى، وقد شهد العام الماضي تدفقات خارجة صافية بقيمة 41 مليار دولار تندرج تحت فئة استثمارات "أخرى"، نتيجة لمثل تلك الأنشطة.

بالمجمل، رغم أن تضافر فائض الحساب الجاري والتدفقات الواردة من استثمارات الحافظة، قد ساعد على زيادة احتياطي (ساما) من الموجودات الأجنبية بنحو 20 مليار دولار، أو بنسبة 4 بالمائة، منذ بداية العام، لكن نتوقع أن تؤدي التدفقات الخارجة المتصلة باستثمارات "أخرى" واستخدام ودائع (ساما) لتمويل العجز، إلى عكس اتجاه ذلك المسار قبل نهاية العام.

#### التدفقات الواردة من المستثمرين الأجانب المؤهلين، والسيولة، والقروض:

منذ بداية عام 2019، أبقى الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي على سعر الفائدة الأساسي ثابتاً، في نطاق بين 2,25 و2,5 بالمائة، وكان الاحتياطي قد رفع أسعار الفائدة تسع مرات بين عامي 2015 و2018. لكن، في الآونة

...نتيجة لتراجع صادرات البتروكيماويات، والبالستيك والمطاط، والمعادن.

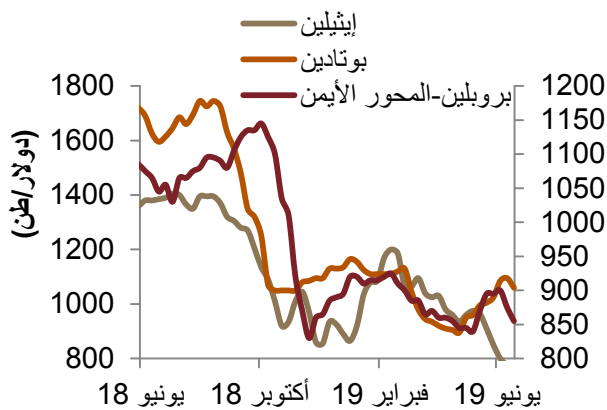
ونعتقد أن تراجع النشاط غير النفطي يرتبط بالنزاع التجاري بين الولايات المتحدة والصين...

...حيث سجلت المؤشرات الصناعية العالمية مؤخراً أدنى مستوى لها منذ سنوات عديدة.

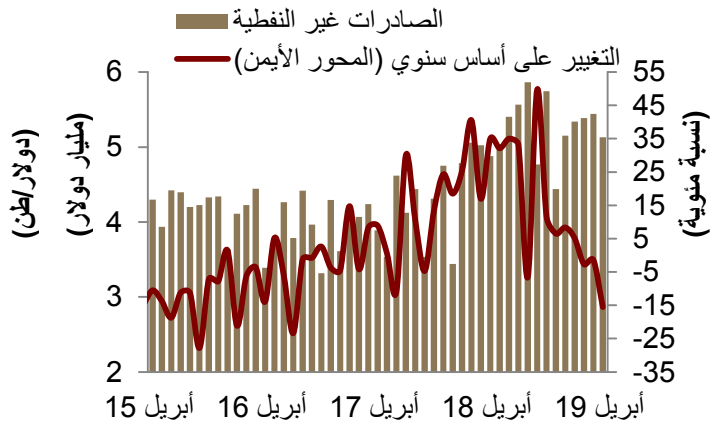
في غضون ذلك، سيواصل الحساب المالي تسجيل تدفقات واردة من استثمارات الحافظة خلال النصف الثاني لعام 2019...

...رغم أننا لا نزال نتوقع تدفقات خارجة نتيجة لاستثمارات دولية ضخمة من قبل صندوق الاستثمارات العامة ومؤسسات حكومية مستقلة أخرى.

الشكل 9: تراجع الأسعار العالمية للبتروكيماويات مؤخراً



الشكل 8: الصادرات غير النفطية





الأخيرة، أشار الاحتياطي الفيدرالي إلى أن زيادة حالة عدم اليقين في الأسواق العالمية ترجح احتمال خفض أسعار الفائدة. وفي الحقيقة، تتوقع أحدث استطلاعات السوق إجراء خفضين في أسعار الفائدة بإجمالي 50 نقطة أساس قبل نهاية العام (شكل 10). وعلى ضوء ذلك، نتوقع أن تتبع (ساما) خطى الاحتياطي الفيدرالي، وتقوم بخفض سعر إعادة الشراء إلى 2,5 بالمائة وسعر إعادة الشراء العكسي إلى 2 بالمائة بنهاية العام.

منذ ديسمبر 2018 على الأقل، ظل السايبور (سعر الاقتراض بين البنوك السعودية بالريال) يتخذ مساراً نازلاً، حتى انخفض في الآونة الأخيرة إلى ما دون سعر إعادة الشراء. ونعتقد أن هذا الأمر يعود بالدرجة الأولى إلى زيادة مستويات السيولة في القطاع المصرفي، نتيجة للتدفقات الواردة من محفظة الأسهم والمتصلة بتدفقات المستثمرين الأجانب المؤهلين، قبيل وكذلك أثناء إدراج السوق السعودية في مؤشر فوتسي للأسواق الناشئة وأيضاً مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة في عام 2019.

تشير أحدث البيانات المتاحة، إلى أن صافي مشتريات الأجانب من خلال اتفاقيات المبادلة والمستثمرين الأجانب المؤهلين شهدت تدفقات محفظة بقيمة 55 مليار ريال (14,7 مليار دولار) في النصف الأول من عام 2019. في الوقت نفسه، أصبحت صناديق الاستثمار المحلية، والمستثمرين المؤسساتيين، والشركات، بائعين صافين للأسهم خلال نفس الفترة، وقد تم إيداع جزء من تلك المبالغ في البنوك. نتيجة لذلك، بقيت ودائع القطاع الخاص ترتفع بصفة مستمرة خلال العام. علاوة على ذلك، شهد مايو 2019 أكبر زيادة شهرية في ودائع القطاع الخاص خلال أكثر من عامين ونصف، بالتزامن مع تدفقات واردة بنحو 20,6 مليار ريال (5,5 مليار دولار) نتيجة للشريحة الأولى من الأسهم السعودية التي تم إدراجها في مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة (شكل 11). كذلك، أدى الارتفاع في ودائع القطاع الخاص، إلى زيادة في عرض النقود. حتى الوقت الحالي من عام 2019، ظل نمو عرض النقود الشامل (ن3) يزداد بصورة مطردة، مرتفعاً بنسبة 4,9 بالمائة، على أساس سنوي، في مايو، وهي النسبة الأعلى خلال ثلاث سنوات ونصف تقريباً.

في غضون ذلك، ارتفع إجمالي مطلوبات البنوك بنسبة 4,8 بالمائة خلال الفترة من بداية العام وحتى مايو، مدعومة بزيادة المطلوبات على القطاع الخاص (80 بالمائة من إجمالي مطلوبات البنوك) بنسبة 2,7 بالمائة، وكذلك زيادة المطلوبات على القطاع الحكومي بنسبة 13,4 بالمائة. واستفاد نمو مطلوبات البنوك على القطاع الخاص من الارتفاع في القروض إلى القطاع الخاص، والتي ظلت تسجل ارتفاعات، على أساس سنوي، منذ أبريل 2018. وحتى الوقت الحالي من العام الجاري، زادت القروض إلى القطاع الخاص بنسبة 3 بالمائة (خلال الفترة من بداية العام وحتى مايو)، وشملت تلك القروض زيادة واضحة في القروض المقدمة إلى المنشآت الصغيرة والمتوسطة (نص مظلل) (4).

في الفترة الأخيرة، ظل السايبور يتخذ مساراً نازلاً.

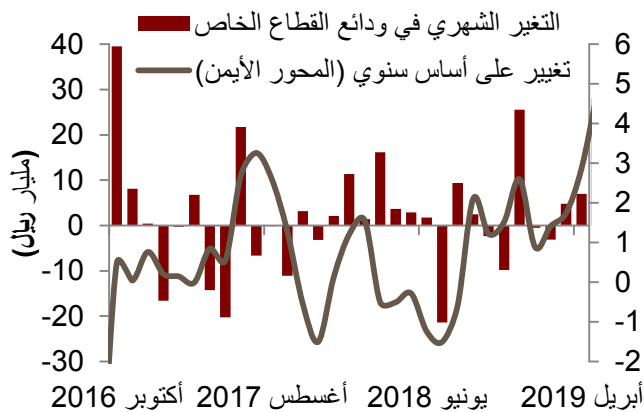
ونعتقد أن هذا الأمر يعود بالدرجة الأولى إلى زيادة مستويات السيولة في القطاع المصرفي...

...نتيجة للتدفقات الواردة من محفظة الأسهم والمتصلة بتدفقات المستثمرين الأجانب المؤهلين...

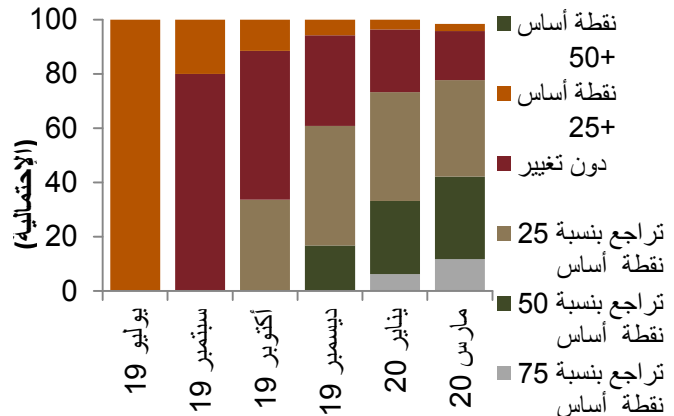
...والتي تصادفت مع ارتفاع ودائع القطاع الخاص حتى اللحظة الحالية من العام الجاري.

في غضون ذلك، زادت القروض إلى القطاع الخاص بنسبة 3 بالمائة، وشملت تلك القروض زيادة واضحة في القروض المقدمة إلى المنشآت الصغيرة والمتوسطة.

الشكل 11: الارتفاع في ودائع القطاع الخاص



الشكل 10: احتمالية خفض أسعار الفائدة الأمريكية (استطلاعات الزيادة المتوقعة في سعر الفائدة بنقاط الأساس، حسب التاريخ)





## نص مظل 4: القروض إلى المنشآت الصغيرة والمتوسطة

أحد المؤشرات الرئيسية للمنشآت الصغيرة والمتوسطة، بموجب **برنامج تطوير القطاع المالي**، هو أن تصل نسبة القروض التي تقدمها البنوك إلى تلك المنشآت إلى 5 بالمائة من إجمالي القروض المصرفية. في نهاية عام 2018، بلغت قيمة القروض المصرفية إلى المنشآت الصغيرة والمتوسطة نحو 100 مليار ريال، أو ما يعادل 5,8 بالمائة من إجمالي تلك القروض، وهي نسبة تفوق بصورة مريحة المستوى الذي يستهدفه برنامج تطوير القطاع المالي للعام 2020. علاوة على ذلك، وصل إجمالي التسهيلات الائتمانية المقدمة من البنوك إلى المنشآت الصغيرة والمتوسطة، بنهاية الربع الأول لعام 2019، إلى 105 مليار ريال، بزيادة 20 بالمائة، على أساس سنوي، مقابل زيادة القروض المصرفية ككل بنسبة 3 بالمائة. من ناحية أخرى، جاء النمو في القروض المقدمة من شركات التمويل غير المصرفية، والتي تشكل قروضها إلى المنشآت الصغيرة والمتوسطة نحو 17 بالمائة من إجمالي القروض، أكثر تواضعاً، حيث نمت تلك القروض بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي، ليبلغ إجماليها 8 مليار ريال.

بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن يكون لنمو الناتج الإجمالي للقطاع الخاص غير النفطي بمستوى أعلى مما كان متوقعاً، تأثير إيجابي على القروض المقدمة إلى القطاع الخاص. بصفة خاصة، ستساعد عودة النمو إلى القطاع التشييد، والذي يشكل نحو 7 بالمائة من إجمالي القروض إلى القطاع الخاص، في زيادة الطلب. إضافة إلى ذلك، في ظل انخفاض أسعار الفائدة لدى (ساما)، تماشياً مع خفض أسعار الفائدة الأمريكية، واستمرار تحسن السيولة في النظام المصرفي بسبب زيادة التدفقات الواردة من المستثمرين الأجانب المؤهلين خلال النصف الثاني لعام 2019، نتوقع تراجع تكلفة التمويل في المملكة، مما سيؤدي في نهاية المطاف إلى تشجيع زيادة الطلب المحلي على القروض. أخيراً، وعلى مستوى أكثر عمومية، في نهاية الربع الأول من عام 2019، تم صرف 12 في المائة فقط، أو 29 مليار ريال سعودي، من الإنفاق الرأسمالي المتوقع البالغ 246 مليار ريال، وبالتالي فإن ارتفاع هذا النوع من الإنفاق خلال الفترة المتبقية من هذا العام سيؤدي إلى زيادة الثقة وسط المستثمرين كما يزيد من نمو القروض المصرفية، خاصة القروض طويلة الأجل وهي الفئة الأكثر فائدة لدعم النمو الاقتصادي.

### تباطؤ وتيرة ارتفاع الأسعار بعد عام من الإصلاحات

قمنا مؤخراً بتعديل توقعاتنا لمعدل التضخم لعام 2019 ككل إلى -1,7 بالمائة، وذلك على ضوء تراجع الأسعار الذي شهدته الفترة من بداية العام وحتى مايو. ويعود تعديل توقعاتنا للتضخم، بصورة جزئية، إلى تأثير المقارنة بالمستوى المرتفع للأسعار عام 2018، بسبب تطبيق ضريبة القيمة المضافة وتعديلات أسعار الوقود والكهرباء. وجاء تراجع التضخم بصورة رئيسية نتيجة لانخفاض أسعار "إيجارات المنازل"، والتي بقيت في المنطقة السلبية لنحو عامين. مع ذلك، نتوقع استمرار ارتفاع الأسعار في بعض الفئات، مثل "الأغذية والمشروبات" و"المطاعم والفنادق". (وللمزيد بهذا الخصوص، يمكن الرجوع إلى أحدث تقرير لنا حول [التضخم](#)، صدر في يونيو 2019).

### المخاطر الرئيسية

في اللحظة الحالية، أصبحت العوامل الخارجية أكثر أهمية بالنسبة للتوقعات بشأن اقتصاد المملكة في المدى المنظور. وعلى وجه التحديد، فإن التطورات الاقتصادية العالمية، وخاصة فيما يتعلق بالنزاع التجاري بين الولايات المتحدة والصين، وكذلك التوترات الجيوسياسية الإقليمية، تشكل المخاطر الرئيسية لتوقعاتنا.

بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن يكون لنمو الناتج الإجمالي للقطاع الخاص غير النفطي بمستوى أعلى مما كان متوقعاً...

...تأثير إيجابي على القروض المقدمة إلى القطاع الخاص.

إضافة إلى ذلك، في ظل انخفاض أسعار الفائدة لدى (ساما)، تماشياً مع خفض أسعار الفائدة الأمريكية...

... واستمرار تحسن السيولة في النظام المصرفي، بسبب زيادة التدفقات الواردة من المستثمرين الأجانب المؤهلين خلال النصف الثاني لعام 2019...

...نتوقع تراجع تكلفة التمويل في المملكة، مما سيؤدي في نهاية المطاف إلى تشجيع زيادة الطلب المحلي على القروض.

أخيراً، أصبحت العوامل الخارجية أكثر أهمية بالنسبة للتوقعات بشأن اقتصاد المملكة في المدى المنظور.





## 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 وزارة المالية، والهيئة العامة للإحصاء، وأوبك، وساما، وشركة أرامكو السعودية، وتداول، وبرنامج تطوير القطاع المالي، وشركة تومسون رويترز، وداتا-ستريم، وهافر أنالتيكس، ومن مصادر إحصائية محلية، ما لم تنم 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 ضمنياً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسئولية عن دقة أو اكتمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحتويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى استخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خيار أو مشورة لاتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.



## البيانات الأساسية

2020 توقعات	2019 توقعات	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
<b>الناتج الإجمالي الاسمي</b>									
3,262	3,065	2,934	2,582	2,419	2,454	2,836	2,800	2,760	(مليار ريال سعودي)
840	817	782	689	645	654	756	747	736	(مليار دولار أمريكي)
6.4	4.4	13.6	6.8	-1.4	-13.5	1.3	1.5	9.6	(معدل التغير السنوي)
<b>الناتج الإجمالي الفعلي</b>									
(معدل التغير السنوي)									
2.7	0.3	2.8	-3.1	3.6	5.3	2.1	-1.6	5.1	القطاع النفطي
2.7	2.4	1.7	1.5	0.1	3.4	5.4	7.0	5.6	القطاع الخاص غير النفطي
2.3	3.0	2.8	0.7	0.6	2.7	3.7	5.1	5.3	القطاع الحكومي
2.6	1.6	2.2	-0.7	1.7	4.1	3.7	2.7	5.4	معدل التغير الكلي
<b>المؤشرات النفطية (متوسط)</b>									
68	66	71	54	43	52	99	110	112	خام برنت (دولار/برميل)
67	65	69	51	41	49	96	104	106	سلة الخام السعودي (دولار/برميل)
10.3	10.1	10.3	10.0	10.4	10.2	9.7	9.6	9.8	الإنتاج (مليون برميل/يوم)
<b>مؤشرات الميزانية العامة</b>									
(مليار ريال سعودي)									
1,005	910	906	692	519	616	1,044	1,156	1,247	إيرادات الدولة
1,143	1,106	1,079	930	936	1,001	1,140	994	916	منصرفات الدولة *
-138	-196	-174	-238	-417	-385	-96	162	331	الفائض/العجز المالي
-4.2	-6.4	-5.9	-9.2	-17.2	-15.7	-3.4	5.8	12.0	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
754	678	560	443	317	142	44	60	99	الدين العام المحلي
23.1	22.1	19.1	17.1	13.1	5.8	1.6	2.1	3.6	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
<b>المؤشرات النقدية (متوسط)</b>									
1.1	-1.7	2.5	-0.8	2.1	1.2	2.2	3.5	2.9	التضخم (معدل التغير السنوي)
2.25	2.5	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	سعر الإقراض الأساسي لمؤسسة النقد (نسبة مئوية سنوية)
<b>مؤشرات التجارة الخارجية</b>									
(مليار ريال سعودي)									
233	219	232	170	137	153	285	322	337	عائد صادرات النفط
299	282	295	222	184	204	342	376	388	عائد الصادرات الإجمالي
133	128	124	123	128	159	158	153	142	الواردات
166	154	171	98	56	44	184	223	247	الميزان التجاري
81	68	72	10	-24	-57	74	135	165	ميزان الحساب الجاري
9.3	8.3	9.2	1.5	-3.7	-8.7	9.8	18.1	22.4	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
528	524	497	496	536	616	732	726	657	الاحتياطي الرسمي من الموجودات الأجنبية
<b>المؤشرات الاجتماعية والسكانية</b>									
33.0	32.6	32.5	32.7	31.7	31.0	30.3	29.6	28.9	تعداد السكان (مليون نسمة)
12.1	12.4	12.9	12.8	12.5	11.5	11.7	11.7	12.1	معدل بطالة السعوديين (فوق سن 15، نسبة مئوية)
26,327	25,063	24,065	21,048	20,318	21,095	24,962	25,223	25,471	متوسط دخل الفرد (دولار أمريكي)

المصدر: توقعات جدى للأعوام 2019 و 2020. الهيئة العامة للإحصاء لأرقام الناتج المحلي والمؤشرات السكانية. مؤسسة النقد العربي السعودي للمؤشرات النقدية ومؤشرات التجارة الخارجية. وزارة المالية لمؤشرات الميزانية.