



## جدوى للاستثمار Jadwa Investment

فبراير 2018

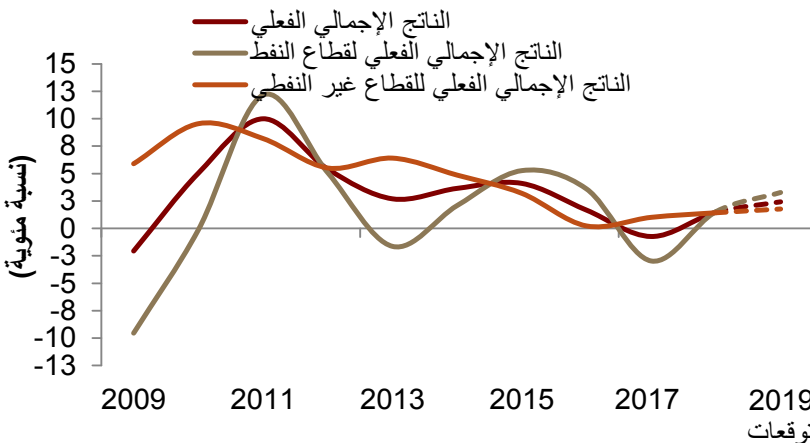
### الاقتصاد السعودي عام 2018

نتوقع حدوث تحسن في أداء الاقتصاد السعودي خلال العام الجاري، مدعوماً بنمو القطاعين النفطي وغير النفطي على حدٍ سواء. بالنسبة لقطاع النفط، نتوقع أن يحقق الناتج الإجمالي بعض التحسن، والذي يعود، جزئياً، إلى زيادة إنتاج النفط الناجمة عن خروج أعضاء أوبك والمنتجين المستقلين المشاركين معهم في اتفاق خفض الإنتاج بصورة تدريجية من الاتفاق في وقت ما خلال العام. كذلك، يتوقع أن يتحسن النمو في القطاع غير النفطي، بفضل الميزانية التوسعية التي تضمنت مجموعة من الحزم التحفيزية التي تدعم النمو في هذا القطاع.

وفقاً لتقديراتنا، سيتحسن نمو الاقتصاد الكلي بارتفاعه إلى 1,5 بالمائة عام 2018، مقارنة بـ 0,7 بالمائة عام 2017. وسيسجل قطاع النفط التحسن الأكبر في العام الجاري، بنموه بنسبة 1,5 بالمائة عام 2018، مقارنة بتراجعته بنسبة 3 بالمائة عام 2017. وسيتحقق النمو في القطاع النفطي نتيجة للارتفاع المعتدل في إنتاج المملكة من النفط، وكذلك بدء تشغيل مصفاة جيزان خلال العام الحالي. في غضون ذلك، ستواصل الميزانية التوسعية التي قررت أكبر مصروفات تقديرية في تاريخ المملكة، وتضمنت زيادة في الإنفاق الرأسمالي بلغت 14 بالمائة، على أساس سنوي، دعمها للنمو الإيجابي في القطاع غير النفطي. وبطريقة منفصلة، سيتم إنفاق مبلغ يصل إجماليه إلى 133 مليار ريال من خلال صندوق الاستثمارات العامة وصندوق التنمية الوطني، كإنفاق استثماري داخل السعودية خلال العام، والذي سيعزز بدرجة كبيرة مستوى رؤوس الأموال التي سيتم ضخها في المملكة. إضافة إلى ذلك، نتوقع أن تسهم حزمة تحفيز القطاع الخاص والتي تركز على المشاريع الصغيرة والمتوسطة، والإسكان والتشييد ونمو الصادرات وقطاعات أخرى، في تعزيز نمو القطاع الخاص. لذا، نتوقع أن يتحسن نمو القطاع الخاص غير النفطي من 0,7 بالمائة عام 2017 إلى 1,1 بالمائة عام 2018.

ضمن القطاع الخاص غير النفطي، نعتقد أن قطاع "النقل والاتصالات" سيكون أفضل القطاعات أداءً خلال عام 2018. فإلى جانب استثمار صندوق الاستثمارات العامة مبلغ 14 مليار ريال في مشاريع السكك الحديدية (والبنيات التحتية)، يُتوقع أن يبدأ مجمع الملك سلمان العالمي للصناعات والخدمات البحرية عمليات إنتاج رئيسية خلال العام. ويعتبر قيام هذا المجمع، الذي سيصبح أكبر

#### شكل 1: نمو الاقتصاد الفعلي (التغير السنوي)



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

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

راجا أسد خان  
مدير، إدارة الأبحاث  
rkhan@jadwa.com

د. نوف ناصر الشريف  
اقتصادي  
nalsharif@jadwa.com

الإدارة العامة:

الهاتف +966 11 279-1111

الفاكس +966 11 279-1571

صندوق البريد 60677، الرياض 11555

المملكة العربية السعودية

www.jadwa.com

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

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

<http://www.jadwa.com>



مجمع للصناعات البحرية في المنطقة، دليلاً على عزم المملكة على تنوع موارد الدخل في اقتصادها، إنفاذاً لرؤية 2030.

وفي الحقيقة، سيواصل الإنفاق الضخم الذي يعتبر أكبر إنفاق تقديري في تاريخ المملكة والذي تضمنته ميزانية هذا العام، دعم الأهداف الكلية لرؤية المملكة 2030. ورغم أن تركيز الإنفاق سيكون على تنوع الاقتصاد، لكنه أيضاً يهدف إلى حماية الأسمر محدودة الدخل من الزيادة الضرورية في أسعار الطاقة. كذلك، سيكون عام 2018 سنة مميزة للإيرادات الحكومية غير النفطية، حيث ينتظر أن تسهم مجموعة من التدابير المتنوعة، كإصلاح أسعار الطاقة، وضريبة القيمة المضافة، والمقابل المالي للعمالة الأجنبية، ورسوم الأراضي البيضاء، في رفع هذه الفئة من الإيرادات ذات الأهمية المتزايدة إلى أعلى قيمة لها على الإطلاق، بقيمة إجمالية تصل إلى 291 مليار ريال. والعكس بالعكس، فإن نفس هذه التدابير تشكل أكبر المخاطر على النمو في العام الجاري. فمن جهة، يتوقع أن يتأثر الإنفاق الاستهلاكي بتطبيق ضريبة القيمة المضافة، ومن جهة أخرى، نجد أن إصلاح أسعار الطاقة سيؤثر على تكلفة التشغيل بالنسبة للشركات الخاصة وكذلك على الدخل المتاح للإنفاق لدى عدد من الأسر الغنية. ومع ذلك، نعتقد أن مجموعة التدابير التوسعية، التي سيتم تنفيذها عبر حزمة تحفيز القطاع الخاص، وكذلك دعم الأسمر محدودة الدخل من خلال برنامج (حساب المواطن)، إضافة إلى علاوة غلاء المعيشة لموظفي الحكومة التي أعلنت مؤخراً، ستكون كافية لتحقيق نمو قوي في القطاع غير النفطية عام 2018.

من ناحية أخرى، وفيما يتعلق بالقطاع الخارجي، فمن المتوقع أن يساعد التحسن في إيرادات كل من الصادرات النفطية وغير النفطية، على ارتفاع ميزان الحساب الجاري إلى 3,8 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي عام 2018، مقارنة بنسبة متوقعة عند 1,2 بالمائة عام 2017. وسيشكل التحسن في إيرادات الصادرات أحد العوامل الرئيسية المساهمة في إبطاء صافي السحوبات من احتياطي الموجودات الأجنبية خلال العام. إضافة إلى ذلك، سيستفيد الحساب المالي من ارتفاع مستوى تدفقات استثمارات المحافظ باتجاه المملكة، في حال تم إدراج السوق المالية السعودية (تداول) في مؤشر مورقان أستانلي للأسواق الناشئة خلال عام 2018، وكذلك في حال طرح جزء من أسهم شركة أرامكو السعودية في مؤشر سوق الأسهم السعودية (ناسد). وإجمالاً، نتوقع المزيد من التباطؤ وتيرة السحب من احتياطي الموجودات الأجنبية عام 2018. ووفقاً لتقديراتنا، سيتراجع صافي احتياطي الموجودات الأجنبية بنحو 22 مليار دولار خلال عام 2018، ليصل إجماليه إلى 464 مليار دولار.

إضافة إلى المخاطر التي ستؤثر على معدل النمو والتي أشرنا إليها أعلاه، هناك مخاطر أخرى تواجه الاقتصاد السعودي ومعظم الاقتصادات الأخرى، تكمن في تأثيرات ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية، وتفاقم الأوضاع الجيوسياسية. لقد استمرت حدة التوترات السياسية في المنطقة خلال عام 2017، لذا فإن أي زيادة في التدهور في هذا السياق، ربما تؤدي إلى إضعاف ثقة المستثمرين بدرجة حادة، مما يؤثر سلباً على الثقة وسط الشركات والقرارات الاستثمارية. إضافة إلى ذلك، فإن انخفاض أسعار النفط إلى مستويات أقل من المتوقع، سواء بسبب انتعاش كبير في إنتاج النفط الصخري أو خروج غير منظم لأعضاء أوبك من اتفاق خفض الإنتاج، سيؤدي على الأرجح إلى انخفاض الإنفاق الفعلي إلى دون المستوى المقرر في الميزانية، أو حدوث عجز في الميزانية أعلى من المتوقع عام 2018.

## توقعات الاقتصاد العالمي

وفقاً لتقديرات صندوق النقد الدولي، بلغ متوسط نمو الناتج الإجمالي العالمي 3,3 بالمائة، على أساس سنوي، بين عامي 2015 و2016، ويتوقع أن يصل إلى 3,7 بالمائة عام 2017، ثم يرتفع قليلاً إلى 3,9 بالمائة عام 2018. ويرى صندوق النقد الدولي في تقريره حول ملامح الاقتصاد العالمي الصادر في يناير 2018، أن الاقتصاد الأمريكي سيبقى أفضل الاقتصادات أداءً بين الاقتصادات المتقدمة، والدليل على ذلك هو الأداء القوي الذي سجله هذا الاقتصاد الذي يعتبر الأكبر في العالم عام 2017. في الواقع، نما الاقتصاد الأمريكي بأكثر من 3 بالمائة في ربعين متتاليين (الثاني والثالث) خلال عام

نتوقع حدوث تحسن في أداء الاقتصاد السعودي خلال العام الجاري، مدعوماً بنمو القطاعين النفطي وغير النفطي على حدٍ سواء.

وفقاً لتقديراتنا، سيتحسن نمو الاقتصاد الكلي بارتفاعه إلى 1,5 بالمائة عام 2018، مقارنة بـ 0,7 بالمائة عام 2017.

وسيسجل قطاع النفط التحسن الأكبر في العام الجاري، بنموه بنسبة 1,5 بالمائة عام 2018، مقارنة بتراجع بنسبة 3 بالمائة عام 2017.

ضمن القطاع الخاص غير النفطي، نعتقد أن "النقل والاتصالات" سيكون أفضل القطاعات أداءً خلال العام.

وفقاً لتقديرات صندوق النقد الدولي، يتوقع أن يصل نمو الناتج الإجمالي العالمي إلى 3,7 بالمائة عام 2017، ثم يرتفع قليلاً إلى 3,9 بالمائة عام 2018...



2017، وهو مستوى من الأداء تحقق آخر مرة عام 2014. من ناحية أخرى، يتوقع أن يتحسن نمو الأسواق الناشئة من 4,4 بالمائة عام 2016 إلى 4,7 بالمائة عام 2017، ثم يرتفع إلى 4,9 بالمائة عام 2018. ويعود هذا النمو بدرجة كبيرة إلى الانتعاش الكبير في اقتصادات البرازيل والأرجنتين وتركيا وروسيا، فضلاً عن تحسن الأوضاع في الدول المصدرة للسلع (جدول 1 وشكل 2).

وفي اعتقادنا، أن أكبر خطرين على الاقتصاد العالمي خلال عام 2018 هما: أولاً، تشديد الأوضاع النقدية العالمية، من خلال ارتفاع أسعار الفائدة إلى مستويات أعلى من المتوقع، وانعكاسات ذلك الارتفاع على الحكومات والشركات ذات المديونية المرتفعة، وثانياً، استمرار تفاقم التوترات الجيوسياسية العالمية، وتأثيرها السلبي المحتمل على ثقة المستثمرين وكذلك على الاقتصاد الفعلي.

### الاقتصاد الأمريكي:

عدّل تقرير صندوق النقد الدولي من خلال تقريره "ملامح الاقتصاد العالمي" الصادر في يناير، توقعاته حول نمو الاقتصاد الأمريكي، بزيادته لمعدل النمو بنسبة 0,1 بالمائة ليصبح 2,3 بالمائة عام 2017، ثم يرتفع بدرجة كبيرة إلى 2,7 بالمائة بالنسبة لعام 2018. ووفقاً لأحدث البيانات المتوفرة، فقد نما الاقتصاد الأمريكي بأكثر من 3 بالمائة على مدى ربعين متتاليين، في الربعين الثاني والثالث لعام 2017، وهو نمو لم يتحقق منذ عام 2014، رغم أن النمو في الربع الرابع لعام 2017 جاء أضعف مما كان متوقعاً، عند 2,6 بالمائة، على أساس سنوي. وبالمجمل، شكل النمو الجيد لكل من استثمارات الشركات والإنفاق الاستهلاكي، المحركات الرئيسية للنمو خلال عام 2017.

أحد الأسباب الرئيسية وراء ارتفاع الإنفاق الاستهلاكي في الولايات المتحدة هو التراجع المطرد في معدل البطالة منذ عام 2009. في نهاية الربع الثالث لعام 2017، تراجع معدل البطالة في الولايات المتحدة إلى أدنى مستوى له خلال 16 عاماً على الأقل، ليبلغ 4,2 بالمائة. ورغم أن مثل هذا التراجع يشكل خبراً ساراً للمواطن الأمريكي، إلا أنه ربما ينعكس سلباً على معدلات التضخم في الفترة المقبلة. وخلاصة القول، أنه في حال واصل معدل البطالة تراجع، فسيؤدي ذلك إلى تحسن سوق العمل، وبالتالي رفع تكاليف العمالة، لأن الشركات ستسعى إلى جذب العاملين واستبقائهم، وهذا سيقود بدوره إلى الضغط على الأسعار باتجاه الأعلى. بالإضافة إلى ذلك، فإن مصادقة الإدارة الأمريكية على تعديل فاتورة الضرائب في نهاية عام 2017، والذي تضمن خفض معدلات الضرائب على الشركات والأفراد، ربما يؤدي كذلك إلى رفع التضخم خلال العام الجاري.

رفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة ثلاث مرات خلال عام 2017، مدفوعاً بتحسن سوق العمل وقوة الاقتصاد، وهو يتوقع المزيد من الرفع خلال عام 2018. ووفقاً لأحدث مسح أجرته وكالة

..لكن هناك بعض المخاطر على نمو الاقتصاد العالمي، أهمها: ارتفاع أسعار الفائدة إلى مستويات أعلى من المتوقع، واستمرار تفاقم التوترات الجيوسياسية العالمية.

يتوقع صندوق النقد الدولي أن يبقى الاقتصاد الأمريكي أفضل الاقتصادات أداءً بين الاقتصادات المتقدمة.

وفقاً لأحدث البيانات المتوفرة، نما الاقتصاد الأمريكي بأكثر من 3 بالمائة على مدى ربعين متتاليين، في الربعين الثاني والثالث لعام 2017، وهو نمو لم يتحقق منذ عام 2014...

..وكذلك تراجع معدل البطالة في الولايات المتحدة إلى أدنى مستوى له خلال 16 عاماً على الأقل، ليبلغ 4,2 بالمائة...

### جدول رقم 1: نمو الناتج الإجمالي العالمي

(نسبة مئوية: تقديرات صندوق النقد الدولي، ومتوسط توقعات المحللين)

2016	2017 تقديرات		2018 توقعات		2019 توقعات	
	صندوق النقد	توقعات المحللين	صندوق النقد	توقعات المحللين	صندوق النقد	توقعات المحللين
3.2	3.7	3.2	3.9	3.3	3.9	3.1
1.5	2.3	2.2	2.7	2.1	2.5	1.8
1.8	1.7	1.5	1.5	1.3	1.5	1.4
1.5	3	3	2.3	2.2	2.0	1.8
1.8	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0	1.8
1.0	1.8	1.7	1.2	1.2	0.9	1
6.7	6.8	6.8	6.6	6.4	6.4	6.2
-0.2	1.8	1.7	1.7	1.9	1.5	1.8
-3.6	1.1	0.8	1.9	2.4	2	2.5
7.1	6.7	6.6	7.4	7.4	7.8	7.5

\* ملحوظة: توقعات المحللين تقصد بها تحليلات جمعها شركة فوكاس-إيكونوميكس من مجموعة متعددة من المحللين



رويتز، فإن المستثمرين يتوقعون بنسبة 75 بالمائة زيادة أسعار الفائدة بـ 25 نقطة أساس إضافية في مارس 2018، ويتوقعون بنسبة 42 بالمائة إجراء زيادة ثانية (25 نقطة أساس) في سبتمبر 2018، ويتوقعون بنسبة 27 بالمائة زيادة ثالثة (25 نقطة أساس) في ديسمبر 2018.

ويمكن القول، أن أي إفراط في تشديد السياسة النقدية، أكثر مما هو متوقع حالياً، سيحمل في طياته مخاطر رفع تكلفة الاقتراض للشركات وكذلك الأسر، وربما يؤدي إلى إلغاء أي مكاسب من الإصلاحات الضريبية التي تمت إجازتها مؤخراً. فيما يتعلق بالأسر، سجل الدين الإجمالي للأسر مستوى قياسياً جديداً في الربع الثالث لعام 2017، حيث ارتفع إلى 12,96 تريليون دولار، بزيادة 280 مليار دولار عن المستوى القياسي السابق والذي كان في الربع الثالث لعام 2008، وذلك حسب بيانات بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك. ووفقاً لتلك البيانات نفسها، فإن نسبة 4,9 بالمائة من الدين القائم تأخر سداده في الربع الثالث لعام 2017، وعلى الرغم من تراجع معدلات تأخر السداد للدين ككل، إلا أن معدلات تأخر السداد لبطاقات الائتمان وديون السيارات شهدت مساراً متصاعداً في الشهر الأخير. ورغم أن نسبة إجمالي ديون الأسر إلى الناتج المحلي الإجمالي لاتزال تقل بدرجة كبيرة عن مستواها الذي كانت عليه أثناء الأزمة المالية، حيث بلغت 66 بالمائة في الربع الثالث 2017 مقابل 87 بالمائة في مطلع عام 2009، إلا أن الارتفاع الأخير في معدلات تأخر السداد لبطاقات الائتمان وديون السيارات كشف أن بعض الأسر الأمريكية معرضة لزيادة الضغوط المالية والتي ربما تتفاقم مع ارتفاع أسعار الفائدة.

كذلك، سيؤدي الإفراط في تشديد السياسة النقدية إلى زيادة تكلفة الاقتراض للشركات في الولايات المتحدة، خاصة تلك المنغمسة في الاقتراض بمبالغ ضخمة من سوق الدين ذات العائد المرتفع، والتي شهدت ارتفاعاً حاداً في ديونها عام 2017، بلغت نسبته 15 بالمائة، على أساس سنوي (شكل 3). وفي الواقع، أدت التعديلات الضريبية الأخيرة التي تم تطبيقها في نهاية عام 2017، إلى الحد من فرصة خفض تكلفة فوائد الدين إلى 30 في المائة من الأرباح قبل خصم الفوائد والضرائب والاستهلاك للشركات، مما يزيد من المخاطر التي تواجه الشركات ذات المديونية العالية.

#### اقتصاد منطقة اليورو:

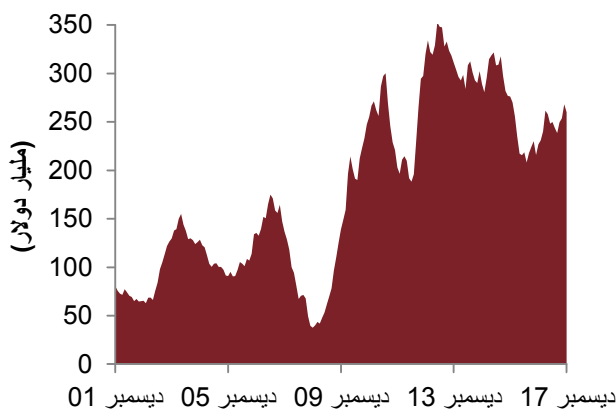
رفع صندوق النقد الدولي تقديراته للنمو في منطقة اليورو، نتيجة لنمو الاقتصاد خلال عام 2017 بوتيرة أسرع مما كان متوقعاً، مع انخفاض معدل البطالة إلى أدنى معدل له خلال ما يقارب ثماني سنوات. ارتفع الناتج المحلي الإجمالي في منطقة اليورو بنسبة 2,1 بالمائة في الربع الثاني من عام 2017 وبنسبة 2,5 بالمائة في الربع الثالث من عام 2017، وهو أسرع معدل نمو منذ عام 2011. الآن، يتوقع صندوق النقد الدولي نمو اقتصاد منطقة اليورو بنسبة 2,4 بالمائة عام 2017 وبنسبة 2,2

...مع ذلك، جاء التضخم الأساسي معتدلاً خلال عام 2017، وحالياً يتجه إلى ما دون المستوى الذي يستهدفه الاحتياطي الفيدرالي وهو 2 بالمائة، عند 1,7 بالمائة.

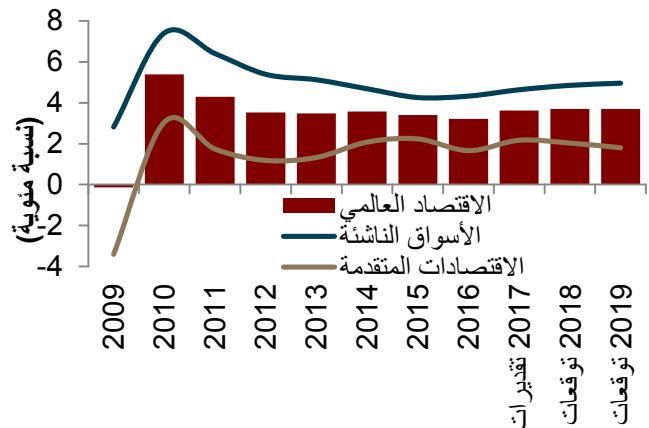
تمثل المخاطرة الرئيسية في احتمال أن يؤدي تشديد السياسة النقدية إلى رفع تكلفة الاقتراض للشركات.

رفع صندوق النقد الدولي تقديراته للنمو في منطقة اليورو، نتيجة لنمو الاقتصاد خلال عام 2017 بوتيرة أسرع مما كان متوقعاً.

شكل 3: إصدارات الديون الأمريكية ذات العائد المرتفع (المتوسط المتحرك لمدة 12 شهراً)



شكل 2: نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي (التغير السنوي)





بالمائة عام 2018، مقارنة بـ 2,1 بالمائة و 1,9 بالمائة، حسب تقديراته السابقة.

وفقاً لتوقعات صندوق النقد الدولي، يتوقع أن تسجل كل من إيطاليا وألمانيا وفرنسا عام 2017 أعلى معدلات نمو لها منذ عام 2012 على الأقل، بينما ينتظر أن تنمو إسبانيا بأكثر من 3 بالمائة للعام الثالث على التوالي (شكل 4). خلال عام 2017، شهدت ألمانيا نمواً في القطاع الخارجي، نتيجة لاستفادة المصدرين من تحسن التجارة العالمية، كما ساهم النمو القوي للصادرات في رفع معدل النمو الاقتصادي في إيطاليا. في غضون ذلك، استفاد الاقتصاد الفرنسي من تحسن مناخ الأعمال. ورغم التوقعات بأن تنمو ثلاثة من اقتصادات منطقة اليورو الرئيسية الأربع، إسبانيا وإيطاليا وألمانيا، بوتيرة أبطأ قليلاً، على أساس سنوي، في عام 2018، لكن الكتلة الاقتصادية ستبقى تشهد تراجعاً مستمراً في البطالة خلال العام (شكل 5).

من ناحية أخرى، يتوقع أن تواصل منطقة اليورو مكافحة الضغوط الانكماشية. ارتفع متوسط أسعار المستهلك (التضخم) بنسبة 1,4 بالمائة، على أساس سنوي، في ديسمبر، منخفضاً من مستوى ارتفاعه بنسبة 1,5 بالمائة في نوفمبر، لكن هذه المستويات لا تزال دون المعدل الذي يستهدفه البنك المركزي الأوروبي. عند 2 بالمائة. من ناحية أخرى، بقي التضخم الأساسي عند 1 بالمائة في عام 2017، ورغم تزايد الإشارات التي تدل على تحسن أسواق العمل، تراجع نمو الأجور في الربع الثالث لعام 2017. نتيجة لذلك، سيواصل البنك المركزي الأوروبي برنامجه لشراء السندات خلال عام 2018، ولكن بوتيرة أبطأ، حيث يتوقع أن تصل قيمة مشترياته 36 مليار يورو في الشهر، مقارنة بمشترياته بلغت 60 مليار يورو في الشهر خلال عام 2017. يتوقع أن يواصل البنك المركزي الأوروبي مشترياته من السندات إلى حين تحقيق ارتفاع مستمر في معدلات التضخم، ويُنتظر أن يساهم تحسن أسواق العمل خلال عام 2018 في تلك الارتفاعات.

رغم تلك التطورات الإيجابية، لا يزال من الممكن أن تتأثر تلك الكتلة الاقتصادية سلباً بخروج المملكة المتحدة من الاتحاد الأوروبي، وإن كان لم تظهر أي تأثيرات سلبية لعملية الخروج حتى الآن. وفي الجانب الآخر، تأثر النمو الاقتصادي في المملكة المتحدة، حيث يقدر صندوق النقد الدولي نمو الناتج المحلي الإجمالي لعام 2017 ككل عند 1,7 بالمائة، وهو أقل معدل نمو منذ عام 2012. ويبدو أن التراجع المتوقع يعود جزئياً إلى ضعف الجنيه الاسترليني، الذي أدى إلى زيادة تكلفة الواردات، كما تسبب في رفع معدل التضخم إلى 3 بالمائة في الربع الثالث لعام 2017، الذي يعتبر الأعلى خلال خمس سنوات. نتيجة لذلك، لجأ بنك إنجلترا في نوفمبر 2017 إلى رفع أسعار الفائدة، وذلك لأول مرة خلال عشر سنوات، بـ 25 نقطة أساس لتصل إلى 0,5 بالمائة، بهدف المساعدة في كبح هذا المسار التضخمي.

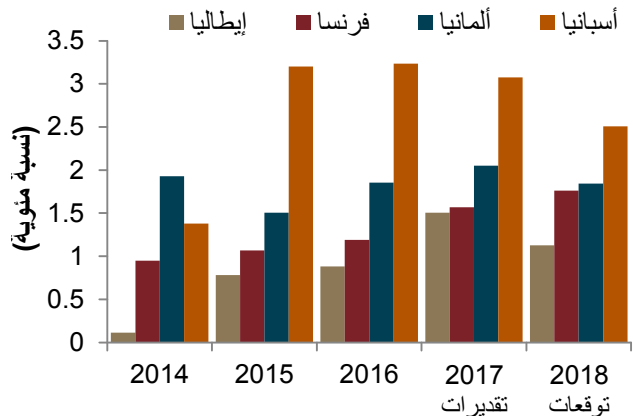
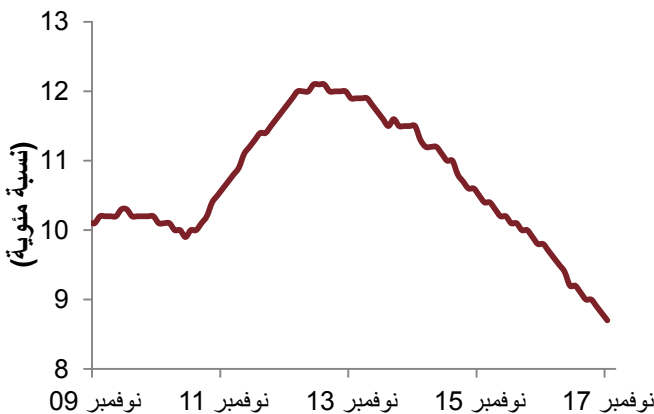
يتوقع أن تسجل كل من إيطاليا وألمانيا وفرنسا عام 2017 أعلى معدلات نمو لها منذ عام 2012 على الأقل...

...بينما ينتظر أن تنمو إسبانيا بأكثر من 3 بالمائة للعام الثالث على التوالي.

من ناحية أخرى، يتوقع أن تواصل منطقة اليورو مكافحة الضغوط الانكماشية.

تأثر نمو الاقتصاد في المملكة المتحدة بالخروج من الاتحاد الأوروبي، حيث يقدر صندوق النقد الدولي نمو الناتج المحلي الإجمالي لعام 2017 ككل عند 1,7 بالمائة. وهو أقل معدل نمو منذ عام 2012...

شكل 4: نمو الناتج الإجمالي للاقتصادات الأوروبية الرئيسية الأربعة شكل 5: معدل البطالة في منطقة اليورو





وفقاً لصندوق النقد الدولي، يتوقع أن تشهد المملكة المتحدة واحدة من أضعف مستويات النمو بين الدول المتقدمة عام 2018. فعلى الرغم من التوقعات بأن يسجل قطاع الصناعة ارتفاعات مستمرة في الصادرات، بسبب ضعف الجنيه الاسترليني والتحسين الملحوظ في التجارة العالمية، إلا أن ارتفاع أسعار الواردات سيضغط على دخل الأسرة. وفي الواقع، أشار مكتب الإحصاءات القومي في المملكة المتحدة في تقريره حول الحسابات القومية الربعية، إلى تراجع النسبة الإجمالية لمخدرات الأسر في المملكة المتحدة إلى 5,2 بالمائة في الربع الثالث لعام 2017، وهي تعتبر ثاني أدنى نسبة خلال 20 عاماً (شكل 6). في غضون ذلك، يرجح أن يعاني نمو الاستثمارات بسبب انتظار الشركات للترتيبات النهائية الخاصة بالتجارة بناءً على المفاوضات الجارية بشأن خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي. وخلاصة القول، فعلى الرغم من أن التداعيات الاقتصادية المباشرة لمفاوضات خروج بريطانيا ستكون على الأرجح محدودة بالنسبة للاتحاد الأوروبي، لكن ربما تكون هناك بعض الآثار السلبية ناجمة عن التأثير غير المباشر، خاصة في حال حدوث أي تدهور للتعاون السياسي بين الطرفين.

#### الاقتصاد الياباني:

عدّل صندوق النقد الدولي تقديراته لمعدل النمو الاقتصادي في اليابان، برفعها من 1,5 بالمائة إلى 1,8 بالمائة عام 2017، بل وعدلها بدرجة أكبر بالنسبة لعام 2018، من 0,7 بالمائة إلى 1,2 بالمائة. ساهم الاستهلاك الشخصي والاستثمار والصادرات في دعم الاقتصاد وأدت إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 2,2 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الأول لعام 2017، لكن الناتج المحلي ارتفع بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الثاني لعام 2017، بفضل الانتعاش القوي في الطلب المحلي. ولكن، من غير المتوقع أن تدوم الارتفاعات في الاستهلاك الشخصي (شكل 7)، لأن نمو الأجور يشكل معضلة مستمرة في اليابان. ورغم أن الشركات اليابانية شهدت تحسناً في أرباحها، بسبب ضعف الين الذي نجم عن برنامج التيسير الكمي الذي نفذه بنك اليابان، لا يزال هناك تردد في زيادة الأجور أو تحويل الموظفين غير النظاميين إلى وظائف بدوام كامل. لقد أدت تلك الظروف، مضافاً إليها الآثار المستمرة للانكماش والمتصلة بانخفاض أسعار النفط والغاز، في بلد يستورد جميع احتياجاته من الطاقة، إلى تأجيل الموعد الذي كان محدداً للوصول إلى مستوى التضخم الذي يستهدفه بنك اليابان، عند 2 بالمائة، حيث ارتفع التضخم الشامل بنسبة 1 بالمائة فقط في نوفمبر.

#### الأسواق الناشئة:

تشير أحدث تقديرات صندوق النقد الدولي إلى التوقعات بحدوث انتعاش في وتيرة نمو الأسواق الناشئة عام 2018، حيث ينتظر أن يرتفع النمو إلى 4,9 بالمائة، مقارنة بـ 4,7 بالمائة عام 2017، و4,4 بالمائة لعام 2016. ويعود ذلك النمو بدرجة كبيرة إلى الانتعاش الواضح في اقتصادات كل من البرازيل والأرجنتين وتركيا وروسيا، فضلاً عن تحسن الأوضاع بالنسبة للدول المصدرة للسلع. ورغم أن ذلك

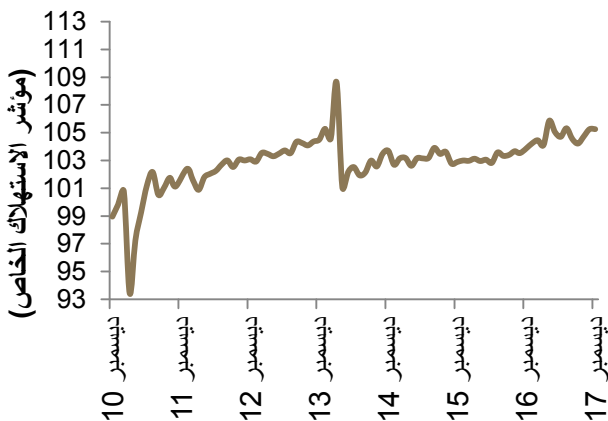
...كذلك سيؤدي ارتفاع أسعار الواردات إلى الضغط على دخل الأسرة، وبالفعل تراجعت مخدرات الأسر البريطانية في الربع الثالث لعام 2017 إلى 5,2 بالمائة، وهي تعتبر أدنى نسبة خلال 20 عاماً.

عدّل صندوق النقد الدولي تقديراته لمعدل النمو الاقتصادي في اليابان، برفعها من 1,5 بالمائة إلى 1,8 بالمائة عام 2017، بل وعدلها بدرجة أكبر بالنسبة لعام 2018، من 0,7 بالمائة إلى 1,2 بالمائة.

تمثل مشكلة الاقتصاد الياباني الرئيسية في الارتفاع المتواصل للاستهلاك الشخصي.

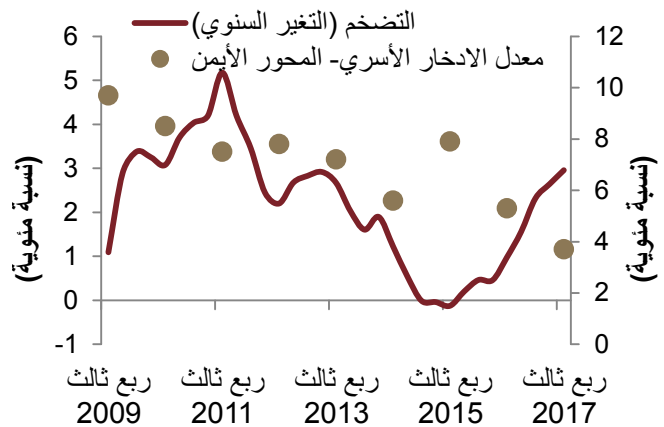
تشير أحدث نشرة لصندوق النقد الدولي إلى التوقعات بحدوث انتعاش في وتيرة نمو الأسواق الناشئة عام 2018، حيث ينتظر أن يرتفع النمو إلى 4,9 بالمائة، مقارنة بـ 4,7 بالمائة عام 2017.

شكل 7: زيادة الاستهلاك الشخصي تمثل تحدياً رئيسياً أمام الحكومة اليابانية



ملحوظة: المؤشر معدل بحيث يساوي 100 نقطة في ديسمبر 2010

شكل 6: تراجع معدل الادخار الأسري في المملكة المتحدة (نسبة مئوية)





يعود ذلك النمو بدرجة كبيرة إلى الانتعاش الواضح في اقتصادات كل من البرازيل والأرجنتين وتركيا وروسيا، فضلاً عن تحسن الأوضاع بالنسبة للدول المصدرة للسلع.

النمو يمثل تحسناً واضحاً في الاقتصادات الناشئة، لكن هناك عدد من المخاطر التي ربما تؤدي إلى تراجع النمو الكلي. فإلى جانب استمرار الارتفاع في مستويات ديون الأسواق الناشئة، في ظل الزيادات المتوقعة في أسعار الفائدة الأمريكية، فإن زيادة التوتر مع كوريا الشمالية، التي تعاني عزلة عالمية، ربما يسفر عن آثار اقتصادية غير مرغوبة، خاصة بالنسبة للاقتصادات الآسيوية.

كما ذكرنا في تقريرنا بعنوان: **الاقتصاد السعودي عام 2017**، نمت ديون الأسواق الناشئة بسرعة منذ عام 2010. وكان التخوف الذي أشرنا إليه حينها، يتمثل في أنه رغم تراجع نمو الناتج المحلي الإجمالي للأسواق الناشئة منذ عام 2010، من 7,4 بالمائة عام 2010 إلى 4,6 بالمائة عام 2017، إلا أن إجمالي الدين الخارجي لم يتراجع. لقد ارتفع إجمالي الدين الخارجي لهذه الأسواق البالغ عددها 41 دولة من 4,5 تريليون دولار عام 2008 إلى 6,3 تريليون دولار بنهاية عام 2016، ثم تواصل هذا الارتفاع خلال عام 2017، ليصل الإجمالي إلى 7 تريليون دولار. كذلك خلال عام 2017، أدى الغموض بشأن إجازة خطة التحفيز المالي الأمريكية، إلى ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية بوتيرة أقل حدة مما كان متوقعاً في السابق، مما تسبب في خسارة الدولار جزء من قيمته خلال العام. أدى ارتفاع أسعار الفائدة بمستوى أقل من المتوقع، إلى جعل الأسواق الناشئة تسجل زيادة في التدفقات الرأسمالية خلال عام 2017، في أعقاب خروج رؤوس أموال كبيرة عام 2016. بالنظر إلى المستقبل، يرجح أن تواجه التدفقات الرأسمالية باتجاه الأسواق الناشئة أوضاعاً أكثر تعقيداً خلال عام 2018، خاصة وأن الاحتياطي الفيدرالي سيبدأ وقف شراء الأصول وسيطبق المزيد من الارتفاعات في أسعار الفائدة. يضاف إلى ذلك، فإن أي تفاقم للتوترات الجيوسياسية الإقليمية، خاصة فيما يتعلق بكوريا الشمالية، سيؤدي إلى تسريع معدل خروج رؤوس الأموال. في هذا السياق، سيكون رفع أسعار الفائدة لدى معظم الاقتصادات الناشئة أمر محتوم، من أجل تفادي خروج رؤوس أموال كبيرة منها، لأن الخروج سيؤدي إلى زيادة تكلفة الاقتراض لجميع القطاعات، وبالتالي إعاقة النمو المتوقع حالياً.

#### “المعارك الحاسمة” في الصين:

بقيت تقديرات صندوق النقد الدولي للنمو في الصين دون تغيير، عند 6,8 بالمائة عام 2017 مقارنة بـ 6,7 بالمائة عام 2016. ويتوقع أن يكون النمو، على أساس المقارنة السنوية، الذي تحقق عام 2017 قد جاء بفضل النتائج الربعية التي جاءت أقوى من المتوقع، نتيجة لسياسة التيسير النقدي السابقة وكذلك التعديلات التي أجريت على جانب العرض. وقد نما الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 6,9 بالمائة في الربع الثالث لعام 2017، بعد تحقيقه معدلات نمو مشابهة في الربعين الأول والثاني من عام 2017. وتؤكد البيانات الصادرة مؤخراً أن الاقتصاد الصيني يسير وفقاً للتوقعات، حيث سجل الناتج الصناعي، ومبيعات التجزئة، واستثمارات الأصول الثابتة، نمواً قوياً خلال عام 2017.

بالنسبة لعام 2018، يتوقع صندوق النقد الدولي انخفاض معدل نمو اقتصاد الصين إلى 6,6 بالمائة، مما يعكس جهود الصين المستمرة لنقل اقتصادها بعيداً عن الصناعة التقليدية ليكون معتمداً أكثر على الخدمات. وبصفة خاصة، يتوقع أن يشهد عام 2018 بداية ما يطلق عليه صناع القرار الصينيين “المعارك الحاسمة” ضد، أولاً، المستويات المرتفعة من الدين المحلي، وثانياً، التلوث المفرط. إضافة إلى ذلك، هناك خطط لمواصلة إصلاحات هيكلية أكثر عمقاً لقضية العرض، مع التركيز بصفة خاصة على خفض فائض الطاقة الإنتاجية. وتعني جميع تلك التطورات، أن القدر الأكبر من المعاناة، سيكون على الأرجح من نصيب قطاعي الصناعة والتشييد. على سبيل المثال، وبموجب برامج الإصلاح الحالية، كانت هناك خطة لإغلاق مصانع الحديد والفحم الأقل كفاءة والأكثر تلوثاً، حيث تم خفض الطاقة الإنتاجية للصلب بنسبة 4 بالمائة والطاقة الإنتاجية للفحم بنسبة 12 بالمائة خلال عام 2017. علاوة على ذلك، أيضاً تم تطبيق قيود موسمية على مجموعة من الصناعات ومشاريع التشييد الكبيرة في إطار المساعي لتقليل تلوث الهواء.

وفقاً لتقديرات صندوق النقد الدولي، يتوقع أن تصل نسبة إجمالي الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في الصين إلى 251 بالمائة عام 2017، ثم تواصل ارتفاعها لتبلغ 300 بالمائة تقريباً بحلول عام 2022

يرجح أن تواجه التدفقات الرأسمالية باتجاه الأسواق الناشئة أوضاعاً أكثر تعقيداً خلال عام 2018...

...خاصة، وأن الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سيبدأ وقف شراء الأصول وسيطبق المزيد من الارتفاعات في أسعار الفائدة.

بقيت تقديرات صندوق النقد الدولي للنمو في الصين دون تغيير، عند 6,8 بالمائة عام 2017.

ويتوقع أن يكون النمو، على أساس المقارنة السنوية، الذي تحقق عام 2017 قد جاء بفضل النتائج الربعية التي جاءت أقوى من المتوقع، نتيجة لسياسة التيسير النقدي السابقة وكذلك التعديلات التي أجريت على جانب العرض.

يتوقع أن يشهد عام 2018 بداية ما يطلق عليه صناع القرار الصينيين “المعارك الحاسمة” ضد، أولاً، المستويات المرتفعة من الدين المحلي، وثانياً، التلوث المفرط.



(شكل 8). ويعود هذا الارتفاع السريع في مستويات الدين بالدرجة الأولى إلى الإقراض المفرط من قبل القطاع المصرفي غير الرسمي، أو بنوك الظل. في العديد من الحالات، تم الحصول على قروض بواسطة هيئات حكومة محلية أو مناطقية بهدف تحقيق مستويات نمو صاعدة جداً وطموحة وضعتها الحكومة المركزية. وبما أن مثل تلك القروض لا تخضع لفحص دقيق ويشتهر في عدم تضمينها في الميزانيات العمومية، فالاعتقاد السائد هو أن المستوى الفعلي لمخاطر العجز عن السداد للعديد من الهيئات المالية هو في الواقع أعلى بكثير مما هو مدون في البيانات الرسمية. وهناك إشارات تدل على أن الحكومة تحاول ببطء كبح تلك الممارسات غير المرغوبة، من خلال تقييد عرض النقود في الاقتصاد. وفي الواقع، تشير البيانات المتوفرة عن الفئة الوحيدة من عرض النقود التي يتم الإعلان عنها في الصين وهي عرض النقود (ن2)، إلى أن هذه الفئة سجلت مستوى قياسياً من انخفاض النمو، حيث نمت بنسبة 9 بالمائة في نوفمبر، مقابل 12 بالمائة كمستوى سنوي مستهدف، مقارنة بـ 11,3 بالمائة في عام 2016 و13,3 بالمائة في عام 2015 (شكل 9).

وإجمالاً، يمكن القول أنه إذا زادت الحكومة الصينية من عزمها على معالجة مشاكل الدين، والإفراط في الإنتاج، والتلوث في عام 2018، فإن ذلك سيكون على حساب النمو. لذا، فمن المتوقع أن يتم تطبيق تلك الإجراءات المشار إليها أعلاه بطريقة متوازنة، بحيث لا تحول دون تحقيق هدف آخر منفصل تسعى إليه الصين، يتعلق برفع نمو الناتج المحلي الإجمالي الفعلي بحلول عام 2020 إلى ضعف المستوى الذي كان عليه عام 2010.

وفقاً لتقديرات صندوق النقد الدولي، يتوقع أن تصل نسبة إجمالي الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في الصين إلى 251 بالمائة عام 2017....

...كذلك، يتوقع الصندوق أن تواصل تلك النسبة ارتفاعها لتبلغ 300 بالمائة تقريباً بحلول عام 2022.

ربما يؤدي إصرار الحكومة الصينية على معالجة مشاكل الدين، والإفراط في الإنتاج، والتلوث في عام 2018، إلى تراجع النمو.

## أسواق النفط عام 2018

بلغ متوسط أسعار خام برنت لعام 2017 ككل نحو 54 دولاراً للبرميل، مقارنة بتوقعاتنا عند 52 دولاراً للبرميل، مسجلة ارتفاعاً بنسبة 25 بالمائة، على أساس سنوي (شكل 10). وقد ساعد تحسن مستوى الثقة بشأن الطلب العالمي على النفط، إضافة إلى التزام أوبك وبعض كبار المنتجين المستقلين باتفاقية خفض خلال العام، على دفع أسعار النفط باتجاه الأعلى. وفي الآونة الأخيرة، اخترقت أسعار النفط حاجز الـ 70 دولاراً للبرميل لأول مرة منذ عام 2014، نتيجة لوجود دلائل على أن اتفاق خفض الإنتاج الذي تنفذه أوبك وبعض المنتجين المستقلين، والذي تم تمديده مؤخراً حتى نهاية عام 2018، سيؤدي إلى جعل أسواق النفط أكثر توازناً.

بلغ متوسط أسعار خام برنت لعام 2017 ككل نحو 54 دولاراً للبرميل، مقارنة بتوقعاتنا عند 52 دولاراً للبرميل.

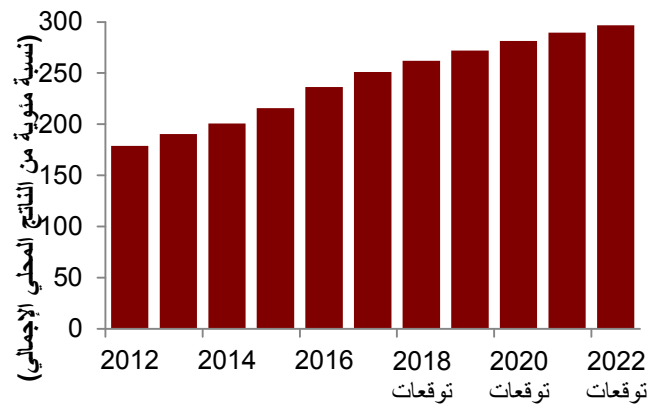
رغم التفاؤل الحالي بشأن الأسعار، إلا أن سوق النفط سيواجه عدداً من التحديات خلال العام الجاري. أولاً، هناك قضايا تتصل باتفاقية خفض الإنتاج المبرمة بين أوبك ومنتجين آخرين، وعماً إذا كانت تلك الدول ستبقى ملتزمة بالخفض فعلاً حتى نهاية العام. ثانياً، الاحتمالات القوية لحدوث انتعاش متواصل في إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة.

رغم التفاؤل الحالي بشأن الأسعار، إلا أن سوق النفط سيواجه عدداً من التحديات خلال العام الجاري.

شكل 9: عرض النقود في الصين (التغير السنوي)



شكل 8: ديون القطاع غير المالي في الصين







في آخر تقرير شهري لها، رفعت أوبك من توقعاتها حول الطلب العالمي على النفط، للشهر الخامس على التوالي، لتدعم النغمة التفاؤلية بشأن أسعار النفط التي سادت في الشهور الأخيرة. وكان تقرير المنظمة الشهري عن النفط الصادر في يوليو عام 2017، قد توقع أن يرتفع الطلب العالمي على النفط بنحو 1,26 مليون برميل في اليوم، على أساس سنوي، في عام 2018، ولكن تقريرها لشهر ديسمبر رفع تلك التقديرات إلى 1,53 مليون برميل لليوم. ويتوقع أن تسهم ثلاثة دول فقط بحوالي نصف الزيادة السنوية في الطلب العالمي عام 2018، حيث ينتظر أن تساهم الصين بنسبة 28 بالمائة والولايات المتحدة والهند بنسبة 12 بالمائة لكل منهما، على أساس سنوي.

يتوقع أن تواصل واردات الصين من النفط الخام نموها، بسبب تضافر مجموعة عوامل، تشمل زيادة استهلاك المصافي، وزيادة شراء النفط الخام بغرض التخزين الاستراتيجي، إضافة إلى استمرار تراجع إنتاج الخام المحلي، تعمل جميعها على دعم النمو في عام 2018. في الهند، كذلك يتوقع أن تشهد الواردات ارتفاعاً، حيث ينتظر أن يزيد الاستهلاك الكلي للنفط بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي، في عام 2018. أما في الولايات المتحدة، وحسب توقعات إدارة معلومات الطاقة، فإن إجمالي الاستهلاك الأمريكي من النفط سيرتفع بنسبة 2 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2018، مقارنة بمتوسط عند 0,8 بالمائة لعامي 2016 و2017.

من ناحية أخرى، تشير أحدث التقديرات لإدارة معلومات الطاقة الأمريكية إلى زيادات كبيرة في إنتاج النفط الخام الأمريكي في عامي 2017 و2018 على حدٍ سواء (شكل 11). يُتوقع أن يرتفع إنتاج النفط الأمريكي بنسبة 11 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017 (ليصل إلى 9,7 مليون برميل في اليوم) وبنسبة 5 بالمائة في عام 2018 (ليصل إلى 10,1 مليون برميل في اليوم)، ويعتبر هذا الارتفاع أبداً من وتيرة الارتفاع التي بلغ متوسطها 14 بالمائة بين عامي 2012 و2015، لكنه يعتبر أسرع لدى مقارنته بمتوسط الإنتاج عام 2016 (عند 8,8 مليون برميل في اليوم). وتحقق كل الارتفاع الذي ظهر منذ بداية عام 2017 من مصادر النفط غير التقليدية (النفط الصخري)، الذي استفاد من ارتفاع أسعار النفط بعد إبرام اتفاقية بين أوبك وبعض الدول الأخرى المنتجة للنفط. وكان النفط الصخري الأمريكي قد بدأ يتراجع، بعد أن بلغ الذروة في فبراير 2015 (عند 5,5 مليون برميل في اليوم)، نتيجة لانخفاض الأسعار بسبب تخمة المعروض في السوق العالمية وبلوغ إنتاج أوبك مستويات قياسية. وبعد خفض أوبك لإنتاجها وما أعقبه من ارتفاع في أسعار النفط، ابتداءً من نوفمبر 2016 والفترة التالية، بدأ أن هناك تدفقاً لاستثمارات جديدة إلى شركات النفط الصخري الأمريكية. نتيجة لذلك، يُتوقع أن يسجل النفط الصخري الأمريكي أعلى مستوى إنتاج له على الإطلاق، والذي ربما يصل إلى 6 مليون برميل في اليوم في نهاية عام 2018 (للمزيد، الرجاء الاطلاع على تقريرنا بعنوان: [النفط الصخري 2,0](#) الصادر في سبتمبر 2017).

رغم موافقة أوبك وبعض المنتجين المستقلين على تمديد اتفاق خفض حتى نهاية عام 2018، لكن ربما يتم اتخاذ قرار بالخروج من الاتفاق في وقت سابق لذلك التاريخ. وسيعتمد هذا القرار على

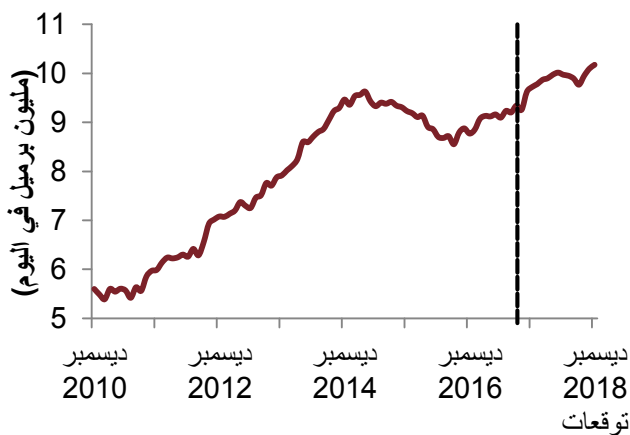
أولاً، هناك قضايا تتصل باتفاقية خفض الإنتاج المبرمة بين أوبك ومنتجين آخرين، وعمّا إذا كانت تلك الدول ستبقى ملتزمة بالخفض فعلاً حتى نهاية العام.

ثانياً، الاحتمالات القوية لاستمرار انتعاش إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة.

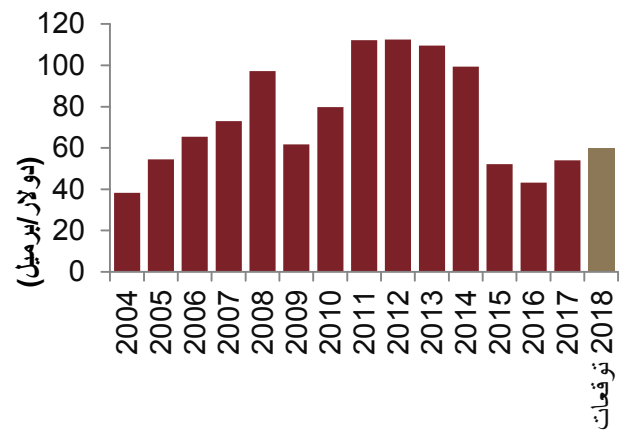
يُتوقع أن يرتفع إنتاج النفط الأمريكي بنسبة 11 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017 (ليصل إلى 9,7 مليون برميل في اليوم) وبنسبة 5 بالمائة في عام 2018 (ليصل إلى 10,1 مليون برميل في اليوم).

رغم موافقة أوبك وبعض المنتجين المستقلين على تمديد اتفاق خفض حتى نهاية عام 2018...

شكل 11: إنتاج النفط الخام في الولايات المتحدة



شكل 10: أسعار خام برنت





الأرجح على ما إذا كانت الدول المشاركة في الاتفاق تعتقد أن ميزان سوق النفط العالمي سينزلق إلى عجز حاد أم لا. وفقاً للتقديرات الحالية، وفي حال بقاء جميع العوامل الأخرى ثابتة، يرجح أن تتحول سوق النفط إلى عجز كبير في النصف الثاني لعام 2018، عند -1,6 مليون برميل في اليوم، مقارنة بسوق متوازنة تقريباً في النصف الأول لعام 2018 (شكل 12). لذا، هناك غموض كبير يكتنف أسواق النفط في العام الجاري، يتعلق باحتمال خروج بعض المنتجين من اتفاق خفض، رغم أن بعض الأعضاء يرى تمديد الاتفاق إلى عام 2019. وبصفة خاصة، في حال كان الخروج من الاتفاق سيتم في عام 2018، فكيف سيكون تأثيره؟ وفي النهاية، أيأ كان نوع استراتيجية الخروج، فهو يتطلب اتفاق دول أوبك والمنتجين المستقلين مرة أخرى على مستويات الإنتاج لكل دولة، وهو ما يفتح الباب أمام مخاطر عدم الاتفاق، وبالتالي احتمال حدوث خروج غير منظم، حيث تبدأ كل دولة في تسريع إنتاجها. ورغم اعتقادنا بأن هذا الاحتمال الأخير يعتبر ضعيفاً، حيث أنه لا يفيد أحداً، لكنه يظل يمثل مخاطرة.

فيما يتعلق بسوق النفط ككل خلال عام 2018، نعتقد أن هناك مخاطر ربما تجعل الأسعار تأتي دون تقديراتنا، وهي مخاطر تتصل بزيادة الإنتاج في الولايات المتحدة واحتمال خروج بعض المنتجين من أوبك والمنتجين المستقلين من اتفاق خفض. لذا، فعلى الرغم من المستويات المرتفعة للأسعار في الوقت الحالي، نتوقع أن تكون أسعار خام برنت عند 60 دولاراً للبرميل كمتوسط لعام 2018 ككل، مقارنة بـ 56 دولاراً للبرميل، حسب تقديراتنا السابقة.

...لكن في حال كان الخروج من الاتفاق سيتم في وقت قبل ذلك الموعد....

...فإنه من غير المعروف كيف ستكون النتيجة.

على الرغم من المستويات المرتفعة للأسعار في الوقت الحالي، نتوقع أن تكون أسعار خام برنت عند 60 دولاراً للبرميل كمتوسط لعام 2018 ككل، مقارنة بـ 56 دولاراً للبرميل، حسب تقديراتنا السابقة.

### نمو الاقتصاد السعودي

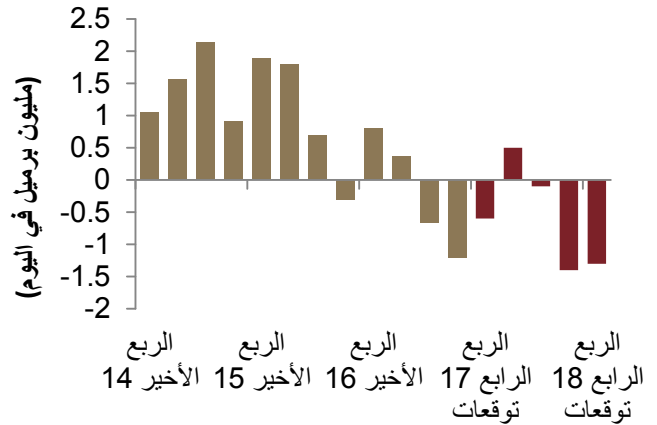
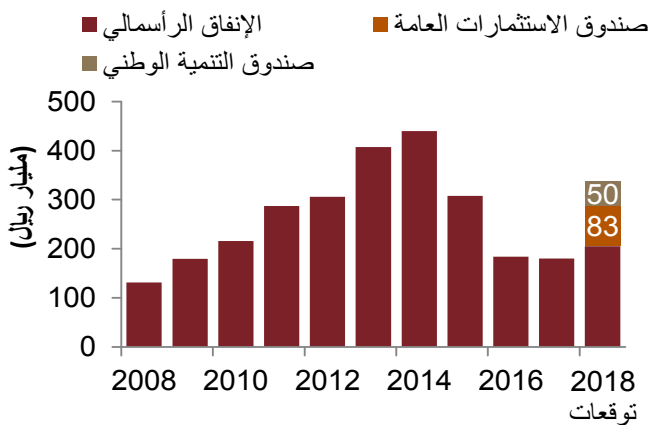
وفقاً للبيانات الأولية للعام ككل الصادرة من الهيئة العامة للإحصاء، انكمش الاقتصاد السعودي بنسبة 0,7 بالمائة عام 2017، مقارنة بنمو بنسبة 1,7 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2016. وكما توقعنا، فقد جاء تراجع الناتج المحلي الإجمالي نتيجة لانخفاض كبير في قطاع النفط. لقد أدى التزام المملكة الصارم بخفض إنتاج النفط الخام، باعتبارها طرفاً في اتفاقية مع بقية أعضاء أوبك، إلى تراجع الناتج المحلي لقطاع النفط بنسبة 3 بالمائة في عام 2017. انخفض إنتاج المملكة من النفط بنسبة 5 بالمائة، على أساس سنوي، ليبلغ متوسطه 10 مليون برميل في اليوم عام 2017 (متوافقاً مع تقديراتنا)، متراجعاً من متوسط إنتاج عند 10,4 مليون برميل في اليوم عام 2016.

من ناحية أخرى، ارتفع النمو في القطاع غير النفطي إلى 1 بالمائة خلال عام 2017. ونعتقد أن هذا الارتفاع جاء نتيجة للاستخدام الفعال والمركز للإنفاق الرأسمالي من قِبل الحكومة خلال عام 2017، والنمو القوي في القطاع الخاص غير النفطي خاصة في قطاعي "النقل والاتصالات" و"امتلاك المساكن". كذلك، ساهم الناتج الإجمالي للقطاع الحكومي غير النفطي، والذي ارتفع إلى أعلى مستوى له منذ عام 2015، عند 1,7 بالمائة، في ذلك النمو.

وفقاً للبيانات الأولية للعام ككل الصادرة من الهيئة العامة للإحصاء، انكمش الاقتصاد السعودي بنسبة 0,7 بالمائة عام 2017.

جاء التراجع نتيجة لانخفاض كبير في قطاع النفط، بينما نما القطاع غير النفطي بنسبة 1 بالمائة خلال عام 2017.

شكل 12: ميزان النفط العالمي بافتراض استمرار الخفض حتى نهاية عام 2018  
شكل 13: إجمالي رأس المال الذي سيتم ضخه عام 2018 يصل إلى 338 مليار ريال





بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن تؤدي زيادة الإنفاق الرأسمالي المقرر في الميزانية، إضافة إلى إنفاق رأسمالي بمبلغ 133 مليار ريال بواسطة صندوق الاستثمارات العامة وصندوق التنمية الوطني...

...وكذلك حزمة تحفيز القطاع الخاص، ستؤدي جميعها إلى تعزيز النمو.

بالمقابل، هناك عدد من المخاطر التي ربما تحول دون تحقيق تلك التوقعات...

بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن تؤدي زيادة الإنفاق الرأسمالي المقرر في الميزانية بنسبة 13 بالمائة، على أساس سنوي، إضافة إلى إنفاق رأسمالي بمبلغ 133 مليار ريال بواسطة صندوق الاستثمارات العامة وصندوق التنمية الوطني (شكل 13)، وكذلك حزمة تحفيز القطاع الخاص، ستؤدي جميعها إلى تعزيز النمو، لكن هناك بالمقابل عدد من المخاطر التي ربما تحول دون تحقيق تلك التوقعات (أنظر الجزء الخاص بالسياسة المالية أدناه).

سيؤثر الإنفاق الاستهلاكي نتيجة لتطبيق ضريبة القيمة المضافة، ولكن حدة هذا التأثير سيتم تخفيفها بفضل المدفوعات النقدية للمواطنين من خلال "حساب المواطن" وعلاوة غلاء المعيشة التي تم الإعلان عنها بمرسوم ملكي في يناير 2018. من ناحية أخرى، ستؤدي زيادة رسوم "المراقبين" وتطبيق المقابل المالي للعمالة الأجنبية إلى الضغط على أسر الأجانب، كما أن القطاع الخاص سيعاني كذلك من ارتفاع التكاليف المرتبطة بتطبيق المقابل المالي.

علاوة على ذلك، فإن زيادة تعرفه الكهرباء ورفع أسعار البترين وكذلك أسعار الديزل المستخدم في الصناعة والمراقق (نص مظل 1)، ستؤدي جميعها إلى زيادة تكلفة التشغيل للشركات الخاصة كما ستؤثر على الدخل المتاح للإنفاق لعدد كبير من الأسر. وهناك مخاطرة رئيسية أخرى تتصل بالزيادات المتوقعة في أسعار الفائدة الأمريكية مستقبلاً وتأثيرها المحتمل على تكلفة التمويل والسيولة المحلية في المملكة (أنظر الجزء الخاص بالتطورات النقدية والمالية أدناه).

#### جدول رقم 2: الحصة المكونة للنتائج المحلي الإجمالي الفعلي ومعدلات النمو

التغير السنوي %		نسبة مئوية من (2017)		
2018	2017	2016	الناتج الإجمالي الكلي	الناتج الإجمالي الكلي
توقعات	تقديرات		غير النفطي	النفطي
1.5	-0.7	1.7	100	الناتج المحلي الإجمالي الكلي
				ويشمل:
1.5	-3.0	3.6	43.4	القطاع النفطي
1.4	1.0	0.2	100	القطاع غير النفطي
				ويشمل:
2.2	1.7	0.6	30.2	القطاع الحكومي غير النفطي
1.1	0.7	0.1	69.8	القطاع الخاص غير النفطي
			100	الناتج المحلي غير النفطي، حسب نوعية النشاط
0.4	0.4	0.6	4.2	الزراعة
3.5	4.3	-1.8	0.7	التعدين غير النفطي
1.0	0.8	-0.7	15.0	الصناعات غير النفطية (التحويلية)
1.3	1.3	2.3	2.4	الكهرباء والماء والغاز
0.5	-3.4	-3.2	8.1	التشييد والبناء
0.2	0.6	-1.6	16.0	تجارة الجملة والتجزئة
2.1	1.9	2.7	10.5	النقل والاتصالات
2.1	2.2	3.0	9.0	ملكية المساكن
2.0	2.2	2.4	6.4	خدمات المال، والتأمين، والأعمال
1.0	1.2	1.7	3.5	خدمات اجتماعية
2.2	1.7	0.2	24.6	منتجات الخدمات الحكومية

أخذين في الاعتبار المخاطر المشار إليها أعلاه، نعتقد أن الإنفاق الحكومي خلال عام 2018، الذي تضمنته الميزانية العامة، وخطة تحفيز القطاع الخاص، يعتبران كافيين لاستمرار دعم النمو الإيجابي في القطاع غير النفطي. والأمر كذلك، فإننا نتوقع أن ينمو القطاع غير النفطي بنسبة 1,4 بالمائة في عام 2018. وبصفة خاصة، نتوقع أن تسهم مجموعة الإجراءات التوسعية الأخيرة في تعزيز نمو

...لكن، رغم تلك المخاطر، نعتقد أن الإنفاق الحكومي خلال عام 2018، يعتبر كافياً لاستمرار دعم النمو الإيجابي في القطاع غير النفطي.



القطاع الخاص، وتساعد على زيادة نمو القطاع الخاص غير النفطي إلى 1,1 بالمائة خلال العام. في غضون ذلك، نتوقع أن ينمو الناتج المحلي الإجمالي للقطاع الحكومي غير النفطي بنسبة 2,2 بالمائة. خلاصة القول، نعتقد أن الميزانية التوسعية للعام 2018 تعتبر أكثر من كافية لحماية الاقتصاد السعودي من التأثيرات السلبية المحتملة للسياسات الانكماشية.

### نتوقع انتعاشاً في نمو القطاع النفطي خلال عام 2018، نتيجة للارتفاعات الصغيرة في إنتاج النفط الخام، وكذلك بفضل التوسع في نشاط التكسير:

يتوقع أن ينمو قطاع النفط، أكبر قطاعات الاقتصاد السعودي، والذي شكّل نسبة 43 بالمائة بالقيمة الفعلية في نهاية عام 2017 (جدول 2)، بنسبة 1,5 بالمائة، نتيجة لزيادة إنتاج النفط بدرجة طفيفة عام 2018 (شكل 14). وفقاً لأحدث البيانات المتوفرة، بلغ متوسط إنتاج المملكة من النفط 10 مليون برميل في اليوم عام 2017. بالنظر إلى المستقبل، نتوقع أن يسجل إنتاج المملكة ارتفاعاً طفيفاً، في حدود 100 ألف برميل يومياً، ليصل إلى 10,1 مليون برميل في اليوم كمتوسط لعام 2018. حالياً السعودية ملتزمة باتفاق خفض الإنتاج المبرم بين أوبك وبعض المنتجين المستقلين. ونتيجة للتمديد الأخير لذلك الاتفاق، نتوقع أن تواصل المملكة الإنتاج بمستويات مستقرة، حتى في حال حدوث خروج من اتفاق أوبك في وقت سابق للوقت المحدد لعملية الخروج في عام 2018.

كذلك، يرجح أن يتعزز نمو الناتج المحلي الإجمالي لقطاع النفط بافتتاح مصفاة جيزان، التي يركز إنتاجها على التصدير، في عام 2018، حيث ذكرت شركة أرامكو السعودية أن 55 بالمائة من المصفاة اكتمل بنهاية عام 2017. ويتوقع أن يتم التشغيل التجريبي للمصفاة في منتصف عام 2018، على أن يكتمل التشغيل النهائي بعد ذلك بفترة قصيرة. لذا، فإن التشغيل الكامل لهذه المصفاة التي تبلغ طاقتها الإنتاجية 400 ألف برميل يومياً سيستمد خلال عامي 2018 و2019، كما هو الحال مع المصافي المشابهة من حيث الحجم والتي انطلقت مؤخراً، كمصفاة ساتورب وباسريف. وقد لوحظ أنه بعد تشغيل كل من مصفاة ساتورب وباسريف، قفز نمو الناتج المحلي الإجمالي لتكرير النفط، الذي يندرج تحت قطاع الصناعة، برقم من خانتين بين عامي 2014 و2016، لذا نتوقع ارتفاعات مشابهة خلال عامي 2018 و2019 نتيجة لتشغيل مصفاة جيزان.

يتوقع أن ينمو قطاع النفط بنسبة 1,5 بالمائة، نتيجة لزيادة إنتاج النفط عام 2018.

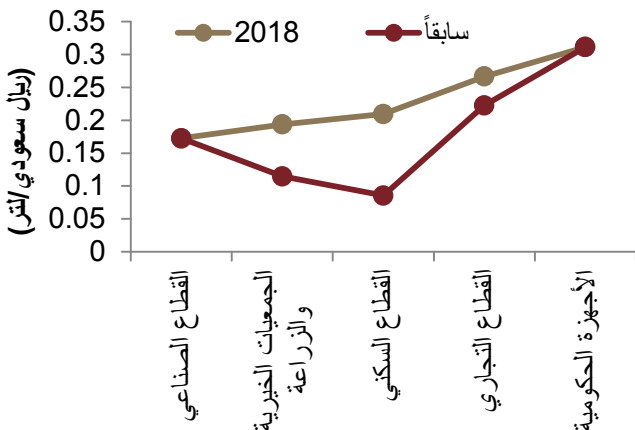
نتوقع أن يسجل إنتاج المملكة ارتفاعاً طفيفاً، ليصل إلى 10,1 مليون برميل في اليوم كمتوسط للعام 2018.

كذلك، يرجح أن يتعزز نمو الناتج المحلي الإجمالي لقطاع النفط بافتتاح مصفاة جيزان في عام 2018.

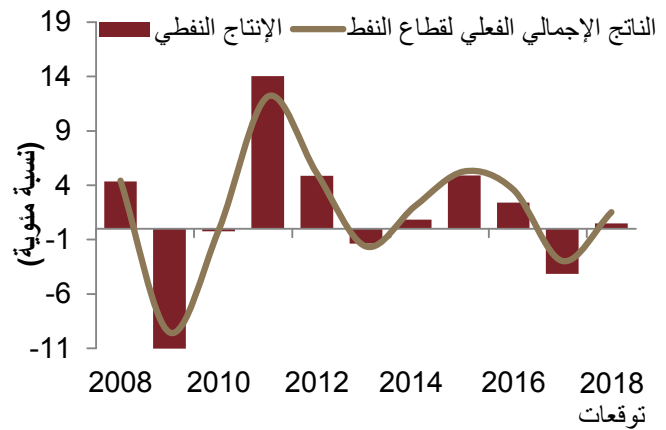
### نص مظل 1: إصلاح أسعار الطاقة

شهد عدد من منتجات الطاقة ارتفاعاً في أسعارها عام 2018، التزاماً بالإطار الزمني لخطة الحكومة لإصلاح أسعار الطاقة حسب ما جاء في برنامج التوازن المالي (نص مظل 4). قبيل ميزانية عام 2018، صادق مجلس الوزراء السعودي على زيادة تعرفه الكهرباء للقطاعات السكنية، والتجارية، والزراعية، والصحية، والتعليم الخاص، والمؤسسات الخيرية. وفقاً لحساباتنا المبينة على بيانات

شكل 15: في تقديرنا، ارتفع متوسط تعرفه الكهرباء لفئات الاستهلاك المختلفة في القطاع السكني بنسبة 145 بالمائة



شكل 14: انتعاش الناتج المحلي الإجمالي لقطاع النفط، تماشياً مع إنتاج النفط الخام السعودي





تشير أحدث البيانات المتوفرة إلى التوقعات بأن ينخفض الطلب المحلي في المملكة بنسبة 1 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017.

استهلاك الكهرباء لعام 2016، فقد شهد القطاع السكني أعلى مستويات الزيادة، حيث ارتفع متوسط التعرفة لفئات الاستهلاك المختلفة بنسبة 145 بالمائة. قبيل رفع الأسعار في مطلع عام 2018، كان مستخدمو الكهرباء في القطاع السكني، بناء على حساباتنا، يدفعون أقل الأسعار. وهي هالة واحدة فقط للكيلوواط ساعة في المتوسط، لكنهم الآن يدفعون 21 هالة للكيلوواط ساعة (شكل 15). بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الكهرباء، كذلك ارتفعت أسعار كل من البنزين العادي والممتاز، حيث ارتفع البنزين الممتاز بنسبة 127 بالمائة والعادي بنسبة 83 بالمائة، شامل ضريبة القيمة المضافة، والتي بدأ تطبيقها كذلك في العام الجديد (شكل 16). أيضاً، ارتفعت أسعار الديزل المستخدم في الصناعة والمرافق بنسبة 15 بالمائة، مع الإبقاء على أسعار الديزل المستخدم في النقل دون تغيير.

بالنظر إلى المستقبل، نتوقع تراجعاً في الاستهلاك المحلي للطاقة لبعض أنواع الوقود، بعد الجولة الأخيرة لإصلاح أسعار الطاقة في المملكة. رغم أن زيادات الأسعار المشار إليها أعلاه ستسهم في خفض الطلب المحلي على بعض أنواع الوقود، لكن في ظل وجود مجموعة من المشاريع الصناعية الضخمة (أنظر الجزء الخاص بقطاع الصناعة غير النفطية)، إضافة إلى عدم توقع زيادات كبيرة في إنتاج الغاز خلال العام، فإننا نرجح بقاء إجمالي استهلاك الطاقة دون تغيير، بدلاً عن الانخفاض، في عام 2018.

فيما يتعلق بنمو الطلب المحلي عام 2017، تشير أحدث البيانات المتوفرة إلى أن الطلب المحلي في المملكة يتوقع أن ينخفض بنسبة 1 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017 (شكل 17). شهد استهلاك الديزل تراجعاً كبيراً، والذي يتوقع أن يكون قد انخفض بنسبة 14 بالمائة، على أساس سنوي، ربما نتيجة لاستخدام منتجات طاقة أخرى بديلة و/أو تراجع النشاط في قطاعي النقل والتشديد. ورغم التوقعات بأن يكون الاستخدام المباشر للنفط الخام في توليد الكهرباء قد انخفض بدرجة طفيفة، بنسبة 1 بالمائة، على أساس سنوي، إلا أن استهلاك المنتجات النفطية الأخرى (بما فيها النفط الخام) ارتفع بنسبة 7 بالمائة. ونعتقد أن هذا الارتفاع نجم عن زيادة استخدام النافثا، حيث أصبح مجمع صدارة للبتروكيماويات يعمل بكامل طاقته التشغيلية في الربع الثالث لعام 2017، ومعلوم أن المجمعات البتروكيماوية تستخدم النافثا كلقيم (مواد خام). من ناحية أخرى، يتوقع أن يسجل استهلاك البنزين زيادة بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي، كما يتوقع أن يسجل استهلاك زيت الوقود زيادة أكبر، تصل إلى 10 بالمائة، نتيجة لزيادة استخدامه كبديل عن منتجات أخرى أعلى تكلفة، كالديزل و/أو النفط الخام.

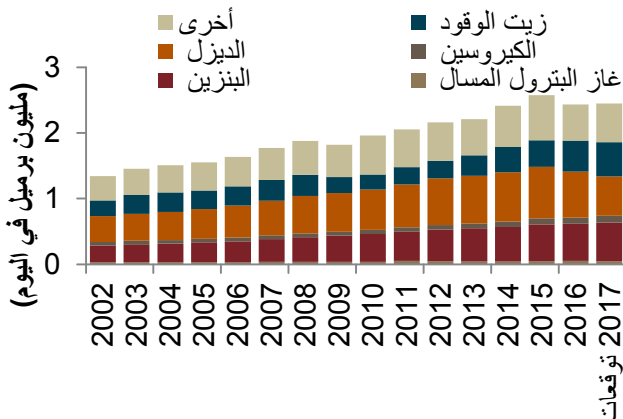
نتوقع تراجع الاستهلاك المحلي للطاقة في بعض أنواع الوقود، بعد جولة أخرى لإصلاح أسعار الطاقة في المملكة...

...تشمل زيادة تعرفه الكهرباء للقطاعات السكنية، والتجارية، والزراعية، والصحية، والتعليم الخاص، والمؤسسات الخيرية...

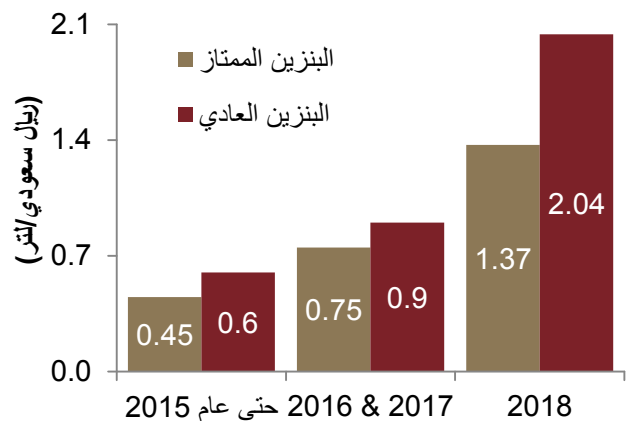
...وزيادة أسعار البنزين الممتاز والعادي، وكذلك أسعار الديزل المستخدم في قطاعي الصناعة والمرافق.

رغم ذلك، نتوقع بقاء إجمالي استهلاك الطاقة دون تغيير، بدلاً عن الانخفاض، عام 2018.

شكل 17: يتوقع أن يتراجع الطلب المحلي السعودي بنسبة 1 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017



شكل 16: ارتفاع أسعار البنزين للمرة الثانية خلال عامين





نما قطاع تجارة الجملة والتجزئة (16 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي للقطاع غير النفطي) بنسبة 0,6 بالمائة عام 2017، مقارنة بتراجع بنسبة 1,6 بالمائة عام 2016. ويعود جزء من الانتعاش في هذا القطاع عام 2017، إلى زيادة الإنفاق الاستهلاكي خلال العام. وفي اعتقادنا أن إعادة بدلات موظفي الحكومة، بموجب مرسوم ملكي صدر في أبريل 2017، والمسار الانكماشى لأسعار الأغذية خلال العام، ساعدا على زيادة الإنفاق خلال العام. وقد انعكس هذا التحسن في الإنفاق على تعاملات نقاط البيع، على أساس سنوي، مما أدى إلى ارتفاعها بنسبة 10 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017 (شكل 18).

بالنظر إلى العام الجاري، رغم أن القطاع سيواجه مشكلة ارتفاع التكاليف، بسبب المقابل المالي للعمالة الأجنبية، وزيادة أسعار الكهرباء للقطاع التجاري، وتطبيق ضريبة القيمة المضافة، إلا أن هناك بعض العوامل التي ستدعم انتعاش القطاع. أحد التطورات الإيجابية للقطاع، تراجع أسعار العقارات التجارية، التي انخفضت، وفقاً لأحدث مؤشر لتسعير العقارات أصدرته الهيئة العامة للإحصاء، بنسبة 5,6 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الرابع لعام 2017 (شكل 19). وسيساعد انخفاض أسعار العقارات في خفض تكلفة الإيجار، والتي ستكون عاملاً مهماً في الخطط التوسعية لمتاجر التجزئة. وفي الواقع، أعلن عدد من متاجر بيع الإلكترونيات بالتجزئة وسلسلة أسواق (السوبر ماركت)، عن خطط توسعية متواضعة خلال عام 2018. بالإضافة إلى ذلك، تسعى حالياً بعض متاجر التجزئة العالمية المشهورة لاستكشاف كيفية بدء نشاط تشغيلي في المملكة، وفي حال تحقق هذا الأمر خلال العام، فإنه سيساعد بلا شك على دفع النمو في القطاع.

هناك تطورات تتصل بقطاع فرعي يشهد نمواً متسارعاً، ذلك هو قطاع "الترفيه"، والذي يتوقع أن يتم إدراجه كقطاع فرعي في الناتج المحلي الإجمالي لقطاع تجارة الجملة والتجزئة، من المتوقع أن تسهم أيضاً في نمو القطاع. وكان قطاع الترفيه قد خطا خطوات واسعة خلال السنوات القليلة الماضية، أهمها إعلان صندوق الاستثمارات العامة أنه بصدد إنشاء شركة جديدة للترفيه برأسمال ابتدائي قدره 10 مليار ريال، ستستثمر في قطاع الترفيه في المملكة. علاوة على ذلك، وبما أن دور السينما ستنتقل في المملكة خلال عام 2018، فمن المؤكد أن الملامح المستقبلية لقطاع الترفيه ستتحسن بشكل كبير. وفي الحقيقة، يتوقع أن تستفيد قطاعات أخرى من الآثار غير المباشرة لنمو قطاع الترفيه، خاصة الدعاية ومحلات بيع الأغذية بالتجزئة.

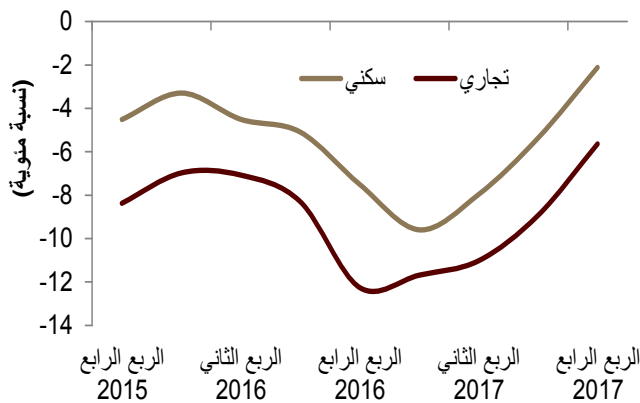
وأخيراً، نتوقع أن يؤدي انطلاق عمليات صرف الدعم النقدي للمواطنين بموجب برنامج "حساب المواطن" إلى تحسن مستوى الدخل المتاح للإنفاق لبعض الأسر محدودة الدخل، حيث يرجح أن يتم توجيه هذا الدخل الإضافي إلى استهلاك سلع وخدمات التجزئة.

نما قطاع تجارة الجملة والتجزئة بنسبة 0,6 بالمائة عام 2017، بعد تراجع بنسبة 1,6 بالمائة عام 2016.

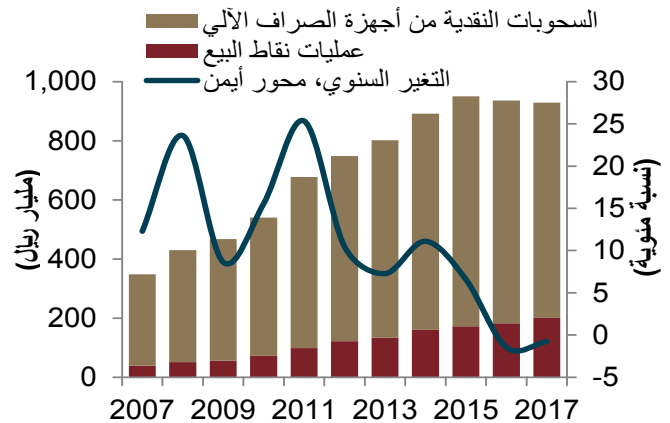
بالنظر إلى العام الجاري، سيواجه القطاع ارتفاع التكلفة بسبب المقابل المالي للعمالة الأجنبية، وزيادة أسعار الكهرباء للقطاع التجاري، وتطبيق ضريبة القيمة المضافة.

كذلك، سيؤثر قطاع الترفيه، الذي يشهد نمواً متسارعاً، على مستوى النمو الكلي لقطاع التجارة.

شكل 19: مؤشر أسعار العقارات



شكل 18: مؤشرات الإنفاق الاستهلاكي (التغير السنوي)





نما قطاع الصناعة غير النفطية (التحويلية) (15 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي للقطاع غير النفطي) بنسبة 0,8 بالمائة عام 2017. ونعتقد أن النمو تضرر جراء عدد من الأسباب المرتبطة بأكبر قطاع فرعي، وهو البتروكيماويات، والذي يمثل نحو 44 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي لقطاع الصناعة غير النفطية. وبصفة خاصة، تأثر قطاع البتروكيماويات بعاملين هما: أولاً، تباطؤ العمليات التشغيلية في بعض المصانع نتيجة لوجود تقارير حول مسائل تتصل بالقيود على اللقيم (المواد الأولية)، وثانياً، انقطاع الكهرباء في الجبيل خلال مايو 2017. ويبدو أن جميع تلك العوامل قد أثرت سلباً على الإنتاج في قطاع البتروكيماويات، وساهمت بالتالي في انخفاض قيمة الصادرات من هذا القطاع بنسبة 2 بالمائة، على أساس سنوي، خلال الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر 2017 (شكل 20).

بالنظر إلى المستقبل، هناك العديد من المشاريع الصناعية الكبيرة، التي ستسهم في تحقيق مستوى النمو الذي نتوقعه للقطاع والذي يقدر بـ 5,2 بالمائة، ينتظر أن تدخل مرحلة التشغيل عام 2018. تشمل هذه المشاريع: مجمع بترورايفج 2 والمخطط له أن يبدأ التشغيل في الربع الأول لعام 2018، والمشروع المشترك بين سابك وشركة ميتسويشي رايون بقيمة 4,5 مليار ريال، والذي يهدف إلى إقامة مصنعين لإنتاج الأكريلات في الجبيل، ويتوقع أن يكتمل العمل فيهما خلال الربع الثاني لعام 2018. إضافة إلى ذلك، فإن شركة صدارة للبتروكيماويات الموجودة في الجبيل والتي بلغت تكلفتها 20 مليار دولار، واكتمل تشغيلها في أغسطس 2017، ستسهم في تحسين بيانات العام ككل.

إضافة إلى ذلك، أعلن وزير الطاقة والصناعة والثروة المعدنية مؤخراً عن إنشاء بنك للصادرات، برأسمال قدره 30 مليار ريال، لدعم تسويق المنتجات الصناعية والتعدينية خارجياً، وبالفعل تم تخصيص الدفعة الأولى والتي تبلغ قيمتها 5 مليار ريال خلال عام 2017. بالإضافة إلى ذلك، ستستفيد الصادرات أيضاً من مبادرة جديدة بقيمة 5 مليار ريال أعلنت عنها وزارة التجارة والاستثمار في ديسمبر 2017، تهدف إلى تسهيل تمويل الصادرات. ستؤدي تلك الإجراءات إلى تحسين مستقبل قطاع الصناعة غير النفطية في عام 2018 والفترات التالية، حيث تتطلع المملكة إلى زيادة حصة القطاع في الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي، كما جاء في رؤية 2030.

علاوة على ذلك، رغم تطبيق إصلاحات أسعار الوقود والطاقة ابتداءً من يناير 2018، إلا أن القطاع الصناعي معفي من الإصلاح المباشر لأسعار الطاقة خلال عام 2018، في خطوة ترمي إلى تعزيز نمو القطاع وزيادة قدرته التنافسية. إضافة إلى ذلك، أعلن وزير الطاقة والصناعة والثروة المعدنية، أنه سيتم إعداد برنامج شبيه بـ "حساب المواطن"، لدعم القطاع الصناعي في ظل النية لتطبيق إصلاحات في أسعار الطاقة في السنوات القادمة.

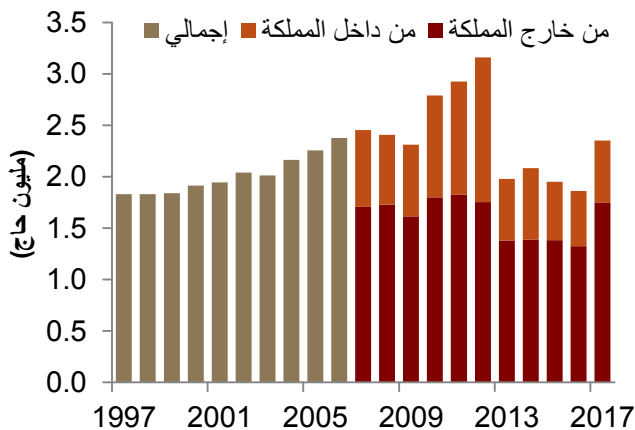
رغم ذلك، هناك تحديان يواجهان القطاع عام 2018. التحدي الأول يتعلق ببدء تطبيق المقابل المالي على العمالة الأجنبية، مما يؤدي إلى رفع تكلفة العامل الأجنبي، ومن ثم التكلفة النهائية للوحدة

يتوقع أن ينمو قطاع الصناعة غير النفطية بنسبة 1 بالمائة عام 2018...

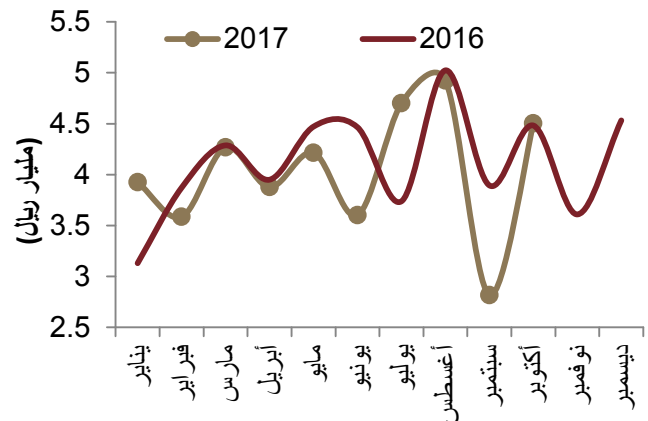
...حيث ينتظر أن يدعم إنشاء بنك الصادرات برأسمال قدره 30 مليار ريال، تسويق المنتجات الصناعية والتعدينية...

...لكن، هناك تحديان يواجهان قطاع الصناعة غير النفطية عام 2018: تطبيق المقابل المالي على العمالة الأجنبية، واحتمال ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي.

شكل 21: عدد الأشخاص الذين أدوا فريضة الحج



شكل 20: صادرات البتروكيماويات





المنتجة، خاصة وأن قطاع الصناعة يشهد مستويات منخفضة من السعودية، 20 بالمائة في الربع الثالث لعام 2017. التحدي الثاني يتصل بأي تشديد في السياسة النقدية من قبل الاحتياطي الفيدرالي، بمستوى أعلى مما هو متوقع حالياً، والذي ربما يؤدي إلى زيادة كبيرة في قيمة الدولار، وبالتالي الريال السعودي، ويقود في النهاية إلى إضعاف القدرة التنافسية للصادرات السعودية.

أشارت وزارة النقل إلى أن المملكة شهدت إنجاز مشاريع نقل بقيمة 4 مليارات ريال عام 2017، أسهمت في دفع قطاع النقل والاتصالات (10,5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي) لينمو بنسبة 1,9 بالمائة عام 2017. وشملت المشاريع التي نفذتها وزارة النقل؛ إنشاء 108 كيلومتر من الطرق السريعة، و907 كيلومتر من الطرق المزدوجة، و659 كيلومتر من الطرق المفردة، و809 كيلومتر من الطرق الزراعية، و35 تقاطعاً علوياً، ونفق واحد حتى أكتوبر 2017. إضافة إلى ذلك، تم تشييد جزء كبير من خط سكة حديد بطول 2750 كيلومتر يربط مدينة الرياض بمدينة القريات في شمال المملكة خلال العام. علاوة على ذلك، ارتفع إجمالي عدد الحجاج بنسبة 26,3 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017، مع ارتفاع نسبة الحجاج القادمين من الخارج (شكل 21). ويتوقع أن يكون هذا الارتفاع قد أدى إلى زيادة الطلب على خدمات النقل والاتصالات على حد سواء، مما ساهم في نمو القطاع خلال العام.

بالنسبة للعام الجاري، هناك عدد من المشاريع يتم التخطيط لإطلاقها وستدعم بدرجة كبيرة النمو في القطاع، مما يؤدي إلى جعله، في تقديرنا، أكبر مساهم في نمو القطاع الخاص غير النفطي خلال العام. أحد المشاريع الرئيسية في القطاع سيكون بلا شك مجمع الملك سلمان العالمي للصناعات والخدمات البحرية، وهو مشروع مشترك بين الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري (بحري) وشركة هونداي للصناعات الثقيلة وشركة لامبريل. ويتوقع أن يبدأ تشغيل الميناء الرئيسي للمجمع البحري في عام 2018، أما اكتمال المجمع فسيكون في عام 2022. ووفقاً لشركة أرامكو السعودية، فإن المشروع ككل مصمم ليساهم بنحو 64 مليار ريال في الناتج المحلي الإجمالي للمملكة، وتعزيز عملية إحلال واردات المملكة من المنتجات والخدمات البحرية بقيمة 45 مليار ريال، وخلق أكثر من 80 ألف وظيفة مباشرة وغير مباشرة بحلول عام 2030. أما المساحة البحرية المتكاملة فيتوقع أن تكون الأكبر في المنطقة، من حيث الحجم والطاقة الإنتاجية.

هناك مشروع آخر كبير قادم في الطريق خلال العام، ذلكم هو قطار الحرمين السريع، الذي يربط بين مدن مكة والمدينة وجدة، والذي سيسهل بدرجة أكبر حركة النقل في المنطقة. في غضون ذلك، يتوقع أن تكتمل المرحلة الأولى من توسعة مطار الملك عبد العزيز الدولي بجدة قبيل موسم الحج عام 2018، والذي سيرفع الطاقة الاستيعابية القصوى للمطار إلى 35 مليون مسافر، مقارنة بـ 30,1 مليون مسافر في عام 2015 (أحدث بيانات متاحة من الهيئة العامة للطيران المدني). في المرحلة الثانية- المتوقعة اكتمالها خلال ثلاث أو أربع سنوات- ترتفع القدرة الاستيعابية إلى 65 مليون مسافر، ثم ترتفع مرة أخرى في المرحلة الثالثة إلى 90 مليون، وذلك بحلول عام 2030. تهدف توسعة مطار جدة، إلى جانب قطار الحرمين، إلى زيادة القدرة على استيعاب عدد أكبر من الحجاج، خاصة خلال ذروة المواسم الدينية كرمضان والحج.

نما قطاع تملك المساكن (9 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي) بنسبة 2,2 بالمائة عام 2017، مدفوعاً ببرنامج "سكني" التابع لوزارة الإسكان، والذي يهدف إلى تقديم عدد من المنتجات السكنية المختلفة للمواطنين على أساس شهري. بلغ عدد الوحدات المقدمة بنهاية عام 2017 نحو 282,7 ألف وحدة، متجاوزة العدد المستهدف خلال السنة والذي يبلغ 280 ألف وحدة.

أما بالنسبة لعام 2018، فإن وزارة الإسكان سترفع العدد السنوي المستهدف ليصل إلى 350 ألف وحدة، مع تخصيص 110 آلاف وحدة سكنية في الربع الأول من عام 2018. بالإضافة إلى ذلك، واصلت وزارة الإسكان تسجيل قطع الأراضي الخاضعة لرسوم الأراضي البيضاء بعد صدور مرسوم ملكي يتعلق بالضريبة السنوية على هذه الأراضي. وكانت الحكومة قد بدأت المرحلة الأولى من فرض

نتوقع أن يسجل قطاع النقل والاتصالات معدلات نمو مرتفعة عام 2018...

...بفضل عدد من المشاريع الكبيرة المتوقعة إطلاقها خلال العام، وتشمل:...

...مجمع الملك سلمان العالمي للصناعات والخدمات البحرية...

...وقطار الحرمين السريع...

...وتوسعة مطار الملك عبد العزيز الدولي بجدة.

يتوقع أن تزداد مساهمة قطاع تملك المساكن في نمو القطاع الخاص عام 2018 والفترة التالية...





رسوم على الأراضي غير المطورة بنسبة 2,5 بالمائة في مارس 2017، والتي من شأنها أن تزيد من الأراضي المعروضة في السوق على المدى القصير. ومما لاشك فيه، أن زيادة توفر الأراضي تتيح المزيد من الفرص للحصول على قطع أراضي بأسعار معقولة، مما يؤدي إلى زيادة صفقات الأراضي ويسهم كذلك في رفع القيمة المضافة المتحققة من الخدمات العقارية. وستقود هذه الإجراءات في نهاية المطاف إلى زيادة نمو ملكية المساكن. حتى نوفمبر 2017، أصدرت وزارة الإسكان أوامر بدفع ضرائب لقطع أراضي غير مطورة بلغت مساحتها الإجمالية 400 مليون متر مربع. وتمثل هذه المساحة فرصة كبيرة لنشاط التطوير العقاري، إذ تشكل هذه الأراضي الخالية أكثر من 50 بالمائة من الأراضي الحضرية في معظم المناطق، بما في ذلك الرياض والمنطقة الشرقية، وهما منطقتان تتميزان بكثافة سكانية عالية وتتمتعان بمستوى من ديناميكية النشاط الاقتصادي يعتبر الأعلى في المملكة.

وبالمجمل، فإننا نتوقع أداءً أفضل في قطاع التطوير العقاري، والسبب الرئيسي لذلك هو أن برامج وزارة الإسكان ستوفر المزيد من الوحدات السكنية. علاوة على ذلك، بما أن ثلث حزمة الحوافز المخصصة لدعم القطاع الخاص والتي تبلغ قيمتها 72 مليار ريال للقطاع الخاص تم تخصيصها كقروض للعقارات السكنية، فإن ذلك سيساعد على تحسين أداء قطاع امتلاك المساكن خلال عام 2018 والفترة التالية (نص مظلل 2).

...مدفوعاً بمشاريع كبيرة ستنفذها وزارة الإسكان...

## نص مظلل 2: حزمة تحفيز القطاع الخاص

أعلنت الحكومة عن برنامج بمبلغ 72 مليار ريال لتحفيز نمو القطاع الخاص، وذلك كجزء من حزمة تحفيز تمتد على مدى 4 سنوات، سينفق منها 24 مليار ريال خلال عام 2018. وتتضمن الحزمة 16 مبادرة تركز على عدد من القطاعات، كالإسكان، والصادرات، والتصنيع.

وتهدف حزمة التحفيز لتعزيز نمو القطاع الخاص، وبصفة خاصة بعد أن شهد الاقتصاد المحلي تباطؤاً نسبياً خلال العامين الماضيين. وتم تخصيص جزء كبير من مبلغ الـ 72 مليار ريال لقطاع العقارات؛ 21 مليار لقروض الإسكان المدعومة و14 مليار ريال لمشاريع تقنيات البناء، وتشكل المبادرتين مجتمعيتين نحو 48 بالمائة من إجمالي حزمة التحفيز، مما يشير بوضوح إلى الدعم الكبير الموجه إلى قطاعي الإسكان والتشييد.

أعلنت الحكومة عن برنامج بمبلغ 72 مليار ريال لتحفيز نمو القطاع الخاص...

...وذلك كجزء من حزمة تحفيز تمتد على مدى 4 سنوات.

كذلك، تضمنت حزمة التحفيز مبلغ 10 مليار ريال لمشاريع القطاع الخاص العملاقة، و5 مليار ريال لبنك دعم تمويل الصادرات، و5 مليار ريال لدعم برنامج الاستثمارات الضخمة، و2,8 مليار ريال لمشاريع الاستثمار الجاري في المنشآت الصغيرة والمتوسطة. وهناك مبادرة هامة تتعلق بالمنشآت الصغيرة والمتوسطة، هي إعادة مبالغ الرسوم الحكومية التي تدفعها المنشآت الصغيرة والمتوسطة الجديدة خلال السنوات الثلاث الأولى لبدء التشغيل ومخصص لها مبلغ 7 مليار ريال، وهي للشركات التي انطلقت عام 2016 أو بعد ذلك. كذلك، تغطي تلك المبالغ المعادة نسبة 80 بالمائة من رسوم العمالة الأجنبية التي تدفعها المنشآت الصغيرة والمتوسطة لمدة ثلاث سنوات، وهذا الأمر يساعد بلا شك تلك الشركات على التكيف مع تكاليف التشغيل في السنوات الأولى للتحويل بموجب خطط الإصلاح الاقتصادي الجديدة.

تتضمن الحزمة 16 مبادرة تركز على عدد من القطاعات، كالإسكان، والصادرات، والتصنيع.

وتدل حزمة التحفيز تلك بوضوح على الجهد الذي تبذله الحكومة لتعزيز التنافسية وجذب الاستثمار للقطاع الخاص. ويتوقع أن تقود تلك الحزمة إلى دعم النمو في القطاع الخاص من خلال تشجيع الاستثمار وتوفير الإسناد لركائز النمو الرئيسية في الاقتصاد، كالمنشآت الصغيرة والمتوسطة.

انكمش قطاع التشييد (8,1 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي للقطاع غير النفطي) بنسبة 3,4 بالمائة عام 2017. بعد تراجع بنسبة 3,2 بالمائة عام 2016. وشهد إنتاج كل من الاسمنت والصلب، وهو مؤشر لقياس الأداء في قطاع التشييد، تراجعاً عام 2017، حيث انخفض إنتاج الاسمنت بنسبة

انكمش قطاع التشييد بنسبة 3,4 بالمائة عام 2017.



بعد تراجعها بنسبة 3,2 بالمائة عام 2016.

16 بالمائة، على أساس سنوي، وهبط إنتاج الصلب بنسبة 13 بالمائة، على أساس سنوي كذلك (شكل 22). من ناحية أخرى، انخفضت القروض المقدمة إلى قطاع التشييد والبناء بنسبة 10 بالمائة، على أساس سنوي، في عام 2017.

يتوقع أن ينمو قطاع التشييد بدرجة أفضل عام 2018، مدعوماً ببرامج الإسكان التي تنفذها وزارة الإسكان...

...وكذلك مجموعة من المشاريع العملاقة التي سينفذها صندوق الاستثمارات العامة في مختلف أنحاء المملكة.

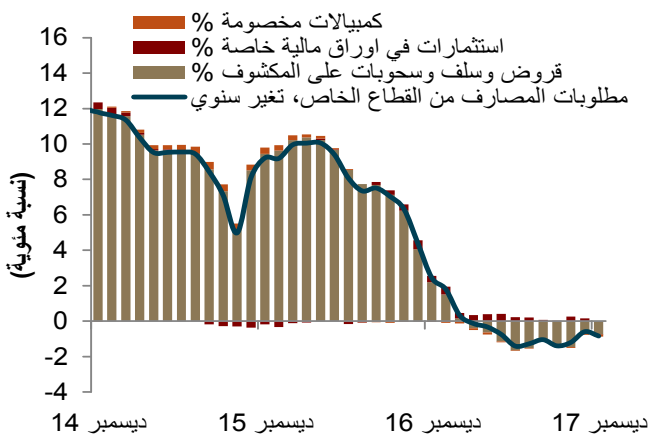
سجل قطاع الخدمات المالية والتأمين وخدمات الأعمال أداءً قوياً عام 2017، حيث نما بنسبة 2,2 بالمائة.

مع ذلك، نتوقع أن ينمو قطاع التشييد بدرجة أفضل عام 2018، حيث ينتظر أن يساهم انطلاق برامج وزارة الإسكان، والإنفاق الرأسمالي من قبل الحكومة، عبر صندوق الاستثمارات العامة وصندوق التنمية الوطني، والذي تصل قيمته 338 مليار ريال، في تحقيق نمو إيجابي للقطاع. وبصفة خاصة، يخطط صندوق الاستثمارات العامة لاستثمار مبلغ تبلغ قيمته 42 مليار ريال (من أصل 83 مليار ريال) في مشاريع جديدة عام 2018. نتوقع أن تشمل تلك المشاريع، مشروع عملاق لصندوق الاستثمارات العامة هو مدينة "القدية" الترفيهية، والذي سينتقل إلى المرحلة الرابعة، من التخطيط إلى البناء، خلال عام 2018. إضافة إلى ذلك، ستبدأ المرحلة الأولى لمشروع البحر الأحمر، وهذه المرحلة تمتد حتى عام 2022. وفي ظل جميع تلك الظروف، نتوقع أن يحقق القطاع نمواً طفيفاً عام 2018، عند 0,5 بالمائة.

سجل قطاع الخدمات المالية والتأمين وخدمات الأعمال (6,4 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي للقطاع غير النفطي) أداءً قوياً عام 2017، حيث نما بنسبة 2,2 بالمائة، مدعوماً بالنمو الجيد في القطاع الفرعي للخدمات المالية. رغم تباطؤ القروض المصرفية إلى القطاع الخاص (شكل 23). انتعش النمو في هذا القطاع بفضل التطورات المستمرة في أسواق المال. وبصورة أكثر تحديداً، شهدت السوق المالية السعودية (تداول) إدخال نظام تشغيل جديد في أبريل 2017، والذي اشتمل على إدخال نظام تسوية الصفقات "T+2" (وهو نظام يقضي بأن تكون الفترة الزمنية ما بين تنفيذ الصفقة وبين تسجيل انتقال ملكية الورقة المالية والسداد الفعلي لقيمة الصفقة يومي عمل- وكان النظام السابق يفرض اكتمال الصفقة في نفس اليوم)، (للمزيد، الرجاء الاطلاع على تقريرنا بعنوان: [التغييرات الأخيرة التي أجرتها هيئة سوق المال والمرتبطة بتداول](#)) الصادر في مايو 2016. كذلك، تم تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأسهم. علاوة على ذلك، تم ضم مؤشر سوق الأسهم السعودية "تاسي" إلى قائمة المراقبة في مؤشر مورجان استانلي للأسواق الناشئة وكذلك مؤشر إف تي إس إي. أيضاً، أطلقت "تداول" سوقها الموازي (نمو) في فبراير 2017، وهو سوق بشروط إدراج ميسرة مقارنة بشروط الإدراج في السوق الرئيسي، ويهدف إلى تشجيع المزيد من الشركات إلى التحول إلى شركات مساهمة.

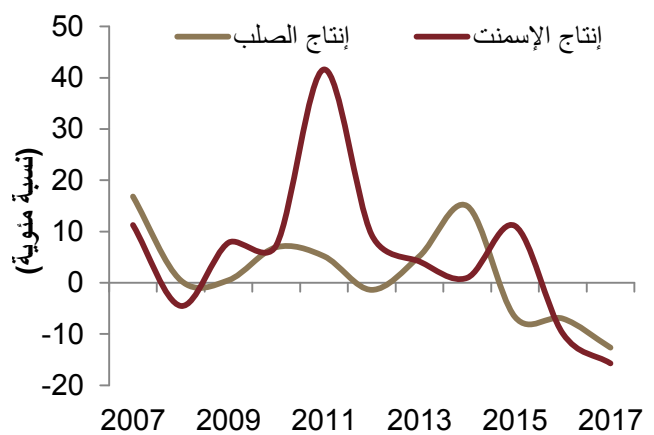
بالنظر إلى المستقبل، هناك عدد من التطورات يُتوقع أن تحافظ على وتيرة النمو في القطاع خلال عام 2018، وستكون المبادرات الأكثر توقعاً تلك المرتبطة بأسواق المال. ففي الأسابيع الأخيرة، أعلنت هيئة السوق المالية عن إجراءات لمزيد من تخفيف القيود على المستثمرين الأجانب. وعلى وجه الخصوص، اشتملت تلك الإجراءات التي تم الإعلان عنها في يناير 2018، على خفض هيئة السوق المالية للحد

شكل 23: مطلوبات البنوك على القطاع الخاص



شكل 22: إنتاج الصلب والاسمنت

(التغير السنوي)





القطاع خلال عام 2018...

...خاصة في أسواق المال.

الأدنى لقيمة الأصول التي يجب أن تكون تحت إدارة أي مستثمر أجنبي مؤهل يرغب في شراء أسهم شركات مساهمة، إلى 500 مليون دولار بدلاً من 1 مليار دولار في السابق. علاوة على ذلك، قامت هيئة السوق المالية بتسهيل عملية التسجيل للمستثمرين الأجانب المؤهلين لديها، كما عملت على تحديث نموذج الحفظ المستقل بهدف تعزيز وصول المستثمر الأجنبي المؤهل إلى السوق.

الإجراءات التي اتخذتها هيئة السوق المالية عام 2017، وكذلك مؤخراً في مطلع عام 2018...

...ستزيد من احتمالية إدراج سوق الأسهم السعودي في مؤشر مورجان إستانلي للأسواق الناشئة.

وإذا تحقق ذلك، فنتوقع أن نشهد تدفق أموال كبيرة باتجاه المملكة بين إعلان الإدراج والإدراج الفعلي.

حمل بيان أصدره مؤشر مورقان إستانلي للأسواق الناشئة، بعد وقت قصير من تلك التعديلات، رسالة إيجابية حاسمة، مع تأكيده على عدم وجود مشاكل فيما يتصل بنظام التشغيل الجديد للسوق (تداول)، والذي بدأ تطبيقه منذ أبريل 2017. ورغم إشارة مؤشر مورقان إستانلي إلى الحاجة لبعض الوقت لتقييم النظام الجديد، إلا أن عمليات التطوير المشار إليها ستزيد من احتمالية إدراج سوق الأسهم السعودي في مؤشر مورقان إستانلي للأسواق الناشئة، وتوقع إعلان القرار النهائي في يونيو 2018. وإذا تحقق ذلك، فيجب أن نتوقع تدفق كمية كبيرة من الأموال إلى المملكة بين إعلان الإدراج وعمليات الإدراج الفعلية. علاوة على ذلك، نتوقع تدفق أموال من المحافظ الاستثمارية بأحجام أكبر، بمجرد طرح جزء من شركة أرامكو السعودية للاكتتاب، والمتوقع في النصف الثاني من عام 2018، في السوق المالية السعودية (تداول)، وكذلك بورصة/بورصات عالمية لم يتم الكشف عنها بعد.

سجل قطاع الكهرباء والغاز والماء (2,4 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي للقطاع غير النفطي) نمواً بنسبة 1,3 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017. بالنسبة لعام 2018، نتوقع أن يسجل القطاع نفس معدل النمو، عند 1,3 بالمائة. حيث ينتظر أن تشجع الزيادة في تعرفه الكهرباء المستخدمين على ترشيد الاستهلاك. وفقاً لبيانات هيئة تنظيم الكهرباء والإنتاج المزدوج، بعد الجولة السابقة من إصلاح أسعار الطاقة عام 2016، تراجع الحمل الذروي (الحد الأقصى من الطلب على الكهرباء على مدى فترة 24 ساعة) بنسبة 2 بالمائة، على أساس سنوي، ليصل إلى 60 ألف جيجاوات ساعة عام 2016. بالنظر إلى المستقبل، نتوقع تراجعاً أكبر في ذروة الطلب بعد تطبيق زيادة أكثر حدة في تعرفه الكهرباء عام 2018. رغم ذلك، لا يزال من المرجح أن تشهد المملكة نمواً في إجمالي الطلب على الكهرباء، وذلك نتيجة للزيادة السكانية، وتحسن مستويات وصول الكهرباء إلى المستخدمين في أعقاب الاستثمار في تطوير شبكات نقل الكهرباء خلال السنوات القليلة الماضية. نتيجة لذلك، يتوقع أن يتم تنفيذ مشروعي كهرباء خلال عام 2018 لتلبية الطلب المتزايد، هما محطتي ضياء 2 ورأس الزور واللذان يتوقع أن تضيفا مجتمعين نحو 4 جيجاوات، أو 6 بالمائة، إلى طاقة التوليد الكهربائي.

في عام 2018، نتوقع أن ينمو قطاع الكهرباء والغاز والماء بنسبة 1,3 بالمائة.

سجل قطاع التعدين غير النفطي والمحاجر (0,7 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي للقطاع غير النفطي) نمواً جيداً، بلغت نسبته 4,3 بالمائة عام 2017، وذلك بسبب دخول مشروع وعد الشمال، الذي بلغت تكلفته 30 مليار ريال، مرحلة التشغيل في النصف الثاني من عام 2017، كسبب رئيسي. ويتضمن المشروع 10 مرافق إنتاجية، مما يجعله أحد أكبر المجمعات المتكاملة لإنتاج الفوسفات في العالم.

يتوقع أن يحقق قطاع التعدين غير النفطي والمحاجر عاملاً آخر من النمو الجيد عام 2018، بنسبة 3,5 بالمائة، نمواً ملحوظاً، بنسبة 3,4 بالمائة، عام 2017.

يتوقع أن يحقق قطاع التعدين غير النفطي عاملاً آخر من النمو الجيد عام 2018، بنسبة 3,5 بالمائة، حيث يتوقع أن يكون القطاع أحد المستفيدين الرئيسيين من بنك الصادرات الذي أطلقته وزارة الطاقة والصناعة والثروة المعدنية في ديسمبر 2017 برأسمال قدره 30 مليار ريال. ويهدف البنك إلى تعزيز صادرات المملكة من مختلف قطاعات التصنيع، من خلال تمويل مشاريع وشركات جديدة ذات صلة بالمجال. إضافة إلى ذلك، شهد صندوق التنمية الصناعية زيادة كبيرة في رأسماله، بلغت 25 مليار، ليصل إلى 65 مليار ريال في عام 2017. تماشياً مع تركيز رؤية 2030، تم توجيه تلك الزيادة في رأس المال بصفة خاصة نحو تعزيز استراتيجية المملكة الصناعية تجاه عدد من الصناعات الجديدة، بما فيها التعدين. بالمجمل، فإن مثل تلك المبادرات ستؤدي إلى تعزيز النمو في القطاع خلال العام، ورغم الصغر النسبي لمساهمة في الناتج المحلي الإجمالي حالياً، لكن نتوقع نمواً كبيراً في هذا القطاع خلال السنوات القادمة.

في عام 2018، يتوقع أن يكون قطاع التعدين غير النفطي أحد المستفيدين الرئيسيين من بنك الصادرات الذي يبلغ رأسماله 30 مليار ريال.



## الميزانية العامة

جاءت ميزانية 2018 بأعلى إنفاق تقديري على الإطلاق بلغ حجمه 978 مليار ريال، ومرتفعاً بـ 88 مليار ريال أو بنسبة 10 بالمائة، مقارنة بالعام السابق (شكل 25). لقد واصلت ميزانية هذا العام دعم الأهداف الكلية لرؤية المملكة 2030، مع تركيز قوي على دعم تنوع الاقتصاد، وحماية الأسر ذات الدخل الضعيف من الزيادة الضرورية في أسعار الطاقة، والإنفاق على البنية التحتية الأساسية المادية والاجتماعية. كذلك، تم الإعلان عن حزمة مبادرات لدعم النمو في القطاع الخاص بمبلغ 72 مليار ريال، وذلك بموجب مرسوم ملكي صدر قبل الميزانية، وهذه المبادرات هي جزء من حزمة تحفيز سيتم تنفيذها على مدى أربعة أعوام.

حسب بيان الميزانية، سيرتفع المبلغ المخصص للإنفاق الرأسمالي بنسبة 14 بالمائة، على أساس سنوي، في عام 2018، ليصل إلى 205 مليار ريال، مقارنة بمبلغ 180 مليار ريال عام 2017. وينتظر أن يكون لهذا النوع من الإنفاق انعكاسات إيجابية على نمو القطاع الخاص غير النفطي، حيث أن الإنفاق الرأسمالي يقود عادة إلى زيادة الطلب على الخدمات من بعض القطاعات الكبيرة في الاقتصاد الخاص، كقطاعات التشييد والنقل والمرافق. وعليه، فإن زيادة الإنفاق الرأسمالي عام 2018 يكشف عزم الحكومة المتجدد على دعم النمو في القطاع الخاص والمساعدة في تحقيق الأهداف التي تضمنتها رؤية 2030.

بشكل منفصل، سيتم صرف ما مجموعه 133 مليار ريال بواسطة صندوق الاستثمارات العامة وصندوق التنمية الوطني خلال العام، لكن هذا المبلغ لن يمول من ميزانية عام 2018. سينفق صندوق الاستثمارات العامة مبلغ 83 مليار ريال، بينما ينفق صندوق التنمية الوطني مبلغ 50 مليار ريال، على مشاريع محددة داخل السعودية، مما يسهم في تعزيز كبير لمستوى الإنفاق الرأسمالي في المملكة. وإجمالاً، سيصل الإنفاق الرأسمالي من الحكومة وصندوق الاستثمارات العامة وصندوق التنمية الوطني إلى 338 مليار ريال عام 2018.

من ناحية أخرى، يتوقع أن يرتفع الإنفاق الجاري المقرر في الميزانية (أكثر بنود الإنفاق جموداً) بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي، ليصل إلى 773 مليار ريال (نص مظل 3). كذلك، ينتظر أن تؤدي مصروفات الدعم المقررة بموجب برنامج "حساب المواطن"، والتي بدأت في 21 ديسمبر 2017، إلى زيادة المصروفات الجارية عام 2018 وما بعده. ويهدف البرنامج إلى دفع مبالغ نقدية شهرية لحماية الأسر محدودة الدخل من انعكاسات إصلاح أسعار الطاقة، لكنها في النهاية ستستخدم لجميع أنواع مدفوعات الرعاية الاجتماعية (نص مظل 4). وفقاً لبيان الميزانية، سيتم تخصيص مبلغ 2,5 مليار ريال شهرياً، أو 30 مليار ريال، لبرنامج حساب المواطن عام 2018.

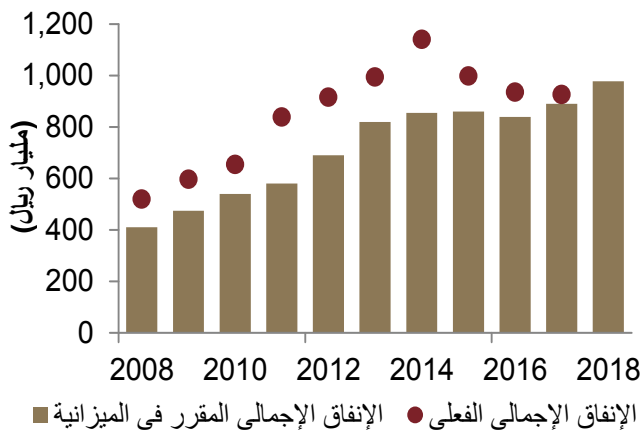
جاءت ميزانية 2018 بأعلى إنفاق تقديري على الإطلاق بلغ حجمه 978 مليار ريال...

...وتضمنت زيادة في الإنفاق الرأسمالي، مما يدل على عزم الحكومة المتجدد على دعم النمو في القطاع الخاص.

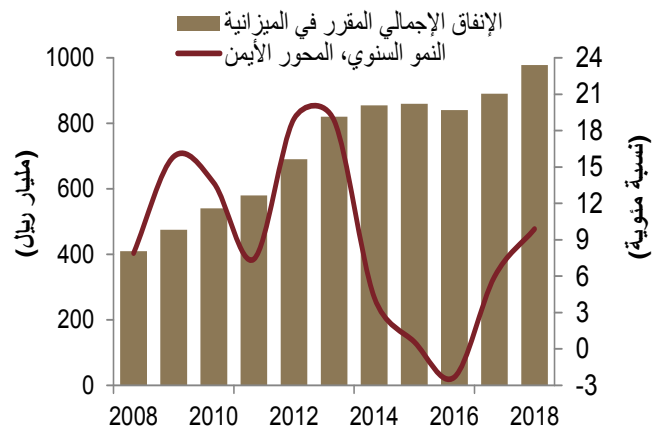
سيصل إجمالي الإنفاق الرأسمالي من الحكومة، وصندوق الاستثمارات العامة، وصندوق التنمية الوطني، إلى 338 مليار ريال عام 2018.

من ناحية أخرى، يتوقع أن يرتفع الإنفاق الجاري المقرر في الميزانية (أكثر بنود الإنفاق جموداً) بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي، ليصل إلى 773 مليار ريال...

شكل 25: مقارنة بين الإنفاق الفعلي والإنفاق التقديري في الميزانية



شكل 24: الإنفاق التقديري في الميزانية





### نص مظل 3: زيادة البدلات

تضمن مرسوم ملكي صدر مؤخراً، من ضمن أشياء أخرى، دفع مبلغ 1000 ريال شهرياً إلى موظفي الحكومة كبديل غلاء معيشة خلال العام الجاري، لمقابلة ارتفاع تكلفة المعيشة، وهذا الإنفاق ربما يؤدي إلى رفع الإنفاق الجاري إلى مستوى أعلى مما تم تقديره في الميزانية. ووفقاً لوزارة الثقافة والإعلام، فإن إجمالي تكلفة حزمة البدلات ستكون في حدود 50 مليار ريال خلال عام 2018. في الوقت الحالي ليس من الواضح عما إذا كان مبلغ الـ 50 مليار مضمن في ميزانية عام 2018 أم لا. إذا كان هذا المبلغ إنفاقاً إضافياً، فنتوقع إما خفض الإنفاق الرأسمالي المقرر في الميزانية لتغطية الزيادة في البدلات، أو زيادة حجم الدين عن المستويات المقررة أصلاً خلال عام 2018. وفي حال الاحتمال الأول، فإن أي خفض للإنفاق الرأسمالي المقرر في الميزانية ستكون له تداعيات على نمو القطاع الخاص غير النفطي. والعكس بالعكس، في حال الاحتمال الثاني، وبافتراض أنه سيتم إصدار دين محلي أكبر مما هو مخطط الآن (حوالي 47 مليار ريال)، فسيؤثر ذلك على مستويات السيولة المحلية.

...لكن صدر مرسوم ملكي مؤخراً تضمن، من بين أشياء أخرى، دفع مبلغ 1000 ريال شهرياً إلى موظفي الحكومة كبديل غلاء معيشة خلال العام الجاري...

...ربما يؤدي إلى جعل الإنفاق الجاري الفعلي يأتي أعلى من الإنفاق المقرر في الميزانية.

مواصلة للتوجه الذي ساد خلال العامين الماضيين، والمتمثل في تقليص مستويات تخطي الإنفاق الفعلي للإنفاق المقدّر في الميزانية، نتوقع أن يأتي الإنفاق الفعلي عام 2018 قريباً جداً من المبلغ المقرر في الميزانية والذي يبلغ 978 مليار ريال (شكل 25). هذا الأمر يتسق تماماً مع المبادرات المضمنة في برنامج التحول الوطني، والتي يتم تنفيذها تحت إشراف مكتب ترشيد الإنفاق الرأسمالي والتشغيلي والوحدة الاستراتيجية للمشتريات الحكومية اللذان تم إنشاؤهما مؤخراً. وقد تم التأكيد على هذه النقطة في برنامج التوازن المالي المعدّل، الذي أشار إلى أن مكتب ترشيد الإنفاق الرأسمالي والتشغيلي والوحدة الاستراتيجية للمشتريات الحكومية سيساعدان على تحقيق مدخرات تراكمية تبلغ 220 مليار ريال بحلول عام 2023، وبالفعل تم توفير ما مجموعه 56 مليار ريال خلال عام 2017 وحده.

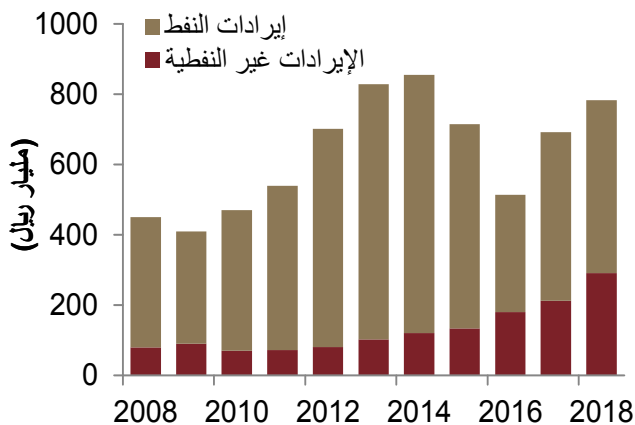
نتوقع أن يأتي الإنفاق الفعلي عام 2018 قريباً جداً من المبلغ المقرر في الميزانية والذي يبلغ 978 مليار ريال.

بافتراض أن كل الإيرادات النفطية ستأتي من إيرادات الصادرات النفطية، فإننا نرى أن من شأن متوسط للإنتاج يبلغ 10,1 مليون برميل يومياً ومتوسط سعر لسلة الخامات السعودية يبلغ 58 دولاراً للبرميل (ما يعادل نحو 60 دولاراً لخام برنت) (شكل 26) أن يستوفيا الإيرادات النفطية المقررة في ميزانية 2018. وبما أننا نتوقع أن يكون متوسط أسعار خام برنت عند 60 دولاراً للبرميل وأن يكون إنتاج المملكة من النفط الخام عند 10,1 مليون برميل في اليوم عام 2018، لذا نتوقع أن تبلغ الإيرادات النفطية 466 مليار ريال، أو أقل بنحو 26 مليار ريال من الإيرادات التقديرية الواردة في الميزانية والتي تبلغ 492 مليار ريال. هذا الفرق في تقدير الإيرادات النفطية ربما يكون عائداً إلى إيرادات إضافية ستتحقق من إصلاح أسعار الطاقة المحلية، والتي تم الإعلان عنها في بداية عام 2018. فيما يخص الإيرادات غير النفطية، نتوقع أن تأتي الإيرادات مساوية لتقديرات الحكومة التي جاءت في بيان

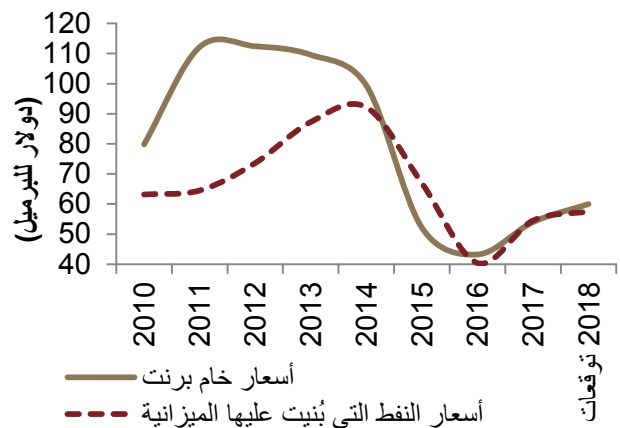
في اعتقادنا، أنه من شأن متوسط لسعر سلة الخامات السعودية يبلغ 58 دولاراً للبرميل (ما يعادل نحو 60 دولاراً لخام برنت)...

...ومتوسط للإنتاج يبلغ 10,1 مليون برميل يومياً، أن يستوفيا الإيرادات النفطية المقررة في ميزانية 2018.

شكل 27: الإيرادات التقديرية في الميزانية



شكل 26: تقديرات ميزانية عام 2018 بنيت على أساس سعر لخام برنت عند 60 دولاراً للبرميل





الميزانية والتي بلغت 291 مليار ريال. نتيجة لذلك، نتوقع أن تسجل الميزانية عجزاً أعلى بقليل من المستوى المقدّر في بيان الميزانية، عند 220 مليار ريال في عام 2018، وهو ما يعادل 7,6 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي.

ارتفعت أسعار خام برنت بنسبة 25 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017، والآن هي تحوم حول أعلى مستوى لها خلال ثلاث سنوات، عند 70 دولاراً للبرميل. ومما لاشك فيه أن عمليات التحسن الأخيرة في أسواق النفط قد أدت إلى ارتفاع الإيرادات النفطية الحكومية المقدرة في الميزانية بنسبة 32 بالمائة، على أساس سنوي. إضافة إلى ذلك، أيضاً هناك تركيز على زيادة الإيرادات غير النفطية (شكل 27). قدرت الإيرادات غير النفطية في ميزانية 2018 بنحو 291 مليار ريال، مسجلة زيادة كبيرة بنسبة 37 بالمائة و14 بالمائة عن الإيرادات المقررة في الميزانية والإيرادات الفعلية للعام 2017، على التوالي. وستأتي الزيادة في الإيرادات غير النفطية من عدة موارد، تشمل الزيادة في رسوم "المرافقين" وتطبيق المقابل المالي لاستخدام العمالة الأجنبية، وتطبيق ضريبة القيمة المضافة، وتحصيل الضرائب على الأراضي البيضاء، وزيادة الدخل الاستثماري بفضل النهج الفعال لصندوق الاستثمارات العامة في إدارة الثروة السيادية.

هناك مجال آخر لتحسين الإيرادات غير النفطية، ذلك هو ارتفاع أسعار الطاقة المحلية. قبيل إعلان الميزانية، صادق مجلس الوزراء السعودي على رفع تعرفه الكهرباء، والذي يتوقع أن يزيد إيرادات الحكومة بنحو 14 مليار ريال خلال عام 2018. بالإضافة إلى رفع أسعار الكهرباء، تم رفع أسعار البترين العادي وكذلك الممتاز، فضلاً عن أسعار الديزل المستخدم في الصناعة والمرافق، في حين بقيت أسعار الديزل المستخدم في النقل دون تغيير.

أقرت المملكة للعام 2018 رابع ميزانية على التوالي تتضمن عجزاً، لكن بمستوى أقل من الأعوام السابقة، تبلغ قيمته 195 مليار ريال، مقارنة بعجز بقيمة 230 مليار ريال عام 2017 وبقيمة 416 مليار ريال عام 2016. هذا العجز يتسق مع التخفيف المتوقع للأهداف السابقة التي وضعت لتحقيق التوازن في الميزانية بحلول عام 2020. الآن يبدو أن هناك تمديد للإطار الزمني لتحقيق توازن الميزانية (نص مظلّل 4)، وذلك بغرض تفادي حدوث تباطؤ حاد في نمو الاقتصاد.

نتوقع ألا تتجاوز إصدارات الدين مبلغ 117 مليار ريال في عام 2018، والتي ستؤدي، بافتراض عدم تسديد أي مبالغ، إلى ارتفاع الدين العام في نهاية عام 2018 إلى 560 مليار ريال (19 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي)، مقارنة بـ 443 مليار ريال في نهاية عام 2017. إلى جانب إصدار سندات الدين، نتوقع أن يتم تمويل جزء من العجز عام 2018 من خلال سحب مبلغ 78 مليار ريال من موجودات الحكومة الأجنبية خلال العام. وفقاً لأحدث بيانات متوفرة، بلغ صافي الموجودات الأجنبية لدى "ساما" 496 مليار دولار (1861 مليار ريال) في نهاية عام 2017، والتي نتوقع أن تنخفض إلى 474 مليار دولار في نهاية عام 2018.

## التطورات النقدية والمالية

من المتوقع أن يواجه القطاع الخاص في المملكة احتمال زيادة تكلفة التمويل خلال عام 2018، نتيجة للزيادات المتوقعة في سعر إعادة الشراء، تماشياً مع الارتفاعات في أسعار الفائدة الأمريكية. وفي ذات الوقت، نتوقع أن تؤدي مجموعة التدابير التوسعية المعلنة، كحزمة تحفيز القطاع الخاص، إلى التخفيف من تأثير تلك المخاطرة، حيث ينتظر أن تسهم تلك التدابير في تمويل القطاع الخاص. في غضون ذلك، نتوقع استمرار إصدار سندات الدين الخارجي بغرض المساعدة على تحسين مستوى السيولة في النظام المصرفي.

في ديسمبر عام 2017، اقتضت مؤسسة النقد العربي السعودي "ساما" أثر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، فقامت بزيادة سعر إعادة الشراء العكسي بـ 25 نقطة أساس، ليصل إلى 1,5 بالمائة. لكن

هناك مجال آخر لتحسين الإيرادات غير النفطية، ذلك هو ارتفاع أسعار الطاقة المحلية.

أقرت المملكة للعام 2018 رابع ميزانية على التوالي تتضمن عجزاً، لكن بمستوى أقل من الأعوام السابقة، تبلغ قيمته 195 مليار ريال.

نتوقع ألا تتجاوز إصدارات الدين مبلغ 117 مليار ريال في عام 2018، مما يؤدي إلى ارتفاع الدين العام إلى 560 مليار ريال في نهاية عام 2018.

من المتوقع أن يواجه القطاع الخاص في المملكة احتمالية رفع سعر إعادة الشراء.

في ديسمبر، اقتضت مؤسسة النقد العربي السعودي



”ساما“ أثر الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي...

...حيث قامت بزيادة سعر إعادة الشراء العكسي بـ 25 نقطة أساس، ليصل إلى 1,5 بالمائة.

”ساما“ أبقت على سعر إعادة الشراء دون تغيير، عند 2 بالمائة، مما أدى إلى إنهاء فرق الـ 100 نقطة مئوية بين سعر إعادة الشراء وسعر إعادة الشراء العكسي الذي ظل سائداً طيلة 8 أعوام (شكل 28). ونعتقد أن هذا الإجراء هو جزء من سياسات ”ساما“ المستمرة لضمان مستويات معقولة من السيولة في النظام المالي المحلي، خاصة في سياق بطء النمو الاقتصادي وزيادة تكلفة التمويل نتيجة للعديد من الأسباب.

أشار محافظ ”ساما“ سابقاً إلى أنه يمكن استخدام عدد من الأدوات للتحكم في السيولة في السوق المحلي. تشمل هذه الأدوات، إنشاء ودائع طويلة الأجل في البنوك، واتفاقيات المبادلة، وكلاهما تم استخدامه في المملكة في أوقات سابقة، كذلك هناك اهتمام جاد باستخدام عمليات السوق المفتوحة. رغم ذلك، وفي ظل مواصلة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي تشديد السياسة النقدية عام 2018، إضافة إلى تقلص الفرق بين سعر إعادة الشراء وسعر إعادة الشراء العكسي، فإننا نتوقع رفع سعر إعادة الشراء إلى 2,5 بالمائة بنهاية عام 2018.

أدى إصدار عدد من الصكوك والسندات خلال الشهور القليلة الماضية، إلى ارتفاع مطلوبات البنوك على القطاع العام إلى 17,8 بالمائة من إجمالي المطلوبات بنهاية ديسمبر 2017، مقارنة بـ 13,9 بالمائة في ديسمبر 2016. أما مطلوبات البنوك على القطاع الخاص، والتي تشكل 83 بالمائة من إجمالي مطلوبات البنوك (تشمل القروض والاستثمارات الأخرى)، فقد تراجعت بنسبة 0,6 بالمائة في عام 2017، وقد تلاحظ تسجيلها نمواً سلبياً على مدى عشرة شهور متتالية حتى ديسمبر 2017.

زاد عرض النقود الشامل (ن3) بدرجة طفيفة، بنسبة 0,2 بالمائة، على أساس سنوي، في عام 2017، وقد بقي إيجابياً معظم العام (شكل 29). إضافة إلى ذلك، خفت وتيرة ضغوط السيولة وأسعار فائدة الاقتراض بين البنوك، حيث تراجع سعر الاقتراض بين البنوك السعودية (سايبور) إلى 1,9 بالمائة في ديسمبر 2017، مقابل 2 بالمائة في ديسمبر 2016. ونعتقد أن ذلك يعود إلى عدة عوامل، تشمل إعادة بدلات موظفي الحكومة (أعلنت في أبريل 2017، ولكن تم تطبيقها بأثر رجعي من بداية عام 2017)، وإبقاء الحكومة على مستويات مرتفعة من الإنفاق خلال عام 2017، وإصدار سندات وصكوك سيادية في السوق الدولية بمبلغ 81 مليار ريال خلال العام (شكل 30). وقد انعكس هذا التحسن على تعاملات نقاط البيع والتي زادت بنسبة 10 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017.

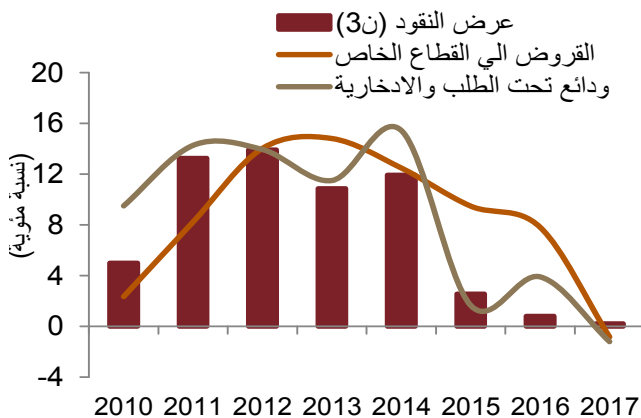
بقي معدل القروض إلى الودائع دون تغيير في ديسمبر 2017، عند 80 بالمائة، ويقل هذا المعدل بدرجة كبيرة عن الحد الأقصى النظامي المقر من قبل ”ساما“ وهو 90 بالمائة. من ناحية أخرى، انخفضت القروض إلى القطاع الخاص بنسبة 0,8 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2017، في حين بقيت الودائع على حالها دون تغيير يذكر خلال نفس الفترة (شكل 31).

زاد عرض النقود الشامل (ن3) بدرجة طفيفة، بنسبة 0,2 بالمائة، على أساس سنوي، في عام 2017...

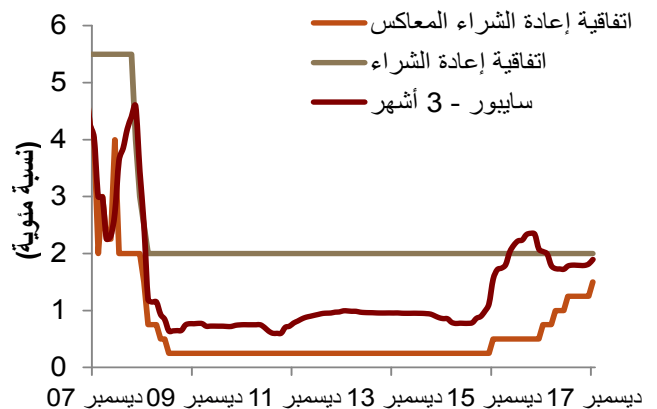
...وبقي إيجابياً معظم العام.

خفت وتيرة تراجع السيولة وأسعار فائدة الاقتراض بين البنوك، حيث تراجع سعر الاقتراض بين البنوك السعودية (سايبور) إلى 1,9 بالمائة في ديسمبر 2017، مقابل 2 بالمائة قبل عام.

شكل 29: نمو عرض النقود الشامل (ن3) (التغير السنوي)



شكل 28: أسعار الفائدة





بالنظر إلى المستقبل، سيؤدي الانتعاش المتوقع في أعمال القطاع الخاص غير النفطي والمنتظر أن يتحقق بفضل زيادة الإنفاق الرأسمالي الحكومي خلال عام 2018، إلى دعم تحقيق نمو كافي في الودائع المصرفية خلال العام، لكن استمرار الحكومة إصدار صكوك محلية والتي يتوقع أن تبلغ 47 مليار ريال عام 2018، سيؤثر على مدى نمو تلك الودائع.

#### ارتفاع معدلات التضخم عام 2018:

تشير أحدث البيانات الصادرة من الهيئة العامة للإحصاء بخصوص عام 2017 ككل، إلى انخفاض التضخم الشامل بدرجة طفيفة، بنسبة 0,3 بالمائة، على أساس سنوي، متأثراً بدرجة كبيرة بالتراجع في عدة فئات: "الأغذية والمشروبات"، و"الترفيه والثقافة" و"النقل". نتوقع أن ترتفع معدلات التضخم في يناير 2018، متأثرة بتطبيق ضريبة القيمة المضافة، وإصلاح أسعار المرافق. ويتوقع أن يكون تأثير زيادة ضريبة الـ 5 بالمائة على الفئات المكونة لمؤشر تكلفة المعيشة متفاوتاً. فعلى سبيل المثال، يتوقع أن تعكس فئة "الأغذية والمشروبات"، وفئة "الملابس والأحذية"، وفئة "الاتصالات" ضريبة الـ 5 بالمائة كاملة، حيث لا يدخل أي من بنودها ضمن البنود المعفية من ضريبة القيمة المضافة. لكن، هناك العديد من الفئات في مؤشر تكلفة المعيشة ربما تشهد تأثيراً ضريبياً ضئيلاً. على سبيل المثال، نتوقع أن تشهد فئة "النقل" انخفاضاً نسبياً في التضخم، لأن النقل الدولي، وهو مكون فرعي في مجموعة "خدمات النقل"، معفي من ضريبة القيمة المضافة.

بالإضافة إلى ذلك، نتوقع أن يتراجع التضخم بدرجة طفيفة، بعد ارتفاعه في يناير، متأثراً بضعف متوقع في الطلب، خاصة على السلع والخدمات التي تتميز بمرونة الطلب. وبما أن التضخم في عام 2018 ناتج عن زيادة أسعار السلع والخدمات النهائية من خلال الارتفاع الكبير لمرة واحدة (أي أنه غير متكرر) والذي جاء بسبب ضريبة القيمة المضافة وإصلاح أسعار المرافق، ولم ينتج عن ارتفاع الطلب، فهو يعتبر تضخم مصدره ارتفاع التكلفة. لذا، فمن المتوقع أن يعمل مزودو تلك السلع أو الخدمات على خفض الأسعار بعد ذلك لمواجهة ضعف الطلب المحلي، مما يؤدي إلى انخفاض معدلات التضخم. بناءً عليه، نتوقع أن يبلغ متوسط معدل التضخم لعام 2018 ككل 5,2 بالمائة (شكل 32).

ونعتقد أن البدء في تطبيق برنامج "حساب المواطن"، والمرسوم الملكي الصادر مؤخراً والذي قضى بصرف 1000 ريال شهرياً إلى موظفي الحكومة خلال عام 2018، سيساعدان المواطنين على التغلب على الضغوط التضخمية خلال العام.

بالنظر إلى المستقبل، ستؤدي زيادة الإنفاق الرأسمالي الحكومي عام 2018، وانتعاش القطاع الخاص غير النفطي، إلى تحقيق نمو كافي في الودائع المصرفية.

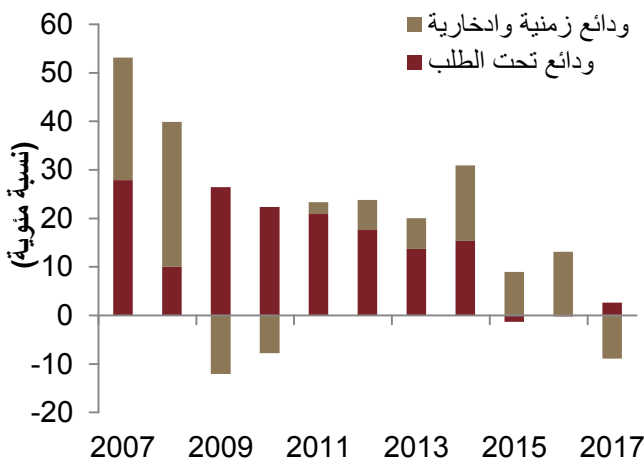
نتوقع أن ترتفع معدلات التضخم في يناير 2018، متأثرة بتطبيق ضريبة القيمة المضافة...

..لكن تأثير هذه الضريبة على الفئات المكونة لمؤشر تكلفة المعيشة سيكون متفاوتاً.

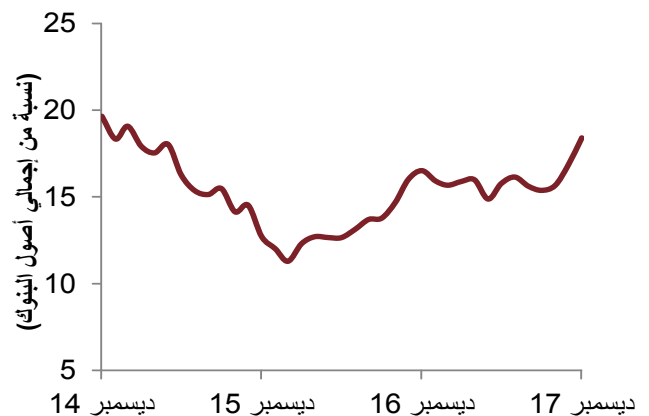
نتوقع أن تتراجع الأسعار بدرجة طفيفة، بعد ارتفاعها في يناير، ولذلك نتوقع أن يبلغ متوسط معدل التضخم لعام 2018 ككل 5,2 بالمائة.

ونعتقد أن الأسلوب المتدرج لتطبيق برنامج تحقيق التوازن المالي، وبرنامج "حساب المواطن" سيساعدان على جعل المواطنين يتغلبون على الضغوط التضخمية في السنوات القادمة.

شكل 31: ودائع القطاع الخاص (التغير السنوي)



شكل 30: فائض السيولة لدى البنوك







## التوقعات لعام 2019

نتوقع أن يواصل النمو الاقتصادي تحسنه عام 2019، مدعوماً بمستوى قياسي آخر من الإنفاق التقديري الحكومي، يصل إلى 1 تريليون ريال، حسب ما جاء في برنامج التوازن المالي المعدل (نص مظلل 4). ونتيجة لتحول ميزان النفط العالمي إلى خانة العجز، والذي سيكون على الأرجح في النصف الثاني من عام 2018، وكذلك خروج أوبك من اتفاقية خفض الإنتاج، سيصبح بمقدور المملكة زيادة إنتاجها إلى 10,3 مليون برميل في اليوم، مما يساعد بدوره على نمو الناتج المحلي الإجمالي لقطاع النفط بنسبة 3,3 بالمائة في عام 2019. في غضون ذلك، نتوقع أن يرتفع نمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي إلى أعلى مستوى له منذ عام 2015، حيث يكون الاقتصاد قد امتص الأثار السلبية المحتملة لضريبة القيمة المضافة وإصلاح أسعار الطاقة اللتين تم تطبيقهما في عام 2018. وستؤدي الزيادة المستمرة في الإنفاق الرأسمالي المقرر في الميزانية بنسبة 6 بالمائة، على أساس سنوي، وجعل الإصلاحات في أسعار الطاقة عند حدها الأدنى خلال العام (جدول 3)، إلى نمو القطاع الخاص غير النفطي بنسبة 1,8 بالمائة. لكن، الزيادة المستمرة في قيمة المقابل المالي للعمالة الأجنبية خلال العام ستزيد من التكلفة التشغيلية للشركات، وبالتالي تؤثر على أرباحها، وكذلك الحال بالنسبة لأي زيادات إضافية غير مجدولة في تعرفه الكهرباء، وخاصة بالنسبة لشريحة القطاع الصناعي، والتي لم تشهد أي زيادة في أسعارها في الارتفاع الأخير.

ونعتقد أن قطاعات التشييد، والصناعة غير النفطية، والنقل، ستحقق أفضل مستويات النمو خلال عام 2019. فيما يختص بالتشييد، سيشهد القطاع نمواً قوياً عام 2019، خاصة وأن هناك العديد من المشاريع العملاقة التابعة لصندوق الاستثمارات العامة ستنتقل وستعزز القطاع. في الجانب المستمر عملية الإعداد لمشروع البحر الأحمر، سيتم وضع الركائز الأساسية للمشروع العملاق، نيوم، كما أن مشروع مدينة "القدية" الترفيهية سيبدأ عمليات تشييد خلال عام 2019. في غضون ذلك، سيبدأ قطاع الصناعة غير النفطية يستفيد من البرامج التي تهدف إلى تعزيز الصادرات، حيث تتطلع المملكة لزيادة حصة ذلك القطاع في الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي، كما جاء في رؤية 2030. أما قطاع النقل فمعمود بنمو كبير، نتيجة لمترو الأنفاق الذي يترقبه الجميع والذي تبلغ تكلفته 82 مليار ريال، ويتوقع أن يدخل مرحلة التشغيل عام 2019.

فيما يتعلق بالموازنة، ووفقاً لبرنامج التوازن المالي المعدل، تتوقع الحكومة أن يرتفع إجمالي الإيرادات إلى حوالي 843 مليار ريال في عام 2019، بينما يرتفع إجمالي المصروفات ليزيد قليلاً عن 1 تريليون ريال. بناءً على ذلك، سيواصل عجز الموازنة تراجعها، منخفضاً بنسبة 7,3 بالمائة، على أساس سنوي، ليصل إلى 163 مليار ريال. وبناءً على حجم إنتاج للنفط يبلغ متوسطه 10,3 مليون برميل في اليوم، وسعر للنفط عند 65 دولاراً للبرميل لخام برنت، مع معدل تحويل تصل نسبته إلى 69 بالمائة، فإننا نتوقع تحقيق إيرادات نفطية بقيمة 513 مليار ريال، أو ما يعادل 61 بالمائة من إجمالي الإيرادات. وبناءً

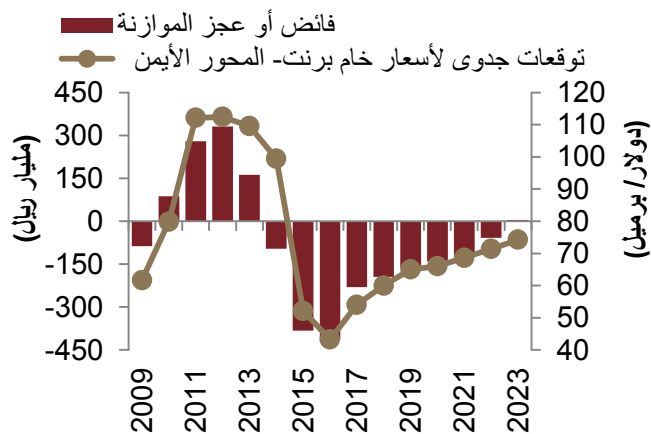
نتوقع أن يواصل النمو الاقتصادي تحسنه عام 2019، مدعوماً بمستوى قياسي آخر من الإنفاق التقديري الحكومي، حسب ما جاء في برنامج التوازن المالي المعدل.

نعتقد أن قطاعات التشييد، والصناعة غير النفطية، والنقل، ستحقق أفضل مستويات النمو خلال عام 2019.

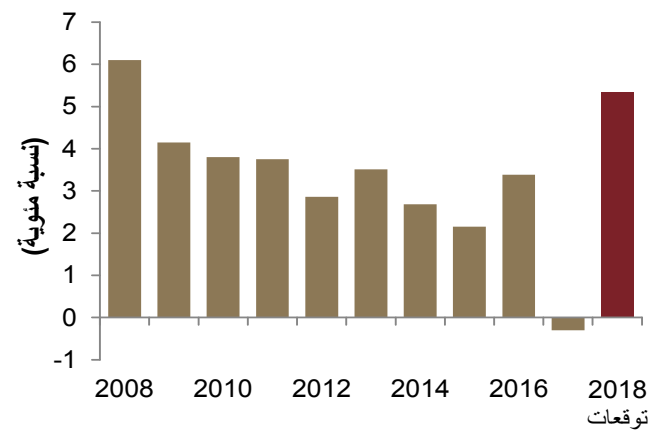
نتوقع الحكومة أن يرتفع إجمالي الإيرادات إلى حوالي 843 مليار ريال في عام 2019، بينما يرتفع إجمالي المصروفات ليزيد قليلاً عن 1 تريليون ريال.

شكل 33: العجز المتوقع في الميزانية حتى عام 2023

(تقديرات جدوى لأسعار خام برنت)



شكل 32: معدلات التضخم





على حساباتها، فإن ذلك يقتضي تحقيق إيرادات غير نفطية بقيمة 330 مليار ريال في عام 2019، وتزيد هذه الإيرادات بنسبة 13 بالمائة عن الإيرادات التقديرية في ميزانية 2018 والتي بلغت 291 مليار ريال. من ناحية أخرى، تتوقع الحكومة إصدار دين إضافي بقيمة 118 مليار ريال، مما يرفع إجمالي الدين العام إلى 673 مليار ريال، وبالتالي تصل نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، حسب تقديراتنا، إلى 21 بالمائة بنهاية عام 2019.

سيساعد التحسن في إيرادات الصادرات النفطية وغير النفطية على حدّ سواء على رفع ميزان الحساب الجاري بدرجة كبيرة عام 2019، إلى 5,4 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي. وسيشكل التحسن في إيرادات الصادرات أحد العوامل الرئيسية المساهمة في إبطاء صافي السحوبات من احتياطي الموجودات الأجنبية خلال العام. وفقاً لتقديراتنا، سيتباطأ السحب من احتياطي الموجودات الأجنبية إلى أدنى مستوى له منذ عام 2014، إلى 16 مليار دولار، مقارنة بمتوسط تراجع سنوي متوقع يصل إلى 67 مليار دولار بين عامي 2015 و2018. كذلك، نتوقع أن يلعب الارتفاع في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستثمارات المحافظ باتجاه المملكة دوراً في إبطاء وتيرة السحوبات من احتياطي الموجودات الأجنبية وكذلك المساعدة في جعل ميزان الحساب الجاري إيجابياً.

بافتراض عدم وجود ارتفاع في نسبة ضريبة القيمة المضافة في عام 2019 أو أي تعديل في عدد الإعفاءات أو البنود المعفية من الضرائب، فمن المرجح أن تؤدي المقارنة بمستوى مرتفع من التضخم عام 2018، وقلة الزيادات المجدولة في أسعار الطاقة (جدول 3)، إلى الحد من الضغوط التضخمية في المملكة عام 2019.

بناءً على ذلك، سيواصل عجز الموازنة تراجعها، منخفضاً بنسبة 7,3 بالمائة، على أساس سنوي، ليصل إلى 163 مليار ريال.

سيساعد التحسن في إيرادات الصادرات النفطية وغير النفطية على حدّ سواء على رفع ميزان الحساب الجاري بدرجة كبيرة عام 2019، إلى 5,4 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي.

من المرجح أن تؤدي المقارنة بمستوى مرتفع من التضخم عام 2018، وقلة الزيادات المجدولة في أسعار الطاقة، إلى الحد من الضغوط التضخمية في المملكة عام 2019.

## نص مظل 4: برنامج التوازن المالي حتى عام 2023

كشف برنامج التوازن المالي المعدّل عن الإيرادات والمصروفات التقديرية حتى عام 2023، مع تأجيل موعد تحقيق توازن الميزانية إلى عام 2023 (شكل 33)، بدلاً من الموعد السابق الذي هو عام 2020. يتوقع أن يرتفع إجمالي الإيرادات إلى 1,38 تريليون ريال عام 2023، وبناءً على تقديراتنا، نتوقع أن تحقق الإيرادات النفطية زيادة طفيفة كنسبة من إجمالي الإيرادات عام 2023، لتصل إلى 64 بالمائة أو 730 مليار ريال، مقارنة بنسبة 63 بالمائة أو 440 مليار ريال عام 2017. وبناءً على ذلك، يتوجب أن ترتفع الإيرادات غير النفطية إلى 408 مليار ريال عام 2023، أي بزيادة 60 بالمائة عن مستوى الإيرادات غير النفطية الفعلية عام 2017، والتي بلغت 256 مليار ريال (شكل 34).

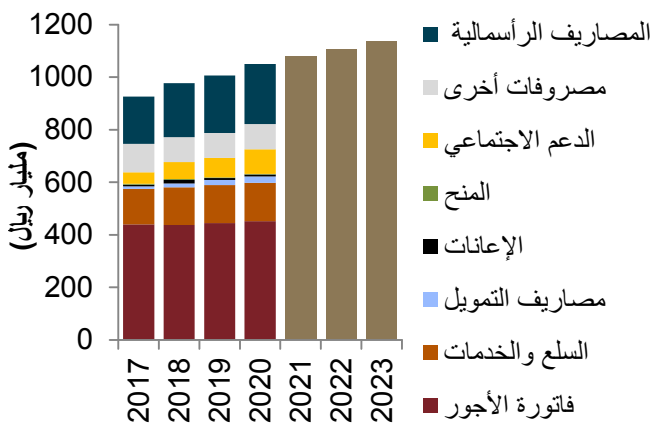
في جانب المصروفات، يتوقع أن تشهد المملكة ميزانيات توسعية حتى عام 2023، بمتوسط زيادة سنوية في المصروفات المقررة تبلغ 3 بالمائة بين عامي 2018 و2023، ليصل الإجمالي إلى 1,34 تريليون

ستؤدي زيادة الإنفاق الرأسمالي المقرر في الميزانية بنسبة 6 بالمائة، على أساس سنوي...

... وقلة الإصلاحات المجدولة بشأن أسعار الطاقة خلال العام، إلى ارتفاع نمو القطاع الخاص غير النفطي إلى 1,8 بالمائة.

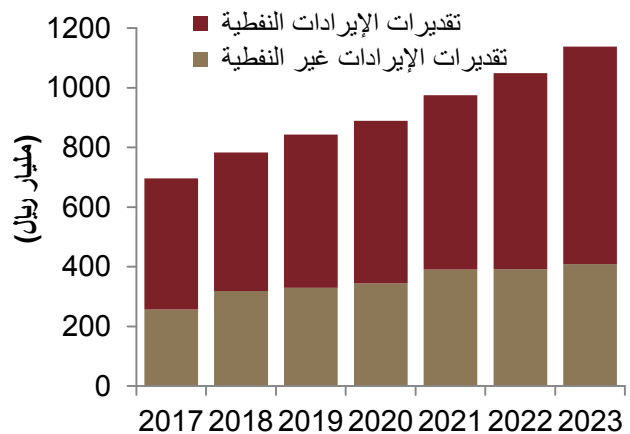
بناءً على تقديراتنا، نتوقع أن تحقق الإيرادات النفطية زيادة طفيفة كنسبة من إجمالي الإيرادات عام 2023، لتصل إلى 64 بالمائة، مقارنة بنسبة 63 بالمائة عام 2017.

شكل 35: المصروفات الحكومية حتى عام 2023



شكل 34: الإيرادات الحكومية حتى عام 2023

(تقديرات جدوى للإيرادات النفطية وغير النفطية)





ريال عام 2023 (شكل 35). ورغم أن برنامج التوازن المالي يتضمن فقط تفاصيل عن المصروفات حتى عام 2020، نتوقع أن يتراجع أكبر بند في المصروفات، "فاتورة الأجور والمرتبات"، إلى 41 بالمائة من إجمالي المصروفات عام 2023، مقابل 48 بالمائة في عام 2017. من ناحية أخرى، ستكون أسرع بنود الإنفاق نمواً، بين عامي 2018 و2020، هما: "تكاليف التمويل" و"الدعم الاجتماعي". يعود ارتفاع تكاليف التمويل إلى زيادة مستويات الدين العام، حيث يتوقع برنامج التوازن المالي ارتفاع الدين العام إلى 749 مليار ريال، أو 26 بالمائة من إجمالي الناتج المحلي عام 2020، ثم إلى 854 مليار ريال عام 2023، والتي تجعل نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي تصل، وفقاً لتقديراتنا، إلى 25 بالمائة. من ناحية أخرى، يتوقع أن تشكل مصروفات الدعم التي ستدفع إلى المواطنين بموجب برنامج "حساب المواطن"، والذي بدأ في ديسمبر 2017، العامل الرئيسي للزيادة السريعة في تكلفة الدعم الاجتماعي حتى عام 2023. ويعود ذلك إلى حقيقة أنه على الرغم من أن المهمة الأساسية للبرنامج هي دفع مبالغ نقدية شهرية لحماية الأسر محدودة الدخل من انعكاسات إصلاح أسعار الطاقة، لكن الدعم في النهاية سيستخدم لجميع أنواع مدفوعات الرعاية الاجتماعية.

في جانب المصروفات، يُتوقع أن تشهد المملكة ميزانيات توسعية حتى عام 2023...

...بمتوسط زيادة سنوية في المصروفات المقررة تبلغ 3 بالمائة بين عامي 2018 و2023، ليصل إجمالي الإنفاق إلى 1,34 تريليون ريال عام 2023.

جدول رقم 3: الإطار الزمني لبرنامج إصلاح أسعار الطاقة

2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	
ربط أسعار الوقود بسعر مرجعي بصورة تدريجية بين عامي 2018 و 2025								البنزين
ربط أسعار الديزل بسعر مرجعي بصورة تدريجية بين عامي 2018 و 2025								الجازولين
							سعر مرجعي عام 2018	وقود الطائرات
				سعر مرجعي بين عامي 2020 و 2021، لكن يخضع لسقف أعلى للسعر				الغاز الطبيعي والإيثين
						سعر مرجعي عام 2019		غاز البترول المسال والكبروسين (قطاع التجزئة)
				الربط بسعر مرجعي بين عامي 2019 و 2021				الأسفلت
					سعر مرجعي عام 2020			سوائل الغاز الطبيعي (البروبان والبيوتان والبنزين الطبيعي)
الربط بسعر مرجعي بصورة تدريجية بين عامي 2019 و 2025								منتجات الوقود السائل الأخرى
الأسعار تعكس تكلفة الإنتاج بناءً على أسعار منتجات الطاقة، بافتراض الكفاءة المثالية								الكهرباء



البيانات الأساسية

2019 توقعات	2018 توقعات	2017 تقديرات	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
<b>الناتج الإجمالي الاسمي</b>									
3,052	2,817	2,564	2,419	2,454	2,836	2,800	2,760	2,517	(مليار ريال سعودي)
814	751	684	645	654	756	747	736	671	(مليار دولار أمريكي)
8.4	9.8	6.0	1.4-	13.5-	1.3	1.5	9.6	27.1	(معدل التغير السنوي)
<b>الناتج الإجمالي الفعلي</b>									
(معدل التغير السنوي)									
3.3	1.5	3.0-	3.6	5.3	2.1	1.6-	5.1	12.2	القطاع النفطي
1.8	1.1	0.7	0.1	3.4	5.4	7.0	5.6	8.1	القطاع الخاص غير النفطي
1.7	2.2	1.7	0.6	2.7	3.7	5.1	5.3	8.4	القطاع الحكومي
2.4	1.5	0.7-	1.7	4.1	3.7	2.7	5.4	10.0	معدل التغير الكلي
<b>المؤشرات النفطية (متوسط)</b>									
65	60	54	43	52	99	110	112	112	خام برنت (دولار/برميل)
61	58	51	41	49	96	104	106	104	سلة الخام السعودي (دولار/برميل)
10.3	10.1	10.0	10.4	10.2	9.7	9.6	9.8	9.3	الإنتاج (مليون برميل/يوم)
<b>مؤشرات الميزانية العامة</b>									
(مليار ريال سعودي)									
843	755	696	519	616	1,044	1,156	1,247	1,118	إيرادات الدولة
1,006	978	926	935	999	1,140	994	916	838	منصرفات الدولة *
163-	223-	230-	416-	383-	96-	162	331	280	الفائض/العجز المالي
5.3-	7.9-	9.0-	17.2-	15.6-	3.4-	5.8	12.0	11.1	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
673	560	443	317	142	44	60	99	135	الدين العام المحلي
22.0	19.9	17.3	13.1	5.8	1.6	2.1	3.6	5.4	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
<b>المؤشرات النقدية (متوسط)</b>									
0.2	5.2	0.3-	3.4	2.2	2.7	3.5	2.9	3.7	التضخم (معدل التغير السنوي)
3.0	2.5	2.0	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)									
746	675	595	512	574	1,070	1,208	1,265	1,191	عائد صادرات النفط
956	871	787	689	763	1,284	1,410	1,456	1,368	عائد الصادرات الإجمالي
477	450	438	479	597	594	575	532	450	الواردات
480	421	348	209	166	690	835	925	918	الميزان التجاري
167	106	32	103-	213-	277	508	618	595	ميزان الحساب الجاري
5.5	3.8	1.2	4.3-	8.7-	9.8	18.1	22.4	23.6	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
1,719	1,779	1,861	2,001	2,312	2,746	2,721	2,462	2,040	الاحتياطي الرسمي من الموجودات الأجنبية
<b>المؤشرات الاجتماعية والسكانية</b>									
33.9	33.3	32.6	31.7	31.0	30.3	29.6	28.9	28.2	تعداد السكان (مليون نسمة)
11.0	11.8	12.8	12.5	11.5	11.7	11.7	12.1	12.4	معدل بطالة السعوديين ( فوق سن 15، نسبة مئوية)
24,027	22,585	20,968	20,318	21,095	24,962	25,223	25,471	23,827	متوسط دخل الفرد (دولار أمريكي)

\* مصروفات الدولة عام 2016 تتضمن مبلغ 105 مليار ريال كمدفوعات مستحقة عن أعوام سابقة.  
المصدر: تقديرات جدوى للعام 2017، وتوقعاتها للأعوام 2018 و 2019. مؤسسة النقد العربي السعودي لأرقام الناتج القومي والمؤشرات النقدية ومؤشرات التجارة الخارجية. وزارة المالية مؤشرات الميزانية. الهيئة العامة للإحصاء وتقديرات جدوى لأرقام النفط والمؤشرات الاجتماعية والسكانية.



## إخلاء المسؤولية

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

البيانات المالية الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من رويترز، وبلومبيرغ، والهيئة العامة للإحصاء، و"ساما"، وشركة فوكس إيكونوميكس، وشركة تداول، ومعهد التمويل الدولي، وبرنامج التوازن المالي، والميزانية العامة لعام 2018، وأوبك، وإدارة معلومات الطاقة، ومصادر محلية 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 ادعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمناً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة 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.