جدوى للإستثمار
Jadwa Investment

بيان أداء الميزانية في الربع الأول 2023

مايو 2023

زيادة كبيرة في الإنفاق أدت إلى عجز صغير

- سجلت ميزانية الحكومة المركزية عجزاً صغيراً، بلغت قيمته 2,9 مليار ريال، في الربع الأول لعام 2023، نتيجة لزيادة كبيرة، نسبتها 29 بالمائة، في الإنفاق. وارتفعت الإيرادات الإجمالية بنسبة 1 بالمائة فقط، حيث ساعدت الإيرادات من ضريبة القيمة المضافة على التعويض عن تراجع بنسبة 3 بالمائة في الإيرادات النفطية.

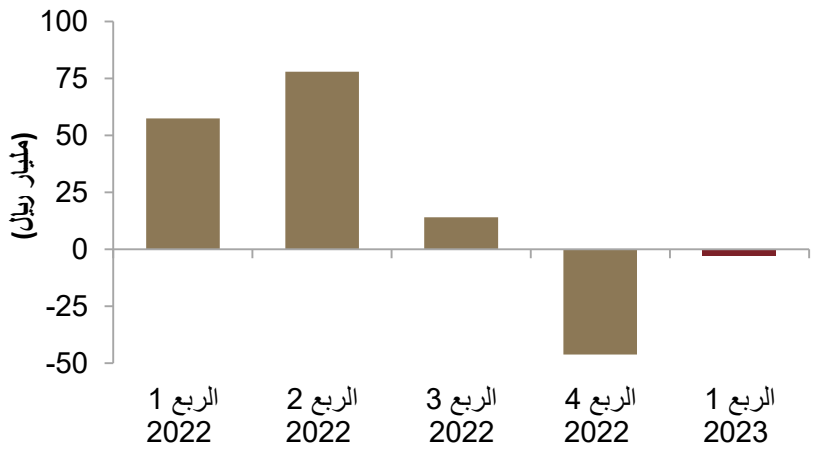
- كانت الزيادة في الانفاق على نطاق واسع، وليس هناك عامل منفرد قاد تلك الزيادة. مع ذلك، جاءت الزيادة الاسمية الأكبر في تكاليف المشتريات، حيث امتصت زيادة كبيرة، بنسبة 75 بالمائة، في الإنفاق الرأسمالي نطاقاً واسعاً من المدخلات المستوردة.

- رغم أن هذه الموجة الجديدة من الإنفاق تثير أسئلة بشأن الاستدامة، لكن نعتقد أن هناك مساحة ما لمزيد من الانفاق الحكومي هذا العام وفي المستقبل. لقد تراجع الإنفاق كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي خلال العقد الماضي، وستساعد قوة الاقتصاد غير النفطي على زيادة الناتج المحلي الإجمالي لذلك الاقتصاد في السنوات القادمة. إن حقيقة كون الإنفاق الرأسمالي شكّل محركاً قوياً لزيادة الإنفاق يعتبر أمر إيجابي أيضاً.

- الآن يتوقع أن يؤدي الارتفاع في الإنفاق إلى عجز متواضع في الموازنة العامة. ورغم بعض التشديد في السيولة المصرفية المحلية، هناك مجال واسع لزيادة الاقتراض الخارجي لمقابلة تمويل الميزانية.

- في الواقع، تحسنت بالفعل النظرة المستقبلية على المدى المتوسط للميزانية مع إعلان أرامكو أنها تنوي دفع أرباح "مرتبطة بالأداء" ربما ابتداءً من الربع الأول لعام 2024. تتضمن الصيغة دفع 50 إلى 70 بالمائة من التدفقات النقدية الحرة، بعد خصم الأرباح الأساسية والاستثمارات الخارجية. هذه الأموال قد تساوي 2 بالمائة إضافية من الناتج المحلي الإجمالي للحكومة.

الشكل 1: سجلت الميزانية العامة للدولة في الربع الأول لعام 2023 عجزاً صغيراً



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

جيمس ريف
كبير الاقتصاديين
jreeve@jadwa.com

الإدارة العامة:
الهاتف 1111-279 11 966+
الفاكس 1571-279 11 966+
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

صدر هذا التقرير في 23 مايو 2023، الساعة 16:00 بتوقيت الرياض

سجلت ميزانية الحكومة المركزية عجزاً صغيراً في الربع الأول. وقد زادت الإيرادات، لكن زيادة المصروفات كان بدرجة أقوى.

سجلت ميزانية الحكومة المركزية عجزاً صغيراً، بلغت قيمته 2,9 مليار ريال، في الربع الأول لعام 2023 (شكل 1). جاء العجز مغايراً للفائض في الربع الأول لعم 2022، لكنه أصغر بطريقة ما من العجز في الربع الرابع 2022. وقد نجم العجز عن زيادة كبيرة في الإنفاق (نسبتها 29 بالمائة)، مقابل زيادة بنسبة 1 بالمائة في الإيرادات. هناك عدد من العوامل المخففة لهذا العجز، سنناقشها في الفقرات التالية.

الإيرادات:

جدول 1: الإيرادات الحكومية (مليون ريال)

الإيرادات	الربع الأول 2022	الربع الأول 2023	التغير (%)
الإيرادات النفطية	183,699	178,605	3-
الإيرادات غير النفطية، تشتمل على:	94,260	102,339	9
- الضرائب على الدخل والأرباح والمكاسب الرأسمالية	4,112	7,188	75
- الضرائب على السلع والخدمات (تشمل رسوم المنتجات النفطية وضريبة المنتجات الضارة)	60,419	63,087	4
- ضرائب على التجارة والمعاملات (رسوم جمركية)	5,064	5,501	9
- ضرائب أخرى (منها الزكاة)	3,178	4,120	30
- إيرادات أخرى (تشمل العوائد المتحققة من استثمارات "ساما" وصندوق الاستثمارات العامة)	21,487	22,443	4
الإجمالي	**277,959**	**280,944**	**1**

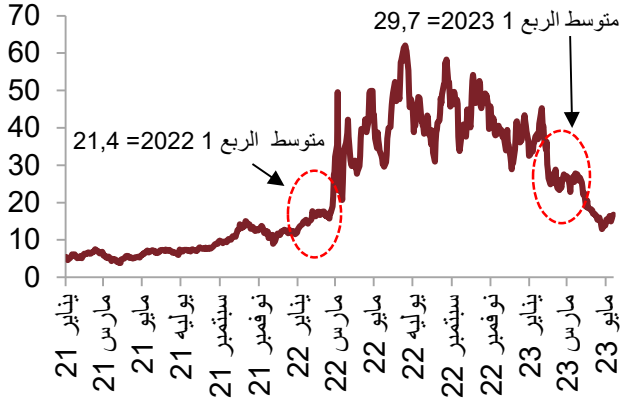
جاء نمو الإيرادات النفطية مدعوماً بزيادة قوية في إيرادات التكرير، مما عوّض جزئياً عن تأثير انخفاض إيرادات النفط الخام.

نبدأ بالايرادات، بلغ دخل الحكومة من النفط نحو 178,6 مليار ريال في الربع الأول، بانخفاض 3 بالمائة عن نفس الربع عام 2022 (جدول 1). الانخفاض بنسبة 3 بالمائة أقل مما كان الشخص يتوقعه، في ظل الفروق بين تسعير الخام والإنتاج خلال الفترتين. اعتماداً على ذلك فقط، يفترض أن يكون التراجع في الإيرادات نحو 20 بالمائة (على الرغم من أن أي مقارنات من هذا النوع تعوقها التأخيرات في مدفوعات أرامكو للحكومة). التفسير المحتمل لذلك هو أن الإيرادات النفطية زادت نتيجة لارتفاع هوامش أرباح منتجات التكرير، وكذلك الإضافات في الطاقة الإنتاجية للتكرير. كانت الهوامش أكبر بكثير في الربع الأول عام 2023 مقارنة بالربع الأول 2022 (أكثر بنحو 38 بالمائة تقريباً، على أساس المؤشرات العالمية، شكل 2). وبما أنه يتم تطبيق ضرائب على أرباح التكرير بنسبة 20 بالمائة فقط، فيبدو أن ذلك هو الذي أتاح تعويضاً كبيراً عن النقص في إيرادات النفط الخام.

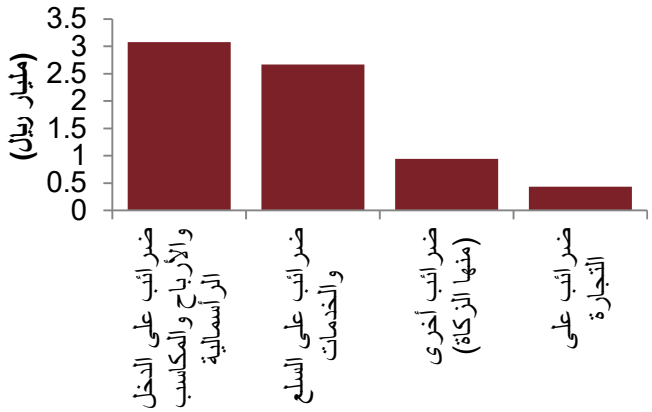
ظلت إيرادات ضريبة القيمة المضافة تشكل حجر الأساس للإيرادات غير النفطية، على الرغم من ارتفاع مساهمة الضرائب على الشركات الأجنبية بصورة حادة أيضاً.

جاء جزء من تحويلات أرامكو للحكومة في شكل توزيعات أرباح بلغت قيمتها 68,6 مليار ريال، تمثل حصة الحكومة في الشركة البالغة 94 بالمائة. يتم احتساب توزيعات الأرباح بالرجوع إلى تعريف أرامكو للتدفقات النقدية الحرة، التي بلغت قيمتها 115,9 مليار ريال في نهاية الربع الأول، بزيادة نحو 1 مليار ريال عن مستواها في الربع الأول 2022 (نص مظلل 1). هنا أيضاً، ربما لعبت الزيادة في هوامش أرباح التكرير (والطاقة

الشكل 2: الزيادة في هامش أرباح التكرير ساعدت على دعم الإيرادات النفطية (مؤشر)



الشكل 3: العائدات من ضريبة القيمة المضافة والضريبة على الشركات الأجنبية ساعدت في جانب الإيرادات غير النفطية



الفرق بين الإيرادات في الربع الأول 2023 والربع الأول 2022

الإنتاجية) دوراً مهماً في تعزيز التدفقات النقدية الحرة في الربع الأول 2023.

الإيرادات من ضريبة القيمة المضافة نمت بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي.

بالنسبة للإيرادات غير النفطية، لا تزال الشريحة الرئيسية هي "الضرائب على السلع والخدمات" (62 بالمائة من الإجمالي). هذه الشريحة زادت بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي، مما يعكس النمو المضطرد في عمليات نقاط البيع والتجارة الإلكترونية، مقابل تراجع طفيف في المعاملات النقدية، التي تشهد تدهوراً هيكلياً. كذلك هناك ارتفاع مشجع في الإيرادات من شريحة "الضرائب على الدخل والأرباح والمكاسب الرأسمالية" (ضرائب تطبق إلى حد كبير على الشركات الأجنبية، شكل 3).

ارتفعت الإيرادات غير النفطية بنسبة 9 بالمائة، على أساس سنوي، وكان ذلك أكثر من كاف للتعويض عن التراجع في الإيرادات النفطية.

هذه المكاسب وغيرها أدت إلى زيادة الإيرادات غير النفطية بنسبة 9 بالمائة خلال الربع، على أساس سنوي. هذه الزيادة كانت كافية للتعويض عن انخفاض الإيرادات النفطية بنسبة 3 بالمائة، والسماح بزيادة الإيرادات الإجمالية بنسبة 1 بالمائة.

نص مظلل 1: الشكل المتغير لمدفوعات توزيعات الأرباح

تأتي مدفوعات توزيعات الأرباح متأخرة، حيث تم دفع توزيعات أرباح الربع السابق إلى الحكومة في الربع الحالي (تمت الإشارة إلى ذلك بوضوح في حسابات أرامكو). وعليه، فإن توزيعات الأرباح البالغة 68,6 مليار ريال تحققت للحكومة في الربع الرابع 2022 ولكن تم دفعها في الربع الأول 2023. هناك بعض التعقيدات فيما يخص توزيعات الأرباح المستقبلية.

كذلك، أعلنت أرامكو أنها ستدفع توزيعات أرباح "مرتبطة بالأداء"، إضافة إلى الأرباح الأساسية، ابتداءً من الربع الأول 2024.

أولاً، حولت الحكومة 4 بالمائة من حصتها في أرامكو إلى "سنابل" (ذراع صندوق الاستثمارات العامة لرأسمال المال الجريئ) في أبريل، مما أدى إلى خفض قيمة المطالبة المستقبلية للحكومة المركزية من التدفقات النقدية الحرة لأرامكو. لو حدث هذا في الربع الأول، كان سيكلف الحكومة المركزية مبلغ متواضع نحو 3 مليار ريال. والأهم من ذلك، هو إعلان أرامكو عن نيتها دفع توزيعات أرباح "مرتبطة بالأداء" بالإضافة إلى توزيعات الأرباح الأساسية. وقال رئيس شركة أرامكو، إن توزيعات الأرباح ستكون في حدود 50 إلى 70 بالمائة من التدفقات النقدية الحرة المتبقية، بعد دفع توزيعات الأرباح الأساسية واستبعاد أي استثمارات خارجية. وسيتم دفع توزيعات الأرباح المرتبطة بالأداء بعد اكتمال حسابات الشركة للعام ككل (يفترض في وقت ما خلال الربع الأول للعام 2024، أو ربما في الربع الثاني 2024).

هناك عدد من المتغيرات ستؤثر على هذه التوزيعات، لكنها ربما تحقق للحكومة زيادة تعادل 2 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي

إذا أخذنا النقطة الوسطى لذلك النطاق (60 بالمائة)، وطبقناها على التدفقات النقدية الحرة للشركة في الربع الأول 2023 على أساس سنوي (463 مليار ريال)، ثم طرحنا نحو 20 مليار ريال للاستثمار الخارجي، سنصل إلى توزيعات أرباح بقيمة 90 مليار غير توزيعات الأرباح الأساسية. هذه التوزيعات ستحقق نحو 80 مليار للحكومة المركزية، بناء على حصتها الجديدة البالغة 90 بالمائة. هذا مبلغ كبير من المال (يعادل 2 بالمائة من تقديراتنا للناتج المحلي الإجمالي للعام 2023).

مع ذلك، خيمت على توقعات توزيع الأرباح أنباء تفيد بأن الحكومة تخطط لبيع المزيد من أسهمها في شركة أرامكو. في المرحلة الحالية، ليس هناك أي معلومات واضحة بخصوص حجم وتوقيت وطريقة البيع. من الممكن أن يتم تحويل العائدات إلى صندوق الاستثمارات العامة، الذي يقود تنفيذ المشاريع الرأسمالية في رؤية 2030.

المصروفات:

شهد الإنفاق زيادة بنسبة 29 بالمائة، على أساس سنوي، لتصل قيمته إلى 284 مليار ريال.

كانت أكثر التطورات لفتاً للنظر في حسابات الميزانية تلك المتعلقة بالإنفاق، الذي ارتفع بنسبة 29 بالمائة، على أساس سنوي (جدول 2). بلغت المصروفات 284 مليار ريال في الربع الأول، ما يعادل 28 بالمائة من تقديراتنا للناتج المحلي الإجمالي الاسمي في الربع الأول (بزيادة نقطة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي عن الربع الثاني 2022). وتتسق هذه البيانات مع أرقام الناتج المحلي الإجمالي للربع الأول، التي تشير إلى توسع "الأنشطة الحكومية" بنسبة 4,9 بالمائة، مرتفعةً من 2,4 بالمائة في العام السابق.

سجلت تكاليف المشتريات الزيادة الأكبر بالقيمة الاسمية. هذه الزيادة بدورها أدت إلى قفزة بنسبة 75 بالمائة في الإنفاق الرأسمالي، ومعه مجموعة من البنود والخدمات المستوردة.

شهدت جميع بنود الإنفاق نمواً كبيراً، حيث شكل بند "استخدام السلع والخدمات" التأثير الأكبر (زيادة بقيمة 22 مليار ريال، على أساس سنوي). هذه الزيادة جاءت مدعومة جزئياً بارتفاع كبير، بنسبة 75 بالمائة، في الإنفاق الرأسمالي، والذي امتص كميات ضخمة من المدخلات المستوردة. في السنوات الأخيرة، مال الانفاق الرأسمالي للحكومة المركزية باتجاه الأسفل، حيث تحمل صندوق الاستثمارات العامة عبء معظم الاستثمارات الخاصة برؤية 2030. مع ذلك، لا يزال هناك مجموعة من مشاريع البنية التحتية الأساسية- الطرق والجسور ومحطات الطاقة ومنشآت معالجة المياه- والتي يجب تنفيذها لتلبية احتياجات العدد المتزايد من السكان. هذا هو الوضع بشكل خاص في الرياض وحولها، التي يواصل سكانها النمو بمعدل سريع.

كان اللافت أيضاً بنفس القدر، هو الزيادة، بنسبة 7 في المائة، في "تعويضات العاملين في الدولة"، والتي تظل وبفارق كبير هي أكبر بند مفرد للإنفاق (بنحو 47 بالمائة). في السنوات الأخيرة، تم احتواء هذا البند بصورة جيدة، بل وفي الحقيقة تراجع العام الماضي إلى نحو 20 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، وهي أدنى نسبة منذ عام 2013. ليس من السهل تفسير تلك الزيادة، خاصة وأن البيانات الرسمية تشير إلى تراجع التوظيف في الخدمة المدنية خلال عام 2022. إذا كان الأمر كذلك، فإن زيادة الأجور والمدفوعات الإضافية لنهاية الخدمة ربما تكون هي التفسيرات الواضحة للزيادة.

كذلك ارتفعت مدفوعات المنافع الاجتماعية، عاكسة تأثير الأمر الملكي الصادر العام الماضي، والذي خصص المزيد من الموارد للضمان الاجتماعي.

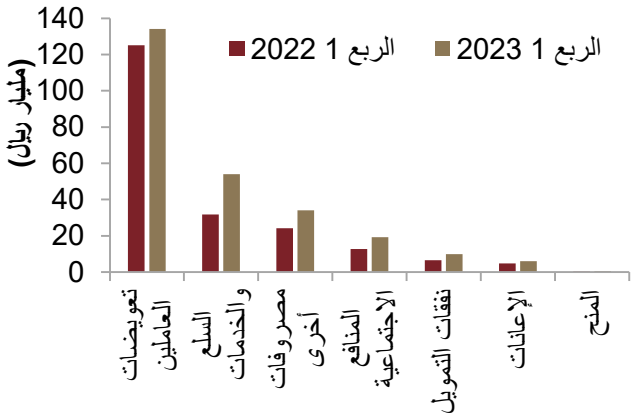
هناك بند آخر كذلك شهد ارتفاعاً، هو "المنافع الاجتماعية"، الذي زادت مصروفاته بأكثر من 50 بالمائة، على أساس سنوي. هذه الزيادة تعكس بصورة كبيرة تأثير الأمر الملكي الصادر في يوليو 2022، والذي قضى بتخصيص موارد إضافية لـ "حساب المواطن" وغيره من قنوات الضمان الاجتماعي بهدف التخفيف من آثار ارتفاع الأسعار. إضافة إلى ذلك، هناك زيادات كبيرة في بند "الإعانات"، الذي يشمل بصورة أساسية المواد الغذائية ولا يشمل الطاقة؛ وبند "مصاريف التمويل"، والتي زادت تماشياً مع ارتفاع أسعار الفائدة؛ وبند "مصاريف أخرى".

عموماً، كانت الزيادة في الإنفاق مذهلة، لكننا نعتقد أن هناك "مساحة مالية" كافية لاستيعابها.

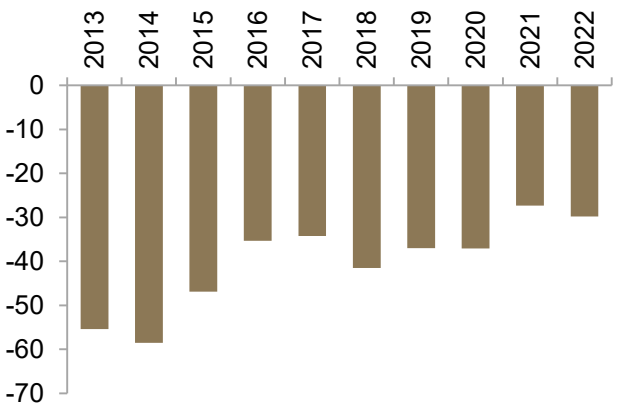
باختصار، هناك زيادة شاملة في المصروفات، مع عدم وجود بند واحد يفسر الارتفاع (شكل 4). والسؤال الرئيسي يتمحور حول ما إذا كانت الزيادات الكبيرة في الإنفاق الحكومي مستدامة.

في هذا الخصوص، هناك نقاط قليلة يتوجب الإشارة إليها. أولاً، تم خلق مجال للمزيد من الإنفاق الحكومي. فالعجز الأساسي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي للقطاع غير النفطي (معيارنا المفضل) تراجع خلال السنوات العشر الماضية، من نحو 55 بالمائة إلى 30 بالمائة (شكل 5). سيؤدي نمو النشاط غير النفطي إلى المزيد من الارتفاع في الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي في السنوات القادمة، مما يتيح مساحة إضافية للإنفاق الحكومي. ثانياً، البلد في خضم تحول اقتصادي، ومن الطبيعي أن تأخذ الدولة زمام المبادرة، في الاستثمار وكذلك في توفير الدعم لأولئك المتأثرين بالتحول. مع مرور الوقت، يُتوقع أن يزيد القطاع الخاص من الاستثمار (في الحقيقة، هذا يحدث بالفعل)، مما يسمح للدولة بتقليص دورها.

الشكل 4: ارتفاع الإنفاق بصورة كبيرة في جميع البنود



الشكل 5: العجز الأساسي في الموازنة غير النفطية يميل نحو التراجع خلال العقد الماضي



عجز الموازنة الأساسي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي

جدول 2: المصروفات الحكومية (مليون ريال)

المصروفات	الربع الأول 2022	الربع الأول 2023	التغير (%)
تعويضات العاملين في الدولة	125,173	134,066	7
السلع والخدمات	31,810	54,102	70
مصاريف التمويل	6,606	9,928	50
الإعانات	4,876	6,062	24
المنح	341	505	48
المنافع الاجتماعية	12,670	19,205	52
مصاريف أخرى	24,155	34,007	41
الأصول غير المالية (الإنفاق الرأسمالي)	14,836	25,979	75
الإجمالي	**220,467**	**283,855**	**29**

من الطبيعي أن تكون الحكومة في طليعة التحول الاقتصادي الجاري...

...وعلى أية حال، هناك مجال واسع لزيادة التمويل عن طريق الديون الخارجية.

أخيراً، لا نرى أية مشكلة بخصوص تمويل العجز. صحيح، لا يزال هناك نقص عام في السيولة لدى القطاع المصرفي (هدأ مؤخراً). لكن، هناك مجال كبير لإصدار دين خارجي: انخفض الدين الخارجي للحكومة المركزية فعلياً خلال الربع، متراجعاً إلى 343,8 مليار ريال سعودي، وهو ما يعادل 9 في المائة فقط من توقعاتنا للناتج المحلي الإجمالي الاسمي لعام 2023 (حدث هذا برغم حقيقة اختيار الحكومة تمويل عجز الربع الأول من خلال الاقتراض الخارجي). إن تحمل دين خارجي يقل عن 10 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي، هو أمر تحسد عليه معظم حكومات الأسواق الناشئة. وعلى أي حال، فإن الإقبال على الديون السيادية السعودية يعتبر قوياً وسجل تصنيفها جيد وهو في تحسن.

التوقعات المستقبلية:

تعني نتائج الربع الأول 2023 أن عجزاً صغيراً في الموازنة قد يكون مطروحاً الآن للعام 2023. مع ذلك، وفي ظل احتمال قيام أرامكو بتوزيع أرباح مرتبطة بالأداء، فقد تحسنت التوقعات للعام 2024.

بالعودة إلى التوقعات على المدى القريب، نجد أن الإنفاق مهيأ بوضوح ليكون أعلى مما كنا نتوقع في الأصل هذا العام. وفي حال تم احتساب أرقام ميزانية الربع الأول سنوياً، سيكون الإنفاق الفعلي أعلى بنسبة 1,9 بالمائة فقط من الإنفاق المقرر في الميزانية، ولكن هذا الأمر غير واقعي في ظل حقيقة أن الربع الرابع غالباً ما يشهد زيادات في الإنفاق. في غضون ذلك، يتوقع أن تحقق الإيرادات غير النفطية نمواً معقولاً، حيث أن الزيادة المتواصلة في الاستهلاك ستزيد الإيرادات الضريبية.

ويكمن عدم اليقين الأساسي في الإيرادات النفطية. هذه الإيرادات ستتأثر بشكل واضح بخفض المملكة انتاجها بنحو 500 ألف برميل يومياً ابتداءً من مايو (كجزء من اتفاق أوسع لتحالف أوبك وشركائها)، لكن توزيعات الأرباح المرتبطة بالأداء أدى إلى تحسن التوقعات للعام 2024. وفي مقابل ذلك، فإن الخطط التي يتم الحديث عنها ببيع المزيد من أسهم الحكومة في أرامكو، قد تؤدي إلى تأثير متواضع على الإيرادات النفطية المستقبلية للحكومة المركزية، اعتماداً على حجم أي عملية بيع ربما تتم.

بناءً على عدم حدوث أي عملية بيع للأسهم في عام 2023، هناك احتمال لعجز صغير (ربما يكون بضع نقاط مئوية من الناتج المحلي الإجمالي) في الموازنة العامة هذا العام، مع إمكانية العودة إلى الفائض في عام 2024. سيكون لدينا تحليل أكثر تفصيلاً للتوقعات المستقبلية بشأن الموازنة العامة في تقريرنا القادم حول تطورات الاقتصاد الكلي.

إخلاء المسؤولية

ما لم يشر بخلاف ذلك، لا يسمح إطلاقا بنسخ أي من المعلومات الواردة في هذه النشرة جزئيا أو كليا دون الحصول على أذن تحريري مسبق ومحدد من شركة جدوى للاستثمار.

البيانات المالية الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من "ساما"، والهيئة العامة للإحصاء، ووزارة المالية، وشركة تومسون رويترز، وداتا-ستريم، وهافر أنالاتيكس، ومن مصادر إحصائية محلية أخرى، ما لم تتم الإشارة لخلاف ذلك.

لقد بذلت شركة جدوى للاستثمار جهدا كبيرا للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو ادعاءات أو تعهدات صراحة كانت أم ضمنا، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسئولية عن دقة أو اكتمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحتويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى استخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خيار أو مشورة لاتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.