



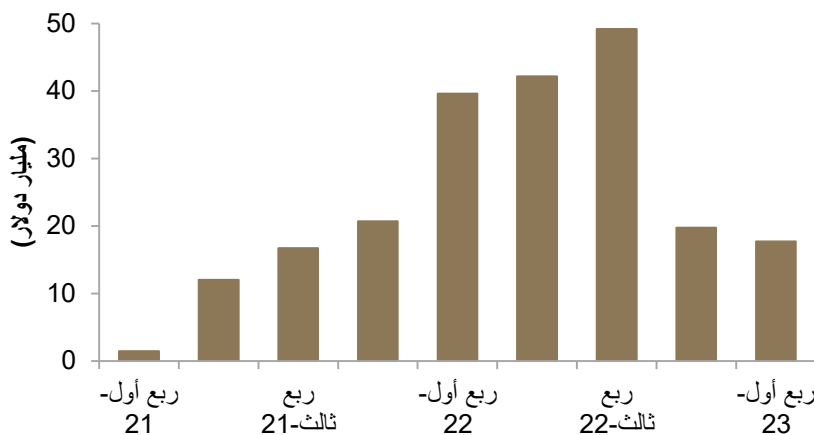
نظرة فاحصة على ميزان المدفوعات في المملكة العربية السعودية

- حقق الحساب الجاري للمملكة فائضاً آخر في الربع الأول 2023، وإن كان أقل من نصف حجم الفائض في الربع الأول 2022 (شكل 1). لقد أدى التراجع في الإيرادات النفطية بنسبة 15 بالمائة، على أساس سنوي، إلى جانب الزيادة في الإنفاق على الواردات بنسبة 24 بالمائة، إلى تراجع الفائض إلى 17,7 مليار دولار، منخفضاً من ما يقارب 40 مليار دولار قبل عام.
- ظل الإنفاق القوي على الواردات سمة بارزة في الأرباع الأربعة الماضية، مما يعكس سرعة نمو الإنفاق الرأسمالي، إلى جانب قوة الإنفاق الاستهلاكي.
- من الديناميكيات المشجعة في آخر نتائج صدرت بشأن الحساب الجاري، كانت زيادة الإيرادات من أنشطة السياحة. بلغت تلك الإيرادات نحو 9,8 مليار دولار في الربع الأول، بزيادة ثلاثة مرات عن مستواها في الربع الأول عام 2022. علاوة على ذلك، ومع توجه المزيد من السعوديين لقضاء إجازاتهم محلياً، سجل ميزان السياحة فائضاً كبيراً بلغ 6 مليار دولار، مقارنة بعجز صغير قبل عام (ومستويات عجز كبيرة تاريخياً). وتعكس هذه الزيادة في إيرادات السياحة بصورة رئيسية، تحرير الطلب المكبوت من الحجج والمُعتمدين، والتوسع في الطاقة الاستيعابية للفنادق لاستضافة أولئك الزوار. كذلك، ازدادت وتيرة السياحة لأغراض غير دينية، وإن كانت من مستوى منخفض.
- في سياق الحساب الجاري الإجمالي، لا تزال عائدات السياحة صغيرة الحجم. مع ذلك، فهذه العائدات تنمو بقوة، كما أنها تعتبر واحدة لتقديم تنوع ذو قيمة للحساب الجاري.
- من ناحية أخرى، لا يزال الحساب المالي لميزان المدفوعات يعاني من عجز كبير. في الربع الأول، كانت التدفقات الخارجة واضحة بصورة خاصة من خلال قناة استثمارات المحفظة، نتيجة لاستثمارات ضخمة في الأسهم الأجنبية وصناديق الاستثمار، معظمها من قبل صندوق الاستثمارات العامة وغيره من الهيئات الأخرى المملوكة للدولة. أيضاً كان هناك صافي كبير لتدفقات خارجة من خلال الاستثمار المباشر. مع ذلك، يتوقع أن تواصل تلك الاستثمارات توليد عائدات جيدة عبر الحساب الجاري. لا تزال قناة استثمارات "أخرى" غامضة، ولكن تحسنت هذه الفئة بدرجة كبيرة مقارنة بمستواها في الربع الأول 2022، عندما تم تسجيل تدفقات خارجة صافية بقيمة 40 مليار دولار.

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

جيمس ريف
كبير الاقتصاديين
jreeve@jadwa.com

الشكل 1: الحساب الجاري للمملكة العربية السعودية



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 6034 / 37

للاطلاع على أرشيف الأبحاث لشركة جدوى للاستثمار،
وللتسجيل للحصول على الإصدارات المستقبلية يمكنكم الدخول
إلى موقع الشركة:
<http://www.jadwa.com>



نظرة عامة:

تقلص فائض الحساب الجاري للمملكة في الربع الأول 2023، عاكساً ضعف الإيرادات النفطية وقوة الإنفاق على الواردات. مع ذلك، فإن الارتفاع الكبير في صافي التدفقات الداخلة من أنشطة السياحة يعطي مؤشراً مبكراً على التقدم في جهود تنويع الدخل. بالنظر إلى الوضع الكلي لميزان المدفوعات، لا يزال هناك صافي كبير للتدفقات الخارجة في الحساب المالي. يصعب تحديد بعض تلك التدفقات، سواء من حيث المنشأ أو الوجهة، لكنها تساعد على تفسير سبب اتجاه الاحتياطيات الأجنبية لـ "ساما" نحو الركود، حتى خلال السنوات التي يتم فيها تحقيق فوائض كبيرة في الحساب الجاري.

الحساب الجاري:

تاريخياً، سجلت المملكة فوائض كبيرة في الحساب الجاري، بمتوسط سنوي عند 4,5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي طيلة السنوات العشر الماضية. هناك أوقات انزلق فيها الحساب الجاري إلى خانة العجز، أبرزها تلك المرة التي أعقبت هبوط أسعار النفط عام 2014، وآخرها خلال جائحة كوفيد-19. لكن، الوضع عاد إلى الفائض في عام 2021، وارتفع إلى 13,6 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2022، وهي أعلى نسبة منذ عام 2013 (جدول 1: شكل 2).

تميل المملكة إلى تسجيل فوائض جيدة في الحساب الجاري. وقد سجل متوسط العشر سنوات الماضية فوائض تعادل 4,5 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي.

جدول 1: المملكة العربية السعودية: الحساب الجاري (سنوي؛ مليار دولار)					
2022	2021	2020	2019	2018	
234.6	136.5	48.0	121.4	168.8	الميزان التجاري
410.7	276.2	173.9	261.6	294.4	الصادرات
48.7	58.8	-33.5	-11.1	32.9	التغير كنسبة مئوية وتشتمل على:
326.3	202.2	119.4	200.5	231.6	الصادرات النفطية
84.4	74.0	54.5	61.1	62.8	الصادرات غير النفطية
-176.1	-139.7	-125.9	-140.2	-125.6	الواردات
26.1	11.8	-10.9	14.3	-0.6	التغير كنسبة مئوية
-83.9	-92.2	-70.7	-83.2	-96.9	الميزان غير المنظور
31.9	10.3	9.0	24.2	20.5	رصيد الخدمات ويشتمل على:
23.5	3.8	4.0	16.4	13.8	السياحة
-82.8	-73.3	-56.2	-78.7	-84.0	خصوم الخدمات
-50.9	-63.0	-47.2	-54.5	-63.5	ميزان الخدمات
26.5	27.7	21.7	20.6	19.5	رصيد الدخل
-15.4	-12.5	-7.8	-12.7	-11.8	خصوم الدخل
11.1	15.2	13.9	7.9	7.7	ميزان الدخل
-44.1	-44.4	-37.4	-36.6	-41.1	ميزان التحويلات ويشتمل على:
-38.8	-39.8	-34.3	-30.3	-33.0	تحويلات العاملين الأجانب
150.7	44.3	-22.7	38.2	71.9	ميزان الحساب الجاري
13.6	5.1	-3.1	4.6	8.5	كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي

لا يزال الميزان التجاري المنظور يسجل فوائض كبيرة. وكان فائض الميزان التجاري العام الماضي هو الأكبر منذ عام 2012، عاكساً نتائج إيجابية جداً لقطاع النفط، إضافة إلى أداء قوي للصادرات غير النفطية.

في الربع الأول 2023، سجل الحساب الجاري فائضاً آخر. لكن هذا الفائض يقل عن نصف حجم الفائض في الربع الأول 2022، ويعود ذلك إلى ضعف الإيرادات النفطية، والارتفاع الكبير في الإنفاق على الواردات، كسببين رئيسيين.

حتى اللحظة الحالية من العام، البيانات المتوفرة هي للربع الأول فقط. وهي تشير إلى أن الحساب الجاري حقق فائضاً ربعياً آخر، بنحو 17,7 مليار دولار، ولكن هذا الفائض يقل عن نصف مستواه الذي سجله في الربع الأول 2022 (جدول 2). وشكل الانخفاض في الإيرادات النفطية- والذي نتج عن تخفيضات الإنتاج بموجب اتفاق



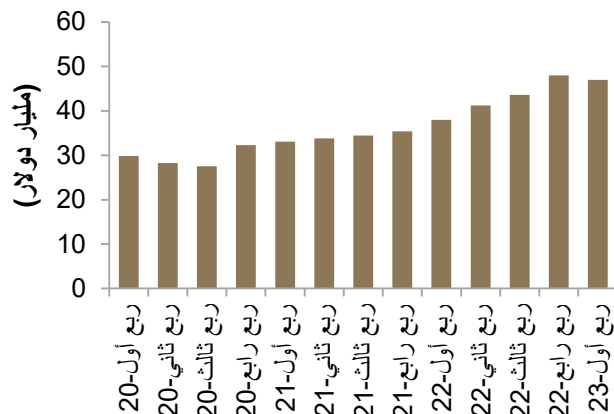
داخل أوبك وحلفائها في نوفمبر، وكذلك ضعف الأسعار السائدة- السبب الرئيسي لتراجع ذلك الفائض. كذلك، كانت الزيادة الكبيرة في الإنفاق على الواردات، بنسبة 24 بالمائة، بنفس القدر من الأهمية (جدول 2؛ شكل 3). لقد كانت الزيادة في الإنفاق على الواردات سمة بارزة في العامين الماضيين، وهي تعكس الارتفاع في الإنفاق الرأسمالي (بصفة خاصة، ولكن ليس حصرياً، في المشاريع العملاقة)، إلى جانب الطلب القوي للغاية من المستهلكين. لا يزال الميزان التجاري المنظور في خانة الفائض بصفة ثابتة (كما كان الحال منذ عقود)، لكن الفائض تقلص بصورة حادة إلى 36 مليار دولار في الربع الأول، من 59 مليار دولار في الربع الأول 2022.

تعكس الزيادة الأخيرة في الإنفاق على الواردات بصورة رئيسية تسارع تنفيذ المشاريع العملاقة، مع زيادة واردات السلع الرأسمالية بمقدار الربع، على أساس سنوي، في الربع الأول. مع ذلك، لا تزال السلع الاستهلاكية تهيمن على الواردات، حيث ارتفعت بنسبة 20 بالمائة، على أساس سنوي.

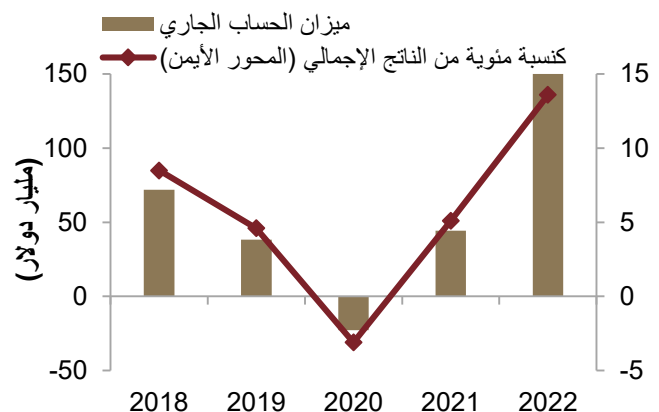
تباطأت تحويلات الأجانب رغم زيادة أعدادهم. وربما يعود ذلك، إلى أن الأجانب أصحاب الدخول المرتفعة يدخرون المزيد من دخلهم في المملكة، حيث ترتفع أسعار الفائدة.

جدول 2: المملكة العربية السعودية: الحساب الجاري (ربع سنوي؛ مليار دولار)					
ربع أول- 22	ربع ثاني- 22	ربع ثالث- 22	ربع رابع- 22	ربع أول- 23	
59.0	72.1	61.5	42.1	36.0	الميزان التجاري
97.6	114.8	106.7	91.6	84.0	الصادرات
13.7	17.7	-7.0	-14.2	-8.2	التغير كنسبة مئوية وتشتمل على:
76.6	91.6	85.7	72.4	65.4	الصادرات النفطية
20.7	22.9	20.9	18.9	18.3	الصادرات غير النفطية
-38.6	-42.7	-45.3	-49.5	-48.1	الواردات
6.4	10.5	6.1	9.3	-2.8	التغير كنسبة مئوية
-19.3	-30.0	-12.3	-22.3	-18.3	الميزان غير المنظور
4.8	6.1	11.3	9.6	12.8	رصيد الخدمات
3.0	4.2	9.1	7.2	9.8	يشتمل على:
-15.8	-26.5	-18.6	-21.9	-21.6	السياحة
-11.0	-20.4	-7.3	-12.2	-8.8	خصوم الخدمات
6.1	6.0	9.1	5.2	5.0	ميزان الدخل
-2.9	-3.9	-3.6	-5.0	-3.5	خصوم الدخل
3.2	2.1	5.5	0.2	1.5	ميزان الدخل
-11.5	-11.7	-10.5	-10.3	-11.0	ميزان التحويلات
-10.4	-10.2	-9.2	-9.1	-8.3	يشتمل على:
39.6	42.2	49.2	19.8	17.7	تحويلات العاملين الأجانب
					ميزان الحساب الجاري

الشكل 3: زيادة الإنفاق على الواردات



الشكل 2: انتعاش الحساب الجاري، مقارنة بالعجز الذي سجله عام 2020 والذي نجم عن تفشي جائحة كوفيد-19





تاريخياً، بقي الحساب غير المنظور متأثراً بدرجة كبيرة بالتدفقات الخارجة من "تحويلات العاملين". ظلت هذه التحويلات متذبذبة، وفقاً للدورات الاقتصادية المحلية، ولكنها سجلت تراجعاً خلال الأرباع القليلة الماضية، وانخفضت إلى 8,3 مليار دولار في الربع الأول 2023 من 10,4 مليار دولار قبل عام. ليس من الواضح سبب انخفاض التدفقات الخارجة عبر التحويلات مع تزايد أعداد العاملين الأجانب؛ أحد الاحتمالات هو أن الأجانب ذوي الدخل المرتفع يدخرون المزيد من دخولهم في المملكة- نظراً إلى ارتفاع الفوائد المتاحة حالياً للودائع- بدلاً من تحويلها (جدول 2؛ شكل 4).

نص مظلّل 1: هيكل الحساب الجاري للمملكة العربية السعودية

يسيطر على الحساب الجاري الميزان التجاري المنظور، الذي يسجل عادة فوائض كبيرة: بلغ المتوسط السنوي لآخر عشر سنوات 130 مليار دولار. بطبيعة الحال، عائدات الصادرات تقودها الإيرادات النفطية، والتي تأثرت كثيراً بالتغيرات في الأسعار والإنتاج. وتسيطر على الصادرات غير النفطية البتروكيماويات والبلاستيك والمنتجات المكررة، إلى جانب الحديد الصلب والأغذية وبعض عمليات إعادة التصدير. ولفترة طويلة كانت تلك الصادرات تكافح لتتجاوز مستوى 50 مليار دولار في العام، رغم أن عام 2022 شهد ارتفاعها إلى 83 مليار دولار. كان الإنفاق على الواردات يتغير استجابة للمناخ الاستثماري. في مطلع العقد الذي بدأ عام 2010، عندما كان هناك استثمار كبير لزيادة الطاقة الإنتاجية لنشاط التكسير والبتروكيماويات، ارتفع إنفاق الواردات بشكل حاد، من أقل من 100 مليار دولار عام 2010 إلى 160 مليار دولار بعد خمس سنوات. وبما أن الإنفاق الرأسمالي الحكومي تراجع خلال السنوات بين عامي 2016 و2020، فقد انخفض الإنفاق على الواردات وبقي راکداً عند نحو 120 مليار دولار. لكن، مع انتعاش أسعار النفط وانطلاق مشاريع رؤية 2030، قفز الإنفاق على الواردات ليصل إلى 176 مليار دولار عام 2022.

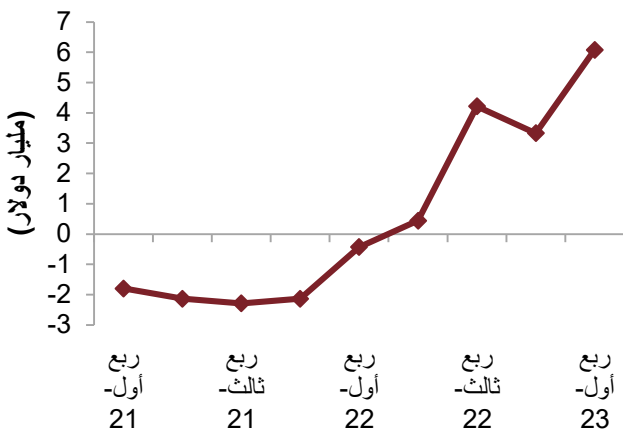
ظل الجزء "غير المنظور" في الحساب الجاري لفترة طويلة في عجز هيكلي. أي أننا نود القول، أن الخدمات المتصلة بالإنفاق على الواردات، والتدفقات الخارجة عبر السياحة، وتكاليف خدمة الدين، وتحويلات العاملين الأجانب- وهي أكثر البنود أهمية- كانت تفوق بدرجة كبيرة أي دخل تم تحقيقه من الأصول الموجودة بالخارج والتدفقات الداخلة عبر الحجاج والمغتربين. وهكذا، ظل العجز في تلك التدفقات غير المرئية عند نحو 90 مليار دولار طيلة السنوات العشر الماضية. لكن، تقلص هذا العجز خلال السنوات الخمس الماضية وسيواصل ذلك، في ظل النمو السريع في التدفقات الداخلة من السياحة. وكانت تلك التدفقات قد تعرضت لضربة قوية خلال سنوات كوفيد-19، ولكنها انتعشت مرة أخرى إلى الحد الذي أصبحت فيه التدفقات الداخلة من السياحة تتكافأ مع التدفقات الخارجة عبر تحويلات العاملين الأجانب.

يتميز الحساب الجاري بفائض هيكلي في التجارة المنظورة، وعجز هيكلي في التدفقات غير المنظورة.

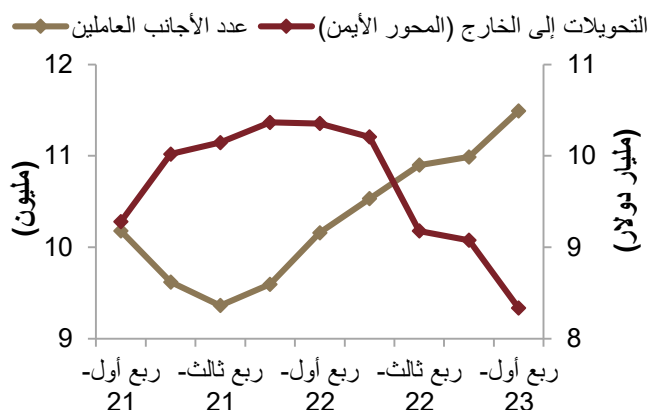
يعتبر الارتفاع الحاد في إيرادات السياحة أمراً مشجعاً بصورة خاصة، لأنه يتيح مصدراً متنامياً للنقد الأجنبي منفصل تماماً عن قطاع النفط.

أكثر التطورات اللافتة للانتباه بشأن الحساب غير المنظور، هي النمو السريع للتدفقات الداخلة من السياحة (شكل 5). تاريخياً، يميل الميزان الخاص بالسفر إلى العجز، حيث كانت التدفقات الخارجة من خلال قضاء

الشكل 5: كان الارتفاع الكبير لعائدات السياحة السمة البارزة للحساب الجاري



الشكل 4: تراجع تحويلات العاملين إلى الخارج، رغم زيادة أعدادهم





المواطنين السعوديين إجازاتهم في الخارج تفوق الإيرادات المتحققة من الحجاج والمُعتمرين القادمين من الخارج. لكن، خلال الأرباع الأربعة الماضية تحول الميزان بشكل حاسم إلى الفائض، وبلغ 6,1 مليار دولار في الربع الأول 2023 مقارنة بعجز صغير في الربع الأول 2022، حيث بلغت إيرادات السياحة 9,8 مليار دولار. وهناك عدد من العوامل لعبت دوراً في هذا التحول. أولاً، زادت سعة الضيافة للمُعتمرين والحجاج بشكل ملحوظ في العقد الماضي، مع تزايد عدد الفنادق التي تلي مختلف مستويات الدخل. ثانياً، تم تبسيط الإجراءات، وأصبح الحصول على التأشيرة أكثر مرونة، مما يسمح للمُعتمرين بالبقاء فترات أطول، والسفر حول المملكة بحرية أكبر. ثالثاً، هناك زيادة ملحوظة في أعداد السياح من الدول الخليجية، الكثير منهم يدفعهم الفضول لرؤية التغيرات الاجتماعية التي تشهدها المملكة، فضلاً عن حضور العروض الترفيهية. رابعاً، نفس الشيء ينطبق على السياح الغربيين، الذين كانوا هدفاً لحملات إعلانية جيدة. وتنطلق تدفقات السياح الغربيين الوافدين من قاعدة منخفضة للغاية، ولكن من الواضح أن الفضول بشأن بلد بدأ أنه "مغلق" لفترة طويلة يزداد بجلاء. وأخيراً، أصبح المواطنون السعوديون يقضون المزيد من إجازاتهم (كما ينفقون المزيد من الأموال) على العدد المتزايد من خيارات الترفيه والرياضة داخل المملكة، بدلاً من السفر إلى دبي أو أبعد من ذلك. وهكذا، انخفضت المبالغ المبدئية للسياحة إلى 4 مليار دولار العام الماضي أو نحوه، من 5-6 مليار دولار تقريباً في فترة ما قبل رؤية 2030.

لذلك، فإن لإيرادات السياحة إمكانية تغيير هيكل الحساب الجاري للمملكة بصورة جوهرية. من غير المرجح أن تتخطى إيرادات السياحة العائدات من صادرات النفط، على الأقل ليس لسنوات طويلة، لكنها ربما تشكل تعويضاً مهماً جداً لأي تراجع في عائدات النفط. علاوة على ذلك، تتميز بإمكانية خلق عدد كبير من الوظائف.

نص مظل 2: ميزان المدفوعات في ظل نظام سعر صرف ثابت

في ظل نظام سعر الصرف العائم، سيؤدي العجز الكبير وطويل الأمد في الحساب الجاري إلى تعديل سعر الصرف بالخفض. هذا التعديل يؤدي بدوره إلى جعل الواردات أعلى تكلفة، مما يقلل من جاذبيتها للمستهلكين المحليين، بينما يجعل الصادرات أرخص ويعزز جاذبيتها لدى الأجانب. وهكذا، فإن سعر الصرف المنخفض سيسمح بانتعاش الحساب الجاري - على الأقل جزئياً - في المدى القصير إلى المتوسط. من ناحية أخرى، يعني خفض العملة أن أصول الدولة - الممتلكات، والأشهر، والديون - ستكون أيضاً أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب، وستساعد مشترياتهم على دعم سعر الصرف، وإن كان على حساب المزيد من الملكية للأجانب. (هذه هي النظرية: في الواقع، ستتأثر قيمة أي عملة أيضاً بالمضاربين في العملات الأجنبية، الذين ربما يتخذون مواضع إزاء الإمكانيات بعيدة المدى لاقتصاد البلد، أو يستغلون الفروقات في أسعار الفائدة من خلال "صفقات الشراء بالاقتراس").

أما في ظل نظام سعر الصرف الثابت، ربما يصبح العجز في الحساب الجاري مشكلة نظراً لعدم قدرة العملة على التكيف. من غير المرجح أن يتم تصحيح الطلب على الواردات، كما أن الصادرات لن تكون أرخص. وبناءً على حجم العجز في الحساب الجاري، قد تبدأ الأسواق بالشعور بأن الوضع غير مستدام. للحفاظ على ربط العملة، سيحتاج البنك المركزي للتدخل في سوق العملة. يشمل ذلك استخدام احتياطيته من الدولارات الأمريكية وغيرها من العملات الصعبة لشراء العملة المحلية ومن ثم دعم قيمتها. هذه السياسة ربما تكون فعالة، ولكن غالباً لفترات قصيرة فقط. إذا اعتقدت الأسواق أن البنك المركزي سوف يستنفد قريباً احتياطياته، فقد يؤدي ذلك إلى استمرار المتداولين في بيع العملة المحلية، اعتقاداً منهم أن ربط العملة سينقطع قريباً وستنخفض قيمتها. المشكلة الأخرى هي أن دعم العملة بهذه الطريقة لن يسمح للاقتصاد بالتكيف. لن يتم كبح الطلب على الواردات، كما أن الصادرات لن تصبح أكثر قدرة على المنافسة. وهكذا، فمن المرجح استمرار عجز الحساب الجاري (بافتراض ثبات العوامل الأخرى).

على الرغم من اتباع المملكة نظام سعر الصرف الثابت، فإن الحساب الجاري في المملكة ليس جامداً تماماً كما يتصور المرء. عندما تنخفض أسعار النفط لفترة طويلة، غالباً ما تلجأ الحكومة المركزية إلى خفض الإنفاق الرأسمالي بصورة كبيرة. هذا الخفض يؤدي بدوره إلى تراجع فوري في الطلب على الواردات والعاملين الأجانب، مما يسمح بإعادة ضبط الحساب الجاري (على الأقل جزئياً). مع ذلك، شهدت المملكة نوبات عرضية من الضغوط على العملة، وهي تحدث عادةً عندما تنخفض أسعار النفط بشكل حاد ولفترة طويلة. وبالفعل، تدخل البنك المركزي لدعم الريال، مستخدماً احتياطيته الضخم من الأصول الأجنبية - وتعاون القطاع المصرفي المحلي - لتفادي تدخلات المضاربين الأجانب.

هناك اهتمام متزايد بالتحول المستمر في المملكة، من دول مجلس التعاون الخليجي وخارجها.

العجز المستمر في الحساب الجاري عادة ما يخلق ضغوطاً باتجاه الأسفل للعملة. لكن، مع مرور الوقت، يساعد ضعف العملة الحساب الجاري على التكيف، من خلال جعل الواردات أكثر تكلفة، والصادرات أكثر تنافسية.

لا يمكن أن يوجد مثل هذا التكيف في ظل سعر صرف ثابت. في الواقع، يعتبر تدخل البنك المركزي لحماية ربط العملة أمر ضروري. لكن، في حالة المملكة يتم التكيف من خلال خفض الإنفاق الرأسمالي للحكومة، مما يؤدي إلى تقليل فاتورة الواردات.



الحساب المالي:

ماذا عن بقية ميزان المدفوعات للمملكة العربية السعودية؟ بما أن التدفقات من خلال الحساب الرأسمالي ضئيلة، فذلك يعني أن الحساب المالي هو الذي يوفر البيانات. والحساب المالي في بعض النواحي هو صورة طبق الأصل للحساب الجاري: عندما يكون فائض الحساب الجاري كبيراً، تكون هناك أموال لاستثمارها في الخارج، والعكس صحيح (شكل 6). لكن، الحساب المالي كذلك له ديناميكياته الداخلية الخاصة به التي تستدعي التدقيق. جدير بالملاحظة أنه في العام الماضي، رغم تسجيل أكبر فائض كبير للحساب الجاري خلال ما يقارب 10 سنوات، جاءت الزيادة التراكمية في احتياطات البنك المركزي ضئيلة.

لا يزال الحساب المالي يعاني من عجز كبير، عاكساً التدفقات الخارجة من خلال القنوات الرئيسية الثلاث. مع ذلك، فإن العديد من تلك التدفقات الخارجة من الاستثمارات يتوقع أن تواصل توليد تدفقات داخلية للحساب الجاري.

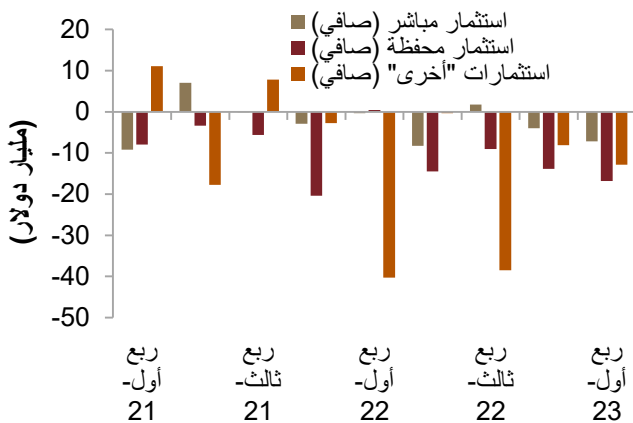
كان عجز الحساب المالي كبيراً بصفة خاصة في عام 2022. وشكلت التدفقات الخارجة الكبيرة من خلال حساب "استثمارات أخرى" السبب الرئيسي.

وهكذا، فعلى الرغم من تحقيق فائض في الحساب الجاري، يعتبر الأكبر على مدى عقد كامل، كانت هناك فقط زيادة تراكمية صغيرة للاحتياطات الأجنبية الرسمية.

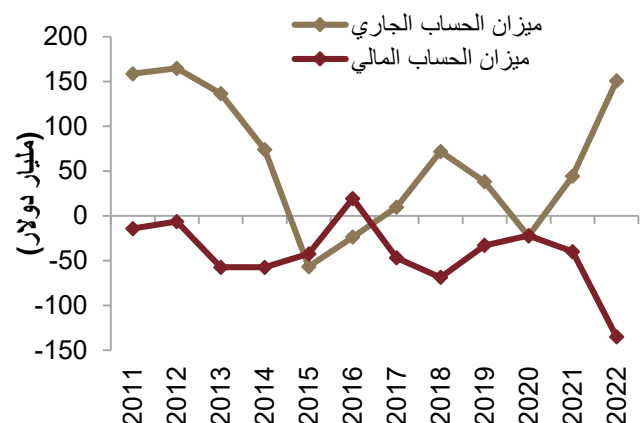
جدول 3: المملكة العربية السعودية: ميزان المدفوعات (سنوي؛ مليار دولار)					
2022	2021	2020	2019	2018	
150.7	44.3	-22.7	38.2	71.9	ميزان الحساب الجاري
-2.5	-1.3	-1.8	-1.7	-2.3	ميزان الحساب الرأسمالي
-10.9	-4.6	0.5	-8.9	-15.1	الاستثمار المباشر
-18.8	-23.9	-4.9	-13.5	-19.3	الخارجي (صافي)
7.9	19.3	5.4	4.6	4.2	داخل المملكة (صافي)
-36.9	-38.5	-23.8	11.6	-12.0	استثمار المحفظة
-49.7	-55.6	-53.6	-34.6	-28.5	الخارجي (صافي)
12.8	17.1	29.8	46.2	16.5	داخل المملكة (صافي)
-87.2	3.2	1.3	-35.7	-41.6	استثمارات "أخرى"
-77.5	-22.3	-4.9	-55.7	-53.3	الخارجية (صافي)
					تشتمل على:
-65.5	-26.0	-1.0	-47.7	-44.9	العملة والودائع
-9.7	25.5	6.2	20.0	11.7	داخل المملكة (صافي)
-135.0	-39.9	-22.0	-33.0	-68.7	ميزان الحساب المالي
-8.7	-1.4	0.6	-0.5	-0.7	صافي الأخطاء والسهو
4.5	1.7	-45.9	3.0	0.2	الميزان الإجمالي*
-4.5	-1.7	45.9	-3.0	-0.2	التغير في الاحتياطات (- = زيادة)
459.9	455.4	453.7	499.6	496.6	صافي الأصول الأجنبية الرسمية (مليار دولار)
41.5	52.4	61.8	59.6	58.7	كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي
31.4	39.1	43.6	42.8	48.6	تغطية الواردات (شهور)

*يشمل التدفقات الداخلة إلى الديون السيادية وديون الشركات

الشكل 7: التدفقات الخارجة عبر الاستثمارات كانت كبيرة بصفة خاصة من خلال قناة "استثمارات أخرى"



الشكل 6: يميل الحسابان الجاري والمالي للتحرك في اتجاهين





يتم تقسيم الحساب المالي إلى ثلاث قنوات رئيسية: الاستثمارات المباشرة، استثمارات المحفظة، واستثمارات "أخرى" (جدول 3). القناة الأولى، وهي الاستثمار الأجنبي المباشر، تشكل مساراً شديداً للتذبذب للتدفقات الخارجة. هذه القناة تعكس بصورة كبيرة أنشطة صندوق الاستثمارات العامة، الذي يميل نحو تنفيذ استثمارات في الخارج كبيرة لكنها غير منتظمة. بلغت التدفقات الخارجة للاستثمار الأجنبي المباشر 9,4 مليار دولار في الربع الأول، مرتفعة من فقط 2,3 مليار دولار قبل عام (جدول 4).

جدول 4: المملكة العربية السعودية: ميزان المدفوعات (ربع سنوي؛ مليار دولار)					
ربع أول - 22 ربع ثاني - 22 ربع ثالث - 22 ربع رابع - 22 ربع أول - 23					
39.6	42.2	49.2	19.8	17.7	ميزان الحساب الجاري
-0.5	-0.7	-0.6	-0.7	-0.9	ميزان الحساب الرأسمالي
-0.3	-8.3	1.7	-4.0	-7.2	الاستثمار المباشر
-2.3	-10.4	-0.2	-6.0	-9.4	الخارجي (صافي)
2.0	2.1	1.9	1.9	2.2	داخل المملكة (صافي)
0.4	-14.5	-9.0	-13.9	-16.9	استثمار المحفظة
-6.9	-10.8	-8.9	-23.2	-29.1	الخارجي (صافي)
7.3	-3.7	-0.2	9.4	12.3	داخل المملكة (صافي)
-40.3	-0.4	-38.5	-8.1	-12.9	استثمارات "أخرى"
-29.3	-8.8	-41.1	1.7	2.9	الخارجية (صافي)
					تشتمل على:
-19.5	-6.7	-42.6	3.3	-8.4	العملة والودائع
-10.9	8.5	2.6	-9.8	-15.8	داخل المملكة (صافي)
-40.2	-23.2	-45.8	-26.0	-36.9	ميزان الحساب المالي
-3.0	-3.0	-1.2	-1.6	-1.0	صافي الأخطاء والسهو
-4.0	15.4	1.6	-8.5	-21.1	الميزان الإجمالي*
4.0	-15.3	-1.6	8.4	21.2	التغير في الاحتياطيات (- = زيادة)
451.4	466.7	468.3	459.9	438.7	صافي الأصول الأجنبية (مليار دولار)

*يشمل التدفقات الداخلة إلى الديون السيادية وديون الشركات

لفترة طويلة كانت التدفقات الداخلة للاستثمار الأجنبي المباشر متواضعة، وهي تقل كثيراً عن المستوى المستهدف في خطة رؤية 2030. لكن هذه التدفقات اكتسبت مؤخراً بعض الزخم، حيث شهد عامي 2021 و2022 تدفقات داخلة قوية (رغم أنه صحيح أن عام 2021 تعرض للتشويه بعملية بيع مرة واحدة تتعلق بإنشاء شبكة خط أنابيب لشركة أرامكو). كانت التدفقات الداخلة الربعية الأخيرة عند 2,2 مليار دولار فقط، ولكنها تشكل نمواً بنسبة 10 بالمائة، على أساس سنوي، وهناك تفاؤل حذر بأن التحسينات واسعة النطاق التي طرأت على بيئة الأعمال والجهود المكثفة لجذب المستثمرين الأجانب بدأت تؤتي أكلها.

كذلك كانت تدفقات استثمارات المحفظة متقلبة للغاية، ولكن مرة أخرى تهيمن عليها استثمارات صندوق الاستثمارات العامة في جانب التدفقات الخارجة. عادة، أي استثمار في شركة أجنبية يقل عن 10 بالمائة من قيمتها يصنف هنا، لكن التدفقات الخارجة ستشمل كذلك صناديق الأسهم، والديون، واستثمارات سوق المال. وجدير بالملاحظة أن التدفقات الداخلة من استثمارات الدولة عبر الحساب الجاري نمت بنسبة 35 بالمائة في الفترة بين عامي 2018 و2022، مما يشير إلى أن هذه الاستثمارات تحقق عائدات جيدة (جدول 1).

كانت التدفقات الداخلة تنجذب بصورة كبيرة نحو إصدار الديون السيادية للمملكة، والتي هي مرة أخرى كانت متذبذبة للغاية (رغم إنها، على أساس سنوي، اتجهت نحو الانخفاض مع تحسن الوضع المالي، جدول 3). وكانت التدفقات الأجنبية الداخلة إلى سوق الأسهم مخيبة للآمال، رغم إدراج "تداول" في مؤشر مورغان استانلي ومؤشر فوتسي راسيل للأسواق الناشئة في عام 2019. لا يتم تصنيف بيانات التدفقات الداخلة إلى تدفقات دين وتدفقات أسهم، لكن من الواضح من بيانات "تداول" أن التدفقات الداخلة الأجنبية لم تصل بعد إلى الكتلة

كانت التدفقات الداخلة عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر مخيبة للآمال. لكن، هناك دلائل ظهرت مؤخراً تشير إلى أن الجهود المبذولة لتحسين بيئة الأعمال وجذب المستثمرين الأجانب بدأت تؤتي أكلها.

معظم التدفقات الداخلة من خلال قناة استثمارات المحفظة تأتي على الأرجح من أجانب يستثمرون في الديون السيادية للمملكة؛ ولا تزال التدفقات الداخلة إلى سوق الأسهم ضئيلة.



الدرجة: بلغت ملكية الأجانب (بما في ذلك مجلس التعاون الخليجي) فقط 4 بالمائة من القيمة السوقية لـ "تداول" في أواخر يوليو. يميل المستثمرون الأجانب المحتملون إلى الاستشهاد بنقص السيولة في "تداول" كسبب لعدم الاستثمار.

القناة الأكثر غموضاً في الحساب المالي هي الاستثمارات "الأخرى". وبما أنه يسهل متابعة وتصنيف أنشطة صندوق الاستثمارات العامة وغيره من الهيئات الحكومية، فنفترض أن هذه القناة تسيطر عليها تدفقات القطاع الخاص. رغم أن التدفقات الخارجة تنقسم إلى مجموعات فرعية مختلفة، إلا أن المجموعة المسيطرة هي "العملة والودائع" والتي لا تذكر إلا القليل عن منشأ أو وجهة تلك التدفقات. هذه القناة متذبذبة بصفة خاصة: كان المتوسط الربعي للتدفقات الخارجة في العامين الماضيين عند حوالي 12 مليار دولار، لكن هذا المتوسط يشمل ارتفاعات كبيرة، مثل 42,6 مليار دولار في الربع الثالث 2022، ونحو 20 مليار دولار في كل من الربع الثاني 2021 والربع الأول 2022. وبلغت التدفقات الخارجة في الربع الأول 2023 نحو 8,4 مليار دولار، وهي تقل عن المتوسط الأخير (شكل 7). والمرء يأمل ويتوقع أن تتضاءل تلك التدفقات الخارجة بمرور الوقت، مع تضاعف فرص الاستثمار المحلي.

لا تشكل هذه التدفقات الخارجة تهديداً على الوضع الإجمالي لميزان المدفوعات، ولكنها تساعد على تفسير سبب ركود الاحتياطيات الأجنبية لـ "ساما" في السنوات الأخيرة، رغم الفوائض الضخمة في الحساب الجاري. في الواقع، خلال الأرباع الأربعة المنتهية في الربع الأول 2023، تراجع احتياطي "ساما" من الأصول بمبلغ تراكمي 12,6 مليار دولار، مع تسجيل الربع الأول 2023 وحده تراجعاً بنحو 21,2 مليار دولار (رغم أنه في هذه الحالة يبدو أن معظم التدفقات الخارجة متصلة بسداد القروض، الحكومية والخاصة على حد سواء).

خاتمة:

بصفة عامة، لا يزال ميزان المدفوعات السعودي قوياً. فليس من المعتاد لسوق ناشئة في هذه المرحلة من التطور أن يحقق بصفة دائمة فائضاً في الحساب الجاري، خاصة عندما يكون التطور مشتملاً على مثل هذا التحول الكبير في رأس المال. هذا الأمر يدل بوضوح على الإيرادات النفطية التي تدعم الميزان التجاري. كذلك، تعتبر الزيادة في إيرادات السياحة أمراً إيجابياً، وتشير إلى تنوع ذو قيمة للحساب الجاري (وفي الواقع الاقتصاد ككل) في المستقبل القريب. التدفقات الخارجة من الحساب المالي عن طريق القطاع الخاص مقلقة إلى حد ما، ولكن من المرجح أن كثيراً منها اتجه نحو أسواق الأسهم الأجنبية، والتي يتوقع أن تواصل توليد تدفقات داخلية من خلال الحساب الجاري. هذا الهدف هو بوضوح ما يسعى إليه صندوق الاستثمارات العامة وغيره من الهيئات الحكومية الأخرى التي تقوم باستثمارات من خلال قنوات استثمارات المحفظة والاستثمار المباشر.

قناة "استثمارات أخرى" في الحساب المالي تعتبر غامضة، مع تدفقات خارجة متذبذبة- وهي في الغالب كبيرة جداً. ويتوقع المرء انحسار مثل تلك التدفقات، مع تضاعف فرص الاستثمار المحلي.

بصفة عامة، يعتبر وضع ميزان المدفوعات مطمئناً. فالتدفقات الخارجة عبر قناة "استثمارات أخرى" لا تشكل تهديداً للوضع الكلي، ومع توقع تحقيق إيرادات السياحة نمواً مضطرباً، فمن المنتظر أن يشهد البنك المركزي تسارعاً في تراكم الاحتياطيات في المدى المتوسط.

إخلاء المسؤولية

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

البيانات الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من وزارة المالية، ووزارة الصناعة، والهيئة العامة للإحصاء، وأوبك، وساما، وتداول، وشركة تومسون رويترز، ووزارة الصناعة، وهافر أنالتيكس، ومنظمة الأغذية والزراعة العالمية (الفاو)، ومن مصادر إحصائية محلية، ما لم تتم الإشارة بخلاف ذلك.

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