جدوى للإستثمار
Jadwa Investment

استمرار نمو الطلب المحلي

- لا يزال الطلب المحلي في المملكة قوياً جداً، مدفوعاً بالازدهار في سوق المشاريع والنمو القوي للاستهلاك. ففي أعقاب تباطؤ نسبي شهده الربع الثالث، بدأ الاقتصاد غير النفطي يستعيد وتيرته للنمو مرة أخرى، ويعود ذلك جزئياً إلى تسارع زيادة إنفاق الحكومة المركزية. ونتوقع أن يبلغ نمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي 5,1 بالمائة هذا العام، و5,2 بالمائة عام 2024 (شكل 1).

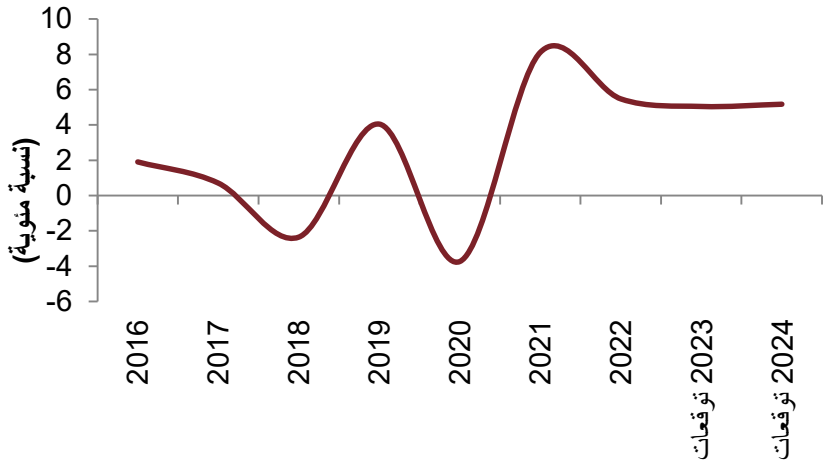
- سيبقى الإنفاق الحكومي قوياً عام 2024، مع اقتراب موعد إنجاز بعض الأهداف المؤقتة لرؤية 2030. نتوقع انتعاشاً صغيراً في أسعار النفط العام القادم، ولكن على أي حال أشارت الحكومة إلى أنها مستعدة لتحمل عجوزات معتدلة في الميزانية خلال الأعوام القليلة القادمة (نرجو الاطلاع على تقريرنا حول *الميزانية السعودية للعام 2024*). كذلك، من المرجح أن يوفر صندوق الاستثمارات العامة وصندوق التنمية الوطني المزيد من رؤوس الأموال للمساعدة في ضمان بقاء أهداف مشاريع رؤية 2030 في المسار الصحيح.

- يتسبب النقص في العمالة (الماهرة وغير الماهرة على حدّ سواء)، وارتفاع تكاليف المواد الخام، وشح السيولة، في تقييد بعض أنشطة المشاريع. سيتم تجاوز الاختناقات في العمالة تدريجياً من خلال رفع الأجور، كما أن انخفاض أسعار الفائدة في عام 2024 سيقود إلى تحسن أوضاع السيولة إلى حدّ ما. مع ذلك، فإن العدد الهائل من المشاريع التي يجري تنفيذها حالياً يعني زيادة المنافسة على مدخلات الإنتاج الشحيحة، واحتمال تجاوز التكاليف الفعلية التكاليف المقدرة لكل مشروع.

- لجأ تحالف أوبك وشركائها إلى تعميق تخفيضاته للإنتاج. الآن يفترض أن ينخفض الإنتاج بإجمالي 2,2 مليون برميل يومياً ابتداءً من يناير 2024، وذلك بناءً على الحصص التي كانت مقررة في يونيو 2023. لكن، هذا الخفض الإجمالي المشار إليه يشمل الخفض الذي تطوعت به المملكة والبالغ 1 مليون برميل يومياً، والذي تم تمديده إلى الربع الأول من عام 2024. وفي الواقع، نعتقد أن هذا الخفض سيتم تمديده مرة أخرى حتى النصف الثاني من عام 2024، مما يعني أن الناتج المحلي الإجمالي النفطي من المرجح أن ينكمش أكثر في عام 2024.

- لقد تعزز الوضع المالي بفضل إضافة توزيعات الأرباح "المرتبطة بالأداء" من أرامكو. هذه الأرباح ستساعد على الحد من عجز الميزانية إلى حوالي 2 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي هذا العام، ثم يتقلص العجز إلى أقل من 1 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي عام 2024.

الشكل 1: يُتوقع أن يشهد الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي في المملكة معدلات نمو قوية



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

جيمس ريف
كبير الاقتصاديين
jreeve@jadwa.com

د. نوف ناصر الشريف
رئيس بإدارة الأبحاث
nalsharif@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 قِبل 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

صدر هذا التقرير في 21 ديسمبر 2023، الساعة 17:00 بتوقيت الرياض

خلفية عن أوضاع الاقتصاد العالمي:

تحسنت الملامح المستقبلية للاقتصاد العالمي، حيث أشار الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى انتهاء دورته لرفع أسعار الفائدة.

تحسنت الملامح المستقبلية للاقتصاد العالمي. في الولايات المتحدة، ارتفعت فرص ما يعرف باسم "الهبوط الناعم"، مع انخفاض تضخم أسعار المستهلك حالياً إلى ما يزيد عن 3 بالمائة بقليل، حتى مع بقاء معدل البطالة قريباً من أدنى مستوياته التاريخية. وقد أشار الاحتياطي الفيدرالي إلى أنه أنهى دورته لرفع أسعار الفائدة، ويحتمل خفض أسعار الفائدة في عام 2024. المنطقة الرئيسية لضعف الاقتصاد العالمي هي الصين، حيث تتصدر المخاوف بشأن الانكماش، وارتفاع البطالة وسط الشباب، وتضرر قطاع العقارات، تفكير المحللين.

نتوقع خفض أسعار الفائدة بنحو 100 نقطة في عام 2024.

ونعتقد أن الاحتياطي الفيدرالي سيخفض أسعار الفائدة ابتداءً من منتصف العام القادم، بنحو 100 نقطة أساس في النصف الثاني، ثم 100 نقطة أساس أخرى في الستة شهور الأولى من عام 2025. سيؤدي هذا الخفض إلى إبقاء سعر الفائدة المستهدف عند 3,5 بالمائة كحد أعلى. ويتوقع أن يحذو "ساما" حذو الاحتياطي الفيدرالي، مما يعني أنه سيتم أيضاً خفض سعر الريبو العكسي إلى 3,5 بالمائة بحلول منتصف عام 2025. هذا الخفض سيمرر إلى أسعار الفائدة بين البنوك السعودية، رغم أنها ستكون متأثرة كذلك بالطلب على الائتمان المحلي، والذي يرجح أن يبقى قوياً جداً.

بقيت أسعار النفط تحت الضغط، في ظل المخاوف بعدم قدرة تحالف أوبك وشركائها على خفض الإنتاج بصورة كبيرة.

في غضون ذلك، تراجعت أسعار النفط أمام ضعف الطلب الأوروبي، والمخاوف بشأن الطلب الصيني المحتمل، والإمدادات القوية من الدول خارج أوبك. كما أن وفرة الخام الخفيف (كخام برنت) في جميع مراكز الطلب الرئيسية تضغط أيضاً على الأسعار. ويشعر متداولو النفط بالقلق من أن إعلان تحالف أوبك وشركائها الأخير عن المزيد من التخفيضات (التي سيتم تطبيقها في يناير) لن يكون ذا أهمية كبيرة، لأن تلك التخفيضات هي "طوعية" وتستند إلى حصص الإنتاج التي تم تخصيصها في يونيو، والتي كانت العديد من الدول تكافح من أجل الوصول إليها.

ونعتقد أن هذه المخاوف مبالغ فيها، وأن الأسعار عام 2024 ستجد الدعم أيضاً من ضعف نمو إنتاج النفط الأمريكي، والتعزيز العام لأسعار السلع الأساسية، في ظل انخفاض أسعار الفائدة.

في الواقع، نعتقد أن تحالف أوبك وشركائها سيبذل كل جهده للسماح بحدوث تشديد كبير في موازين السوق في الربع الأول عام 2024. كذلك، نعتقد أن نمو إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة سيتباطأ بشكل حاد في العام القادم، ومع احتمال تطبيق حوافز صينية إضافية، نعتقد أن أسعار النفط ستلحق بالارتفاع الأوسع في أسعار السلع. كذلك، يبدو الطلب على منتجات النفط – كالبنزين – جيداً، ويتوقع أن يتلقى دعماً إضافياً من التيسير النقدي في الولايات المتحدة. هذا الأمر بدوره سيبقي الطلب على الخامات الثقيلة، كالخام السعودي، قوياً.

بناءً على ما ذكر أعلاه، نعتقد أن أسعار خام برنت ستزداد لتصل إلى متوسط 89 دولاراً للبرميل العام القادم، مرتفعةً من متوسط تقديري عند 84 دولاراً للبرميل في عام 2023. ويتوقع أن يواصل خام التصدير الرئيسي للمملكة التداول بعلاوة فوق سعر خام برنت تتراوح بين 2 إلى 3 دولارات للبرميل. بالنظر إلى عام 2025، نتوقع أن تبقى الأسعار قوية، نظراً للظروف الداعمة للطلب. وينبغي أن تظل أسعار الفائدة في مسار نازل عام 2025، مما يوفر دعماً للنشاط الاقتصادي العالمي. كذلك، يتوقع أن يواصل الإنتاج الأمريكي تباطؤه، وهو ما من شأنه أن يشكل عائقاً أمام نمو الإنتاج من خارج دول أوبك. ويتوقع أن تساعد هذه الاتجاهات العامة على رفع أسعار خام برنت إلى متوسط 90 دولاراً للبرميل. مع ذلك، ستظل التحولات العامة في مجال الطاقة على حالها، مما يشير إلى ضعف أسعار النفط على المدى الطويل.

الأنشطة النفطية:

انخفض إنتاج النفط الخام ومصافي التكرير في المملكة بصورة حادة هذا العام.

بلغ متوسط إنتاج الخام السعودي نحو 9,7 مليون برميل في اليوم خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر، بانخفاض نسبته 8 بالمائة عن متوسط الإنتاج في نفس الفترة من العام الماضي، مع تراجع الإنتاج في الربع الثالث وحده بنسبة 18 بالمائة، على أساس سنوي. في غضون ذلك، تشير أحدث البيانات المتوفرة من مبادرة البيانات المشتركة (جودي)، إلى أن إنتاج المصافي تراجع بحوالي 8 بالمائة، على أساس سنوي، في الفترة من بداية العام وحتى أكتوبر. هذا التراجع جاء أكبر مما توقعنا، وهو مرتبط على ما يبدو بالضعف الاقتصادي في أوروبا، التي تشكل السوق الرئيسي لمنتجات النفط السعودية. هذا الأمر قادنا إلى خفض تقديراتنا بشأن التغير في الناتج المحلي الإجمالي للأنشطة النفطية، إلى -8,3 بالمائة هذا العام، مقارنة بـ-7,5 بالمائة، حسب تقديراتنا السابقة (شكل 2).

بالنظر إلى عام 2024، الآن يتوقع أن يتراجع الإنتاج مرة أخرى. نعتقد أنه سيتم تمديد الخفض في إنتاج المملكة ليشمل كامل النصف الأول 2024، مما يعني أن متوسط الإنتاج سيبلغ على الأرجح 9,4 مليون برميل في اليوم، والذي سيكون أقل بنسبة 2 بالمائة عن مستوى الإنتاج عام 2023 (كان إنتاج الربع الأول 2023 مرتفعاً نسبياً). وليس هناك سبب للاعتقاد بأن الطلب على المنتجات السعودية سيرتفع بشكل ملموس العام القادم، نظراً لضعف الاقتصاد الأوروبي، والقيود على القدرات في الصين. ويعني ذلك أن الناتج المحلي الإجمالي للأنشطة النفطية سيشهد مزيداً من الانخفاض، ولكنه سيكون أقل بكثير من انكماش هذا العام، عند - 1,8 بالمائة. علاوة على ذلك، سينتعش إنتاج الخام قليلاً في النصف الثاني لعام 2024 ليصل إلى 10,3 مليون برميل في اليوم بنهاية العام، مع تحقيق مكاسب خلال عام 2025 ككل تصل إلى 10 بالمائة، نتيجة لانتعاش النشاط الاقتصادي العالمي.

من المرجح حدوث المزيد من الانخفاض في إنتاج الخام عام 2024، نتيجة لتمديد خفض المملكة لإنتاجها.

الأنشطة غير النفطية:

رغم انخفاض أسعار النفط وارتفاع أسعار الفائدة، سجل الاقتصاد السعودي غير النفطي أداءً جيداً من بداية العام وحتى الربع الثالث، حيث تشير تقديرات أولية حديثة نشرتها الهيئة العامة للإحصاء، إلى نمو إنتاج "الأنشطة غير النفطية" بمتوسط 4,7 بالمائة، على أساس سنوي. وجاء هذا الأداء رغم التراجع الكبير في النشاط خلال الربع الثالث، عندما انخفض المعدل، على أساس سنوي، إلى 3,5 بالمائة. ويظهر ذلك أيضاً في مؤشرنا "مؤشر جدوى المركب للقطاع الخاص غير النفطي" (شكل 3).

تراجع نمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي في الربع الثالث، لكنه سيتسارع مرة أخرى في الربع الرابع، مع زيادة الإنفاق الحكومي. نتوقع أن ينمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي الفعلي بنسبة 5,1 بالمائة هذا العام.

علاوة على ذلك، أظهرت بيانات الهيئة العامة للإحصاء تعديلاً كبيراً في نمو الناتج المحلي الإجمالي للأنشطة غير النفطية في الربع الثاني، حيث خفضته إلى 5,3 بالمائة، مقابل 6,1 بالمائة، حسب تقديراتها السابقة. ورغم أننا نتوقع انتعاش النمو مرة أخرى في الربع الرابع- تماشياً مع ما هو معتاد من زيادة الإنفاق الحكومي في هذه الفترة- لكن تعديلنا لتقديرات النمو في الربع الثاني (والبيانات التاريخية)، والضعف النسبي لنتائج الربع الثالث، قادنا إلى خفض تقديراتنا الإجمالية لنمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي هذا العام إلى 5,1 بالمائة، من 5,9 بالمائة، وفقاً لتقديراتنا السابقة.

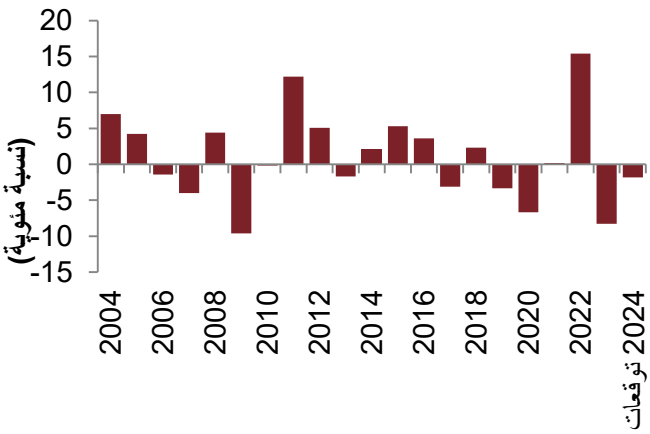
بالنظر إلى عام 2024، سيتم تعزيز النشاط المحلي من خلال تسريع تنفيذ مشاريع رؤية 2030، حيث بدأت تلوح في الأفق المواعيد النهائية لبرامج تحقيق الرؤية المؤقتة المحدد لها عام 2025. وهناك ظروف مواتية إضافية ستأتي من استضافة المملكة لمعرض إكسبو 2030. ومن الطبيعي أن يكون قطاع التشييد هو المستفيد الرئيسي من زخم تنفيذ المشاريع العملاقة. وفي مقابل ذلك، سيبقى بناء المساكن عائقاً، في ظل عدم رغبة المطورين العقاريين المضي قدماً في بيئة تتسم بضعف الطلب. ويتوقع أن يبدأ هذا الوضع في التغيير، مع انخفاض أسعار الفائدة في النصف الثاني من عام 2024.

ينبغي أن يتسارع نمو الاستثمار في عام 2024، نظراً لدفع الأنشطة من أجل تحقيق الأهداف المؤقتة لمشاريع رؤية 2030.

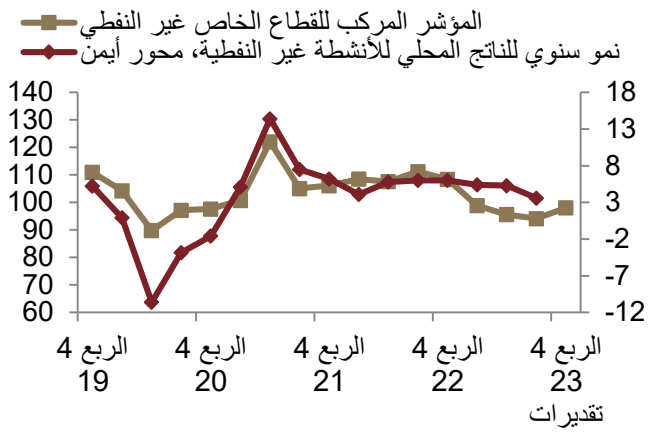
الجانب السلبي لمثل هذا السوق القوي للمشاريع العملاقة هو ارتفاع ضغوط التكلفة. وتتجلى هذه الضغوط بشكل واضح في ارتفاع الأجور وزيادة تكاليف حديد التسليح والنحاس. وينبغي أن يستجيب العرض لإشارات الأجور والأسعار، ولكن يبدو أن تجاوز تكاليف المشروع أمر محتوم.

ارتفاع الأجور وغيرها من تكاليف المدخلات يعني أن تجاوز تكاليف المشاريع يعتبر أمر لا مفر منه تقريباً.

الشكل 2: الناتج المحلي الإجمالي النفطي يُتوقع أن يشهد تراجعاً طفيفاً عام 2024 (على أساس المقارنة السنوية)



الشكل 3: نمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي سيتسارع في الربع الرابع عام 2023 بفضل ارتفاع الإنفاق الحكومي



من شأن الانخفاض المتوقع في أسعار الفائدة في النصف الثاني لعام 2024، أن يعطي دفعة للطلب على المساكن.

رغم أن تشييد المشاريع العملاقة سيستحوذ على معظم الاهتمام، لكن النشاط غير النفطي سيجد الدعم من المزيد من التوسع في قطاع تجارة الجملة والتجزئة، الذي شهد نمواً مذهلاً خلال السنوات القليلة الماضية. نما هذا القطاع بنسبة فعلية بلغت 6,9 بالمائة في الشهور التسعة من بداية العام وحتى سبتمبر، مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي. ونتوقع أن يشهد الإنفاق الاستهلاكي معدلات نمو أعلى في النصف الثاني من عام 2024، بناءً على توقعاتنا بانخفاض أسعار الفائدة (واستمرار انضمام الإناث إلى القوى العاملة). وستشجع أسعار الفائدة المنخفضة على التحول مرة أخرى إلى شراء المنازل (بدلاً عن الإيجارات)، والإنفاق على السلع ذات الصلة بالمنازل، مثل "الأثاث" و"الإلكترونيات" و"مواد البناء". وفي جانب العرض، نتوقع أن يتواصل زيادة الفنادق والمطاعم وخيارات الترفيه، لتلبية احتياجات السعوديين وتدفق أعداد كبيرة أخرى من الحجاج والمعتمرين من الخارج (شكل 4).

الوضع المالي للحكومة المركزية يتجه إلى المزيد من الإنفاق، وسيكون هناك انتعاش في الاستثمار المحلي من صندوق الاستثمارات العامة وصندوق التنمية الوطني. ويشير ذلك، إلى توقع نمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي بنسبة 5,2 بالمائة على الأقل في العام المقبل.

وفي جانب آخر، ينتظر أن يحقق قطاع الصناعة غير النفطية بعض الانتعاش عام 2024. لقد تضرر هذا القطاع بسبب ضعف الطلب الصيني على البتروكيماويات (شكل 5). والأمر الأكثر إيجابية، يرجح زيادة قدرات قطاع الصناعات غير النفطية التي تركز على السوق المحلي في العام القادم.

كذلك، سيظل الوضع المالي للحكومة المركزية داعماً. فموازنة العام 2024، تشير إلى أن الحكومة الآن مستعدة لتحمل عجوزات معتدلة في الميزانية في سبيل دعم برامج رؤية 2030، كما يرجح أن يكون رأس المال في صندوق الاستثمارات العامة وصندوق التنمية الوطني مركزاً بشكل متزايد على السعودية. وهكذا، نتوقع أن يصل نمو الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي إلى 5,2 بالمائة عام 2024، مع مزيد من التسارع عام 2025، بفضل تكثيف الجهود لتلبية خطط برامج تحقيق الرؤية.

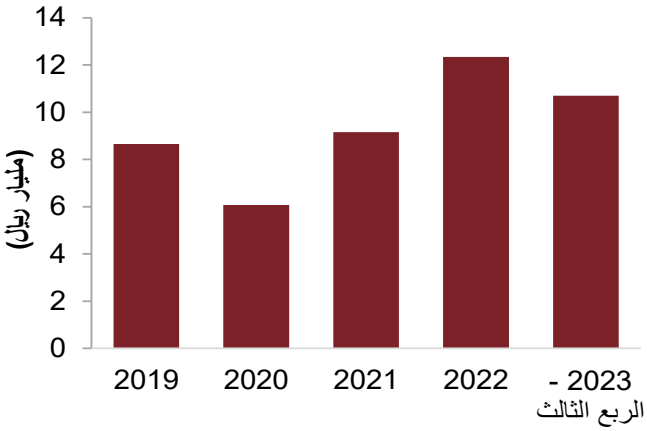
الميزانية العامة:

الوضع المالي للحكومة المركزية يمكن التحكم فيه، ومن المرجح أن يظل كذلك في عام 2024، وذلك من خلال ارتفاع عائدات الضرائب، والمكاسب المعتدلة في دخل النفط، مما يدعم إجمالي الإيرادات. كذلك، تحسنت التوقعات بصورة كبيرة نتيجة لالتزام أرامكو بدفع توزيعات أرباح "مرتبطة بالأداء"، والتي تقدر قيمتها بنحو 150 مليار ريال العام القادم.

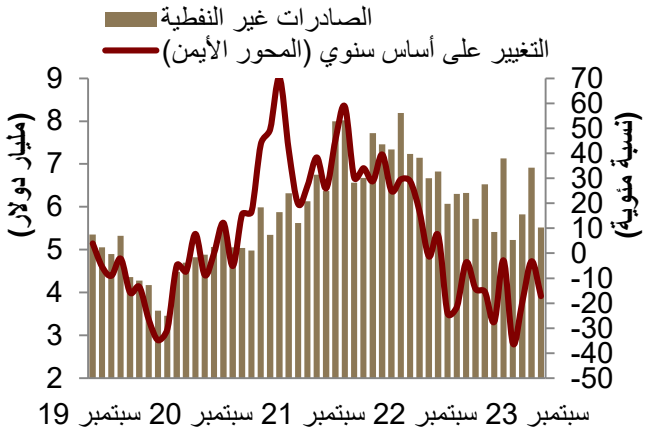
تلقت الإيرادات النفطية للحكومة دعماً كبيراً من التزام أرامكو بتوزيع أرباح "مرتبطة بالأداء". تبلغ قيمة تلك الأرباح التي ستدفع إلى الحكومة هذا العام 75 مليار ريال، ويتوقع أن تتضاعف قيمتها في عام 2024.

انخفضت الإيرادات النفطية بنسبة 24 بالمائة، على أساس سنوي، في الشهور التسعة المنتهية في سبتمبر، متأثرة بضعف الأسعار وتخفيضات الإنتاج. كانت الأسعار متذبذبة في الربع الرابع، لكن من غير المرجح أن تتخطى الربع الثالث من حيث المتوسط. وبما أن الإنتاج سيكون دون تغيير كبير، فالإيرادات النفطية ستبقى على الأرجح ثابتة، على أساس المقارنة الربعية. ولكن، مع تضمين الأرباح الخاصة (التي تبلغ قيمتها 75 مليار ريال هذا العام)، فإن الإيرادات النفطية ستصل إلى 731 مليار ريال. بالنسبة لعام 2024، يتوقع أن يتعادل الانخفاض الطفيف في متوسط الإنتاج مع ارتفاع الأسعار، ولكن تضمين الأرباح الخاصة للعام بأكمله سيدفع بعائدات النفط إلى 792 مليار ريال.

الشكل 4: الإنفاق في قطاع "الفنادق" يعتبر قوياً
(عمليات نقاط البيع)



الشكل 5: الصادرات غير النفطية تواجه صعوبات



واصلت الإيرادات غير النفطية ارتفاعها، تماشياً مع زيادة العائدات من ضريبة القيمة المضافة والضرائب الأخرى.

ارتفعت الإيرادات غير النفطية بنسبة 22 بالمائة، على أساس سنوي، خلال الفترة من بداية العام وحتى الربع الثالث 2023. وقد حققت جميع الشرائح المنضوية تحت الإيرادات غير النفطية زيادات، ولكن الريادة كانت لشريحة ضريبة القيمة المضافة التي زادت بنسبة 18 بالمائة. سيتواصل هذا المسار الصاعد في عام 2024، بافتراض المزيد من النمو في عائدات السياحة وعروض قطاع تجارة التجزئة. ومن المتوقع أيضاً تحقيق مكاسب إضافية من الضرائب المفروضة على الشركات الأجنبية، مع دخول برنامج "جذب المقرات الإقليمية للشركات العالمية" حيز التنفيذ.

ارتفعت المصروفات الحكومية بنسبة 12 بالمائة خلال الشهور التسعة الأولى من عام 2023، على أساس سنوي.

زادت المصروفات الحكومية بنسبة 12 بالمائة، على أساس سنوي، من بداية العام وحتى الربع الثالث 2023، مدعومة بارتفاع نسبته 21 بالمائة في الإنفاق الرأسمالي، نتيجة لاستمرار الحكومة المركزية في تنفيذ عدد من مشاريع البنية التحتية. هذه الدفعة كانت هي السبب الرئيسي وراء ارتفاع "استخدام السلع والخدمات" (أي: المشتريات) بنسبة كبيرة بلغت 25 بالمائة. ويبقى المكون الرئيسي في الإنفاق الجاري هو "مكافآت العاملين" (44 بالمائة من إجمالي الإنفاق)، التي ارتفعت بنسبة 5 بالمائة، مدعومة على الأرجح بالحاجة إلى توظيف عمالة ماهرة في سوق ضيقة.

يرجح أن يبقى الإنفاق ثابتاً، في ظل زيادة تكاليف المشاريع (من بين أشياء أخرى). ولكن عجز الموازنة سيتقلص بفضل مدفوعات أرامكو من الأرباح الخاصة لمدة عام كامل.

بلغ عجز الميزانية للمملكة للفترة من بداية العام وحتى الربع الثالث 2023 نحو 43,9 مليار ريال. وكانت وزارة المالية قد أشارت مؤخراً إلى أن العجز يتوقع أن يصل إلى 82 مليار ريال (2 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2023 ككل. هذا العجز يعتبر معقولاً لأنه يعني ارتفاعاً كبيراً في الإنفاق في الربع الرابع، وهو ما يتماشى مع الاتجاهات التاريخية.

وتشير موازنة الحكومة إلى أن الإنفاق سينخفض قليلاً عام 2024. لكن نحن نشك في حدوث ذلك الانخفاض، ونتوقع بدلاً عن ذلك ارتفاعاً بنسبة 4 بالمائة في الإنفاق، مع احتمال كبير بأن يرتفع أكثر من ذلك، نظراً لاقتراب موعد إنجاز العديد من المشاريع، وارتفاع التكاليف. مع ذلك، فإن دفع أرامكو للأرباح "المرتبطة بالأداء" للعام ككل ستعزز الوضع المالي العام، مما يسمح بعجز قدره 0,6 بالمائة فقط من الناتج المحلي الإجمالي.

<u>الحساب الجاري:</u>

لم يطرأ تغيير أساسي على توقعاتنا للحساب الجاري. نتوقع تحقيق فائض بنحو 2,9 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2023، مدعوماً بالفائض التجاري المعتاد والأداء القوي من تدفقات السياحة.

ساعد ارتفاع العائدات من السياحة على موازنة التراجع في الصادرات غير النفطية.

لم يكن الطلب على الواردات قوياً تماماً كما كنا نتوقع في وقت سابق، لذا قمنا بتخفيض توقعاتنا للإنفاق للعام بأكمله (ومع ذلك سيظل النمو كنسبة مئوية برقم من خانتين). لكن عائدات الصادرات ستكون أيضاً أقل بعض الشيء مما كنا نتوقع، في ظل ضعف أسعار النفط، ونظراً للأداء الضعيف لصادرات البتروكيماويات إلى الصين. تحقق بعض التعويض نتيجة لأن التدفقات الخارجة عن طريق تحويلات العاملين جاءت أقل مما كان متوقعاً، ويعود ذلك الانخفاض على ما يبدو إلى جاذبية أسعار الفائدة المرتفعة على الودائع الادخارية في المملكة. وكان التطور الأخير الأكثر إثارة للانتباه هو التدفقات الداخلة من خلال السياحة، والتي ارتفعت بنسبة 120 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الثاني، ويتوقع أن ترتفع بأكثر من الضعف للعام ككل.

نتوقع عاماً آخرا من النمو القوي للواردات خلال عام 2024 (السلع الرأسمالية والاستهلاكية على حدّ سواء). ومع ثبات عائدات النفط، فإن الفائض التجاري يتوقع أن يتراجع إلى حوالي 62 مليار دولار ، منخفضاً من 91 مليار دولار في عام 2023، و221 مليار دولار عام 2022. وهذا الفائض سيكون أصغر فائض تجاري منذ عام 2020.

يرجح أن يسجل العام القادم أصغر فائض تجاري منذ عام 2020. ولكن، الإيرادات غير المنظورة ستكون كافية لإبقاء الحساب الجاري في خانة الفائض.

ربما يتأثر نمو التدفقات من السياحة بدرجة طفيفة، بسبب تأثير التوترات السياسية الإقليمية المتزايدة، لكن من المرجح ألا تتأثر مجموعة الحجاج والمعتمرين الأساسية. ربما يؤدي بعض التراجع في أسعار الفائدة على الودائع الادخارية، إلى ارتفاع تدفقات تحويلات العاملين إلى الخارج مرة أخرى في النصف الثاني. بناءً على جميع ما تقدم، يمكن تحقيق فائض في الحساب الجاري يعادل 1,4 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي.

تراجع نمو الودائع إلى أقل من 10 بالمائة، على أساس سنوي، فقامت البنوك بإبطاء وتيرة الإقراض إلى القطاع الخاص وفقاً لذلك.

أسعار الفائدة، والسيولة، والائتمان:

تحرك نمو عرض النقود والإقراض جنباً إلى جنب في الشهور الأخيرة. تعتبر معدلات النمو كنسبة مئوية قوية قياساً بالمستويات التاريخية، وحسب معايير الدول النظيرة، لكنها الآن أقل من رقم من خانتين (على أساس سنوي)، وحالياً يكافح المعروض من القروض الائتمانية من أجل مواكبة طلبات القروض المتصلة بالمشاريع.

نما عرض النقود الشامل (ن3) بنحو 9 بالمائة تقريباً، على أساس سنوي، في أكتوبر. ويعود هذا الارتفاع إلى زيادة مذهلة في الودائع الزمنية والادخارية بلغت نسبتها 39 بالمائة – مدفوعة بمعدلات ادخار مرتفعة تاريخياً. ومع ذلك، كان الجانب الآخر هو انخفاض في الودائع تحت الطلب بنسبة 1,4 بالمائة. بناءً على ذلك، انخفضت حصة الودائع تحت الطلب في عرض النقود الشامل (ن3) من 60 بالمائة في عام 2022 إلى 49 بالمائة في أكتوبر. وبالإضافة إلى ارتفاع معدلات الادخار، فإن تزايد فرص الإنفاق يضغط على الودائع تحت الطلب.

تباطأت القروض إلى قطاع الإسكان بصورة ملحوظة، تماشياً مع ارتفاع أسعار قروض الرهن العقاري. هذه الأسعار يتوقع أن تبدأ الانخفاض العام القادم.

وفيما يتعلق بالأصول، تراجعت وتيرة نمو القروض المقدمة إلى القطاع الخاص إلى 9,3 بالمائة، على أساس سنوي، في أكتوبر- وتعتبر هذه النسبة هي الأدنى منذ عام 2020. وتحرص البنوك على ضمان عدم تجاوز نمو القروض نمو الودائع، رغم أن ارتفاع أسعار الفائدة قد أثّر كذلك على الطلب. وبطريقة مماثلة، يتخذ نمو القروض المقدمة إلى القطاع العام مساراً هابطاً (20 بالمائة، على أساس سنوي، في أكتوبر، مقارنة بـ 67 بالمائة، قبل عام). ومع ذلك، لا تزال القروض إلى القطاع العام تمثل 5 بالمائة فقط من إجمالي القروض البنكية (شكل 6).

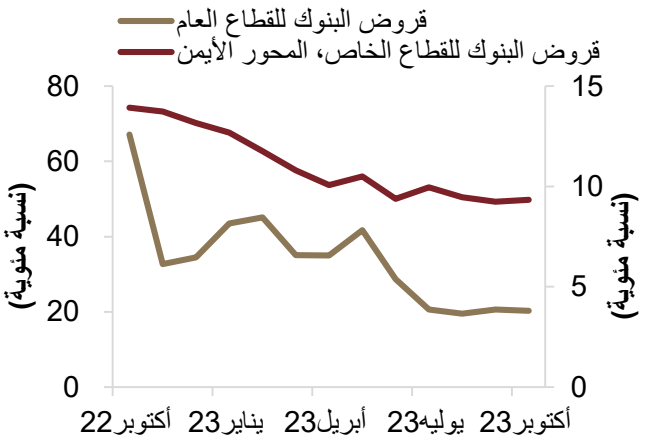
يواصل نمو صافي القروض الجديدة إلى القطاع الخاص تباينه الحاد بين القطاعات. شهد قطاع "التطوير العقاري" تراجعاً في معدلات نمو القروض المقدمة إليه، حيث أدى ارتفاع أسعار الفائدة إلى تقليص الطلب على قروض الرهن العقاري، مما تسبب في تراجع الطلب على أعمال البناء. القروض المقدمة إلى قطاع "التشييد" ككل كانت ثابتة، نظراً إلى تكثيف العمل في المشاريع العملاقة (على الرغم من أن الطلب على قروض المشاريع بدأ يفوق العرض). واصلت القروض إلى قطاع "تجارة الجملة والتجزئة" نموها بقوة، في ظل الظروف الهيكلية المواتية.

بالنظر إلى المستقبل، من المرجح أن يبقى هذا المسار المتراجع لنمو القروض المصرفية إلى القطاع الخاص على حاله في النصف الأول من عام 2024، وذلك لأننا حالياً نتوقع عدم خفض أسعار الفائدة لدى "ساما" حتى النصف الثاني. من النصف الثاني فصاعداً، نتوقع انتعاش نشاط الرهون العقارية وكذلك انتعاش مشتريات المنتجات والخدمات المتصلة بالمنازل. وإجمالاً، يتوقع أن تؤدي البيئة المتغيرة لأسعار الفائدة في العام القادم، إلى بعض التحول من الودائع الزمنية والادخارية إلى الودائع تحت الطلب.

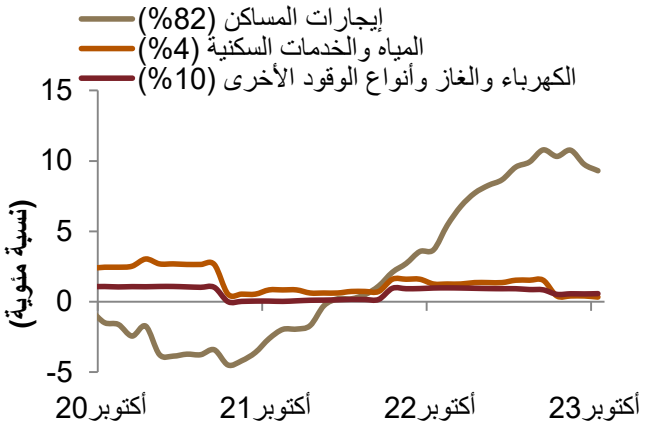
التضخم:

ظل نمو مؤشر أسعار المستهلك متراجعاً منذ يونيو، حيث انخفض التضخم، على أساس سنوي، إلى 1,7 بالمائة فقط في نوفمبر. وكانت منطقة الضعف الرئيسية هي "الأغذية والمشروبات"، التي انزلق نمو أسعارها إلى الخانة

الشكل 6: القروض المصرفية إلى القطاعين العام والخاص
(التغير على أساس سنوي)



الشكل 7: يرجح أن تكون إيجارات المساكن قد بلغت ذروتها في الأشهر الأخيرة (التغير على أساس سنوي)



شهد نمو أسعار المستهلك تباطؤً، ويرجح أن يبقى هذا الاتجاه على حاله العام القادم، مع مواصلة أسعار الأغذية تراجعها.

السلبية لأول مرة في سبتمبر قبل أن تعود وترتفع قليلاً في أكتوبر. كذلك، شهدت فئة "النقل" ضعفاً في الأسعار. وجاء ضغط ارتفاع الأسعار في مؤشر أسعار المستهلك من فئة "السكن والمرافق"، حيث لا تزال الفئة الفرعية "إيجارات المساكن" تسجل زيادات كبيرة وسط طلب مرتفع. وجاءت تلك الزيادة، على الرغم من البيانات الأخيرة التي تظهر أن الأسعار قد بلغت ذروتها على الأرجح (شكل 7). ويعد الطلب القوي على الإيجارات نتيجة ثانوية لارتفاع أسعار قروض الرهن العقاري، حيث يختار العديد من السعوديين الاستئجار بدلاً عن الشراء، في الوقت الحالي على الأقل.

في عام 2024، يتوقع أن تشهد أسعار "الأغذية والمشروبات" المزيد من التراجع، تماشياً مع الاتجاهات العالمية. مقابل ذلك، يرجح أن يبقى سوق الإيجارات محكماً في النصف الأول من عام 2024، في ظل أسعار الفائدة المرتفعة والتدفق المستمر للأجانب. وينبغي أن يبدأ نمو أسعار الإيجارات في التراجع في النصف الثاني، مع انخفاض أسعار الفائدة وانتعاش مشتريات المنازل مرة أخرى. مع ذلك، يرجح أن يبقى الطلب على الاستئجار في المملكة قوياً، نظراً للمستويات القوية المتوقعة لنمو القطاع غير النفطي خلال السنوات القادمة.

لكن الطلب المحلي على امتلاك المساكن سيبقى قوياً، ويتوقع أن تشهد الفئات ذات الصلة بهذا القطاع نمواً في النصف الثاني من عام 2024.

من المفترض أن يؤدي انتعاش الطلب على ملكية المساكن في النصف الثاني من عام 2024، إلى خلق آثار إيجابية على القطاعات ذات الصلة مثل "الأثاث" و"الإلكترونيات" و"مواد البناء"، والتي بقي نموها مقيداً بسبب ضعف الطلب على المساكن (شكل 8). وفي الوقت نفسه، نتوقع أن تشهد قطاعات مثل "النقل" و"الفنادق والمطاعم" زيادة في الطلب، مع توسع العروض السياحية وتنوعها.

آخذين في الاعتبار جميع العوامل المشار إليها أعلاه، خفضنا توقعاتنا للتضخم للعام 2023 من 2,6 بالمائة إلى 2,3 بالمائة. فيما يتعلق بعام 2024، الآن نتوقع نمواً للأسعار بمتوسط 2 بالمائة فقط، مقارنة بـ 2,2 بالمائة، حسب تقديراتنا السابقة (شكل 9).

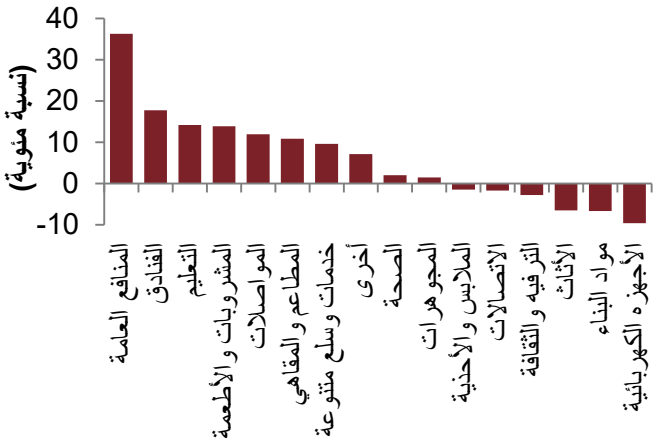
المخاطر على توقعاتنا:

تتركز المخاطر في المدى القريب على توقعاتنا المذكورة آنفاً على أسعار النفط، والتي قد تتعرض لضغوط متجددة، في حال انزلاق الاقتصاد الأمريكي إلى خانة الركود.

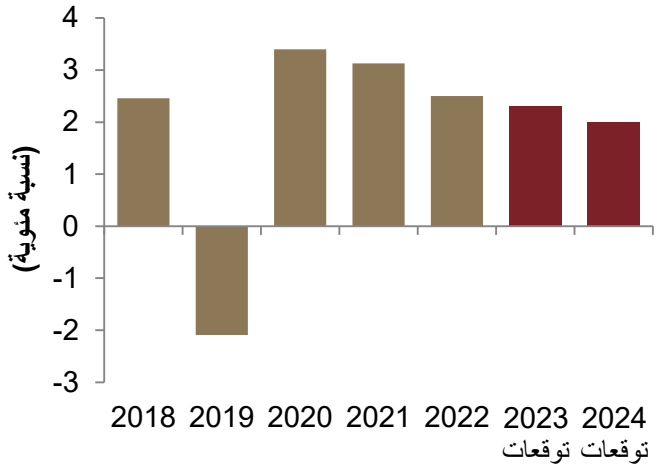
تتركز المخاطر في المدى القريب على توقعاتنا الاقتصادية المذكورة آنفاً، حول حدوث أي تراجع حاد ومستمر في أسعار النفط. كان على الاقتصاد الأمريكي أن يتحمل درجة غير مسبوقة تقريباً من التشديد المالي خلال العام الماضي أو نحو ذلك، وهذا الأمر ربما يدفعه إلى الركود . وبما أن منطقة اليورو هي الأخرى تعاني، فإن أي ركود أمريكي ربما تكون له تداعيات خطيرة على أسعار النفط، حتى مع تطبيق تحالف أوبك وشركائها المزيد من تخفيضات الانتاج.

مع ذلك، نعتقد أن الاقتصاد السعودي في وضع جيد يتيح له التعامل مع أي فترة تشهد تراجعاً في أسعار النفط، نظراً لما تتمتع به الحكومة المركزية من "مساحة كبيرة" للاقتراض، إلى جانب قوة الميزانيات العمومية لصندوق الاستثمارات العامة وصندوق التنمية الوطني. كذلك، نلاحظ من البيان التمهيدي لميزانية 2024، استعداد وزارة

الشكل 8: عمليات نقاط البيع في أكتوبر
(التغير على أساس سنوي)



الشكل 9: التوقعات بشأن التضخم



المالية لتحمل عجز مالي معتدل، مما يشير إلى أن الإنفاق الرأسمالي لن يتوقف في حالة حدوث تصحيح لأسعار النفط.

أما المخاطر على المدى المتوسط فهي تتصل بالتمويل. فالقطاع المصرفي حالياً قريب من الحدود المسموح له تقديمها إلى القطاع الخاص (باستثناء إصدار سندات إضافية)، كما أن التدفقات القادمة من المحافظ الأجنبية والاستثمار المباشر لا تزال منخفضة. ولكن، مرة أخرى، فإنما يخفف من هذه المخاطر معايير الدين المريحة التي تتمتع بها الديون السيادية و(شبه السيادية). ومن المحتمل أن ترتفع الشهية لاستغلال هذه الميزة، مع بدء انخفاض أسعار الفائدة في السوق.

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 الواردة في هذا التقرير تم الحصول عليها من وزارة المالية، ووزارة الصناعة والموارد المعدنية، والهيئة العامة للإحصاء، وأوبك، وساما، وتداول، وشركة تومسون رويترز، وداتا-ستريم، وهافر أنالاتيكس، ومنظمة الزراعة والأغذية العالمية (الفاو)، ومن مصادر إحصائية محلية، ما لم تتم الإشارة لخلاف ذلك.

لقد بذلت شركة جدوى للإستثمار جهدا كبيرا للتحقق من أن محتويات هذه الوثيقة تتسم بالدقة في كافة الأوقات. حيث لا تقدم جدوى أية ضمانات أو إدعاءات 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.

البيانات الأساسية

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 تقديرات	2024 توقعات
الناتج الإجمالي الاسمي								
(مليار ريال سعودي)	2,681	3,175	3,145	2,754	3,257	4,156	3,852	4,032
(مليار دولار أمريكي)	715	847	839	734	869	1,108	1,027	1,075
(معدل التغير السنوي)	7.4	18.4	-0.9	-12.4	18.3	27.6	-7.3	4.7
الناتج الإجمالي الفعلي (التغير كنسبة مئوية)								
الأنشطة النفطية	-3.1	2.3	-3.3	-6.7	0.2	15.4	-8.3	-1.8
الأنشطة غير النفطية	3.0	-2.4	4.1	-3.7	8.1	5.5	5.1	5.2
الأنشطة الحكومية	0.3	3.9	1.7	-0.6	1.1	4.6	2.8	2.7
معدل التغير الكلي	-0.1	2.8	0.8	-4.3	4.3	8.7	-0.5	2.3
المؤشرات النفطية (متوسط)								
خام برنت (دولار/برميل)	54	71	66	42	71	104	84	89
الإنتاج (مليون برميل/يوم)	10.0	10.3	9.8	9.2	9.1	10.6	9.6	9.4
مؤشرات الميزانية العامة (مليار ريال سعودي)								
إيرادات الدولة	692	906	926	782	965	1,268	1200	1301
مصروفات الدولة	930	1,079	1,059	1,076	1,039	1,164	1275	1326
الفائض/العجز المالي	-238	-173	-133	-294	-74	104	-75	-26
(كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)	-8.9	-5.5	-4.2	-10.7	-2.3	2.5	-2.0	-0.6
الدين العام المحلي	443	560	678	854	938	990	1024	1103
(كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)	16.5	17.6	21.6	31.0	28.8	23.8	26.6	27.4
المؤشرات النقدية								
التضخم (متوسط معدل التغير السنوي)	-0.8	2.5	-2.1	3.4	3.1	2.5	2.3	2.0
سعر الريبو العكسي لـ "ساما" (نسبة مئوية نهاية العام)	1.50	2.50	1.75	0.50	0.50	4.50	5.50	4.50
مؤشرات التجارة الخارجية (مليار دولار)								
عائد صادرات النفط	170	232	200	119	202	327	244	245
عائد الصادرات الإجمالي	222	294	262	174	276	411	308	310
الواردات	135	137	153	138	153	190	217	248
الميزان التجاري	87	157	108	36	123	221	91	62
ميزان الحساب الجاري	10	72	38	-23	44	151	30	15
(كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)	1.5	8.5	4.6	-3.1	5.1	13.6	2.9	1.4
الاحتياطي الرسمي من الموجودات الأجنبية	496	497	500	454	455	460	441	456
المؤشرات الاجتماعية والسكانية								
تعداد السكان (مليون نسمة)	31.0	30.2	30.1	31.6	30.8	32.2	32.9	33.7
معدل بطالة السعوديين (فوق سن 15، نسبة مئوية)	12.8	12.7	12.0	12.6	11.0	8.0	7.8	7.6
متوسط دخل الفرد (دولار أمريكي)	23,081	28,036	27,893	23,271	28,215	34,441	31,219	31,955

المصدر: توقعات شركة جدوى للأعوام 2023 و 2024. الهيئة العامة للإحصاء لأرقام الناتج الإجمالي ومؤشرات التجارة الخارجية والمؤشرات السكانية. البنك المركزي السعودي للمؤشرات النقدية. وزارة المالية لمؤشرات الميزانية.