



أسعار النفط ستبقى منخفضة لفترة طويلة

ملخص

- التراجع الحالي في أسعار النفط يتوقع أن يتواصل طيلة عام 2016، نتيجة لوفرة الخام بطريقة متواصلة. وسيشكّل احتدام المنافسة بين أعضاء أوبك، السبب الرئيسي وراء استمرار تخمة المعروض في الأسواق العالمية.
- حتى لو بدأت الإمدادات من الدول خارج أوبك تتباطأ خلال عام 2016، فإن الإمدادات الإضافية المتوقع قدومها من إيران، بعد رفع العقوبات عنها، ستجعل أسواق النفط العالمية تنظر إلى الطلب باعتباره الأمل الوحيد لانتعاش الأسعار. ولكن خفض صندوق النقد الدولي مؤخراً لتوقعاته بشأن النمو الاقتصادي، يرجح ضعف النمو السنوي في الطلب على النفط.
- نتوقع ارتفاع إنتاج أوبك بنحو 500 ألف برميل يومياً إضافية بحلول الربع الأخير من عام 2016، على أساس المقارنة السنوية، وسيأتي معظم ذلك الارتفاع من زيادة الإمدادات الإيرانية.
- وبما أن المملكة العربية السعودية تعتبر الدولة المنتجة الرئيسية الوحيدة التي تمتلك طاقة إنتاجية احتياطية، فستظل قادرة على منع أي محاولات للتعدي على حصتها السوقية.
- في ظل ضعف نمو الطلب العالمي على النفط، مقروناً بتخمة الإمدادات في السوق، إضافة إلى استمرار بناء مخزونات الخام التجارية في عدد من دول العالم، فقد قمنا بتعديل تقديراتنا لمتوسط أسعار خام برنت لعام 2016 ككل بخفضها إلى 33 دولاراً للبرميل من 47 دولاراً للبرميل، حسب تقديراتنا السابقة، وكذلك خفض تقديراتنا للأسعار عام 2017 إلى 44 دولاراً للبرميل من 58 دولاراً للبرميل، حسب تقديراتنا السابقة كذلك.
- بناءً على تعديلات تقديراتنا لأسعار النفط، عدلنا توقعاتنا بشأن الميزانية العامة والميزان التجاري والإنفاق الإجمالي في المملكة للعام 2016.

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي

كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث  
faturki@jadwa.com

أسد خان

اقتصادي أول

rkhan@jadwa.com

راكان آل الشيخ

محلل أبحاث

raisheikh@jadwa.com

الإدارة العامة:

الهاتف +966 11 279-1111

الفاكس +966 11 279-1571

صندوق البريد 60677، الرياض 11555

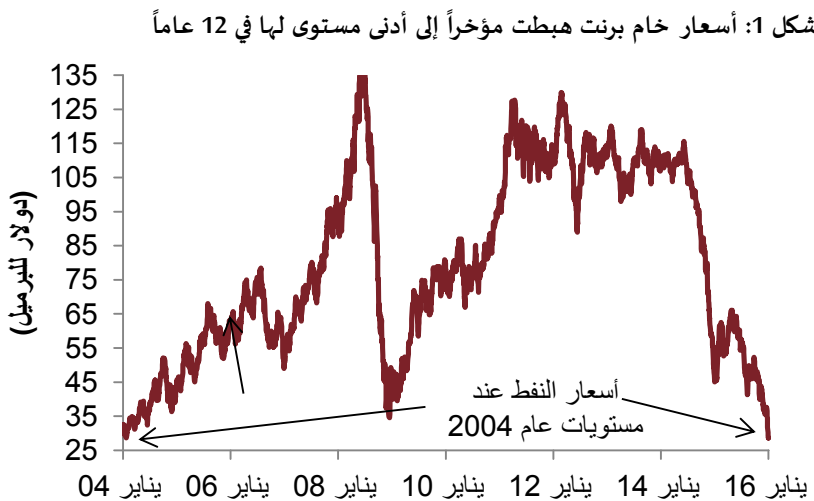
المملكة العربية السعودية

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>





## طلب ضعيف على النفط

تأثرت أسعار النفط في الربع الأخير من عام 2015 باستمرار الشكوك إزاء نمو الاقتصاد الصيني، وتخلي منظمة أوبك عن نظام إلزام الأعضاء بحصص محددة للإنتاج في اجتماعها في ديسمبر 2015، والتوقعات بتعزيز قيمة الدولار، إضافة إلى ترقب دخول كميات نفط إضافية من إيران إلى سوق هو في الأصل يعاني من تخمة الإمدادات. هبطت أسعار خام برنت إلى 43 دولاراً للبرميل كمتوسط في الربع الأخير من عام 2015، مقارنة بمتوسط سعر عند 50 دولاراً للبرميل في الربع الثالث من نفس العام (شكل 1)، وتواصل المسار التزولي في مطلع عام 2016. وتوقع أن تستمر الضغوط على أسعار النفط معظم عام 2016، نتيجة لتواصل وفرة إمدادات الخام في السوق العالمية، وستظل المنافسة بين أعضاء أوبك تشكل السبب الرئيسي وراء تخمة السوق بالمعرض. وحتى لو بدأت الإمدادات من الدول خارج أوبك تتباطأ خلال عام 2016، فإن الإمدادات الإضافية المتوقعة من إيران ستجعل أسواق النفط العالمية تنظر إلى زيادة الطلب باعتباره الأمل الوحيد لانتعاش الأسعار. ولكن، يشير خفض صندوق النقد الدولي مؤخراً لتوقعاته بشأن نمو الاقتصاد العالمي، إلى أن النمو السنوي للطلب على النفط سيكون ضعيفاً (شكل 2).

في الولايات المتحدة، (التي يمثل الطلب فيها نسبة 21 بالمائة من الطلب العالمي على النفط)، أدى التراجع الحاد في أسعار خام غرب تكساس، منذ منتصف عام 2014، إلى تحفيز نمو الطلب. هذا الانخفاض في الأسعار سيتواصل على الأرجح طيلة عام 2016، حيث تتوقع إدارة معلومات الطاقة الأمريكية انخفاض أسعار البنزين إلى أدنى مستوى لها خلال سبعة أعوام، عند 1,9 دولار للجالون في الربع الأول عام 2016، وتتوقع أن يبلغ متوسط الأسعار لعام 2016 ككل 2,03 دولار للجالون. وينتظر أن تؤدي زيادة الطلب على النفط في الولايات المتحدة وتباطؤ إنتاج النفط الصخري الأمريكي (أنظر الجزء الخاص بإمدادات النفط)، إلى زيادة واردات أمريكا من الخام الثقيل خلال عام 2016، على الرغم من أن رفع الحظر على تصدير النفط الأمريكي سيؤدي إلى زيادة خام النفط الخفيف الوارد إلى الأسواق العالمية، وهذا بدوره يحد من انتعاش أسعار النفط (شكل 3).

لم يؤدي تحسن الأداء الاقتصادي وانخفاض أسعار النفط إلى زيادات كبيرة في الطلب على النفط في أوروبا، (التي تمثل 14 بالمائة من الطلب العالمي على النفط)، حيث بقي الطلب في الربع الأخير لعام 2015 منخفضاً، ونما بنسبة متواضعة عند 1,2 بالمائة، على أساس المقارنة السنوية. وينتظر أن تشهد أوروبا نفس مستويات النمو في طلب النفط خلال الربع الأول لعام 2016 وكذلك بقية العام. وفي الواقع، يتخذ الطلب على النفط في أوروبا مساراً نازلاً منذ فترة طويلة نتيجة لعوامل هيكلية، مثل نضج القاعدة الاقتصادية وزيادة كفاءة استخدام الوقود.

زادت المخاوف بشأن مستقبل الطلب على النفط في الصين (يشكل طلب الصين 12 بالمائة من

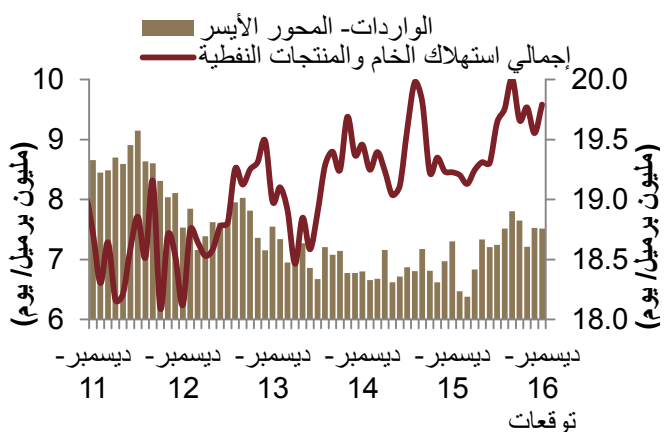
يشير خفض صندوق النقد الدولي مؤخراً لتوقعاته بشأن نمو الاقتصاد العالمي، إلى نمو سنوي ضعيف في الطلب على النفط.

انخفاض أسعار البنزين في الولايات المتحدة عام 2016، سيؤدي إلى زيادة الواردات من الخام الثقيل...

..لكن تأثير ذلك على الأسعار سيكون محدوداً، لأن رفع حظر تصدير الخام ستيح وصول كميات كبيرة من الخام الخفيف إلى الأسواق العالمية.

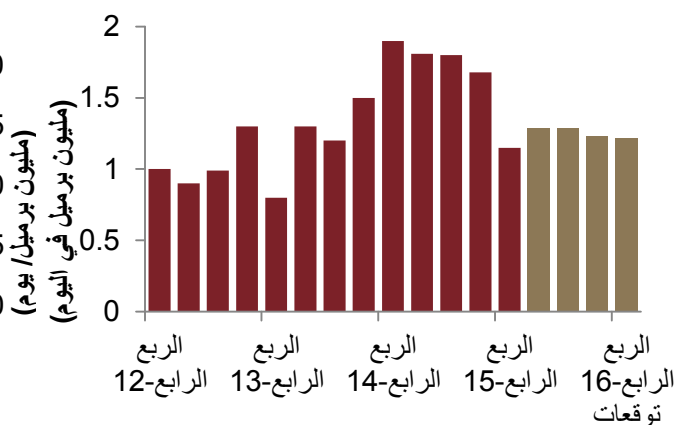
أوروبا لن تقدم دعماً كبيراً للطلب العالمي على النفط خلال عام 2016 أو بعده، نتيجة لعوامل هيكلية.

شكل 3: استهلاك الولايات المتحدة من منتجات النفط وارتفاع وارداتها من الخام في عام 2016



المصدر: إدارة معلومات الطاقة الأمريكية وشركة جدوى للاستثمار

شكل 2: نمو متواضع في الطلب العالمي على النفط عام 2016



المصدر: منظمة أوبك وشركة جدوى للاستثمار



إجمالي الطلب العالمي) منذ بداية عام 2016، حيث شكلت سلسلة من البيانات الاقتصادية الضعيفة دليلاً إضافياً على أن الاقتصاد الصيني ربما لا يحقق معدلات النمو المتوقعة. وقد جاءت بيانات الإنتاج الصناعي مخيبة للآمال واضطرت الحكومة للتدخل لضمان استقرار العملة الوطنية واستقرار أسواق المال على حدٍ سواء لتعزيز مستويات الثقة. ورغم أن النمو الاقتصادي ربما يأتي أضعف من المتوقع، لكننا لا نرى أن هذا الأمر سيؤثر سلباً على الطلب على النفط عام 2016. وتشير بيانات واردات الصين إلى أن الواردات النفطية نمت بنسبة 9 بالمائة، على أساس المقارنة السنوية، في الربع الأخير لعام 2015، وسجل ديسمبر مستويات قياسية من الواردات بلغ متوسطها 7,8 مليون برميل في اليوم (شكل 4). نتوقع أن تراجع وتيرة نمو طلب النفط في الصين قليلاً في الربع الأول من عام 2016، نتيجة لعوامل موسمية ترتبط باحتفالات العام الجديد، لكن الطلب لن يتراجع كثيراً رغم تباطؤ النمو الاقتصادي. وسيحافظ الطلب على الخام في الصين على مستواه، بفضل انخفاض أسعار البنزين للمستهلك، وارتفاع مبيعات السيارات، والتغيرات في هيكل القاعدة الصناعية، وكذلك استمرار الجهود لتعزيز مخزونات الخام التجارية. ويتوقع أن تضيف الصين نحو 120 مليون برميل من الخام إلى الطاقة التخزينية خلال عام 2016، ما يعادل 330 ألف برميل يومياً، ما يجعل الطلب ينمو بنسبة 3 بالمائة، على أساس المقارنة السنوية، في عام 2016 (شكل 5).

تشير البيانات الأولية للربع الأخير من عام 2015، إلى انخفاض واردات اليابان من النفط الخام (يشكل الطلب الياباني 4 بالمائة من إجمالي الطلب العالمي على النفط) بنسبة 3 بالمائة، على أساس سنوي، نتيجة لإعادة تشغيل مفاعلين نوويين (في النصف الثاني من عام 2015) وكذلك بسبب ضعف النمو الاقتصادي. حالياً، يوجد في اليابان 41 مفاعلاً نووياً معطلاً، من إجمالي 43 مفاعلاً نووياً، منذ سبتمبر 2013، بعد فرض السلطات المختصة قيود صارمة لسلامة المفاعلات النووية بعد حادثة انفجار مفاعل فوكوشيما. قبيل هذا التوقف، كانت المفاعلات النووية تساهم بنحو الثلث في توليد الكهرباء. يتوقع إعادة تشغيل ثلاثة مفاعلات إضافية خلال الربع الأول لعام 2016، وهذا التشغيل سيؤدي، مقرونًا بالنمو الاقتصادي الضعيف في عام 2016، إلى المزيد من الضغط على طلب النفط الخام في الربع الأول لعام 2016 وبقيّة العام.

شكل هبوط أسعار النفط، على أساس المقارنة السنوية، كسباً اقتصادياً للهند (يشكل الطلب الهندي 4 بالمائة من إجمالي الطلب العالمي على النفط)، وأدى إلى زيادة الطلب بنسبة 4 بالمائة في الربع الأخير من عام 2015، على أساس المقارنة السنوية. وفقاً لوزارة البترول الهندية، يتوقع أن تخفض البلاد تكلفة استيراد الخام بنسبة 39 بالمائة، أو نحو 44 مليار دولار، على أساس سنوي، في العام المالي الذي ينتهي في مارس 2016. وينتظر أن يؤدي النمو القوي في الناتج الإجمالي المحلي (أكثر من 7 بالمائة)، إضافة إلى ارتفاع مبيعات السيارات، على أساس سنوي، إلى زيادة نمو الطلب على النفط في الربع الأول من عام 2016. كذلك، ينتظر أن يأتي الطلب قوياً خلال عام 2016 ككل، بفضل زيادة الإنتاج الصناعي، وارتفاع الطلب على المواد الخام الأولية لصناعة البتروكيماويات،

النظرة المستقبلية المتشائمة لطلب النفط في الصين نتيجة لضعف الأداء الاقتصادي، تعتبر مضللة...

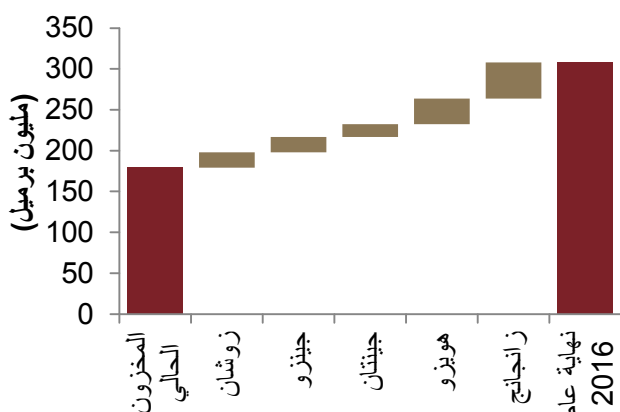
...لأن هناك عدد من العوامل ستبقي على الطلب مستقرًا خلال عام 2016...

...وتأكد ذلك من خلال تسجيل واردات الصين في ديسمبر 2015 مستويات قياسية، بلغ متوسطها 7,8 مليون برميل في اليوم.

إعادة تشغيل ثلاثة مفاعلات نووية إضافية خلال الربع الأول لعام 2016، مقرونًا بنمو اقتصادي ضعيف، سيؤدي إلى المزيد من الضغوط على طلب النفط الخام في اليابان.

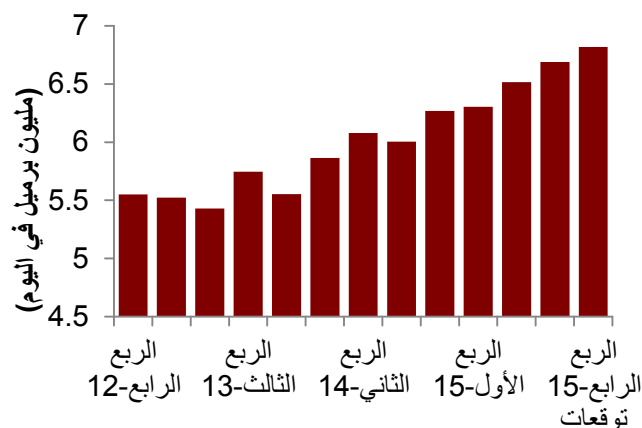
نتوقع أن يؤدي استمرار الأداء الاقتصادي القوي في الهند إلى زيادة الطلب على النفط في الربع الأول لعام 2016 والفترات اللاحقة.

شكل 5: الصين ستزيد طاقتها لتخزين الخام خلال عام 2016



المصدر: منظمة معلومات الطاقة وشركة جدوى للاستثمار

شكل 4: واردات الصين من النفط تسجل مستويات قياسية في ديسمبر 2015



المصدر: طومسون رويترز وشركة جدوى للاستثمار



وزيادة تخزين الخام الاستراتيجي. هذا الطلب سيعزز موقع الهند كالثالث أكبر مستورد للنفط الخام في العالم، والتي يتوقع أن تصل وارداتها إلى 4,1 مليون برميل في اليوم كمتوسط للعام 2016.

يتوقع أن يبلغ متوسط الاستهلاك المحلي للمملكة العربية السعودية (يشكل الطلب السعودي 3 بالمائة من إجمالي الطلب العالمي على النفط) للعام 2015 ككل، نحو 2,8 مليون برميل في اليوم، مرتفعاً بنسبة 5 بالمائة عن مستواه في نفس الفترة من العام السابق. ويعود الارتفاع في طلب النفط بدرجة كبيرة إلى البدء في تشغيل مصفاة ياسريف مطلع عام 2015 بطاقة تكرير قدرها 400 ألف برميل في اليوم. وتشير أحدث البيانات إلى أن متوسط الاستهلاك من بداية عام 2015 وحتى نوفمبر بلغ كذلك 2,8 مليون برميل يومياً، مرتفعاً بنسبة 8 بالمائة، على أساس سنوي، ويقل بدرجة طفيفة عن تقديراتنا لمتوسط الاستهلاك لعام 2015 ككل، عند 2,9 مليون برميل في اليوم. ونتوقع انخفاض الاستهلاك في الربع الأول لعام 2016، تمشياً مع النمط الموسمي المعتاد للطلب خلال الشهور الباردة. بالنظر إلى الفترات اللاحقة في عام 2016، على الرغم من أن الطلب على الخام سيزداد نتيجة لتشغيل ثلاثة محطات لتوليد الكهرباء تستخدم خام النفط، إلا أن ارتفاع أسعار الطاقة (شكل 6) وزيادة إنتاج الغاز (شكل 7) سيساعدان على إبقاء الاستهلاك دون تغيير، على أساس المقارنة السنوية. وسينتج كل من حقلي الحصبية والعربية غاز غير مصاحب للنفط ستمم معالجته في معمل واسط. وحسب شركة أرامكو السعودية، فإن معمل واسط سيضيف نحو 1,7 مليار قدم مكعب من الغاز المخصص للبيع في اليوم، هذه الكمية يتوقع أن تحل محل الديزل الصناعي الذي يعتبر أعلى تكلفة في توليد الكهرباء.

يتوقع أن يبلغ متوسط الاستهلاك المحلي للسعودية في عام 2015 ككل، نحو 2,8 مليون برميل في اليوم.

زيادة أسعار الطاقة المحلية، مقرونة بزيادة إنتاج الغاز، سيؤديان إلى بقاء الاستهلاك المحلي دون تغيير، على أساس المقارنة السنوية، عام 2016.

### تخمة المعروض في أسواق النفط

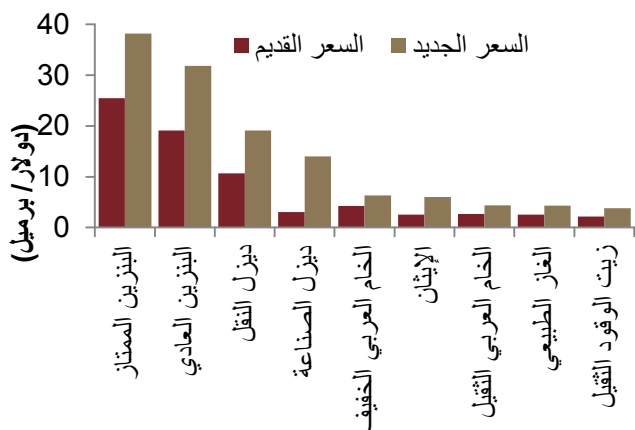
تشير بيانات أوبك إلى أن الإمدادات من الدول خارج أوبك تراجعت بنحو 530 ألف برميل يومياً في الربع الأخير من عام 2015، على أساس سنوي، لكن هذا التراجع قابله ارتفاع كبير في الإمدادات من أوبك التي زاد إنتاجها بنحو 2,3 مليون برميل يومياً خلال نفس الفترة. يتوقع المزيد من التراجع في إمدادات النفط من الدول خارج أوبك في الربع الأول من عام 2016، بنحو 320 ألف برميل يومياً، وسيواصل التراجع في كل ربع من الأرباع الثلاثة المتبقية، ما يؤدي إلى انخفاض في إنتاج النفط قدره 500 ألف برميل في عام 2016 ككل، مقارنة بالعام السابق. من بين كيار المنتجين خارج أوبك، سيسجل الإنتاج لدى كل من الولايات المتحدة وروسيا تراجعاً على أساس المقارنة السنوية.

تراجعت إمدادات النفط من خارج أوبك في الربع الأخير من عام 2015، لكن زيادة الإمدادات من أوبك كانت أكثر من كافية لتعويض ذلك التراجع.

حافظ النفط الصخري الأمريكي على نموه في الربع الأخير من عام 2015، ولكنه نمو طفيف لم تتعدى نسبته 1 بالمائة، على أساس سنوي، رغم استمرار تراجع الأسعار، حيث أتاحت سياسة خفض التكلفة وبرامج التحوط زيادة الإنتاج على أساس المقارنة السنوية. تباطأ نمو إجمالي النفط الأمريكي في عام 2015 إلى 8 بالمائة، على أساس سنوي، مقارنة بمتوسط نمو بنسبة 16 بالمائة بين

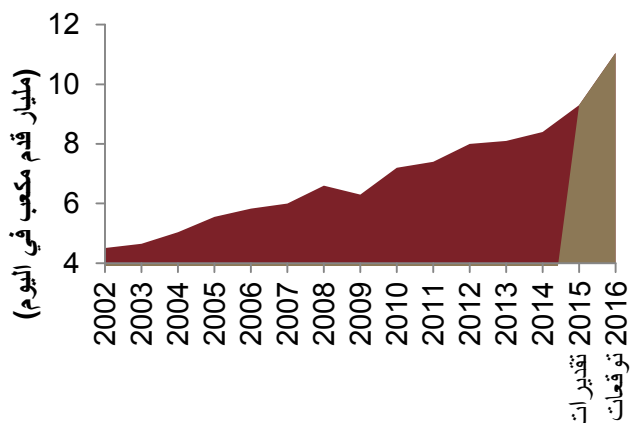
ينتظر أن يشهد إنتاج النفط الصخري الأمريكي تراجعاً، على أساس المقارنة السنوية، في الربع الأول وبقيّة الأرباع للعام 2016.

شكل 7: زيادات في أسعار الطاقة المحلية في المملكة عام 2016



المصدر: وكالة الأنباء السعودية وشركة جدوى للاستثمار

شكل 6: توقعات بارتفاع إنتاج المملكة من الغاز المخصص للبيع في عام 2016



المصدر: أرامكو السعودية وشركة جدوى للاستثمار



عامي 2012 و2014. وفقاً لأحدث البيانات من إدارة معلومات الطاقة، سيراتاج إنتاج أمريكا خلال الربع الأول لعام 2016، لينخفض بنسبة 4 بالمائة، على أساس سنوي. ويتوقع أن يتواصل تراجع الإنتاج طيلة عام 2016، نتيجة لتضافر مجموعة عوامل، أهمها: انخفاض أسعار النفط، وانتهاء برامج شراء النفط بهدف التحوط، وكذلك ضيق فرص التمويل (لمزيد من المعلومات، أنظر تقرير جدوى عن النفط الصخري الصادر في أكتوبر 2015)، ما يؤدي إلى انخفاض إنتاج الولايات المتحدة بنسبة 7 بالمائة، ليصل إلى 8,8 مليون برميل في اليوم كمتوسط لعام 2016 (شكل 8)، لكن يظل احتمال حدوث تراجع أكبر مما هو متوقع قائماً (شكل 9).

تشير البيانات الأولية الخاصة بالربع الأخير من عام 2015 إلى تسجيل إنتاج روسيا من النفط مستوى قياسياً جديداً منذ مرحلة ما بعد الاتحاد السوفيتي، حيث بلغ متوسط الإنتاج 10,7 مليون برميل في اليوم، ليحقق نمواً نسبته 1,4 المائة، على أساس المقارنة السنوية. تتوقع أن تبقى صادرات النفط الخام الروسي وكذلك الإنتاج عند مستويات مرتفعة، على أساس المقارنة السنوية، في الربع الأول لعام 2016. يتوقع أن يؤدي حرمان شركات النفط الروسية من الحصول على التمويل من مصادر خارجية بسبب العقوبات المفروضة على روسيا، إضافة إلى محدودية الحوافز للمنتجين نتيجة لارتفاع الضرائب على صادرات النفط الخام، إلى تباطؤ طفيف في نمو الإنتاج عام 2016.

ارتفع إجمالي إنتاج النفط لدى دول أوبك بنسبة 5 بالمائة في الربع الأخير من عام 2015، على أساس المقارنة السنوية، نتيجة لزيادات كبيرة من العراق (زيادة بنسبة 22 بالمائة) وإيران (زيادة بنسبة 10 بالمائة)، والتي أدت إلى ارتفاع المتوسط الربعي لإنتاج المنظمة إلى 32,5 مليون برميل في اليوم. وارتفع متوسط إنتاج أوبك في ديسمبر 2015 بنحو 2 مليون برميل يومياً عن مستواه في نوفمبر 2014، عندما غيرت المنظمة استراتيجيتها من سياسة خفض الإنتاج لدعم الأسعار إلى سياسة الدفاع عن الحصص السوقية. تتوقع ارتفاع إنتاج أوبك بنحو 500 ألف برميل يومياً بحلول الربع الأخير من عام 2016، على أساس المقارنة السنوية، وسيأتي معظم الارتفاع من زيادة الإمدادات الإيرانية (شكل 10). لكن، يواجه عدد من أعضاء أوبك مشاكل مالية ستؤثر سلباً على الأرجح على قدرتهم على مواصلة الإنتاج عند المستويات الحالية، وهذه الأوضاع ربما تجعل الإنتاج الفعلي يأتي دون توقعاتنا تلك.

تأثر اقتصاد نيجيريا سلباً بتراجع الإيرادات النفطية وضعف العملة الوطنية "النايرا" والذي أثر على توقعات النمو الاقتصادي. وفي هذا الخصوص، تعهد الرئيس النيجيري الجديد الذي تقلد منصبه في مايو 2015، بإصلاح قطاع النفط، كإعادة التفاوض بشأن اتفاقيات شراكة إنتاج الخام مع شركات النفط الكبرى والتي ظلت سارية منذ 20 عاماً، كما تعهد بمكافحة الفساد في قطاع الطاقة. هذه التطورات أدت إلى تأجيل مصادقة البرلمان على مشاريع نفط جديدة أو الاستثمار في المشاريع

تتوقع إدارة معلومات الطاقة تراجع الإنتاج الأمريكي بنسبة 4 المائة في الربع الأول لعام 2016، على أساس المقارنة السنوية.

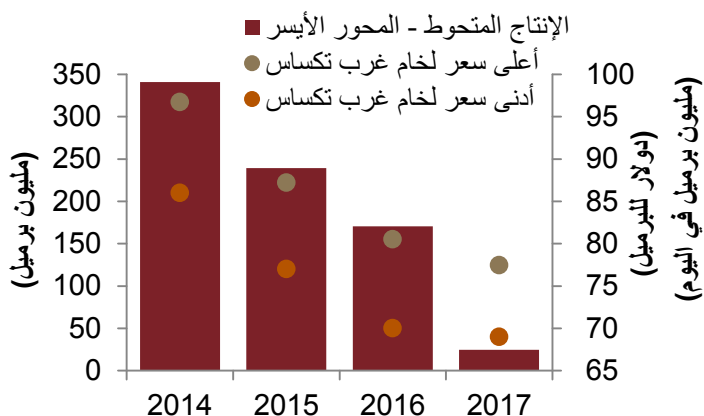
كذلك سيراتاج إنتاج النفط الروسي، ولكن بمستوى أقل.

تتوقع ارتفاع إنتاج أوبك بنحو 500 ألف برميل يومياً بحلول الربع الأخير من عام 2016، على أساس سنوي، وسيأتي معظم الارتفاع من الإمدادات الإيرانية...

...رغم الشكوك حول مقدرة العديد من أعضاء أوبك على مواصلة الإنتاج عند المستويات الحالية.

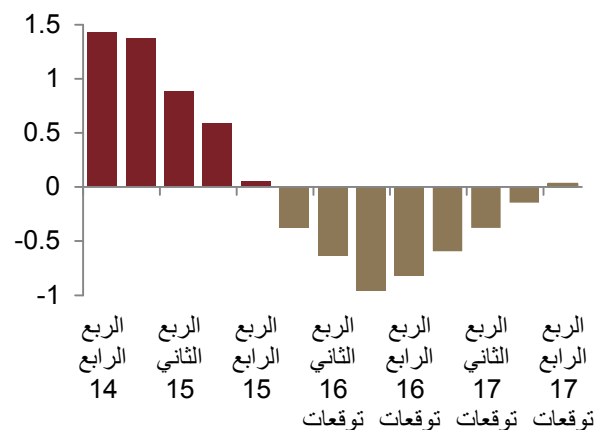
ربما يتأثر إنتاج نيجيريا بالإصلاحات المنتظرة في قطاع البترول...

شكل 9: الإنتاج المتحوط والأسعار لدى 30 شركة تنقيب وإنتاج أمريكية مدرجة في سوق الأسهم



المصدر: طومسون رويترز، بيانات منشورة، وشركة جدوى للاستثمار ملحقلة: عام 2014 مبني على بيانات الربع الثاني لعام 2014، أما بقية السنوات فمبنية على بيانات الربع الثاني لعام 2015.

شكل 8: إنتاج الولايات المتحدة المتوقع أن يتراجع عامي 2016 و2017



المصدر: إدارة معلومات الطاقة الأمريكية وشركة جدوى للاستثمار



القائمة أصلاً. كذلك، أثر انخفاض أسعار النفط على الأوضاع المالية لفتزويلا، حيث تم توجيه معظم الإيرادات الحكومية نحو الإنفاق على البرامج الاجتماعية، والآن تعتبر البلاد في وسط حالة طوارئ اقتصادية. وتأكيداً لحجم المشكلة، يتوقع صندوق النقد الدولي ارتفاعاً حاداً في معدل التضخم عام 2016، يصل إلى 720 بالمائة. كذلك، يتوقع الصندوق أن تهبط إيرادات الصادرات النفطية بنسبة 64 بالمائة في عام 2016، مقارنة بمستواها قبل عامين، لتصل إلى 27 مليار دولار. وبما أن الإيرادات النفطية تمثل المصدر الرئيسي لدخل الحكومة، فإن مبالغ ضئيلة ستكون متاحة للإنفاق الرأسمالي لشركة النفط الوطنية "بتروليبوس دو فتزويلا".

رغم ارتفاع إنتاج العراق من الخام بنسبة كبيرة بلغت 22 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الأخير من عام 2015، ليصل إلى 3,8 مليون برميل يومياً، إلا أننا نرى صعوبة في تحقيق زيادة إضافية في الإنتاج في الربع الأول لعام 2016 وخلال العام ككل. زادت الاستثمارات في قطاع التنقيب والإنتاج في العراق بدرجة كبيرة منذ عام 2009، ما أدى إلى ارتفاع الطاقة الإنتاجية إلى 4,5 مليون برميل يومياً، ولكن هذه الطاقة تقل كثيراً عن الطاقة المستهدفة والتي تبلغ 10 مليون برميل في اليوم والمتضمنة في الخطة الاستراتيجية العشرية التي بدأت عام 2008. تدهور الوضع المالي للعراق منذ عام 2013، نتيجة لانخفاض أسعار النفط وضخامة الإنفاق العسكري والتكاليف الناجمة عن الحرب الأهلية. ورغم أن العراق سيبدل جميع الجهود للوصول لإنتاج النفط الخام إلى كامل طاقته الإنتاجية في الفترة القادمة، إلا أننا لا نتوقع أن يسجل إنتاج العراق مستوى 4,5 مليون برميل يومياً بصفة مستقرة. وهناك مجموعة عوامل ستؤدي إلى بقاء الإنتاج عند مستوى 4 مليون برميل يومياً خلال الربع الأول من عام 2016 والفترة التالية، أهمها: استمرار القتال في المناطق الشمالية من البلاد، وضعف البنى التحتية في الجنوب، وهشاشة الحل السياسي القائم بين الحكومة المركزية وحكومة إقليم كردستان.

زاد إنتاج الخام الإيراني بنسبة 10 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الأخير من عام 2015، ليصل إلى 3,3 مليون برميل في اليوم، وذلك قبيل رفع العقوبات الذي بدأ في منتصف يناير. يتوقع أن يكون مجمل تأثير دخول إمدادات إضافية إيرانية إلى السوق على أسعار النفط سلبياً. نتوقع نمو متزايد في الإمدادات خلال عام 2016، يؤدي إلى زيادة إجمالية في الخام بنحو 500 ألف برميل يومياً بحلول الربع الأخير من عام 2016، على أساس سنوي (انظر النص المظلل رقم 1).

### نص مظلل 1: إنتاج النفط الإيراني

بلغ متوسط إنتاج إيران لعام 2015 ككل نحو 3,2 مليون برميل في اليوم، صُدرت منه ما متوسطه 1,3 مليون برميل في اليوم. وفقاً لتقديرات إدارة معلومات الطاقة الأمريكية، يتوقع أن يرتفع إنتاج الخام الإيراني إلى 3,3 مليون برميل في اليوم عام 2016، مع زيادة أو نقصان في حدود 250 ألف برميل يومياً. كذلك، تتوقع إدارة معلومات الطاقة، ارتفاع الإنتاج إلى 3,7 مليون برميل في اليوم في

...بينما سيؤدي هبوط إيرادات صادرات النفط في فتزويلا بنسبة 64 بالمائة، إلى جعل المبالغ المتاحة للاستثمار في النفط صغيرة جداً.

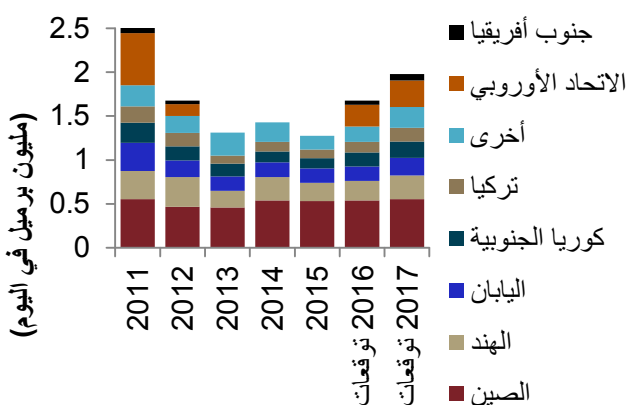
رغم زيادة إنتاج العراق بنسبة كبيرة بلغت 22 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الأخير لعام 2015...

...إلا أننا نرى صعوبة في تحقيق زيادة إضافية في الإنتاج في الربع الأول لعام 2016 وخلال العام ككل، نتيجة للوصول الطاقة الإنتاجية إلى الدرجة القصوى.

ارتفع إنتاج إيران من الخام بنسبة 10 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الأخير لعام 2015، ليصل إلى 3,3 مليون برميل في اليوم، قبيل رفع العقوبات.

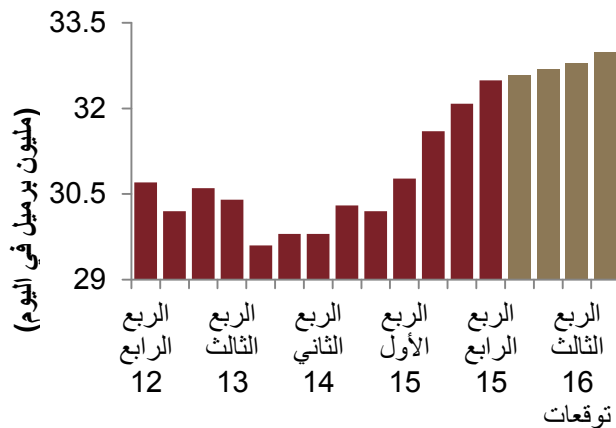
نتوقع زيادة في إنتاج الخام بنحو 500 ألف برميل يومياً بحلول الربع الأخير من عام 2016...

شكل 11: معظم صادرات إيران الإضافية ستستهدف السوق الأوروبي



المصدر: إدارة معلومات الطاقة الأمريكية، وشركة بيانات الطاقة وشركة جدوى للاستثمار

شكل 10: زيادة امدادات أوليك عام 2016 نتيجة لزيادة إنتاج إيران\*



المصدر: منظمة أوليك وشركة جدوى للاستثمار \* ملحوظة: باستثناء اندونيسيا





عام 2017، وهو نفس مستوى إنتاج إيران قبل فرض العقوبات، مع احتمال إضافة 200 ألف برميل في اليوم بفضل تطوير حقول جديدة بشراكة مع شركات نفط صينية. ونتوقع أن يأتي إنتاج إيران عند الحد الأعلى لتقديرات إدارة معلومات الطاقة، حيث ينتظر أن يؤدي استمرار المنافسة بين أعضاء أوبك على الحصص السوقية وحاجة إيران إلى زيادة الإيرادات الحكومية إلى ارتفاع الإنتاج بأعلى من التوقعات. ويرجح أن يتم تصدير معظم الإنتاج الإضافي المتحقق بين عامي 2016 و2017 والبالغ حجمه 750 ألف برميل يومياً. بعض ذلك الإنتاج سيذهب إلى العملاء الحاليين، كالصين والهند واليابان وكوريا الجنوبية وتركيا، ولكن نظراً لأن أكبر تراجع في صادرات الخام في أعقاب تطبيق العقوبات كان من نصيب الاتحاد الأوروبي، فستتم محاولة بيع معظم تلك الصادرات إلى تلك المنطقة. وفي هذا الصدد، تشير بعض التقارير إلى أن العديد من الشركات الأوروبية الكبيرة، كشركات شل وتوتال وإيني، قد وقعت بالفعل اتفاقيات مؤقتة مع شركة النفط الإيرانية للبدء في استيراد 200 ألف برميل يومياً للعملاء مباشرة بعد رفع العقوبات. بلغت صادرات إيران إلى الاتحاد الأوروبي قبل العقوبات 600 ألف برميل في اليوم (شكل 11).

مع عودة إيران ستزداد المنافسة العالمية، حيث تقول إيران أن لديها مخزون من الخام في حدود 30 إلى 40 مليون برميل وأنها ستفرج عنه فوراً. لكن، إغراق إيران السوق بمخزونها من النفط يعتبر احتمالاً ضعيفاً، لأن إيران لا تحتاج فقط إلى سعر مرتفع للنفط يحقق لها تعادل ميزانيتها، نحو 130 دولاراً للبرميل، بل تحتاج لرفع الأسعار كذلك بشدة لجذب الاستثمارات العالمية إلى قطاع الطاقة لديها، وهو هدف تزداد صعوبة تحقيقه في حال جاءت الأسعار أدنى من المستويات الحالية. تطمح إيران إلى زيادة طاقتها الإنتاجية بحوالي 1 مليون برميل في اليوم بحلول عام 2020، ليصل إجمالي الإنتاج إلى 5 مليون برميل في اليوم، ولكن هذا الهدف يتطلب مستويات كبيرة من الاستثمار، حيث تقدر بعض المصادر المختصة في صناعة النفط قيمة الاستثمارات في البنية التحتية للطاقة بنحو 200 مليار دولار خلال الأربع السنوات القادمة. ولكن جذب هذا الحجم من الاستثمارات سيكون أكثر صعوبة في ظل حقيقة عدم رفع جميع العقوبات. ففي حين رفعت الولايات المتحدة العقوبات عن الشركات غير الأمريكية التي تدخل في أي أعمال مع إيران، لا تزال العقوبات على الشركات الأمريكية قائمة. كذلك، ووفقاً لمسح أجراه معهد فريزر الكندي، جاءت إيران ضمن الدول الأقل جاذبية، من بين 14 دولة تملك أكبر الاحتياطيات النفطية في العالم، فيما يختص بالاستثمار في التنقيب وإنتاج النفط والغاز. وجاء بعدها في الترتيب فقط ليبيا وفنزويلا وروسيا (شكل 12). وفي سياق تقلص ميزانيات الإنفاق الاستثماري في قطاع التنقيب والإنتاج، نتيجة لهبوط أسعار النفط، فربما تختار شركات النفط العالمية تفادي الدخول في مشاريع طويلة الأجل في إيران، بسبب معوقات الاستثمار (شكل 13). نتيجة لذلك، وحتى بعد رفع العقوبات، فإننا نرى أن تحديات كبيرة تواجه قطاع النفط الإيراني، لا تقتصر فقط على عدم تحقيق طاقة إنتاجية أكبر، بل كذلك هناك مشكلة التعامل مع معدلات تناقص إنتاج الخام في الحقول القائمة حالياً والتحديات التقنية الناتجة عن ضعف الاستثمار في الماضي.

...وسيكون التأثير على الأسعار أكثر حدة إذا جاء الإنتاج الفعلي أكبر من المتوقع.

معظم الإنتاج الإضافي بين عامي 2016 و2017 سيتم تصديره على الأرجح...

...وسيتم استهداف الاتحاد الأوروبي كسوق رئيسية.

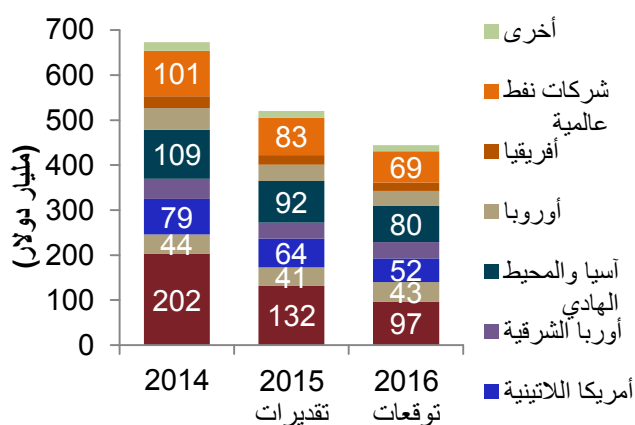
إمكانية إغراق إيران السوق بمخزونها النفطية، يعتبر احتمالاً ضعيفاً.

تطمح إيران إلى زيادة طاقتها الإنتاجية بحوالي 1 مليون برميل في اليوم بحلول عام 2020، ليصل إجمالي الإنتاج إلى 5 مليون برميل في اليوم...

...لكن جذب الاستثمارات سيكون صعباً، بسبب بقاء بعض العقوبات الأمريكية...

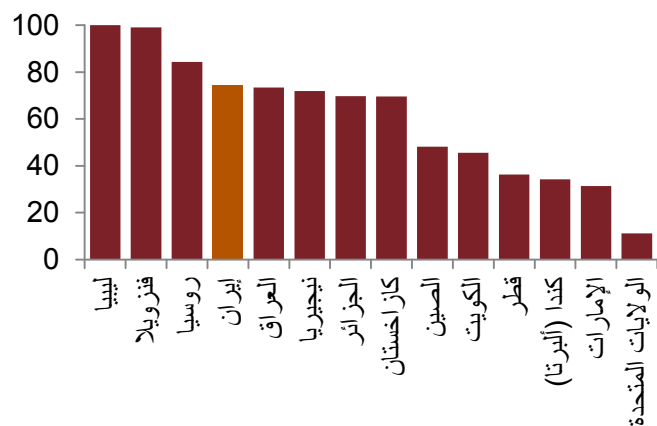
...وكذلك، نتيجة للمعوقات الكبيرة للاستثمار.

شكل 13: تراجع الإنفاق الرأسمالي على صناعة التنقيب والإنتاج



المصدر: بنك باركليز وشركة جدي للاستثمار

شكل 12: عوائق الاستثمار العالمية في تنقيب وإنتاج النفط\*



المصدر: معهد فريزر الكندي وشركة جدي للاستثمار  
\* ملحوظة: أعلى عائق للاستثمار = 100



تشير بيانات أوبك إلى زيادة إنتاج المملكة العربية السعودية من الخام بنسبة 5 بالمائة في الربع الأخير لعام 2015، على أساس سنوي، بمتوسط إنتاج يومي بلغ 10,2 مليون برميل. كذلك، بلغ متوسط إنتاج الخام 10,2 مليون برميل في اليوم لعام 2015 ككل، بزيادة طفيفة عن توقعاتنا التي كانت عند 10,1 مليون برميل في اليوم. وتشير أحدث البيانات المتوفرة إلى أن صادرات المملكة من الخام خلال الفترة من بداية العام وحتى نوفمبر ارتفعت بنسبة 4 بالمائة، على أساس المقارنة السنوية، لتصل إلى 7,4 مليون برميل في اليوم، وهو مستوى يقل قليلاً عن أعلى صادرات في عشر سنوات تم تسجيلها في عام 2012، عند 7,54 مليون برميل يومياً. شهدت أسواق صادر الخام في الولايات المتحدة وآسيا وأوروبا، احتدام المنافسة على الحصص السوقية بين الخامات المتشابهة القادمة من كندا وروسيا ونيجيريا والعراق. هذه المنافسة ستزداد حدة عام 2016، ولكن في اعتقادنا أن سمعة المملكة العالمية كمصدر موثوق للنفط وامتلاكها لبنيات تحتية قوية للتصدير، سيجعلها قادرة على مواجهة أي محاولات للتعدي على حصتها السوقية. وفي الواقع، وبما أن المملكة هي المنتج الكبير الوحيد حالياً الذي يمتلك طاقة إنتاج احتياطية، فهي تستطيع الدخول إلى أسواق جديدة بسهولة نسبية. كما يبرهن ذلك البدء في تصدير النفط إلى بولندا لأول مرة عام 2015. وفي ظل هذه المعطيات، فرغم توقعاتنا بأن يبقى متوسط إنتاج المملكة عام 2016 دون تغيير، مقارنة بالعام السابق، عند 10,2 مليون برميل في اليوم، إلا أن احتمال ازدياد المنافسة وسط أعضاء أوبك أنفسهم ومع المنتجين الآخرين خارج أوبك، ربما يقود إلى ارتفاع إنتاج المملكة.

### أسعار نفط منخفضة

يتوقع أن تؤدي زيادة الإنتاج من دول الأوبك، إضافة إلى ضعف الطلب العالمي، إلى بقاء الفائض في ميزان النفط العالمي في حدود 2 مليون برميل يومياً خلال النصف الأول من عام 2016، ولكن هذا الفائض سيتراجع إلى 600 ألف برميل في اليوم في النصف الثاني من العام (شكل 14). إضافة إلى ذلك، ليس فقط ستزداد المستويات القياسية لمخزونات الخام التجارية لدى دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، التي تتجاوز حالياً متوسط المخزون لمدة زمني طويل بنحو 300 مليون برميل، بسبب تخمة المعروض في السوق، بل كذلك سيواصل الدولار القوي إضعاف القوة الشرائية للدول المستوردة للنفط. يتوقع أن يبقى الدولار الأمريكي قوياً طيلة عام 2016، حيث تتبنى البنوك المركزية في أوروبا واليابان وربما الصين سياسات التيسير النقدي، بينما يواصل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي رفع أسعار الفائدة. وفي ظل هذه الظروف مجتمعة، فإننا لا نرى أي عوامل تدعم أسعار النفط، ما دفعنا لتعديل تقديراتنا لمتوسط أسعار خام برنت لعام 2016 ككل بخفضها إلى 33 دولاراً للبرميل من 47 دولاراً للبرميل، حسب تقديراتنا السابقة، وكذلك خفض تقديراتنا للأسعار عام 2017 إلى 44 دولاراً للبرميل من 58 دولاراً للبرميل، حسب تقديراتنا السابقة (أنظر النص المظلل رقم 2 بشأن التداعيات على اقتصاد المملكة).

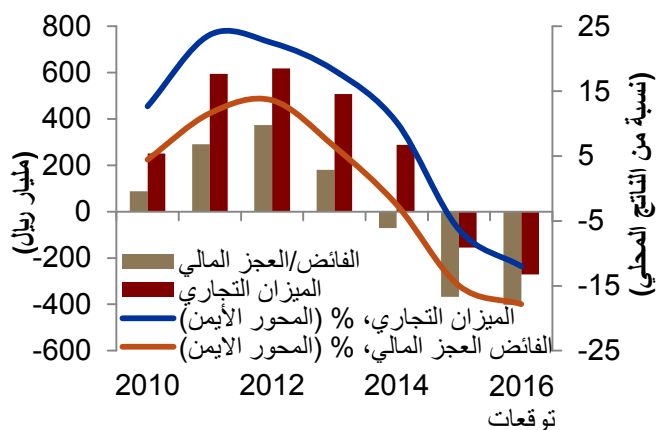
ارتفع إنتاج المملكة من الخام بنسبة 5 بالمائة، على أساس سنوي، في الربع الأخير لعام 2015، ليصل متوسطه اليومي 10,2 مليون برميل.

نتوقع بقاء إنتاج المملكة دون تغيير، على أساس سنوي، في عام 2016، عند 10,2 مليون برميل يومياً.

سيبقى فائض النفط في الأسواق العالمية في حدود 2 مليون برميل يومياً في النصف الأول من عام 2016، لكنه سيتخذ مساراً متراجعاً في النصف الثاني من العام.

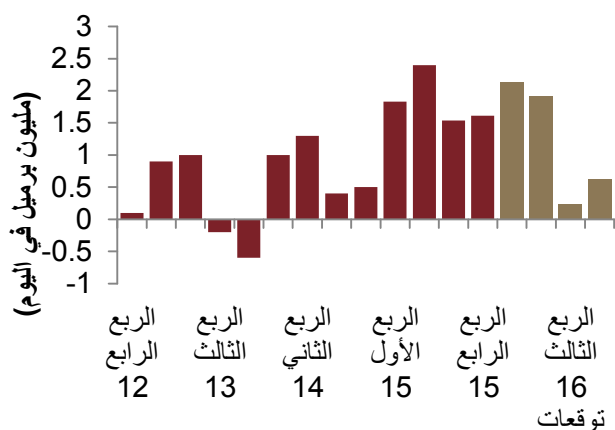
لكن، نتيجة لضعف الطلب وزيادة الإمدادات، وزيادة المخزونات النفطية، وارتفاع قيمة الدولار، خفضنا توقعاتنا لأسعار خام برنت.

شكل 15: الميزانية العامة للمملكة والميزان التجاري



المصدر: وزارة المالية السعودية، و"ساما"، وشركة جدوى للاستثمار

شكل 14: ميزان النفط العالمي سيبقى يسجل فائضاً في عام 2016



المصدر: منظمة أوبك وشركة جدوى للاستثمار





## نص مظلّل 2: تداعيات هبوط أسعار النفط على الإقتصاد السعودي

مما لا شك فيه، أن استمرار انخفاض أسعار النفط لفترة طويلة ستكون له انعكاسات مباشرة على ميزان الحساب الجاري والموازنة العامة في المملكة (شكل 15). لذا، عدلنا بالخفض تقديراتنا للموازنة العامة وللميزان التجاري للمملكة للعام 2016. بالنسبة لعجز الميزانية العامة، الآن نتوقعه أن يصل إلى 402 مليار ريال (17,8 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي)، مرتفعاً عن تقديرنا السابق، عند 313 مليار ريال. وقد تضمنت تقديراتنا الجديدة خفضاً أكبر في إجمالي الإنفاق الحكومي، ليصبح 890 مليار ريال، متراجعاً عن تقديراتنا السابقة التي كانت عند 922 مليار ريال. هذا الخفض في الإنفاق سيتحقق على الأرجح من خلال التشديد على تطبيق البرامج التي تضمنها بيان الميزانية، والتي اشتملت على اصلاحات في طريقة إعداد الميزانية ومراجعة المشاريع الحكومية القائمة. ورغم أننا الآن نتوقع تراجعاً في الإنفاق الحكومي عام 2016، إلا أن توقعاتنا بحدوث تراجع أكثر حدة في إجمالي الإيرادات (من 609 مليار ريال إلى 488 مليار ريال) يعني أن العجز سيتوسع عام 2016.

سيؤدي تراجع الإنفاق الحكومي إلى جعل القطاع الخاص غير النفطي يسجل نمواً أبطأ مما كان متوقعاً في السابق. لذلك، نتوقع أن يتباطأ النمو في القطاع الخاص غير النفطي إلى 2,6 بالمائة، مقارنة بتقديراتنا السابقة، عند 2,8 بالمائة. ولكن، نبقى على توقعاتنا بأن ينمو الناتج الإجمالي المحلي للاقتصاد ككل بنسبة 1,9 بالمائة عام 2016.

عدلنا توقعاتنا لعجز الحساب الجاري للعام 2016، برفعه من 40 مليار دولار (6,3 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي) إلى 72 مليار دولار (12 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي). نتيجة لتراجع أسعار النفط، نعتقد أن إيرادات الصادرات النفطية للعام 2016 ستتهبط إلى أدنى مستوى لها منذ عام 2003، لتصل إلى 101 مليار دولار. ونتوقع أن تسجل الصادرات غير النفطية والواردات على حدٍ سواء ارتفاعاً طفيفاً مقارنة بمستوياتهما عام 2015. في نفس الوقت، سيتقلص العجز في حساب الخدمات نتيجة للانخفاض المتوقع في الطلب على الخدمات عام 2016.

كذلك عدلنا توقعاتنا لمعدل التضخم برفعه إلى 3,9 بالمائة، من 2,5 بالمائة، حسب تقديراتنا السابقة. فالزيادات الأخيرة في أسعار الطاقة والمياه ستشكل على الأرجح ضغوطاً على أسعار مجموعة من مكونات مؤشر التضخم الشامل، تشمل السكن والكهرباء والماء والنقل.

عدلنا بالخفض توقعاتنا للموازنة العامة والميزان التجاري للمملكة عام 2016.

الآن يتوقع أن يبلغ عجز الميزانية نحو 402 مليار ريال، مرتفعاً من 313 مليار ريال، حسب تقديراتنا السابقة.

تضمنت تقديراتنا الجديدة خفضاً أكبر في إجمالي الإنفاق الحكومي، إلى 890 مليار ريال.

عدلنا بالخفض توقعاتنا لنمو القطاع الخاص غير النفطي من 2,8 بالمائة إلى 2,6 بالمائة.

نتوقع أن يسجل الحساب الجاري عام 2016 المزيد من العجز، ما دفعنا إلى تعديل تقديراتنا له برفعها من 40 مليار دولار إلى 72 مليار دولار.

نتوقع أن يرتفع التضخم إلى 3,9 بالمائة، من 2,5 بالمائة، وفقاً لتقديراتنا السابقة...

...ويعود ذلك بالدرجة الأولى إلى الزيادات الأخيرة في الأسعار المحلية للطاقة والمياه.

## إخلاء المسؤولية

ما لم يشر بخلاف ذلك، لا يسمح بإطلاقاً 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 شركة رويتز وشركة بلومبيرغ وشركة تداول ومن مصادر 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 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.