



ملخص

- أتاح الانتعاش في أسعار النفط الذي تحقق مؤخراً للكثير من منتجي النفط الصخري الأمريكي فرصة زيادة الإنتاج. وتشير أحدث التوقعات من إدارة معلومات الطاقة، إلى ارتفاع إنتاج النفط الخام الأمريكي، على أساس سنوي، بنسبة 10 بالمائة عام 2017 وبنسبة 3,3 بالمائة عام 2018.
- إلى جانب زيادة إنتاج النفط الصخري، كذلك تحسنت الأوضاع المالية لشركات النفط الصخري. فبالإضافة إلى تراجع وتيرة حالات الإفلاس بدرجة ملحوظة خلال عام 2017، كذلك كان هناك انتعاش واضح في حجم القروض ذات العوائد المرتفعة.
- ورغم ذلك، تواجه شركات استكشاف وإنتاج النفط الصخري عدد من العقبات المحتملة في الطريق، والتي ربما تعيق تطورها وانتعاشها في المديين القريب والمتوسط.
- طيلة الفترة التي شهدت ارتفاع أسعار النفط بين عامي 2010 و2014، تعزز إنتاج النفط الصخري الأمريكي، مستفيداً من سهولة الحصول على التمويل الرخيص، بفضل الانخفاض الكبير في أسعار الفائدة. ولكن، بالنسبة للمستقبل، فمن غير المتوقع استمرار أسعار الفائدة المنخفضة، حيث قرر مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بالفعل رفعها ثلاث مرات خلال العامين الماضيين.
- إلى جانب ارتفاع تكاليف الاقتراض، تواجه شركات النفط الصخري أيضاً تقلص الطاقة الإنتاجية الذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع تكاليف التشغيل. وهناك جانب يرجح أن يرتفع فيه التكاليف يتصل بخدمات الحقل النفطي، والتي تشمل الحفارات والمعدات والعمالة.
- لذا، فعلى الرغم من نجاح شركات النفط الصخري في خفض التكاليف في العامين الماضيين، إلا أنه يصعب استمرار جميع وسائل خفض تلك في المستقبل. نتيجة لذلك، يُتوقع أن يرتفع السعر التعادلي للنفط الصخري الأمريكي، لأول مرة خلال خمس سنوات، في عام 2017.

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي

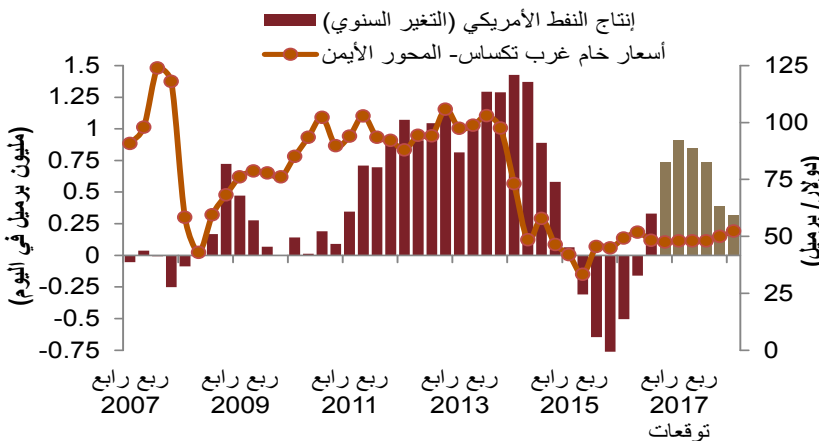
كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث  
faturki@jadwa.com

أسد خان

اقتصادي أول

rkhan@jadwa.com

شكل 1: التغير السنوي في إنتاج النفط الخام الأمريكي وأسعار خام غرب تكساس\*



\* توقعات مبنية على بيانات إدارة معلومات الطاقة



## فكرة عامة

تشير أحدث التوقعات من إدارة معلومات الطاقة إلى ارتفاعات كبيرة في إنتاج النفط الخام الأمريكي في عامي 2017 و2018 على حدٍ سواء، حيث تتوقع البيانات الصادرة من هذه الإدارة زيادة إنتاج النفط الأمريكي، على أساس سنوي، بنسبة 10 بالمائة عام 2017 وبنسبة 3,3 بالمائة عام 2018 (شكل 1). ورغم أن هذه الزيادة تقل كثيراً عن متوسط النمو الذي بلغ 14 بالمائة خلال الفترة بين عامي 2012 و2015، لكنها لا تزال تشكل انتعاشاً قوياً محتملاً، خاصة بعد تراجع الإنتاج السنوي عام 2016. وجاء كل هذا الانتعاش الذي ظهر منذ بداية عام 2017 من موارد النفط غير التقليدية (النفط الصخري)، وقد تحقق بفضل الارتفاع في أسعار النفط الذي أعقب الاتفاق الذي أبرم بين دول الأوبك وبعض الدول الأخرى المنتجة للنفط.

## التحولات الأخيرة

استقرت أسعار النفط عند مستوى يتراوح بين 40 إلى 45 دولار أمريكي للبرميل في منتصف العام الماضي، بعد انتعاشها من مستويات انخفاض قياسية مطلع عام 2016. ورغم ذلك، كانت تأثيرات وفرة الإمدادات من أوبك وضعف الطلب العالمي على النفط يواصلان الضغط على أسعار النفط. نتيجة لذلك، أدى الانخفاض الكبير في عدد الحفارات الأمريكية، رغم تحسن إنتاجية الآبار، إلى تراجع الإنتاج في حقول النفط الصخري الكبيرة الثلاث، وهي باكين، بيرميان، وإيجل فورد (للمزيد من التفاصيل، الرجاء الاطلاع على تقريرنا الصادر في يونيو 2016 بعنوان: [انتعاش أسعار النفط: هل سيؤدي إلى انتعاش النفط الصخري الأمريكي؟](#)). تعتبر التحولات الأخيرة التي نشهدها حالياً في قطاع النفط الصخري الأمريكي، في كثير من النواحي، هي عكس تلك التحولات التي حدثت العام الماضي. فعلى سبيل المثال، أشارت إدارة معلومات الطاقة، في تقريرها الشهري في أغسطس، إلى أن إجمالي النفط الخام الأمريكي ارتفع إلى 9,4 مليون برميل في اليوم في يوليو 2017، مسجلاً زيادة بنسبة 11 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي. وبما أن إنتاج النفط الأمريكي التقليدي بقي مستقرًا إلى حدٍ ما العام الماضي، فإن المساهم الرئيسي في هذه الزيادة كان هو النفط غير التقليدي (شكل 2). وفي الحقيقة، شهد اثنان من حقول النفط الصخري الأمريكي الثلاثة، والتي تشكل 90 بالمائة من إجمالي الإنتاج غير التقليدي، انتعاشاً كبيراً في الإنتاج. ورغم أن إنتاج حقل باكين انخفض بنسبة 1 بالمائة، على أساس سنوي، في يوليو 2017، لكن إنتاج حقل إيجل فورد ارتفع بنسبة 14 بالمائة، كما ارتفع إنتاج حقل بيرمان بنسبة 21 بالمائة، على أساس سنوي كذلك (شكل 3).

وبالمثل، فبينما أدى انخفاض أسعار النفط إلى الضغط على الشركات العاملة في إنتاج النفط الصخري وتسبب بالتالي في تراجعات كبيرة في عدد الحفارات العام الماضي، كان هناك عكس لهذا

تشير أحدث التوقعات من إدارة معلومات الطاقة إلى ارتفاعات كبيرة في إنتاج النفط الخام الأمريكي في عامي 2017 و2018 على حدٍ سواء.

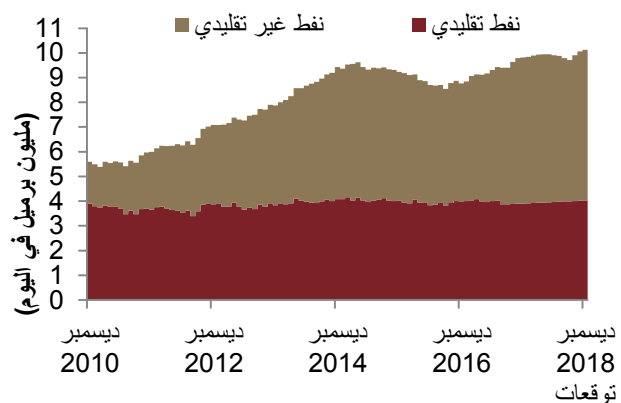
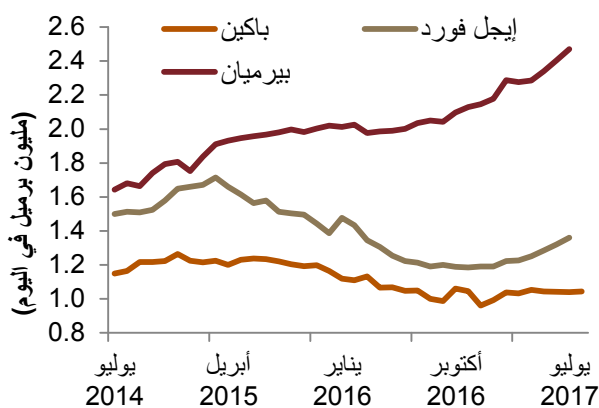
يتوقع أن يأتي الانتعاش في إنتاج النفط من مصادر النفط غير التقليدية.

تعتبر التحولات الأخيرة التي نشهدها في قطاع النفط الصخري الأمريكي، عكس تلك التحولات التي حدثت العام الماضي.

تشير إدارة معلومات الطاقة، إلى ارتفاع إجمالي النفط الخام الأمريكي إلى 9,4 مليون برميل يومياً في يوليو 2017، مسجلاً زيادة بنسبة 11 بالمائة مقارنة بنفس الفترة من العام الماضي...

...حيث شهد اثنان من حقول النفط الصخري الرئيسية نمواً سنوياً كبيراً في إنتاج النفط.

شكل 2: تعود معظم الزيادة الأخيرة في إنتاج النفط الخام الأمريكي إلى شكل 3: إنتاج النفط الخام في حقول باكين، وإيجل فورد، وبيرميان زيادة النفط الصخري





الاتجاه في الشهور القليلة الماضية، فعدد الحفارات الذي انخفض إلى أدنى مستوى له في عدة سنوات في مايو 2016، حيث بلغ 190 حفارة، قفز في يوليو 2017 إلى 511 حفارة. مع ذلك، لم تستطع شركات النفط الصخري المحافظة على مستويات إنتاجية الآبار، حيث انخفضت الإنتاجية للحفارة الواحدة بنسبة 2,5 بالمائة خلال نفس الفترة (شكل 4). ويشير زيادة عدد الحفارات مع تراجع إنتاجية الحفارة، إلى أن شركات النفط الصخري بدأت توسع نشاطاتها من الآبار الرئيسية الأعلى إنتاجية إلى المناطق الأقل إنتاجية بهدف تحقيق المزيد من الإيرادات والتدفقات النقدية مع تحسن أسعار النفط.

### تمويل إنتاج النفط الصخري

إلى جانب ما شهدناه مؤخراً من ارتفاع في إنتاج النفط غير التقليدي، كان هناك أيضاً تحسن واضح في الأوضاع المالية لشركات استكشاف وإنتاج النفط الصخري. أولاً، تراجع عدد وقيمة حالات الإفلاس التي سادت في قطاع النفط الأمريكي خلال العامين الماضيين بدرجة ملحوظة عام 2017. خلال عام 2015، عندما بلغ متوسط أسعار خام غرب تكساس 49 دولاراً للبرميل، بلغت القيمة الإجمالية لحالات الإفلاس في قطاع النفط الأمريكي نحو 17,4 مليار دولار. وفي عام 2016، ارتفع إجمالي قيمة حالات الإفلاس إلى 55 مليار دولار، وذلك عندما هبطت أسعار خام غرب تكساس إلى 43 دولاراً للبرميل خلال العام. ومع تحسن أسعار النفط منذ بداية عام 2017، حيث بلغ متوسط الأسعار 50 دولاراً للبرميل في النصف الأول من عام 2017، هبطت قيمة حالات الإفلاس بدرجة كبيرة، لتراجع إلى 5 مليار دولار فقط خلال نفس الفترة (شكل 5).

لقد ساعد هذا الارتفاع في أسعار النفط كذلك في تحسين التدفقات النقدية لشركات استكشاف وإنتاج النفط الصخري. ففي السنوات القليلة الماضية، أدى انخفاض أسعار النفط، والتشدد في شروط الإقراض، وارتفاع تكلفة الاقتراض، بسبب حالات الإفلاس، إلى تراجع التدفقات النقدية لشركات استكشاف وإنتاج النفط إلى مستويات قياسية (للمزيد من التفاصيل، الرجاء الاطلاع على تقريرنا الصادر في يونيو 2016 بعنوان: [انتعاش أسعار النفط: هل سيؤدي إلى انتعاش النفط الصخري الأمريكي؟](#)). وبعد انخفاض التدفقات النقدية لشركات استكشاف وإنتاج النفط من العمليات بنسبة 55 بالمائة، على أساس سنوي، في عام 2015، تراجعت تلك التدفقات لـ 56 من شركات استكشاف وإنتاج النفط المدرجة في أسواق الأسهم بنسبة 37 بالمائة إضافية، على أساس سنوي، عام 2016، لتسجل أدنى مستوياتها منذ سنوات، حيث بلغت 38,7 مليار دولار. وفي الأونة الأخيرة، نتيجة لتحسن أسعار النفط وكذلك انتعاش الإنتاج، قفزت التدفقات النقدية من العمليات خلال النصف الأول من عام 2017، بنسبة كبيرة بلغت 77 بالمائة، على أساس سنوي. ورغم ذلك، فإن المشكلة التاريخية التي تواجهها شركات استكشاف وإنتاج النفط الصخري، فيما يتعلق بفجوة التمويل، ستظل باقية على الأرجح خلال الفترة القادمة.

أدى ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة في عدد الحفارات...

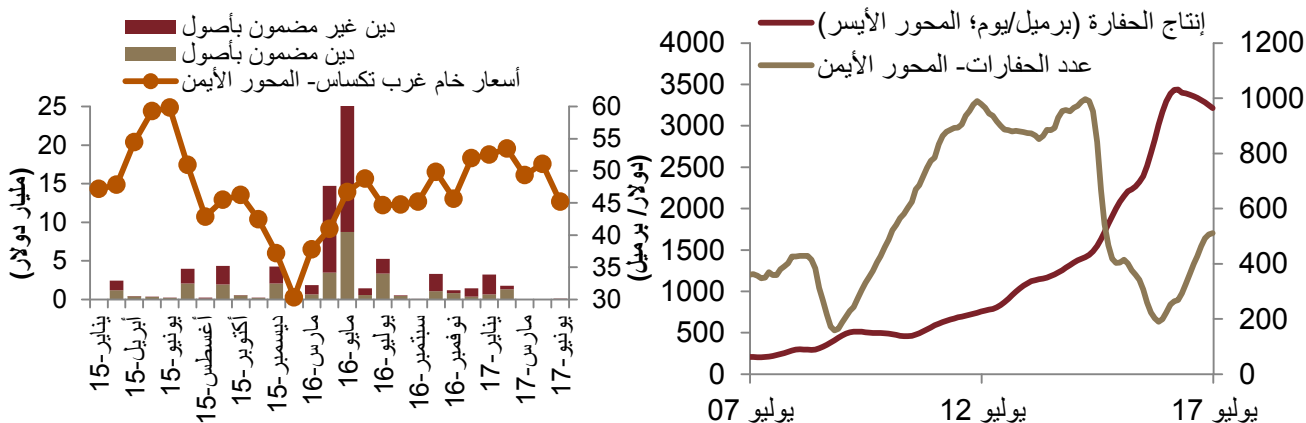
...لكن إنتاجية الآبار شهدت تراجعاً.

كذلك تحسنت الأوضاع المالية لشركات استكشاف وإنتاج النفط الصخري مؤخراً...

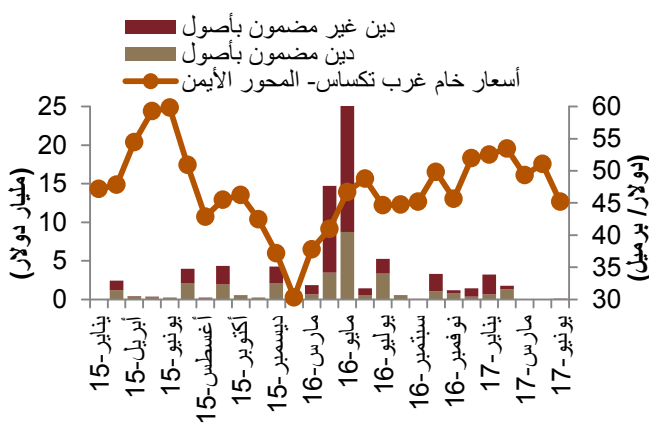
...حيث ارتفعت التدفقات النقدية بنسبة 77 بالمائة، على أساس سنوي، خلال النصف الأول لعام 2017...

...رغم أن المشكلة التاريخية التي تواجهها شركات استكشاف وإنتاج النفط الصخري، فيما يتعلق بفجوة التمويل، ستظل باقية على الأرجح خلال الفترة القادمة...

شكل 4: عدد الحفارات وإنتاجية الحفارة في حقول باكين، وإيجل فورد، وبيرميان



شكل 5: تراجع حالات الإفلاس في عام 2017





يتطلب ارتفاع أسعار النفط، وما نتج عنه من زيادة في عدد الحفارات وبالتالي زيادة إنتاج النفط، زيادة في الإنفاق الرأسمالي. وتتوقع تقديرات معظم المحللين في الوقت الحالي أن يرتفع الإنفاق الرأسمالي لشركات استكشاف وإنتاج النفط الصخري الأمريكية المدرجة في سوق الأسهم بنسبة 7 بالمائة، على أساس سنوي، في عام 2017، وهو أول ارتفاع من نوعه منذ عام 2014، وسيعقبه ارتفاع سنوي آخر بنسبة 12 بالمائة في عام 2018 (شكل 6). ولكن، إذا وضعنا في الاعتبار حقيقة أنه حتى خلال فترة أسعار النفط المرتفعة بين عامي 2010 و2014، كان هناك الكثير من شركات استكشاف وإنتاج النفط التي لم تستطع سد الفجوة التمويلية بين التدفقات النقدية من العمليات والإنفاق الرأسمالي، فيبقى من المرجح أنها لن تستطيع سدها في فترات انخفاض أسعار النفط. وفي النهاية، كما هو الحال في الماضي، سيكون قطاع النفط الصخري الأمريكي معتمداً على التمويل، إما من خلال أسواق الأسهم، أو سوق السندات مرتفعة العائد، أو القروض المصرفية المضمونة/غير المضمونة بأصول. وفي الحقيقة، تشير أحدث البيانات إلى ارتفاع طفيف في إصدارات السندات مرتفعة العائد في العام الماضي، والذي تزامن مع بعض التحسن في أسعار النفط. عادت شركات استكشاف وإنتاج النفط التي ليس لها تصنيف ائتماني، وهي الأكثر تلقياً لذلك النوع من التمويل، إلى سوق السندات مرتفعة العائد، حيث ارتفعت قيمة الإصدارات إلى مستويات كبيرة بلغت 15 مليار دولار في الربع الرابع من عام 2016، كما أنها ارتفعت في النصف الأول من عام 2017 بنسبة 80 بالمائة، على أساس سنوي (شكل 7).

يشير التحسن في أسعار النفط وكذلك القوة النسبية للأوضاع المالية لشركات استكشاف وإنتاج النفط الأمريكية، إلى إمكانية زيادة إنتاج النفط في الولايات المتحدة. تشير أحدث التقديرات لإدارة معلومات الطاقة الخاصة بتوقعات الطاقة في المدى القصير، إلى أن إنتاج النفط الأمريكي سينمو بنسبة 10 بالمائة، على أساس سنوي، في عام 2017، وبنسبة 3,3 بالمائة في عام 2018، مما يساعد على ارتفاع إجمالي إنتاج النفط الخام إلى مستويات قياسية، تصل إلى 10 مليون برميل يومياً. أما بخصوص التوقعات على المدى البعيد، فإن إدارة معلومات الطاقة تشير إلى المزيد من النمو. وإذا أخذنا بسيناريو "توفر موارد وتقنيات مرتفعة" ضمن تقرير التوقعات السنوية للطاقة للعام 2017 الصادر من إدارة معلومات الطاقة، والذي يفترض وصول أسعار خام غرب تكساس إلى 68 دولاراً للبرميل بحلول عام 2020، يُتوقع أن يرتفع إجمالي إنتاج الولايات المتحدة من النفط إلى 11,3 مليون برميل في اليوم بنهاية العقد. بالطبع، فإن المشكلة مع مثل هذه التقديرات، خاصة فيما يتصل بالنفط الصخري، هي أنها تشكل في الغالب حجة دائرية، ذلك أنه في حال ارتفاع إنتاج النفط الأمريكي، يؤدي ذلك في حد ذاته إلى زيادة إمدادات النفط العالمية، ومن ثم يتسبب في انخفاض أسعار النفط. إلى جانب ذلك، أيضاً هناك العديد من التطورات التي ربما تؤدي إلى إضعاف أو تحفيز إنتاج النفط الأمريكي خلال السنوات القليلة القادمة. ونحاول فيما يلي تقييم بعض التطورات الرئيسية التي ربما تؤثر على إمدادات النفط الصخري.

...ونتيجة لذلك، كما هو الحال في الماضي، سيكون قطاع النفط الصخري الأمريكي معتمداً على التمويل...

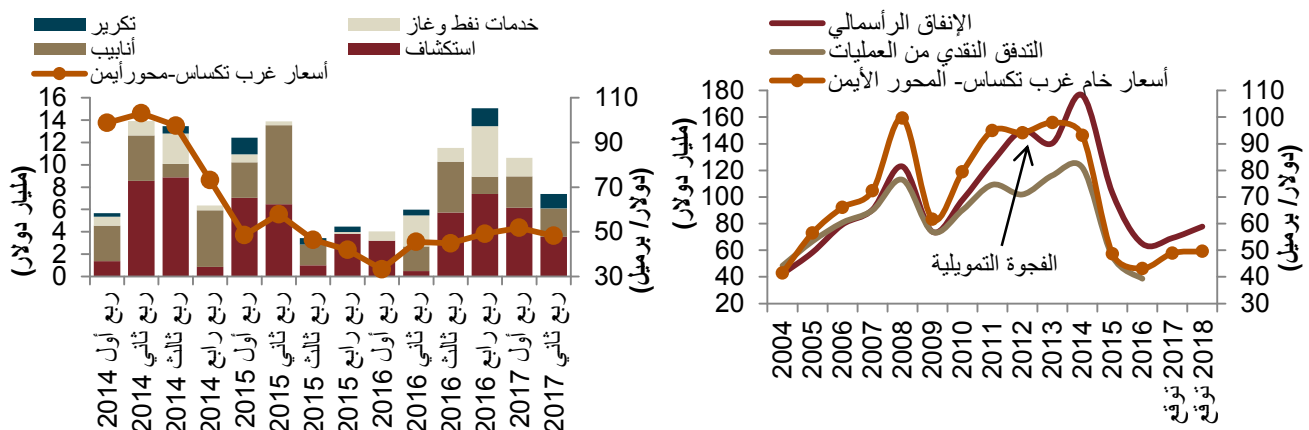
...إما من خلال أسواق الأسهم، أو سوق السندات مرتفعة العائد، أو القروض المصرفية المضمونة/غير المضمونة بأصول.

يشير التحسن في أسعار النفط، إضافة إلى القوة النسبية للأوضاع المالية لشركات استكشاف وإنتاج النفط الأمريكية، إلى إمكانية زيادة إنتاج النفط...

...حيث تتوقع إدارة معلومات الطاقة ارتفاع إجمالي إنتاج الولايات المتحدة من النفط إلى 11,3 مليون برميل في اليوم بنهاية العقد...

...رغم وجود عدد من التطورات ربما تؤدي إلى إضعاف إنتاج النفط الأمريكي في السنوات القليلة القادمة.

شكل 6: يتوقع أن تبنى شركات النفط الصخري الأمريكية المدرجة في شكل 7: ارتفاع إصدارات سندات الدين الأمريكية مرتفعة العائد أسواق الأسهم على الفجوة التمويلية التاريخية \*



\* توقعات أسعار خام غرب تكساس مبنية على بيانات إدارة معلومات الطاقة



## المخاطر التي تهدد إنتاج النفط في الولايات المتحدة

تشمل المخاطر الرئيسية التي تواجه إنتاج النفط الأمريكي في المدين القصير والمتوسط ما يلي: انخفاض أسعار النفط، والمشاكل المتعلقة بالتحوط بأسعار منخفضة، وزيادة تكاليف الاقتراض، إضافة إلى التكاليف التشغيلية.

### ارتفاع التكاليف:

رغم تراجع إنتاج النفط الصخري عام 2016، استطاعت الشركات المنتجة الحفاظ على معدلات الإنتاج عند مستويات أعلى من توقعات بعض المحللين، وذلك بفضل تحسن مستويات الإنتاجية وانخفاض التكاليف. لقد أدى انخفاض أسعار النفط إلى زيادة معدل الإنتاجية للحفارة الواحدة، وتحسن إجراءات خفض التكاليف الباهظة، وتطور تقنيات الإنتاج، وقادت تلك العوامل إلى خفض السعر التعادلي لإنتاج النفط الصخري. لكن، تلك الوسائل لخفض التكاليف وزيادة كفاءة الإنتاج ليست جميعها دائمة، بل بعضها دوري. وهناك جانب يرجح أن ترتفع فيه التكاليف لشركات إنتاج النفط الصخري، يتعلق بخدمات الحقل النفطي، وهي تشمل الحفارات والمعدات والعمالة. خلال السنوات الثلاث الماضية، ضغط الكثير من منتجي النفط الصخري على شركات خدمة الحقل النفطي للقبول بأسعار أقل، وذلك من خلال عقود ثابتة، تقضي بموافقة شركات الخدمة على تغطية نفقاتها الخاصة في حال حاجتها إلى أموال. ويتوقع أن يؤدي انتهاء تلك العقود خلال العام القادم، إلى ارتفاع أسعار الخدمات التي عليها طلب أكبر والتي تتصل بحفر الآبار وتشغيلها.

عندما بدأت أسعار النفط تراجعها في منتصف عام 2014 والفترة التالية، واصلت الكثير من شركات استكشاف وإنتاج النفط عملية حفر الآبار، لكنها لم تستخرج منها النفط (مثل تلك الآبار تسمى الآبار المحفورة غير المكتملة). في العادة، يمكن لتلك الآبار أن تنتج النفط خلال فترة أسبوعين أو ثلاثة، مما يتيح لمنتجي النفط الصخري خيار ترك النفط مخزوناً في باطن الأرض إلى حين تحسن أسعار النفط. نتيجة لذلك، نشأ خلال عامي 2015 و 2016 نمط كان متوقعاً، حيث نلاحظ أنه في أعقاب كل ارتفاع لأسعار النفط كان عدد الآبار المحفورة غير المكتملة إما أن يتراجع أو يبقى ثابتاً، والعكس بالعكس. كان عدد تلك الآبار يزداد عندما تنخفض أسعار النفط. لكن، منذ أواخر عام 2016، يبدو أن هذا النمط لم يعد قائماً، حيث تشير أحدث البيانات المتاحة إلى أن عدد الآبار المحفورة غير المكتملة ارتفع بصورة مطردة منذ ديسمبر 2016 رغم حدوث ارتفاع كبير في أسعار النفط (شكل 8). أحد الأسباب لذلك الأمر، ربما يكون مرتبطاً بتوقع بعض شركات النفط الصخري ارتفاع كبير في أسعار النفط في المستقبل، مما شجعها على تأخير تشغيل الآبار المحفورة غير المكتملة. والسبب الآخر المحتمل لزيادة عدد الآبار، يتصل على الأرجح بحدوث انخفاض في أعداد الأشخاص العاملين في

تمثل المخاطر الرئيسية التي تواجه إنتاج النفط الأمريكي في انخفاض أسعار النفط، والمشاكل المرتبطة بالتحوط بأسعار منخفضة...

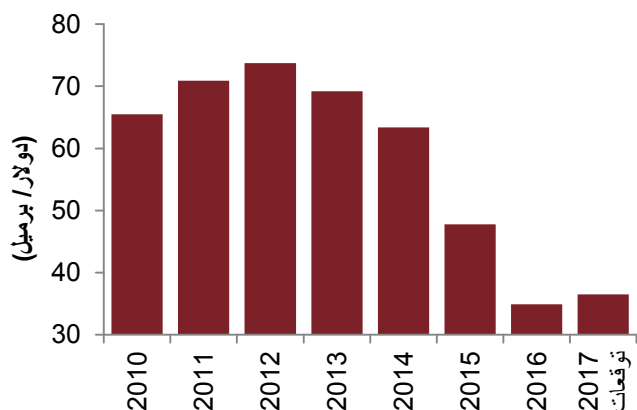
...وكذلك زيادة تكاليف الاقتراض وتكلفة التشغيل.

خلال السنوات الثلاث الماضية، ضغط الكثير من منتجي النفط الصخري على شركات خدمة الحقل النفطي للقبول بأسعار أقل...

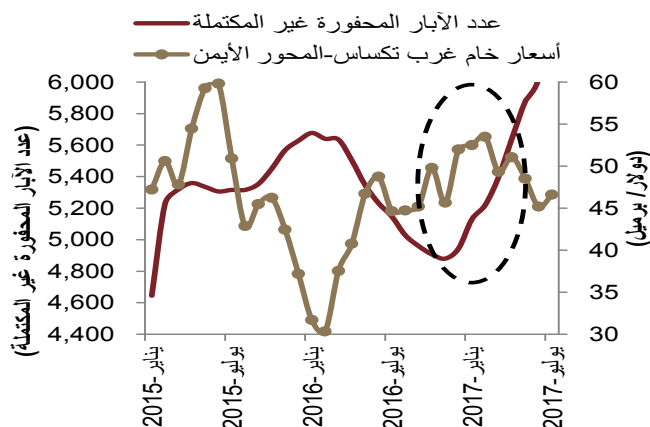
...وذلك من خلال عقود ثابتة.

سيؤدي انتهاء تلك العقود إلى ارتفاع أسعار الخدمات الخاصة بحفر وتشغيل الآبار والتي عليها طلب عال...

شكل 9: يُتوقع أن يرتفع السعر التعادلي للنفط الصخري، لأول مرة خلال خمس سنوات، عام 2017



شكل 8: الآبار المحفورة غير المكتملة ظلت ترتفع منذ أواخر عام 2016، رغم انتعاش أسعار النفط





خدمات الحقل النفطي (أطقم عمليات التكسير)، المطلوب توفرهم لإكمال مثل تلك الآبار. وفي الحقيقة، شهد قطاع خدمات الحقل النفطي أكبر نسبة لتسريح العمالة في صناعة النفط والغاز، بلغت 44 بالمائة، منذ بداية تراجع أسعار النفط. نتيجة لذلك، ومع قيام شركات النفط الصخري بزيادة إنتاج النفط، تسببت الندرة في أطقم الأشخاص العاملين في التكسير، في أعقاب عمليات التسريح السابقة، في زيادة التكلفة، حيث تقدّر بعض التقارير الزيادة في تكلفة تلك الأطقم بنسبة 60-70 بالمائة، مقارنة بمستواها قبل عام.

لذا، فعلى الرغم من قيام شركات النفط الصخري بخفض التكاليف في العامين الماضيين، إلا أنه يصعب استمرار جميع وسائل خفض تلك في المستقبل. نتيجة لذلك، يُتوقع أن يرتفع السعر التعادلي للنفط الصخري، لأول مرة خلال خمس سنوات، إلى 36,5 دولاراً للبرميل كمتوسط لعام 2017 ككل، رغم أن هذا السعر لا يزال دون مستوياته القياسية التي سجلها عام 2012 بنسبة 50 بالمائة (شكل 9).

#### ارتفاع تكلفة الاقتراض:

كما ذكرنا في تقريرنا الصادر في أكتوبر 2015 بعنوان: [النفط الصخري الأمريكي عند نقطة انعطاف](#)، يتطلب النفط الصخري مستوى عال جداً من أنشطة الحفر لتفادي معدلات التراجع الحادة في الإنتاج. وبما أن القطاع يتكوّن من عدد كبير من الشركات الصغيرة والمتوسطة، فإن التكاليف الأولية المرتبطة بمثل ذلك الحفر المكثف ستكون باهظة. كذلك شهدنا كيف أدى عدم مقدرة شركات استكشاف وإنتاج النفط الأمريكية على تغطية الإنفاق الرأسمالي من خلال وسائلها الخاصة، إلى لجؤها إلى أسواق الأسهم والدين بغرض حصولها على الأموال التي تحتاجها. في الماضي، كانت العديد من شركات استكشاف وإنتاج النفط قادرة على الحصول على التمويل الرخيص، بسبب الانخفاض الكبير لأسعار الفائدة. وقد لعب ذلك العامل دوراً مهماً في تعزيز إنتاج النفط الصخري الأمريكي طيلة الفترة التي شهدت ارتفاع أسعار النفط بين عامي 2010 و2014 (شكل 10). ولكن، بالنسبة للمستقبل، فمن غير المتوقع استمرار أسعار الفائدة المنخفضة، حيث قرر مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بالفعل رفعها ثلاث مرات خلال العامين الماضيين.

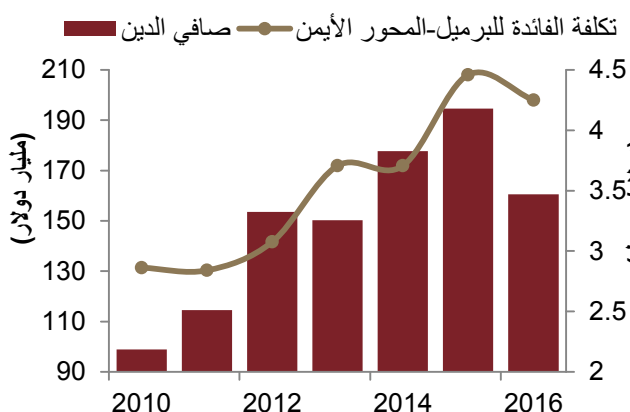
تشير بيانات الاقتصاد الأمريكي الصادرة مؤخراً إلى ارتفاع طفيف في التضخم، إضافة إلى تراجع البطالة إلى معدلات دون المستويات التي كانت سائدة قبيل عام 2008. وينتظر أن تؤدي مثل تلك العوامل إلى دفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي إلى الاستمرار في سياسة رفع أسعار الفائدة. وتشير أحدث الاستطلاعات، إلى أن احتمال رفع أسعار الفائدة الأمريكية بـ 25 نقطة أساس خلال السنة القادمة يصل إلى 40 بالمائة، بينما يصل احتمال رفعها بـ 50 نقطة أساس إلى 20 بالمائة. ومن ناحية أخرى، فإن رفع أسعار الفائدة إلى مستويات أعلى مما هو متوقع، ربما يؤدي إلى زيادة حادة في تكاليف الاقتراض، وهي زيادات شهدنا حدوثها بالفعل نتيجة لارتفاع مستوى المخاطرة المرتبطة

...نتيجة لذلك، يُتوقع أن يرتفع السعر التعادلي للنفط الصخري، لأول مرة خلال خمس سنوات، في عام 2017.

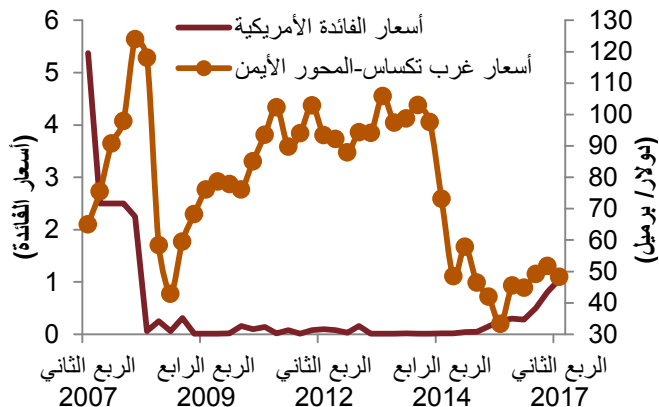
من غير المتوقع استمرار أسعار الفائدة المنخفضة، حيث قرر مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بالفعل رفعها ثلاث مرات خلال العامين الماضيين.

ربما يؤدي رفع أسعار الفائدة إلى مستويات أعلى مما هو متوقع، إلى زيادة حادة في تكاليف الاقتراض.

شكل 11: صافي الدين وتكاليف أسعار الفائدة لشركات استكشاف وإنتاج النفط الأمريكية المدرجة في أسواق الأسهم



شكل 10: استفادات شركات النفط الصخري الأمريكية من انخفاض أسعار الفائدة وارتفاع أسعار النفط خلال الفترة من 2010 إلى 2014







بالقطاع. ويشير الشكل 11 إلى أن صافي الدين لـ 56 شركة من شركات استكشاف وإنتاج النفط الأمريكية المدرجة في سوق الأسهم زاد بنسبة 62 بالمائة، بينما ارتفعت تكاليف فائدة الدين بنسبة 48 بالمائة، بين عامي 2010 و2016. ونتيجة لوصول تكاليف فائدة الدين إلى مستويات قياسية عام 2015، فقد قامت العديد من الشركات ببيع أصول غير أساسية وخفضت مديونيتها. ولكن، الواقع يشير إلى أنه في حين انخفض صافي الدين بنسبة 17 بالمائة، على أساس سنوي، عام 2016، تراجع تكاليف فائدة الدين بنسبة 5 بالمائة فقط (شكل 11). بالنظر إلى المستقبل، يبدو أن العديد من الشركات ستسعى إلى المزيد من خفض الدين بغرض تقليل تكاليف فائدة الدين، لكن هذا الأمر سيصعب تنفيذه نسبة لتأثيره السلبي على مستويات إنتاج النفط.

تواجه شركات النفط الصخري المنغمسة في الاقتراض من أسواق الدين مرتفعة العائد، معضلة زيادة مستوى تعرضها لارتفاع تكاليف خدمة الدين. في معظم الحالات، لجأت شركات النفط الصخري الصغيرة والمتوسطة إلى أسواق الدين مرتفعة العائد، وكما ذكرنا أعلاه، فقد انتعش هذا النوع من التمويل مؤخراً، حيث ارتفع الدين القائم بنحو 128 مليار دولار في الثلاث سنوات ونصف الأخيرة. نتيجة لذلك، فإن مقدرة مثل تلك الشركات الصغيرة على تحمل مدفوعات الدين الأصلي وفوائده، مع ارتفاع أسعار الفائدة، ستضعف بدرجة كبيرة. وسيؤدي هذا الوضع، على الأقل، إلى تقليل حجم الأموال المتاحة للاستثمار في أعمال إنتاج النفط، مما يقود، في أسوأ الأحوال، إلى جولة أخرى من حالات التعثر وإعلان الإفلاس. وسيتعقد هذا الوضع بصورة أكبر، في حال حدوث المزيد من التراجع في أسعار النفط عن المستويات الحالية.

#### انخفاض أسعار النفط:

منذ بداية عام 2017، وافقت دول الأوبك وبعض منتجي النفط من خارج المنظمة على خفض إمداداتهم بنحو 1,8 مليون برميل يومياً مقارنة بمستويات الإمداد في أكتوبر 2016، وهو التاريخ الذي تم فيه إبرام اتفاقية خفض. نتيجة لذلك، تراجع كل من ميزان النفط العالمي اليومي ومخزونات الخام التجارية بصورة تدريجية، مما ساعد على ارتفاع الأسعار. بالإضافة إلى تراجع مستوى الالتزام لدى بعض دول أوبك باتفاقية خفض في الشهور القليلة الماضية، والذي ربما يؤدي إلى تعريض الاتفاقية للخطر خلال الشهور القليلة القادمة (شكل 10) (للمزيد من التفاصيل، الرجاء الاطلاع على تقريرنا الصادر في يوليو 2017 بعنوان: [أسواق النفط العالمية- الربع الثاني: هل تراجع مستوى الالتزام بحصص الإنتاج لدى أوبك؟](#))، هناك غموض أكبر بشأن ما ستقره دول أوبك والدول الأخرى المشاركة في الاتفاقية بعد انقضاء أجل الاتفاقية في مارس 2018. حالياً، لا يبدو أن هناك إجماع حقيقي على تمديد خفض، لكن أسوأ السيناريوهات هو أن تعود معدلات الإنتاج إلى مستويات ما قبل اتفاقية خفض، ومن ثم يعود ميزان النفط العالمي مرة أخرى إلى تسجيل فوائض كبيرة تؤدي إلى انخفاض أسعار النفط.

ستسعى العديد من شركات النفط الصخري إلى المزيد من خفض الدين بغرض تقليل تكاليف فائدة الدين...

لكن هذا الأمر سيصعب تنفيذه نسبة لتأثيره السلبي على مستويات إنتاج النفط.

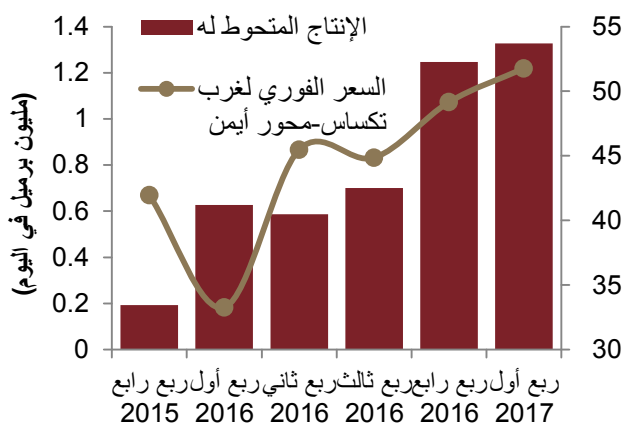
تواجه شركات النفط الصخري المنغمسة في الاقتراض من أسواق الدين مرتفعة العائد، معضلة زيادة مستوى تعرضها لارتفاع تكاليف خدمة الدين.

هناك غموض كبير بشأن ما ستقره دول أوبك والدول الأخرى المشاركة في الاتفاقية بعد انقضاء أجل الاتفاقية في مارس 2018.

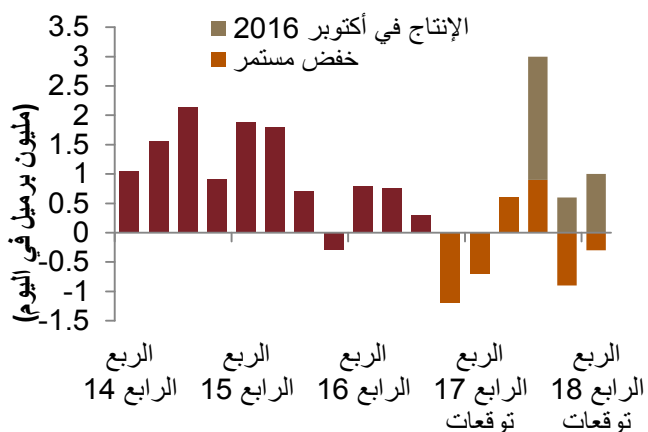
أسوأ السيناريوهات هو أن تعود معدلات الإنتاج لدى أوبك إلى مستويات ما قبل اتفاقية خفض...

...مما يؤدي إلى انخفاض أسعار النفط، وبالتالي التأثير على منتجي النفط الصخري.

شكل 13: ارتفاع أسعار خام غرب تكساس أدى إلى زيادة حجم إنتاج النفط الصخري المتحوط له



شكل 12: ميزان النفط العالمي ربما يتحول إلى تحقيق فائض كبير في حال لم تستمر أوبك في اتفاقية خفض الإنتاج عام 2018





وفي حال بقاء جميع العوامل الأخرى ثابتة، وافترض عودة كل من دول أوبك والدول الأخرى المشاركة في اتفاقية خفض الإنتاج التي كانت قائمة في أكتوبر 2016 بعد انتهاء أجل الاتفاقية، فإننا نتوقع حدوث فائض في ميزان النفط العالمي بنحو 1,3 مليون برميل يومياً كمتوسط لعام 2018 ككل (شكل 12). مثل هذا الوضع سيكون أسوأ من الفترة التي شهدت منافسة حادة لدى أوبك ومعاناة سوق النفط العالمي من تخمة كبيرة في المعروض خلال النصف الثاني من عام 2015 والنصف الأول لعام 2016، عندما كان متوسط أسعار خام غرب تكساس يزيد قليلاً عن 40 دولاراً للبرميل. وقد تصادفت تلك الفترة أيضاً مع تراجع حاد في إنتاج النفط الصخري الأمريكي، حيث انخفض الإنتاج بنحو 500 ألف برميل يومياً، أو بنسبة 10 بالمائة، خلال الـ 12 شهراً المنتهية في يونيو 2016.

#### التحولات:

أدى الانتعاش الأخير في أسعار النفط إلى عودة نشاط التحوط، حيث تشير البيانات الخاصة بـ 37 من شركات استكشاف وإنتاج النفط المدرجة في أسواق الأسهم، والتي تشكل 75 بالمائة من إجمالي إنتاج النفط الصخري الأمريكي، إلى ارتفاع حاد في التحولات خلال الشهور القليلة الماضية.

في الربع الرابع لعام 2015، بلغ حجم النفط الصخري المتحوط له والمتوقع إنتاجه عام 2017 نحو 193 ألف برميل في اليوم، لكن هذه الكمية ارتفعت مع ارتفاع أسعار النفط. في أعقاب إعلان أوبك في أكتوبر 2016 عن التوصل لاتفاق لخفض إنتاج النفط، قفز سعر خام غرب تكساس بنسبة 10 بالمائة، على أساس ربعي، ليصل إلى 49 دولاراً للبرميل في الربع الرابع لعام 2016. وخلال نفس الفترة، قامت شركات النفط الصخري الأمريكي بالتحوط بكميات نفط إضافية بلغ حجمها 545 ألف برميل في اليوم، مما أدى إلى ارتفاع إجمالي النفط المتحوط له إلى ما يقارب 1,25 مليون برميل في اليوم. وفي الربع الأول لعام 2017، بلغ إجمالي حجم النفط المتحوط له 1,3 مليون برميل في اليوم، حوالي 22 بالمائة من إنتاج النفط الصخري المتوقع عام 2017، وتم التحوط بمتوسط سعر بلغ 50,3 دولاراً للبرميل (شكل 13). من ناحية أخرى، تشير أحدث البيانات المتاحة إلى أن 466 ألف برميل فقط من النفط الصخري تم التحوط لها عام 2018، وسيتواصل تناقص حجم الكميات المتحوط لها حتى عام 2020. في حال انخفاض الأسعار، نتوقع أن نشهد تباطؤاً في التحوط حتى عام 2020، والعكس بالعكس، فإن ارتفاع أسعار النفط سيشجع على المزيد من عمليات التحوط وبمستويات أسعار أعلى.

يُرجح أن تؤدي زيادة مستوى إنتاج النفط المتحوط له، إلى زيادة خطوط الائتمان لشركات استكشاف وإنتاج النفط الصخري. على سبيل المثال، يعتمد حجم القروض المضمونة بأصول التي تستطيع شركة النفط الصخري الحصول عليها على الاحتياطيات النفطية الواعدة المؤكدة (أي: حجم النفط المتوقع إنتاجه من الاحتياطيات المفتوحة المؤكدة إنتاجياً). وبما أن عمليات التحوط هي ارتباط بأسعار مستقبلية للنفط، فذلك يعني أنها تقيّد قيمة الاحتياطيات النفطية لفترة محددة من الزمن، ولذلك فهي تتيح للمنتجين ذوي الديون المرتفعة تقليص مخاطر مستحقات فوائد الديون في حال تراجع أسعار النفط. وفقاً لذلك، أدخلت العديد من البنوك، في أعقاب تراجع أسعار النفط منذ عام 2014، اتفاقيات دين في القروض المضمونة بأصول تنص على الزام شركات النفط بإجراء عمليات تحوط لنسبة معينة من إنتاج النفط.

#### التوقعات المستقبلية

لقد أتاح الانتعاش في أسعار النفط الذي تحقق مؤخراً للكثير من منتجي النفط الصخري فرصة زيادة الإنتاج، وربما تتواصل هذه الزيادات، وفقاً لتقديرات إدارة معلومات الطاقة في المدى المتوسط، حتى عام 2020 على الأقل. ورغم ذلك، تواجه شركات استكشاف وإنتاج النفط الصخري عدد من العقبات المحتملة في الطريق والتي ربما تعيق تطورها وانتعاشها في المدينين القريب والمتوسط. فإلى جانب انخفاض أسعار النفط، تواجه هذه الشركات أيضاً احتمالات زيادة تكاليف الاقتراض، وتقلص الطاقة الإنتاجية الذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع تكاليف التشغيل، ومن ثم استمرار الضغوط المالية.

أدى الانتعاش الأخير في أسعار النفط إلى عودة نشاط التحوط...

...حيث بلغ إجمالي حجم النفط المتحوط له 1,3 مليون برميل في اليوم، حوالي 22 بالمائة من إنتاج النفط الصخري المتوقع عام 2017، وتم التحوط بمتوسط سعر بلغ 50,3 دولاراً للبرميل.

ارتفاع مستوى إنتاج النفط المتحوط له، سيؤدي إلى زيادة خطوط الائتمان لشركات استكشاف وإنتاج النفط الصخري.

بالمجمل، هناك العديد من العقبات المحتملة في الطريق التي ربما تعيق تطور وانتعاش إنتاج النفط الصخري في المدينين القريب والمتوسط.





## 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 شركة رويترز وشركة هينز أند بوني وشركة إل بي بلومبيرغ وإدارة معلومات الطاقة الأمريكية ومنظمة أوبك وريستاد للطاقة ومن مصادر إحصائية محلية أخرى، 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 ادعاءات أو تعهدات صريحة كانت أم ضمنياً، كما أنها لا تتحمل أية مساءلة قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية عن دقة أو اكتمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحتويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى استخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خياراً أو مشورة لاتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.