



## عودة التذبذب مرة أخرى

### ملخص

- ساهمت زيادة التفاؤل بشأن نمو الاقتصاد العالمي، واستمرار التزام دول الأوبك باتفاقية خفض الإنتاج، وزيادة التوترات الجيوسياسية، في دفع أسعار خام برنت إلى متوسط 67 دولاراً للبرميل في الربع الأول لعام 2018، مرتفعاً بنسبة 8 بالمائة، على أساس ربعي.
- رغم بعض التراجع الذي سجلته أسعار النفط في بداية أبريل، بسبب التوترات التجارية بين الصين والولايات المتحدة، لكنها ارتفعت منذ ذلك الحين نتيجة لتفاقم التوترات الجيوسياسية في المنطقة. وفي الواقع، تجاوزت أسعار النفط في الأيام القليلة الماضية، مستوى 70 دولاراً للبرميل، وهي مستويات لم تشهدها منذ أكتوبر 2014 (شكل 1).
- في غضون ذلك، تشير أحدث البيانات إلى بقاء كل من أوبك وروسيا ملتزمتين بمستويات الإنتاج المتفق عليها سابقاً، وبالفعل أسهمت جهودهما في خفض مخزونات الخام التجارية حتى أصبحت متسقة مع متوسط المخزونات لفترات زمنية طويلة.
- في الآونة الأخيرة، يبدو أن الحجة وراء تمديد التعاون بين أوبك والمنتجين المستقلين قد تحولت باتجاه تحفيز الاستثمارات في مجالات التنقيب والإنتاج، حيث يتوقع أن يشهد الاجتماع القادم للجنة الوزارية المشتركة للمراقبة مناقشات مستفيضة حول تمديد اتفاقية خفض الإنتاج لفترة زمنية أطول.
- بالنظر إلى المستقبل، يرجح أن يكون أكبر عامل مؤثر في إنتاج أوبك في الربع الثاني لعام 2018 هو احتمالات إعادة فرض العقوبات على إيران بسبب برنامجها النووي. في مايو 2018، سيقدر الرئيس الأمريكي ما إذا كان سيلغي الاتفاق النووي الحالي أم لا، وسيكون لأي من الاحتمالين تأثير كبير على إنتاج النفط وأسعاره.

للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي

كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث

faturki@jadwa.com

أسد خان

رئيس الأبحاث الاقتصادية

rkhan@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

شكل 1: أسعار النفط عند أعلى مستوياتها منذ أكتوبر 2014



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>



### استقرار الطلب على النفط:

يُتوقع أن تساهم ثلاثة دول بما يقارب 60 بالمائة من الزيادة السنوية في الطلب العالمي للنفط في الربع الثاني من عام 2018، حيث ينتظر أن تساهم الصين بنسبة 28 بالمائة، والولايات المتحدة بنسبة 14 بالمائة، والهند بنسبة 15 بالمائة. كذلك، يتوقع أن تكون تلك الدول الثلاث هي المحرك الرئيسي لنمو الطلب لفترة ما بعد الربع الثاني، حيث ينتظر أن تساهم بحصة كبيرة في نمو المتوسط السنوي للطلب العالمي على النفط الذي تقدّره أوبك بنحو 1,63 مليون برميل يومياً لعام 2018 ككل. ورغم أن النمو عام 2018 يفوق بدرجة كبيرة معدل المتوسط السنوي للسنوات العشر الأخيرة، لكن هناك نقطتان لا بد من الإشارة إليهما. أولاً، يعتبر أحدث تعديل، والذي جرى في مارس 2018، هو التعديل الشهري الثامن للطلب على النفط منذ نشر أوبك أول تقدير لها للعام 2018 والذي كان في يوليو 2017 (شكل 2). وتفوق تقديرات الطلب الصادرة في مارس 2018 تقديرات الطلب التي كانت في يوليو 2017 بنحو 370 ألف برميل يومياً. ثانياً، رغم أن الزيادة المتوقعة في الطلب على النفط المتوقع عام 2018 تعتبر كبيرة، لكن هذا المستوى من النمو يمثل التراجع السنوي الثاني على التوالي في الطلب العالمي على النفط (شكل 3).

قررت الحكومة الأمريكية الشهر الماضي فرض تعرفه جمركية على منتجات الحديد والألمونيوم الواردة من الصين، وهو ما دفع الصين للرد السريع بفرض رسوم أعلى على بعض السلع الأمريكية. ورغم أن أسعار النفط تراجعت بعض الشيء في أواخر الربع الأول لعام 2018 (أنظر الجزء الخاص بأسعار النفط أدناه)، لكن التراجع كان نتيجة لشعور المستثمرين بانخفاض المخاطر، أكثر من كونه ناتج عن أي تأثير مباشر على طلب النفط نفسه. حالياً، ينبع الخوف المستمر من احتمال فرض الحكومة الأمريكية المزيد من إجراءات الحماية التجارية، مما يؤدي إلى تفاقم التوترات التجارية بين أكبر اقتصادين، وكذلك أكبر مستهلكين للنفط، في العالم. لكن الآثار الناجمة عن مثل تلك التوترات سيكون لها بلا شك تأثيرات سلبية على النمو العالمي، وربما تسبب المزيد من الضغط على أسعار النفط. بالنسبة للوضع الحالي، يمكن القول أن الحرب الكلامية بين الصين والولايات المتحدة شهدت هدوءاً في الأيام الأخيرة، مما أدى إلى تراجع مخاوف المستثمرين من اندلاع حرب تجارية شاملة.

### أوبك تواصل التزامها باتفاقية خفض الإنتاج:

تشير بيانات منظمة أوبك إلى أن إنتاج أعضائها من النفط الخام بقي دون تغيير، على أساس ربعي، خلال الربع الأول لعام 2018، عند 32,1 مليون برميل في اليوم. ووفقاً لبيانات أوبك، انخفض إجمالي إنتاج المنظمة في الربع الأول لعام 2018، بنحو 1,5 مليون برميل في اليوم، عن مستوى إنتاجها في أكتوبر 2016، وهي النقطة المرجعية للخفض المتفق عليه (شكل 4). واصل إنتاج فنزويلا

يُتوقع أن تساهم ثلاثة دول بحوالي 60 بالمائة من الزيادة السنوية في الطلب العالمي للنفط في الربع الثاني من عام 2018.

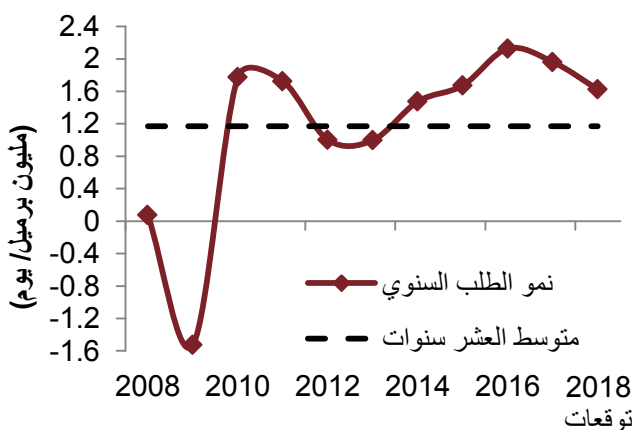
رغم التوقعات بحدوث زيادة كبيرة في الطلب على النفط عام 2018 ككل، والتي تقدر بنحو 1,63 مليون برميل في اليوم...

...إلا أن ذلك المستوى من النمو يمثل التراجع السنوي الثاني على التوالي في الطلب العالمي على النفط.

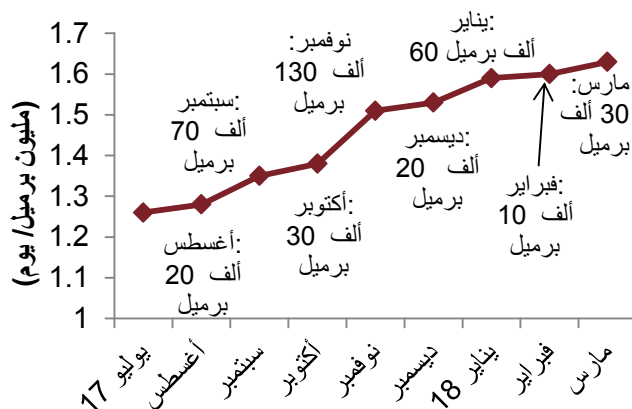
هناك تخوف مستمر من أن يؤدي احتمال فرض الحكومة الأمريكية المزيد من إجراءات الحماية التجارية، إلى خلق ضغوط على أسعار النفط.

تشير بيانات أوبك إلى أن إنتاج أعضائها من الخام بقي دون تغيير، على أساس ربعي، في الربع الأول لعام 2018، عند 32,1 مليون برميل في اليوم.

شكل 3: مقارنة نمو الطلب العالمي على النفط بمتوسط النمو للسنوات العشر الأخيرة



شكل 2: تقديرات النمو السنوي لطلب النفط العالمي في كل تقرير من التقارير الشهرية لأوبك





تراجعته في الربع الأول لعام 2018، مما ساعد هذه الدولة على خفض إنتاجها، دون قصد، بنسبة تصل إلى 400 بالمائة من حجم الخفض المتفق عليه (شكل 5). فهذه الدولة الواقعة في أمريكا اللاتينية ظلت تعاني من أزمة اقتصادية كبيرة، مما تسبب في تحويل الإيرادات النفطية باستمرار إلى إيرادات حكومية، ومن ثم أصبح المال المتاح للإنفاق الرأسمالي ضئيلاً وأدى ذلك بدوره إلى فشل تعديل المسار المتراجع للإنتاج.

بالنظر إلى المستقبل، يرجح أن يكون أكبر عامل مؤثر في إنتاج أوبك في الربع الثاني لعام 2018 هو احتمالات إعادة فرض العقوبات على إيران بسبب برنامجها النووي. في مايو، سيقدر الرئيس الأمريكي ما إذا كان سيلغي الاتفاق النووي الحالي أم لا، وسيكون لأي من الاحتمالين تأثير كبير على إنتاج النفط وأسعاره. ومما لا شك فيه أن أي عودة للعقوبات سيكون لها تأثير شامل وفوري على أسواق النفط. ففي السابق، أدت العقوبات النفطية الأمريكية والأوروبية مجتمعة إلى خفض صادرات النفط الإيراني بأكثر من 1 مليون برميل في اليوم خلال الفترة بين عامي 2011 و2015، ولكن حجم الانخفاض سيكون أقل هذه المرة بسبب عدم حرص الاتحاد الأوروبي على تطبيق العقوبات. ورغم ذلك، فإن المستهلكين الأوروبيين ربما يكونون مضطرين لخفض مشترياتهم من النفط الإيراني، في حال أُعيدت العقوبات الأمريكية، لأن العقوبات ستجعل من التعاملات المالية مع إيران أكثر تعقيداً وتحمل الكثير من المخاطر.

في غضون ذلك، أيضاً أبقت روسيا، وهي من الدول الرئيسية المشاركة في اتفاقية الإنتاج الحالية، على إنتاجها من النفط ثابتاً، حيث تشير بيانات وزارة الطاقة الروسية إلى أن متوسط الإنتاج من الخام بلغ 10,96 مليون برميل في اليوم خلال الربع الأول لعام 2018، ليبقى دون تغيير، مقارنة بالربع السابق (شكل 6). في الماضي، أكدت بعض شركات النفط المملوكة للقطاع الخاص عدم ارتياحها لاتفاقية الإنتاج مع أوبك، لكن النتائج المالية التي تم الإعلان عنها مؤخراً تروي قصة مختلفة. فوفقاً لبيانات الأرباح لعام 2017 ككل، والخاصة بخمس شركات، والتي تشكل مجتمعة نحو 76 بالمائة من إجمالي إنتاج روسيا من النفط الخام، ارتفعت أرباحها المجمع بنسبة 46 بالمائة، أو حوالي 5 مليار دولار، على أساس سنوي. ومما لا شك فيه، أن مثل هذا الارتفاع الكبير في الأرباح، رغم تراجع إنتاج النفط الروسي ككل في عام 2017، يشكل حافزاً قوياً لتلك الشركات للاستمرار في اتفاقية خفض الإنتاج.

#### ما هو القرار الذي سيتم اتخاذه في اجتماع اللجنة الوزارية المشتركة للمراقبة؟

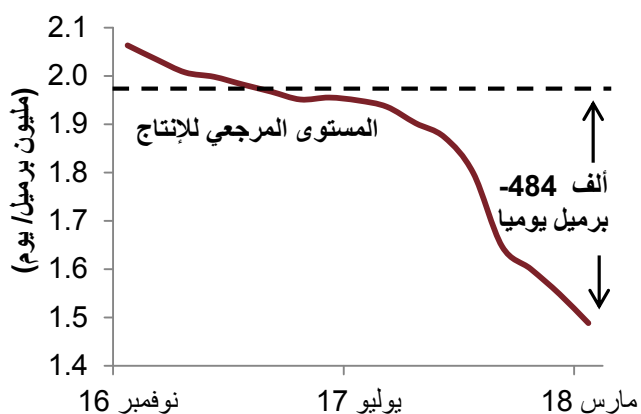
في الماضي القريب، تم الإعلان عن أن فكرة تمديد التعاون بين أوبك والمنتجين المستقلين فيما يتعلق بإنتاج النفط إلى عام 2019 ربما تتم مناقشتها في الاجتماع المرتقب للجنة الوزارية المشتركة للمراقبة. ويعود سبب التمديد إلى الرغبة في خفض مخزونات النفط التجارية التي ظلت على ارتفاع منذ أواخر

بالنظر إلى المستقبل، يرجح أن يكون أكبر عامل مؤثر في إنتاج أوبك في الربع الثاني لعام 2018 هو احتمالات إعادة فرض العقوبات على إيران بسبب برنامجها النووي.

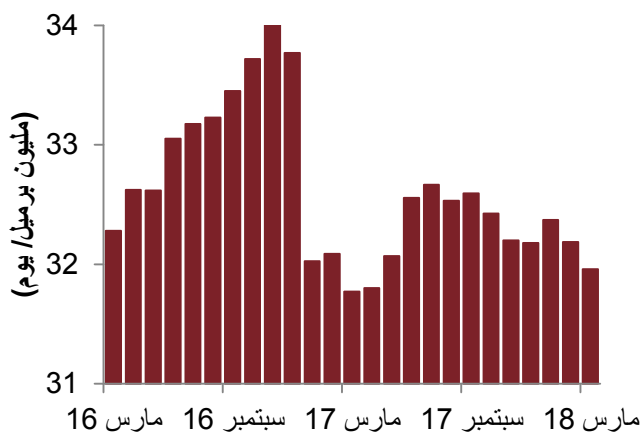
في غضون ذلك، أيضاً أبقت روسيا، وهي من الدول الرئيسية المشاركة في اتفاقية الإنتاج الحالية، على إنتاجها من النفط ثابتاً.

في الآونة الأخيرة، يبدو أن الحجة وراء تمديد التعاون بين أوبك والمنتجين المستقلين قد تحولت باتجاه تحفيز الاستثمارات في مجالات التنقيب والإنتاج.

شكل 5: يقل إنتاج فنزويلا من النفط حالياً بنحو 484 ألف برميل يومياً عن المستوى المتفق عليه في إطار اتفاقية أوبك



شكل 4: لا يزال إنتاج النفط الخام لدى دول أوبك مقيداً





عام 2014. لكن، تشير أحدث البيانات لأوبك إلى أن مخزونات الخام التجارية لدى منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية تميل حالياً إلى التراجع نحو متوسط الخمس سنوات، مما يضعف إلى حد ما الحجة وراء تمديد اتفاقية خفض (شكل 7).

وفي الآونة الأخيرة، يبدو أن الحجة وراء تمديد التعاون بين أوبك والمنتجين المستقلين قد اتجهت نحو تحفيز الاستثمارات في مجالات التنقيب والإنتاج. وفقاً لوكالة الطاقة الدولية، وبناءً على المعدلات الحالية لنمو الطلب على النفط، ومع الوضع في الحسبان معدلات نضوب الحقول النفطية، تحتاج صناعة النفط العالمية لإحلال نحو 3 مليون برميل يومياً من النفط كل عام، في المستقبل المنظور، حتى يمكن تفادي حدوث ارتفاع كبير في الأسعار. وينبع التخوف الرئيسي من احتمال أن تكون المستويات الحالية من الانفاق الرأسمالي في مجالات التنقيب والإنتاج، بعد هبوطها الكبير في السنوات الأخيرة، غير كافية لتفادي تذبذب الأسعار في السنوات القليلة القادمة (شكل 8). نتيجة لذلك، ربما يشهد الاجتماع القادم للجنة الوزارية المشتركة للمراقبة دفع بعض المشاركين باتجاه استمرار التعاون بغرض المحافظة على أسعار النفط عند مستوى يشجع على زيادة الإنفاق الرأسمالي في مجال التنقيب والإنتاج، والذي يؤدي بدوره إلى تفادي حدوث دورة تذبذب في الأسعار مستقبلاً.

#### النفط الصخري يدعم صادرات النفط الأمريكية:

يشير أحدث تقرير لإدارة معلومات الطاقة الأمريكية بعنوان "توقعات الطاقة على المدى القصير" إلى أن متوسط إجمالي إنتاج الولايات المتحدة من النفط الخام بلغ 10,2 مليون برميل في اليوم خلال الربع الأول لعام 2018، مرتفعاً بنسبة 13 بالمائة على أساس سنوي. كذلك، رفعت إدارة معلومات الطاقة مرة أخرى توقعاتها لإنتاج الخام الأمريكي للعامين 2018 و2019، حيث تتوقع الآن أن يبلغ متوسط الإنتاج 10,7 مليون برميل في اليوم عام 2018، مرتفعاً بنسبة 15 بالمائة، على أساس سنوي، ثم يرتفع بمعدل نمو سنوي أبطأ تبلغ نسبته 7 بالمائة عام 2019، ليصل متوسط الإنتاج إلى 11,4 مليون برميل في اليوم (شكل 9).

أدت زيادة الفرق بين أسعار خام برنت وخام تكساس، بالتزامن مع الارتفاع الأخير في إنتاج النفط الخام الأمريكي، إلى تسجيل الصادرات النفطية الأمريكية مستويات قياسية. تشير أحدث بيانات إدارة معلومات الطاقة إلى أن متوسط الصادرات الأمريكية بلغ 1,7 مليون برميل يومياً في مارس 2018، مقترناً من أعلى مستوى له على الإطلاق والذي كان عند 1,8 مليون برميل يومياً في أكتوبر 2017. ووفقاً لمعهد أكسفورد لدراسات الطاقة، تتمتع الولايات المتحدة بطاقة تصدير تبلغ 3,2 مليون برميل يومياً من الناحية النظرية، لكن القيود الحالية للبنية التحتية ستجعل الطاقة الإنتاجية في حدود 2,5 مليون برميل يومياً. وبناءً عليه، لا تزال هناك إمكانية لزيادة الصادرات بنحو

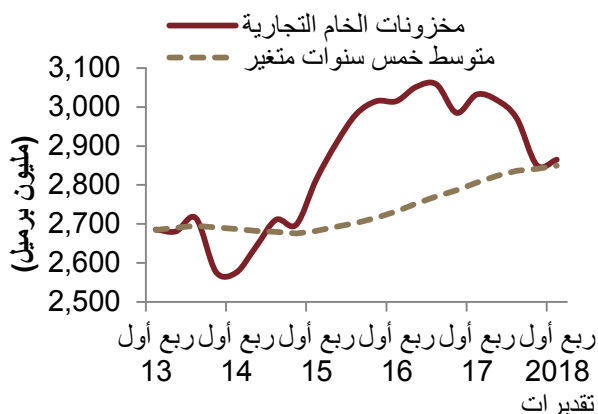
وفقاً لوكالة الطاقة الدولية، تحتاج صناعة النفط العالمية لإحلال نحو 3 مليون برميل يومياً من النفط كل عام، في المستقبل المنظور، حتى يمكن تفادي حدوث ارتفاع كبير في الأسعار.

نتيجة لذلك، ربما يشهد الاجتماع القادم للجنة الوزارية المشتركة للمراقبة دفع بعض المشاركين باتجاه استمرار التعاون بغرض المحافظة على أسعار النفط عند مستوى يشجع على زيادة الإنفاق الرأسمالي في مجال التنقيب والإنتاج.

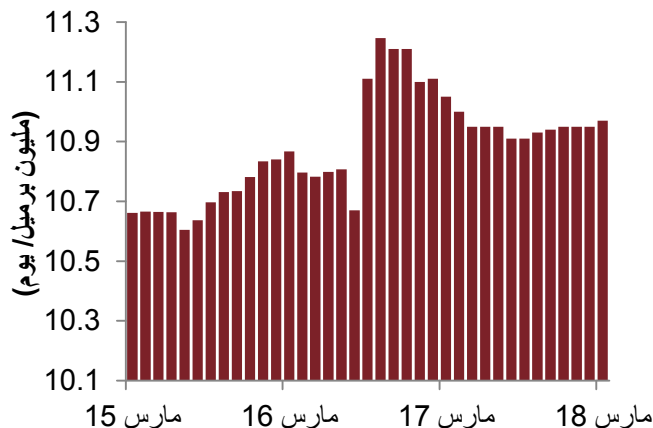
يشير أحدث تقرير لإدارة معلومات الطاقة الأمريكية، إلى أن متوسط إجمالي إنتاج الولايات المتحدة من النفط الخام بلغ 10,2 مليون برميل في اليوم خلال الربع الأول لعام 2018، مرتفعاً بنسبة 13 بالمائة على أساس سنوي.

أدت زيادة الفرق بين أسعار خام برنت وخام وغرب تكساس، بالتزامن مع الارتفاع الأخير في إنتاج النفط الخام الأمريكي، إلى تسجيل الصادرات النفطية الأمريكية مستويات قياسية...

شكل 7: مخزونات النفط الخام التجارية لدى دول مجموعة التعاون الاقتصادي والتنمية، مقارنة بمتوسطها للسنوات الخمس الأخيرة



شكل 6: إنتاج روسيا من النفط الخام مستقر بدرجة كبيرة





800 ألف برميل يومياً في الشهور القليلة القادمة، خاصة وأن إنتاج الولايات المتحدة من النفط الخام يتوقع أن يسجل مستويات قياسية في أواخر عام 2018 وكذلك عام 2019. وفي حال ارتفاع الصادرات في المستقبل القريب، فإن كلاً من أوبك وروسيا ستواجه على الأرجح اشتداد المنافسة في أسواقهما التقليدية، وخاصة في حال وافقت نفس تلك الدول على تمديد تعاونهما بشأن الإنتاج، الأمر الذي سيؤدي إلى استمرار تقليص الإمدادات إلى عملائهما.

#### توقعات أسعار النفط الربعية:

بلغ متوسط أسعار خام برنت 67 دولاراً للبرميل في الربع الأول لعام 2018، مرتفعة بنسبة 8 بالمائة على أساس ربعي. لقد ساهمت زيادة التفاؤل بشأن نمو الاقتصاد العالمي، واستمرار التزام دول الأوبك باتفاقية خفض الإنتاج، وزيادة التوترات الجيوسياسية، في دفع أسعار النفط إلى مستويات لم نشهدها منذ الربع الرابع في عام 2014.

رغم بعض التراجع في أسعار النفط في بداية أبريل، بسبب التوترات التجارية بين الصين والولايات المتحدة، لكنها ارتفعت منذ ذلك الحين نتيجة لتفاقم التوترات الجيوسياسية في المنطقة. بالنظر إلى الفترة المتبقية من الربع الثاني لعام 2018، وكما ذكرنا أعلاه، فإن أكبر عامل سيؤثر على أسعار النفط يتصل بما إذا كان سيتم إعادة فرض العقوبات على إيران أم لا. في الواقع، وحسب إفادة مسؤولين في شركة النفط الوطنية الإيرانية، فإنه في حالة إعادة فرض العقوبات، فإن السوق سيفقد نحو 400 إلى 500 ألف برميل يومياً من النفط الإيراني، مما يؤدي إلى قفز أسعار النفط إلى مستوى 80 دولاراً للبرميل أو أكثر.

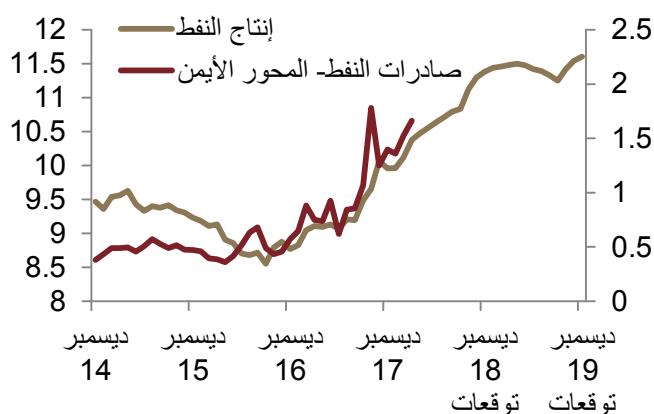
بما أن متوسط أسعار خام برنت للفترة من بداية العام وحتى تاريخه بلغ 67 دولاراً للبرميل، ومع ترجيح بقاء أسعار النفط مرتفعة في المدى القريب، بسبب استمرار التوترات الجيوسياسية في المنطقة، فهناك احتمال كبير لرفع تقديراتنا لأسعار خام برنت والتي تبلغ حالياً 60 دولاراً للبرميل. لذا، قررنا عدم تعديل تقديراتنا حتى تتضح الرؤية بشأن التطورات الرئيسية التي تحيط بقرار الولايات المتحدة إزاء العقوبات على إيران في مايو، وتظهر كذلك نتائج اجتماعات اللجنة الوزارية المشتركة للمراقبة المزمع انعقادها في وقت لاحق من هذا الشهر.

...ولا تزال هناك إمكانية لزيادة الصادرات بنحو 800 ألف برميل يومياً في الشهور القليلة القادمة.

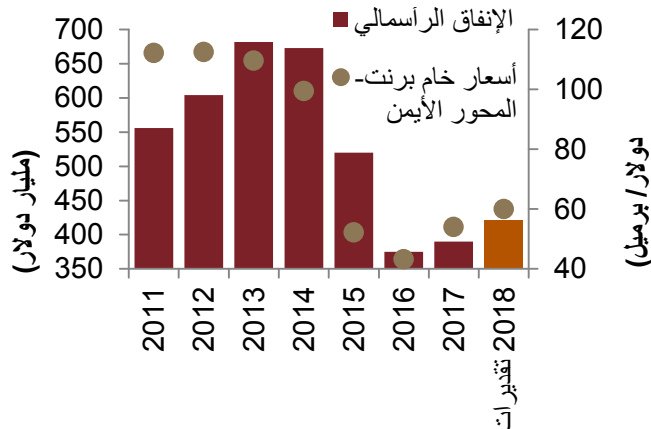
بلغ متوسط أسعار خام برنت 67 دولاراً للبرميل في الربع الأول لعام 2018، مرتفعة بنسبة 8 بالمائة على أساس ربعي.

بالنظر إلى الفترة المتبقية من الربع الثاني لعام 2018، وكما ذكرنا أعلاه، فإن أكبر عامل سيؤثر على أسعار النفط في الربع الثاني لعام 2018 يتصل بما إذا كان سيتم إعادة فرض العقوبات على إيران أم لا.

شكل 9: مقارنة إنتاج الخام وحجم الصادرات في الولايات المتحدة (مليون برميل في اليوم)



شكل 8: الإنفاق الرأسمالي العالمي على عمليات استكشاف وإنتاج النفط والغاز





## إخلاء المسؤولية

ما لم يشير 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 بلومبيرغ، وإدارة معلومات الطاقة، وأوبك، 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 صريحة كانت أم ضمناً، 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 خيار أو مشورة لاتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.