



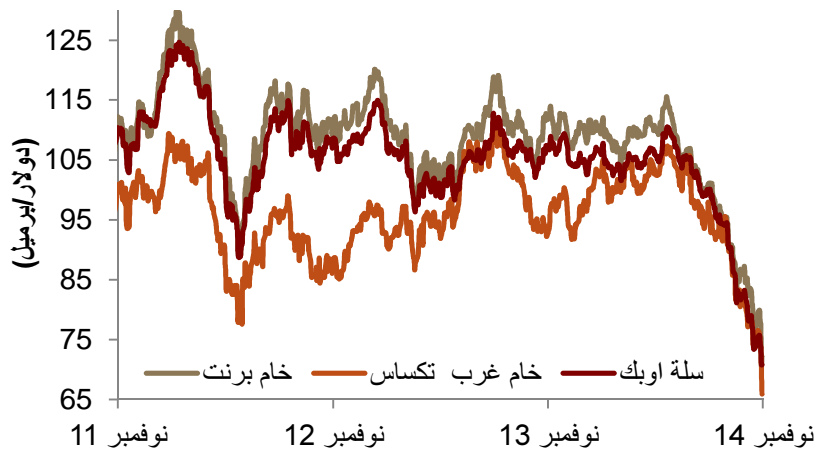
## ملخص

- يعتبر قرار منظمة أوبك عدم خفض الإنتاج خطوة جريئة ترمي إلى تقييد المنتجين خارج المنظمة، وخاصة شركات إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة. ويبين قرار عدم خفض الذي قادتته السعودية أن المملكة ليست مستعدة لخسارة حصصها السوقية في الدول الرئيسية التي تصدر إليها النفط، وبدلاً من ذلك فهي تحاول الإبقاء على قدرتها على المنافسة من خلال خفض الأسعار.
- نعتقد أن هبوط أسعار النفط يعود إلى مجموعة عوامل بعضها ذو طابع بعيد المدى (تسارع زيادة الإمدادات الأمريكية وزيادة معدلات كفاءة استخدام الوقود لدى دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية) وأخرى ذات طابع قصير المدى (نمو الاقتصاد العالمي بمستويات أضعف مما كان متوقعاً واستقرار الأوضاع الجيوسياسية وارتفاع قيمة الدولار).
- هناك عدد من المتغيرات قد تؤدي إلى سيناريوهات مختلفة من الأسعار للنفط خلال العامين القادمين، ونحن نرجح أن تكون الأسعار في حدود 85/83 دولار للبرميل لعامي 2015/2016. هذا المستوى من الأسعار سيدعم انتعاش الاقتصاد العالمي، كما أنه سيدفع ببعض النفط الصخري الأمريكي خارج السوق.
- سيكون لتراجع أسعار النفط تأثير مباشر على ميزان المدفوعات والوضع المالي في المملكة. ورغم أننا نتوقع إبقاء الحكومة على الإنفاق العام مرتفعاً، إلا أن تراجع الثقة لدى المستثمرين نتيجة لحدوث عجز في الميزانية ربما يؤدي إلى إبطاء النشاط الاقتصادي غير النفطي. في هذا التقرير، سنستعرض عدد من سيناريوهات السياسة المالية إزاء تقديرات مختلفة للميزانية العامة.

## أوبك تقرر عدم خفض الإنتاج

اختارت أوبك في اجتماعها الأخير في فيينا عدم خفض الإنتاج، حيث قررت الاستمرار بسقف الإنتاج الحالي الذي يبلغ 30 مليون برميل في اليوم، وهو المستوى الذي ظلت عليه المنظمة منذ أواخر عام

## شكل 1: هبوط أسعار النفط



للمزيد من المعلومات يرجى الاتصال على:

د. فهد التركي

كبير الاقتصاديين ورئيس إدارة الأبحاث

falturki@jadwa.com

أسد خان

اقتصادي أول

rkhan@jadwa.com

راكان آل الشيخ

محلل أبحاث

ralsheikh@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



2011. نتيجة لذلك، سجلت أسعار خام برنت المزيد من الهبوط وبلغ السعر 72 دولاراً للبرميل، منخفضاً بنسبة 37 بالمائة عن أعلى مستوى سجله وهو 114 دولاراً للبرميل وكان ذلك في منتصف يونيو (شكل رقم 1).

ويشبه الموقف الذي تواجهه أوبك حالياً، في كثير من جوانبه، الوضع الذي تعرضت له المنظمة في مطلع الثمانينيات من القرن الماضي. لذلك، من المهم جداً النظر إلى كيفية تعامل أوبك مع ذلك الوضع حتى نستطيع أن نفهم بصورة أفضل مبررات قرار عدم خفض الإنتاج خلال الاجتماع الأخير.

إذا نظرنا إلى الماضي نجد أن سعر النفط العالمي قفز من 2 دولار للبرميل عام 1970 إلى أكثر من 35 دولاراً للبرميل عام 1980، وهذه الزيادة كانت مصحوبة كذلك بتراجع في الطلب العالمي على النفط على أساس المقارنة السنوية نتيجة لتباطؤ الاقتصاد العالمي، والذي يعود جزئياً إلى الارتفاع السريع في أسعار النفط (شكل رقم 2). منذ عام 1981 بدأت أوبك خفض إنتاجها للمحافظة على أسعار النفط عند مستويات مرتفعة، لكن هذه الأسعار المرتفعة شكّلت حافزاً اقتصادياً لمنتجين جدد خارج أوبك (المكسيك والمملكة المتحدة والنرويج) لزيادة إنتاجهم ومن ثم سد أي عجز ينتج عن تراجع الإمدادات من أوبك. بين عامي 1981 و1985، تشكلت دورة من الزيادات المتواصلة في الإمداد من خارج أوبك أدت إلى تراجع الأسعار والذي قاد بدوره إلى انخفاض إنتاج أوبك. نتيجة لهذا الوضع، بنهاية عام 1985 أدى خفض أوبك لإنتاجها إلى تراجع حصتها في السوق العالمية من نحو 48 بالمائة عام 1970 إلى نحو 30 بالمائة عام 1985 (شكل رقم 3).

بالنسبة للوضع في عام 2014، يبدو أن أوبك أو بعض أعضائها قد تعملوا من درس مطلع الثمانينيات وأدركوا أن خفض الإنتاج لدعم أسعار النفط سيؤدي، من دون قصد، إلى زيادة الإنتاج من قبل الدول خارج أوبك، خاصة النفط الصخري في الولايات المتحدة، وبالتالي فقدان أوبك لجزء من حصتها السوقية. وتحاول أوبك، بقرارها عدم خفض الإنتاج رغم الفائض في إمدادات النفط، الحد من نمو النفط المنتج بهامش تكلفة عالية. ورغم أن الهدف الواضح هو النفط الصخري الأمريكي، الذي يتراوح سعره التعادلي بين 65 إلى 90 دولار للبرميل، إلا أن هناك استثمارات نفطية طويلة الأجل ستتأثر أيضاً، مثل تطوير الاحتياطي الروسي في القطب الشمالي وتطوير حقول نفط المياه العميقة في البرازيل، وكلاهما يحتاج إلى أسعار تزيد عن مستوى 100 دولار للبرميل حتى يصبح إنتاج النفط مربحاً.

بالطبع تنطوي استراتيجية أوبك الهادفة إلى الحد من نمو الإنتاج لدى منتجي النفط خارج أوبك على بعض المخاطر، أهمها أن قرار عدم خفض الإنتاج قد يقود إلى المزيد من التراجع في أسعار النفط

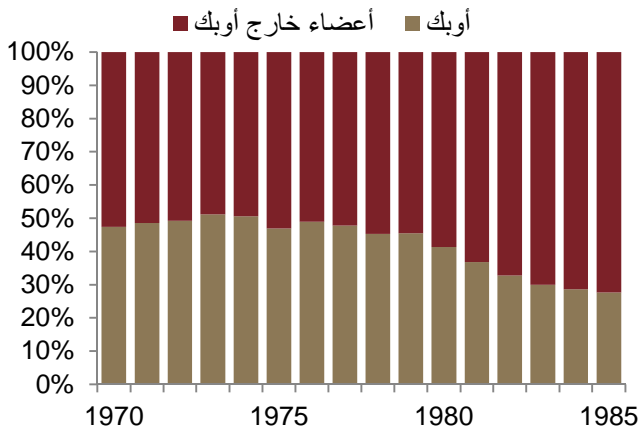
حتى نفهم مبررات قرار أوبك بعد الخفض، يجب علينا إلقاء نظرة على سوق النفط العالمية في مطلع الثمانينيات من القرن الماضي.

منذ عام 1981 بدأت أوبك خفض إنتاجها بغرض المحافظة على الأسعار عند مستويات مرتفعة...

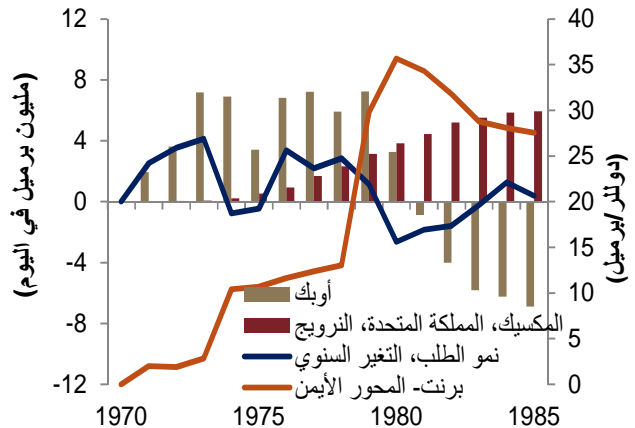
لكن تلك الأسعار المرتفعة شكّلت حافزاً اقتصادياً لمنتجين جدد خارج أوبك (المكسيك، والمملكة المتحدة والنرويج) لزيادة إنتاجهم...

بنهاية عام 1985 أدى خفض أوبك لإنتاجها إلى تراجع حصتها في السوق العالمية من نحو 48 بالمائة عام 1970 إلى نحو 30 بالمائة عام 1985.

شكل 3: الحصص السوقية لأوبك، 1970-85



شكل 2: إمدادات أوبك مقابل الإمدادات خارجها، 1970-85





وقد لا تقود تلك التراجعات إلى إبطاء نمو الإمدادات من النفط الصخري الأمريكي. وسنناقش في الفقرات اللاحقة بعضاً من تلك المخاطر بالتفصيل، ولكن قبل ذلك سنحلل العوامل التي تسببت في

### الضغوط بعيدة المدى على أسعار النفط

الهبوط الحاد في أسعار النفط منذ منتصف عام 2014.

#### زيادة إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية

رغم أن نمو إنتاج النفط الخام الأمريكي الحلو الخفيف ظل يتسارع خلال السنوات القليلة الماضية، إلا أن انقطاع الإنتاج في عدد من الدول أدى إلى تأجيل انعكاس زيادات الإمدادات الأمريكية على أسعار النفط. زاد الإنتاج الأمريكي بنحو 4 مليون برميل يومياً خلال السنوات الخمس التي بدأت في الربع الثالث من عام 2008، لكن انقطاع الإنتاج في خمس دول (لبنيا، إيران، اليمن، جنوب السودان، وسوريا)، والذي بلغ إجماليه 2,5 مليون برميل يومياً أتاح للإمدادات النفطية التي لم تعد تذهب إلى الولايات المتحدة أسواقاً بديلة بصورة سهلة. منذ عام 2012، كانت زيادة إنتاج الخام الأمريكي تعمل على خفض واردات الولايات المتحدة من الخام من منطقة غرب أفريقيا، خاصة الخام النيجيري، الذي ساهم في خلق وفره كبيرة في حوض الأطلسي، ما أدى إلى ضغوط تنازلية على أسعار خام برنت (شكل رقم 4).

#### زيادة كفاءة استخدام الوقود في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

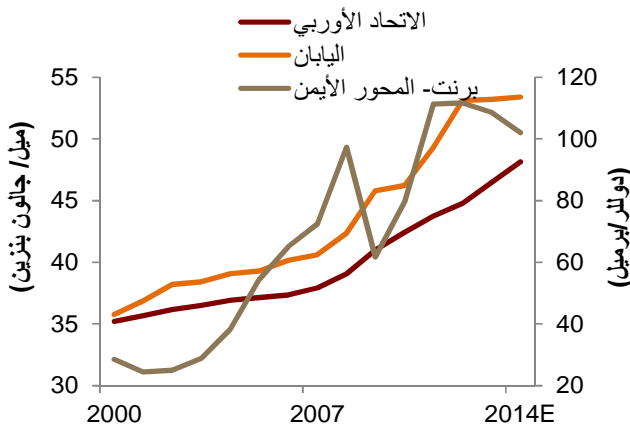
طراً تغيير كبير على حجم الطلب على النفط في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، استجابة للزيادة السريعة في أسعار النفط خلال العقد الماضي. بلغ متوسط سعر خام برنت في عام 2003 نحو 28 دولاراً للبرميل، لكن ارتفع بسرعة إلى متوسط 73 دولاراً للبرميل في عام 2007، ثم قفز إلى متوسط تجاوز 100 دولار للبرميل منذ عام 2011. وللمحد من تأثير تلك الأسعار المرتفعة، قامت العديد من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بتنفيذ برامج لتوفير الطاقة وزيادة كفاءة استخدام الوقود. ويتضح ذلك جلياً في اقتصاد وقود المركبات، حيث أصبحت الدول الرئيسية في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية غير المنتجة للنفط (اليابان والاتحاد الأوروبي) هي الرائدة في تطبيق مثل تلك البرامج (شكل رقم 5).

هناك مجموعة ضغوط على أسعار النفط نتيجة لعوامل بعضها بعيد المدى، مثل...

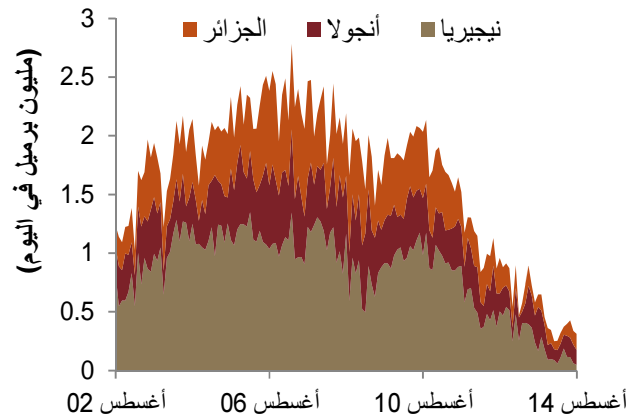
... تسارع إمدادات النفط الصخري الأمريكي...

...زيادة كفاءة استخدام الوقود في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية...

شكل 5: زيادة كفاءة استخدام الوقود في اليابان والاتحاد الأوروبي



شكل 4: تراجع الواردات الأمريكية من الخام الأفريقي الخفيف





## الضغط قصيرة المدى على أسعار النفط

### تراجع المخاطر الجيوسياسية

...وبعضها قصير المدى، مثل...

المخاوف بشأن المشاكل الجيوسياسية، التي تسببت سابقاً في الإبقاء على أسعار النفط عند حد أدنى مرتفع، تراجعت الآن بدرجة كبيرة. فصادرات الخام العراقية بقيت مستقرة عند مستوى 2,4 مليون برميل يومياً (شكل رقم 6)، كما أن النزاع الروسي الأوكراني لم يؤثر على الإمدادات النفطية الروسية. وفي كلتا الحالتين، لا تزال المخاطر باقية. كذلك، استوعبت سوق النفط سلفاً انقطاع الإمدادات الليبية، حيث شاهدنا حقل الشراة الذي ينتج 200 ألف برميل يومياً يخرج من السوق في منتصف نوفمبر، دون أن يؤدي إلى ارتفاع في أسعار النفط.

...استقرار الأوضاع الجيوسياسية...

### نمو الاقتصاد العالمي أضعف من المتوقع

لا يزال ضعف النمو الاقتصادي، خاصة في دول الاتحاد الأوروبي واليابان، يؤثر سلباً على استهلاك النفط في دول التعاون الاقتصادي والتنمية، كما أن معدلات النمو الاقتصادي في الصين تشهد تراجعاً. يكافح اقتصاد الاتحاد الأوروبي لتحقيق زخم اقتصادي، لكن الانكماش المتواصل في نمو الأسعار يظل عقبة رغم إقدام البنك المركزي الأوروبي مؤخراً على خفض أسعار الفائدة إلى مستويات قياسية وكذلك فرض رسوم على أموال البنوك المحلية المدوغة لديه. في نفس الوقت، تعاني اليابان من الضرائب على المبيعات والنمو الضعيف للصادرات، إضافة إلى أن الحكومة بصدد إعادة تشغيل المفاعلات النووية. أما الصين فتشهد بعض التباطؤ في نمو اقتصادها، كما أن الحركة التصحيحية في أسعار المساكن أدت إلى انخفاض قيمة العقارات وأثرت سلباً على الدخل المتاح للإنفاق.

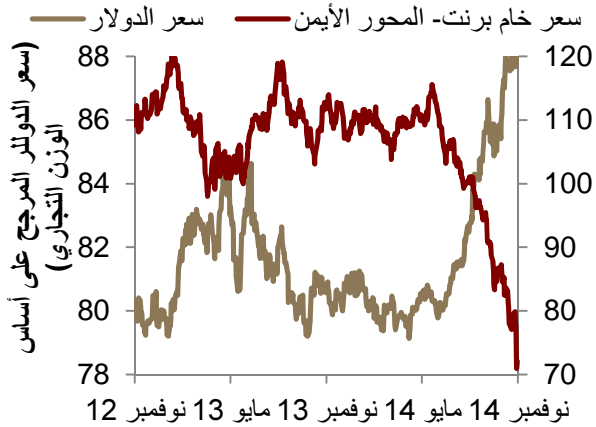
...ونمو الاقتصاد العالمي بمعدلات أضعف من المتوقع...

### ارتفاع قيمة الدولار

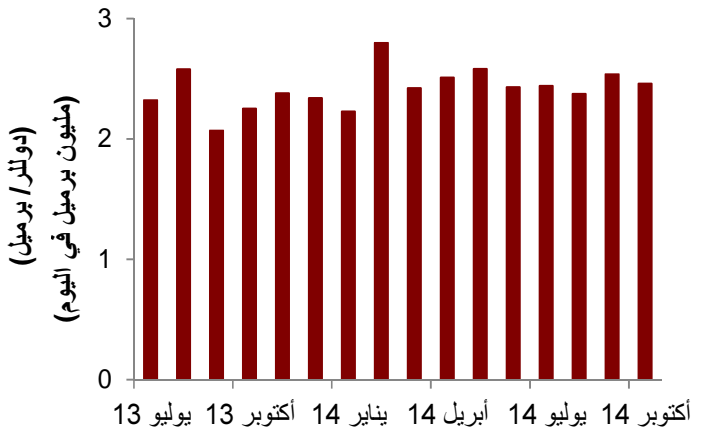
سجل الدولار خلال الشهرين الماضيين أعلى مستوى له خلال أكثر من عام، وقد ساهم ذلك أيضاً في خفض الطلب العالمي على النفط الذي أدى بدوره إلى انخفاض الأسعار. وهناك علاقة سلبية بين أسعار النفط وسعر صرف الدولار الأمريكي، لأن النفط يُسعر عموماً بالدولار (شكل رقم 7). وتعود قوة الدولار الحالية إلى التوقعات برفع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة، حيث أوقف الاحتياطي الفيدرالي برنامج شراء الأصول، إضافة إلى تطبيق البنوك المركزية في الاتحاد الأوروبي واليابان برامج تسهيل السياسات النقدية بهدف دعم اقتصاديات بلادها.

...وارتفاع قيمة الدولار.

شكل 7: العلاقة بين السعر المرجح للدولار وأسعار النفط



شكل 6: صادرات الخام العراقي مستقرة





## التوقعات المستقبلية لأسعار النفط

مع الوضع في الاعتبار مختلف العوامل بعيدة المدى وقصيرة المدى التي أشرنا إليها أعلاه، لم يكن متوقعاً أن يأتي هبوط أسعار النفط بطريقة مفاجئة. كانت المفاجأة هي سرعة الهبوط الذي تسبب في الغموض بشأن الاتجاه المستقبلي لأسعار النفط. وإذا نظرنا إلى المستقبل، يمكن القول أن هناك عدة عوامل ربما تؤدي إلى مستويات مختلفة من أسعار النفط على مدى العامين القادمين، وفي الفقرات التالية نستعرض ثلاث سيناريوهات للأسعار (شكل رقم 8 والجدول رقم 1).

### سيناريو الأسعار المرتفعة للنفط: 100/95 دولار للبرميل للعامين 2015/2016

هناك مجموعة عوامل ستؤدي إلى وصول أسعار النفط إلى أعلى مستوى في السيناريوهات التي نتوقعها. في حالة انقطاع الإمدادات من المناطق غير المستقرة سياسياً التي تعاني مشاكل جيوسياسية، كالعراق وإيران وروسيا/أوكرانيا، فمن المرجح ارتفاع الأسعار بدرجة كبيرة وعودتها إلى مستوى يفوق الـ 100 دولار للبرميل. هناك عامل آخر قد يدفع بالأسعار باتجاه الأعلى، وهو أسرع من مجرد انتعاش اقتصادي متوقع، ذلك هو حدوث تحسن جذري في الاقتصاد في الاتحاد الأوروبي واليابان. وأخيراً، فإن أي خفض مستقبلي في الإنتاج من أوبك (بما في ذلك السعودية) سيؤدي إلى ارتفاع الأسعار إلى السيناريو الأعلى الذي يبلغ 100 دولار للبرميل في عام 2015 و 95 دولار للبرميل عام 2016.

ورغم أن جميع تلك التطورات محتملة الحدوث، إلا أننا نراها غير مرجحة. فكما ذكرنا سابقاً، فإن الإمدادات العراقية مستقرة، كما لا توجد مخاوف جديدة بشأن الإمدادات الروسية، خاصة في ظل أهمية الإيرادات النفطية للاقتصاد الروسي وعدم وجود بدائل لأكبر المشتري لهذا النفط، هو الاتحاد الأوروبي. فيما يتعلق بالاقتصاد العالمي، من المعلوم أن الاقتصاد الياباني انزلق مؤخراً إلى حالة الركود، كما أن الكثير من دول الاتحاد الأوروبي لا تزال تعاني رغم التوقعات بتحسين الاقتصاد الأوروبي عام 2015، مستفيداً من النمو القوي في ألمانيا.

أخيراً، فإن حدوث انخفاض في إنتاج أوبك لا يزال غير مرجح في المدى المنظور، وقد كشف الاجتماع الأخير وجود خلاف عميق بين أعضاء المنظمة بشأن كيفية التعامل مع هبوط أسعار النفط. ومما يزيد الوضع تعقيداً، أن الدول التي استخدمت سعر تعادلي للنفط منخفض في ميزانياتها وهي في وضع أفضل يمكنها من خفض إنتاجها (السعودية والكويت والإمارات) هي أيضاً أقل الدول حماساً لخفض إنتاجها، حيث تمتلك تلك الدول احتياطات مالية ضخمة وتستطيع تحمل آثار انخفاض الأسعار لفترة طويلة (شكل رقم 9).

هناك ثلاث سيناريوهات محتملة لمسار أسعار النفط...

... (1) سيناريو أسعار مرتفعة تتخطى 100 دولار للبرميل نتيجة لأحداث جيوسياسية، وانتعاش أسرع للاقتصاد العالمي و/أو خفض أوبك لإنتاجها...

...جميع تلك التطورات غير مرجحة...

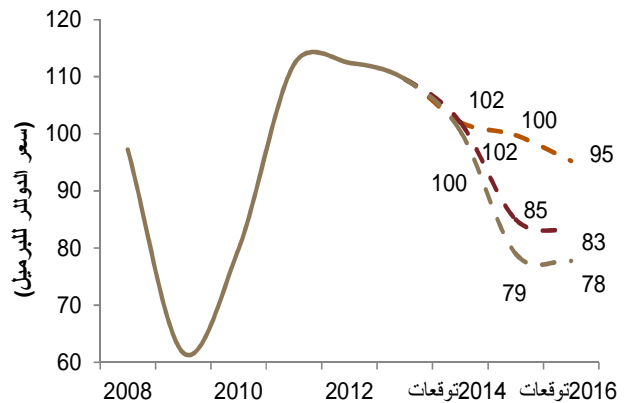
...لأن الأوضاع الجيوسياسية في العراق وروسيا تشهد استقراراً...

...كما أن هناك خلافات عميقة بين أعضاء أوبك؛...

جدول رقم 1: سيناريوهات أسعار خام برنت

2016 توقعات	2015 توقعات	2014 توقعات	
95	100	102	أسعار مرتفعة
83	85	102	أسعار متوسطة
78	79	100	أسعار منخفضة

شكل 8: سيناريوهات أسعار خام برنت





### السيناريو المرجح لأسعار النفط: 85/83 دولار للبرميل للعامين 2015/2016

نتوقع أن يؤدي انتعاش في الاقتصاد العالمي مع نمو قوي في الأسواق الناشئة، خاصة الصين، وبعض الارتفاع الطفيف في اقتصاديات الاتحاد الأوروبي واليابان خلال العامين القادمين إلى انتعاش أسعار النفط لتصل إلى نحو 85/83 دولاراً للبرميل كمتوسط للعامين 2015/2016. رغم أن النمو العالمي ظل متعثراً خلال عام 2014، لكننا نتوقع تحسن الوضع حيث ينتظر أن يصبح الاقتصاد الأمريكي أقوى في عام 2015، الأمر الذي يساعد على تعزيز اقتصاد الاتحاد الأوروبي، كما أن تسهيل السياسة النقدية في الاقتصاد الياباني ستحميه من المزيد من التدهور.

وفي اعتقادنا أن هذا السيناريو هو الأكثر ترجيحاً. فالأسعار المنخفضة للنفط هي نفسها تزيد احتمالية انتعاش الاقتصاد العالمي لأنها تقلل تكاليف استيراده بالنسبة للدول غير المنتجة للنفط. في الواقع، يتوقع أن يؤدي تأثير انخفاض أسعار النفط بنحو 20 دولاراً للبرميل إلى زيادة قدرها 0,75 نقطة مئوية في الناتج الإجمالي للاقتصاد العالمي خلال فترة عامين (شكل رقم 10).

### سيناريو الأسعار المنخفضة للنفط: 79/78 دولار للبرميل للعامين 2015/2016

سيناريو الأسعار المنخفضة هو السيناريو غير المفضل لمعظم منتجي النفط الرئيسيين، لكنه لا يشكل كارثة لصناعة النفط. ففي حال عدم حدوث انقطاعات جديدة في الإمدادات النفطية نتيجة للأوضاع الجيوسياسية، مع تحسن طفيف في الاقتصاد العالمي ونمو في الاقتصاد الأمريكي وحده، نتوقع تراجع الأسعار إلى 79/78 دولار للبرميل للعامين 2015/2016. الدول ذات الإنفاق الكبير والتي تضع ميزانيتها على سعر تعادلي مرتفع للنفط، كإيران وفنزويلا، ستكون غير مرتاحة لهذا السيناريو، كما أن بعض الشركات المنتجة للنفط الصخري في الولايات المتحدة ربما توقف عمليات الإنتاج.

## تأثير تراجع الأسعار على منتجي النفط

### الولايات المتحدة

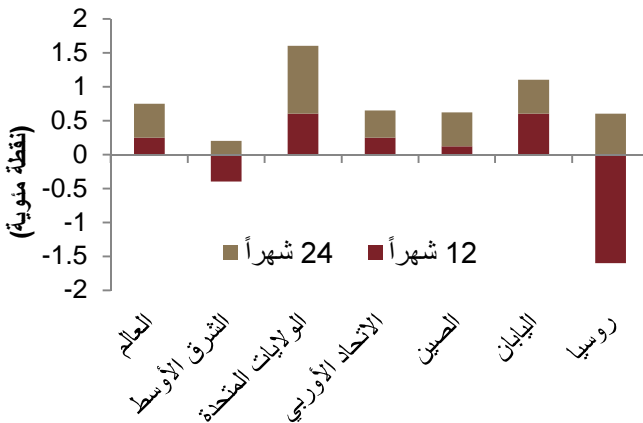
جاء التوسع في إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة نتيجة لمشاركة الكثير من الشركات، لكل منها نظام تكلفة يختلف عن الأخرى. وقد أشرنا في تقريرنا بعنوان "مستقبل إنتاج النفط والغاز من المصادر غير التقليدية" الصادر في ديسمبر 2013 إلى أن السعر التعادلي للنفط الصخري يتراوح بين 65 إلى 90 دولار للبرميل، وبناءً على ذلك، فإن الضغوط المالية على شركات النفط الصغيرة والمتوسطة سيقود إلى نقص في بعض الإمدادات.

... (2) سيناريو مرجح لأسعار النفط يصل إلى 85 دولار و83 دولار للعامين 2015 و2016 على التوالي، نتيجة لانتعاش الاقتصاد العالمي...

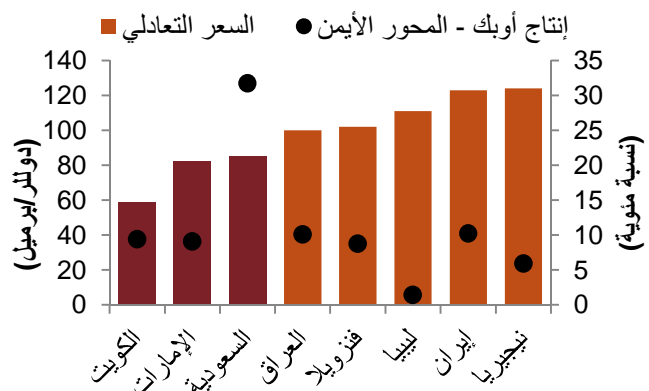
... حيث ينتظر أن تؤدي الأسعار المنخفضة إلى تعزيز الاقتصاد العالمي؛...

... (3) سيناريو لأسعار منخفضة تبلغ نحو 79 دولار للبرميل، ويتحقق في حالة حدوث نمو محدود في الاقتصاد العالمي مع استقرار في الأوضاع الجيوسياسية.

شكل 10: تأثير انخفاض النفط بـ 20 دولار للبرميل على الناتج الإجمالي



شكل 9: السعر التعادلي للنفط وحجم الإنتاج لدى دول الأوبك



فنزويلا وروسيا وإيران

تعتمد فنزويلا وروسيا وإيران بشدة على النفط كمصدر للإيرادات الحكومية، وستكون فنزويلا هي الأكثر تعرضاً للمخاطر من انخفاض الأسعار. تأتي نحو 50 بالمائة من إيرادات الميزانية في فنزويلا من النفط، ورصيداً من النقد الأجنبي متناقص وانخفض إلى 19,8 مليار دولار في عام 2013، إضافة إلى التزامات إنفاق كبيرة، مع بيعها للبائزين لمواطنيها بأسعار هي الأدنى في العالم، عند 0,05 دولار للجالون. علاوة على ذلك، يتشكل معظم النفط الفنزويلي من الخامات الثقيلة والحامضة، ما يعني أن أي تراجع في أسعار النفط ستشعر به الحكومة الفنزويلية بصورة أكثر حدة مقارنة ببقية الدول الأخرى.

تشكل إيرادات النفط في إيران نحو 75 بالمائة من إيرادات الميزانية، كما أن سعر النفط التعادلي للميزانية مرتفع جداً يصل إلى 127 دولار للبرميل. وقد أظهر الاقتصاد الإيراني مؤخراً إشارات ضعيفة تدل على بعض الانتعاش بعد أن كان يسجل نمواً سالباً، ويتوقع أن ينمو الناتج الإجمالي بنحو 1,5 بالمائة عام 2014 و 2,3 بالمائة للعام 2015، ولكن استمرار أسعار النفط منخفضة لفترة طويلة سيضر بالاقتصاد.

تمثل إيرادات النفط في روسيا نحو 50 بالمائة من إيرادات الميزانية، مع استخدامها سعر نفط تعادلي مرتفع في تقديراتها للميزانية يصل إلى 107 دولار للبرميل. وحتى قبيل التراجع الحالي لأسعار النفط، كان الاقتصاد الروسي يعاني نتيجة لصراعها مع أوكرانيا والذي أدى إلى هروب رؤوس أموال ضخمة من القطاع الخاص بلغت 75 مليار دولار. ولكن، احتياطها الضخم من النقد الأجنبي والذي يبلغ حالياً 469 مليار دولار يجعلها في وضع أفضل لتتفوق أوضاعها المالية مع انخفاض أسعار النفط لفترات زمنية أطول مقارنة بإيران وفنزويلا (جدول رقم 2). وربما يتضرر إنتاج النفط في روسيا على المدى البعيد من أسعار النفط المنخفضة، حيث يصبح الاستمرار في كثير من مشاريع النفط غير مجدي اقتصادياً. وهناك العديد من الشركات الروسية هي الآن في المراحل الأولى لتطوير احتياطيات نفطية في منطقة القطب الشمالي، ولكن لا يمكن استغلال تلك الاحتياطيات ما لم تكن الأسعار فوق مستوى 100 دولار للبرميل.

المملكة العربية السعودية

جاءت استجابة المملكة العربية السعودية لتراجع أسعار النفط من خلال خفضها لأسعار البيع الرسمية، حيث قامت بخفض الأسعار لجميع مناطق التصدير (أوروبا وأمريكا وآسيا) (شكل رقم 11). شهدت المملكة في عام 2014 منافسة متزايدة في اثنين من أسواق صادراتها الرئيسية، هما الولايات المتحدة والصين. بالنسبة للولايات المتحدة، أصبحت صادرات السعودية من الخام الثقيل تحت ضغط من الواردات الكندية. بقيت الصادرات السعودية إلى الولايات المتحدة مستقرة عند 1,2

في حال تراجع الأسعار إلى 85 دولار للبرميل أو أقل، تتوقع خروج بعض الإمدادات الأمريكية من السوق.

تعتمد فنزويلا وروسيا وإيران بدرجة كبيرة على النفط كمصدر للإيرادات الحكومية، وتعتبر فنزويلا هي الأكثر عرضة للمخاطر جراء انخفاض الأسعار.

ستعاني فنزويلا كثيراً بسبب ضعف رصيدها من النقد الأجنبي وإنفاقها الضخم.

تشكل الصادرات النفطية نحو 75 بالمائة من إيرادات الميزانية في إيران، كما أن سعر النفط التعادلي الذي تقدر به الميزانية مرتفع جداً ويصل إلى 127 دولاراً للبرميل.

حتى قبيل التراجع الحالي لأسعار النفط، كان اقتصاد روسيا يعاني نتيجة لصراعها مع أوكرانيا.

جدول 2: فنزويلا هي الأكثر عرضة للمخاطر جراء تراجع أسعار النفط في المدى القصير

فنزويلا	إيران	روسيا	
374	366,3	2118	الناتج الإجمالي (الإجمالي - بمليارات الدولارات)
1	(1,7)	1,3	الناتج الإجمالي (الفعلي - التغير كنسبة مئوية)
50	1,8	12	صافي الدين (كنسبة من الناتج الإجمالي)
120	127	107	سعر النفط التعادلي للميزانية (دولار/برميل)
50	75	47	إيرادات النفط (كنسبة مئوية من إجمالي إيرادات الدولة)
4,5	14	16,4	الاحتياطيات الأجنبية (حجم الواردات التي تغطيها بالشهور)
36,2	19,7	37,4	إنفاق الحكومي (متوسط 5 سنوات كنسبة من الناتج الإجمالي)



مليون برميل في اليوم خلال النصف الأول لعام 2014، لكنها هبطت إلى ما دون 1 مليون برميل في سبتمبر، بينما سجل إجمالي واردات الولايات المتحدة من كندا في نفس الوقت أعلى مستوى له على الإطلاق، عند 3,5 مليون برميل في اليوم. كذلك، تواجه السعودية منافسة في السوق الآسيوية، حيث عمد مصدرو نفط آخرون في الشرق الأوسط إلى خفض أسعارهم، تمشياً مع مسار الأسعار المتراجعة. هناك عدد من الدول تتنافس للحصول على حصة سوقية في هذا المنطقة التي تحقق نمواً، خاصة السوق الصينية، حيث خسر الخام السعودي مؤخراً لصالح العراق وإيران وروسيا (شكل رقم 12).

يشير قرار السعودية المتمثل في خفض أسعار بيع النفط، بدلاً عن خفض الإنتاج، إلى أنه في ظل سوق نفط عالمية تشهد منافسة حادة، مع وفرة كبيرة في الإمدادات من دول خارج أوبك، لا تشكل الأسعار أولوية في الوقت الحالي، بل تعتبر زيادة الحصة السوقية، أو بالأحرى المحافظة عليها، هو الأولوية الكبرى. نتيجة لذلك، وبناءً على سيناريو الأسعار المرجح لدينا، فإننا لا نرى هبوطاً حاداً في إنتاج المملكة خلال العامين القادمين. نتوقع أن يبلغ متوسط الإنتاج لعام 2014 ككل 9,7 مليون برميل في اليوم؛ يقل هذا المتوسط بدرجة طفيفة إلى 9,6 مليون برميل في عام 2015 ثم إلى 9,4 مليون برميل لعام 2016. لكن، في حالة سيناريو السعر المرتفع، والذي يفترض خفض الإنتاج من قبل أوبك، والذي بموجبه تخفض المملكة إنتاجها بنحو 400 ألف برميل يومياً، فإن الإنتاج السعودي سيتراجع إلى 9,1 مليون برميل في عام 2015 و 9 مليون برميل عام 2016. كذلك، ربما ينخفض إنتاج المملكة في حال تحقق سيناريو الأسعار المنخفضة. في هذا السيناريو، نتوقع أن ينخفض إنتاج المملكة إلى 9,5 مليون برميل عام 2015 وإلى 9,3 مليون برميل في عام 2016.

أقدمت السعودية على خفض سعرها الرسمي لبيع النفط إلى جميع المناطق.

أصبحت المنافسة في سوق النفط العالمي في تزايد...

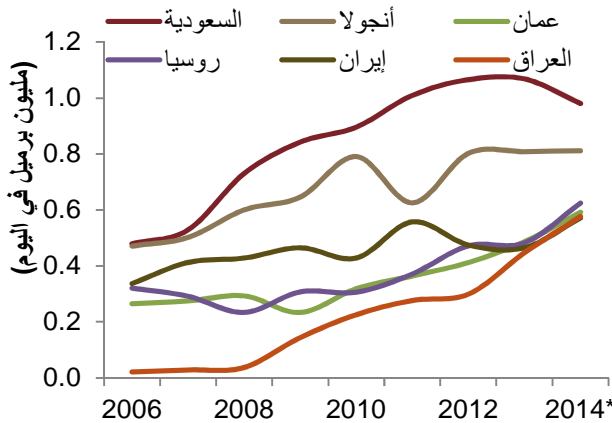
...السعودية تخفض أسعارها للمحافظة على حصتها في أسواق التصدير الرئيسية في الولايات المتحدة والصين.

### التأثير على الاقتصاد السعودي

بناءً على السيناريو المرجح لتوقعاتنا لأسعار النفط، نقدر حدوث عجز في الميزانية بنسبة 2,7 بالمائة و 5,7 بالمائة من الناتج الإجمالي للعامين 2015 و 2016 على التوالي (شكل رقم 13). ويتوقع أن يأتي هذا العجز بصفة رئيسية من تراجع إيرادات النفط، حيث ينتظر أن يبقى الإنفاق الجاري والرأسمالي على حد سواء مرتفعين (شكل رقم 14). يحتمل أن يؤدي انخفاض أسعار النفط إلى المستوى الذي ينتج عنه عجز في الميزانية العامة للدولة إلى خلق تأثير نفسي سلبي على أداء القطاع الخاص. ويقوم توقع مثل هذا التأثير السلبي على تجارب سابقة في ثمانينيات وتسعينيات القرن الماضي، حيث نتج عن العجز في الميزانية لجوء الحكومة إلى تأجيل دفع المستحقات إلى الموردين والمقاولين في القطاع الخاص وكذلك إبطاء تنفيذ المشاريع الجديدة والقائمة. ولا نعتقد أن تلك التجارب تمثل المنطلق المناسب لفهم الوضع الاقتصادي الحالي في المملكة.

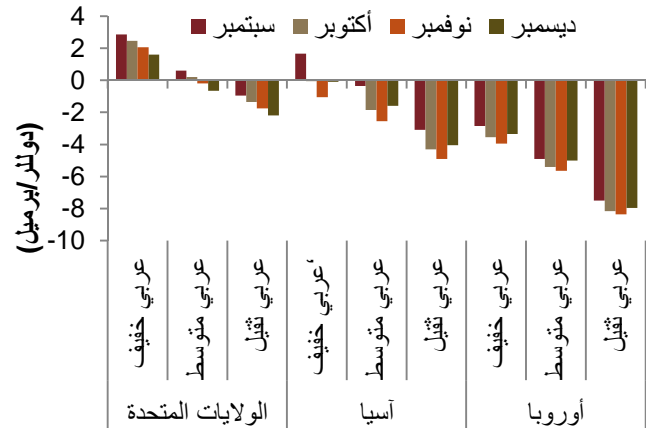
بناءً على سيناريو أسعار النفط المرجح لدينا، نتوقع حدوث عجز في الموازنة السعودية يعادل 2,7 بالمائة و 5,7 بالمائة من الناتج الإجمالي للعامين 2015 و 2016 على التوالي.

شكل 12: المنافسة على السوق النفطية في الصين



\*2014: تعني متوسط الصادرات إلى الصين من بداية العام وحتى أغسطس

شكل 11: السعودية تخفض أسعارها الرسمية لبيع النفط







في اعتقادنا أن الوضع القوي للاحتياطيات الأجنبية التي تبلغ أكثر من 95 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي إضافة إلى انخفاض الدين العام إلى أقل من 2 بالمائة من الناتج الإجمالي، سيضعان الحكومة في وضع مريح يتيح لها التأقلم التدريجي مع المستوى الجديد لأسعار النفط المنخفضة وكذلك تفادي إجراء خفض حاد في برامج الصرف في الميزانية يؤدي إلى إعاقة أداء القطاع الخاص. لذا، فإن الإنفاق الحكومي سيبقى هو المحرك للاقتصاد. هذا الاستعداد والقدرة على دعم الاقتصاد سيكون مهماً للعام القادم، ذلك أن الأحداث خارج المملكة تتسبب في خفض مستويات الثقة وربما تضر بالاقتصاد. وتأتي المخاطرة الاقتصادية الرئيسية من الانتعاش الضعيف للاقتصاد العالمي الذي سينعكس على سوق النفط العالمي. كذلك، يتوقع أن يبقى الوضع السياسي غير المستقر في المنطقة قائماً وسيواصل جعل المستثمرين الأجانب يميلون إلى الحذر. مثل هذه الأوضاع ستستمر تؤثر بشدة على مبيعات الشركات التي تصدّر منتجاتها إلى هذه المنطقة؛ كما أنها تشكل مخاطر ترفع مستوى تذبذب سوق الأسهم وأسعار النفط.

بناءً على التفاصيل أعلاه، نعتقد أن الحكومة ستبقي على الإنفاق مرتفعاً وهو ما سيؤدي إلى عجز في الميزانية خلال السنوات القليلة القادمة. وفي مثل هذه الظروف، نتوقع أن ينمو القطاع الخاص غير النفطي بنسبة 4,8 بالمائة و 4,6 بالمائة عامي 2015 و 2016 على التوالي، وتقل وتيرة النمو هذه عن معدل النمو في منتصف العقد الأول من الألفية الجديدة، عندما نما القطاع الخاص غير النفطي بمتوسط يزيد على 6 بالمائة في العام. بموجب هذا السيناريو، نتوقع أن ينمو الناتج الإجمالي الفعلي بنحو 3,4 بالمائة و 3,2 بالمائة للعامين 2015 و 2016 على التوالي. كذلك، سيكون لانخفاض أسعار النفط تأثير مباشر على ميزان المدفوعات الذي يتوقع أن يسجل، حسب تقديراتنا الحالية، فائضاً بنسبة 3 بالمائة من الناتج الإجمالي للعام القادم قبل أن يتحول إلى تسجيل عجز في السنة التالية (شكل رقم 15).

بالإضافة إلى السيناريو المرجح المشار إليه أعلاه، نستعرض في الفقرات التالية سيناريوهات مختلفة للسياسة المالية (شكل رقم 6 والجدولين 3 و 4) إزاء سيناريوهات أسعار النفط التي استعرضناها في الفقرات السابقة.

ميزانية متعادلة بموجب السيناريو المرجح لأسعار النفط، 85/83 دولار أمريكي للبرميل للعامين 2015/2016:

في حال وجود ضغوط على الحكومة لتفادي التأثير النفسي السلبي المرتبط بحدوث عجز في الميزانية، ستكون في حاجة إلى خفض الإنفاق إلى المستوى الذي يحقق تعادل الميزانية. بناءً على نتائج سيناريو سعر النفط المرجح أعلاه، تحتاج الحكومة لخفض الإنفاق الرأسمالي بنسبة 20,6 بالمائة و 47,8

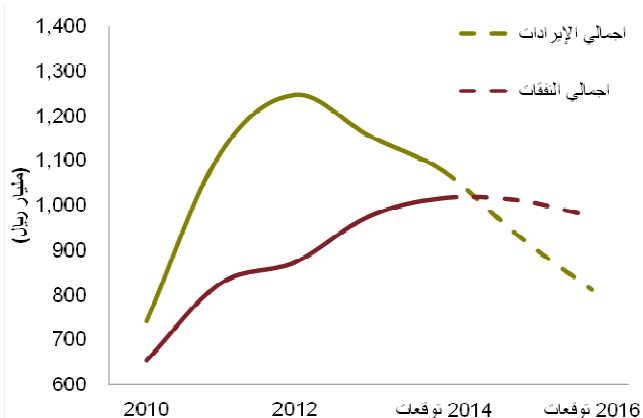
تملك الحكومة السعودية احتياطيات أجنبية ضخمة...

...تجعلها في وضع مريح يمكنها من التأقلم التدريجي مع المستويات الجديدة لأسعار النفط المنخفضة...

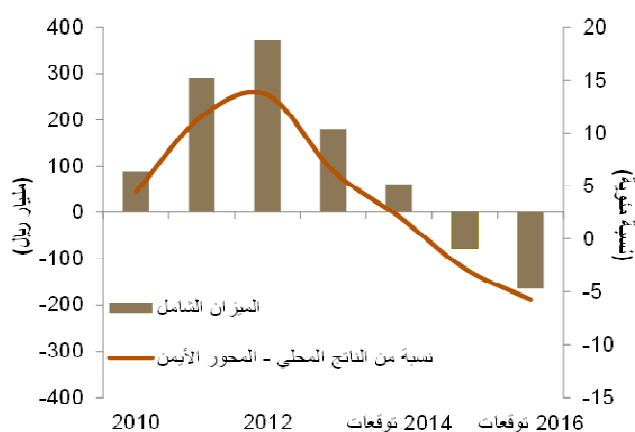
وبناءً على ذلك، نعتقد أن الحكومة ستبقي على مستويات الإنفاق مرتفعة.

لتفادي عجز في الميزانية، يتحتم إجراء خفض في الإنفاق الرأسمالي بنسبة 20,6 بالمائة و 47,8 بالمائة للعامين 2015 و 2016 على التوالي...

شكل 14: إيرادات الحكومة ونفقاتها بموجب السيناريو المرجح



شكل 13: الميزانية العامة بناءً على السيناريو المرجح لسعر النفط





بالمائة للعامين 2015 و 2016 على التوالي. يؤدي خفض الإنفاق الحكومي لتحقيق ميزانية متعادلة إلى تأثيرات مهمة على أداء القطاع الخاص. خاصة إذا وضعنا في الاعتبار الاعتماد الكبير لبعض القطاعات- خاصة قطاعي التشييد والنقل- على مشاريع البنى التحتية العملاقة التي تنفذها الدولة.

وإذا كان خيار الحكومة هو خفض الإنفاق، فنتوقع أن يتجه خفض إلى المساعدات الخارجية ومشاريع البنى التحتية غير الضرورية. فالبنيات التحتية غير الضرورية، كالإنفاق على الأنشطة الترفيهية والأعمال المرتبطة بها، تعتبر ذات أولوية متأخرة نسبياً من حيث أهداف التنمية والرعاية الاجتماعية. أما مشاريع البنى التحتية الاجتماعية ذات الأولوية الكبيرة، كالمدارس والمستشفيات والمساكن، فيتوقع أن تبقى هي المستفيدة من الإنفاق الحكومي، رغم احتمالات خفض الإنفاق، وذلك بسبب تأثيرها الاجتماعي الهام فضلاً عن انعكاساتها على أداء القطاع الخاص.

في ظل سيناريو خفض النفقات هذا، ينتظر أن يتباطأ نمو الناتج الإجمالي الفعلي غير النفطي إلى 4 بالمائة و 3,8 بالمائة للعامين 2015 و 2016 على التوالي. هذا التباطؤ مقروناً مع نمو سلبي في قطاع النفط، سيؤدي إلى تراجع نمو الناتج الإجمالي الفعلي الكلي إلى 3,1 بالمائة و 2,8 بالمائة للعامين 2015 و 2016 على التوالي.

الميزانية العامة في ظل أسعار النفط المرتفعة، 100/95 دولار للبرميل للعامين 2015/2016:

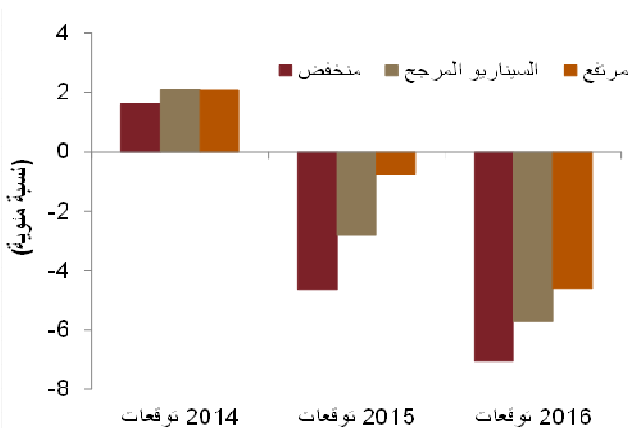
على ضوء سيناريو الأسعار المرتفعة للنفط، نتوقع عجز في الميزانية بحجم أصغر للعامين 2015 و 2016 عند 0,8 بالمائة و 4,6 بالمائة من الناتج الإجمالي على التوالي. تقوم الفكرة الرئيسية في هذا السيناريو على تراجع حجم النفط الذي تنتجه المملكة كعامل رئيسي لإحداث ارتفاع قوي في أسعار النفط. ورغم أن هذا الافتراض سيؤدي إلى سحب نمو الناتج الإجمالي لقطاع النفط إلى المنطقة السالبة، لكنه في النهاية سيقود إلى زيادة طفيفة في إيرادات النفط مقارنة بالسيناريو المرجح. وبموجب هذه الافتراضات، فإن نمو الناتج الإجمالي الكلي سيتباطأ إلى 2,5 بالمائة على أساس المقارنة السنوية في عام 2015 وإلى 3,2 بالمائة للعام الذي يليه.

يتطلب إعداد ميزانية متعادلة بموجب هذا السيناريو لأسعار النفط، خفض للإنفاق الرأسمالي بنسبة 5,5 بالمائة و 36,1 بالمائة للعامين 2015 و 2016 على التوالي. في هذه الحالة، سيسجل الناتج الإجمالي الفعلي للعامين 2015 و 2016 المزيد من التباطؤ لينمو بنسبة 2,4 بالمائة و 2,8 بالمائة على التوالي. هذا التباطؤ يعود إلى تأثير خفض الإنفاق الرأسمالي على الاقتصاد غير النفطي. ويتوقع أن يسجل هذا الأخير نمواً بنسبة 4,2 بالمائة و 3,8 بالمائة في عامي 2015 و 2016 على التوالي.

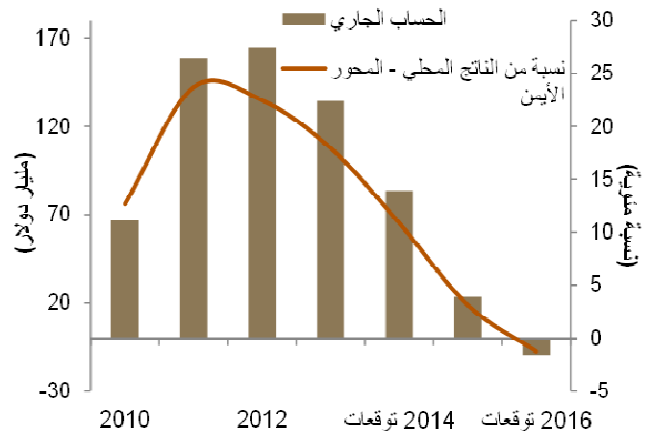
...ويتوقع أن يتجه خفض في حال حدوثه إلى المساعدات الخارجية ومشاريع البنى التحتية غير الضرورية.

في حال تحقق سيناريو الأسعار المرتفعة، نتوقع حدوث عجز طفيف في الميزانية يعادل 0,8 بالمائة و 4,6 بالمائة من الناتج الإجمالي للعامين 2015 و 2016 على التوالي.

شكل 16: الميزانية العامة حسب سيناريوهات مختلفة لسعر النفط



شكل 15: ميزان الحساب الجاري حسب السيناريو المرجح





الميزانية العامة في ظل أسعار النفط المنخفضة، 79/78 دولار للبرميل للعامين 2015/2016:

بموجب هذا السيناريو، نتوقع انخفاض أسعار النفط وحجم الإنتاج على حد سواء. لكن، التراجع في الإنتاج نتوقعه أن يأتي طفيفاً مقارنةً بسيناريو الأسعار المرتفعة، ما يؤدي إلى الإبقاء على نمو الناتج الإجمالي لقطاع النفط وبالتالي نمو الناتج الإجمالي الكلي دون تغيير تقريباً. ولكن، على ضوء هذه الافتراضات، ستسجل الميزانية عجزاً أكبر يصل إلى 4,6 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي للعام 2015، ثم ينزل إلى 7 بالمائة عام 2016.

وبناءً على افتراض أن أسعار النفط وحجم الإنتاج سيشهد كلاهما تراجعاً في هذا السيناريو مقارنةً بالسيناريو المرجح، فإن الخفض المطلوب في الإنفاق المطلوب في الإنفاق لمعادلة الميزانية سيكون في هذه الحالة كبيراً. يقتضي هذا السيناريو خفض الإنفاق الرأسمالي بدرجة كبيرة، تصل إلى 34 بالمائة و59 بالمائة للعامين 2015 و2016 على التوالي. ونتيجة لهذا الخفض الكبير، فإن نمو الناتج الإجمالي للقطاع غير النفطي سيتباطأ إلى 3,8 بالمائة و3,7 بالمائة في عامي 2015 و2016 على التوالي (جدول 3 وجدول 4).

في حال تحقق سيناريو الأسعار المنخفضة، نتوقع حدوث عجز أكبر في الميزانية بما يعادل 4,6 بالمائة و7 بالمائة من الناتج الإجمالي المحلي للعامين 2015 و2016 على التوالي.

### جدول 3: تحليل سيناريوهات عام 2015

سيناريو الأسعار المنخفضة	سيناريو الأسعار المرجحة	سيناريو الأسعار المرتفعة			
79	85	100	أسعار النفط (برنت)		
9.7	9.6	9.2	حجم الإنتاج (مليون برميل/يوم)		
لا تغيير في الإنفاق	في حال خفض الإنفاق	لا تغيير في الإنفاق	في حال خفض الإنفاق	لا تغيير في الإنفاق	في حال خفض الإنفاق
المؤشرات الاقتصادية الفعلية (التغير السنوي كنسبة مئوية)					
3.2	3.4	3.1	2.5	2.4	2.8
الناتج الإجمالي الفعلي					
-1.4	-0.6	-0.6	-4.8	-4.8	-1.4
قطاع النفط					
4.3	4.3	4.0	4.3	4.2	3.8
القطاع غير النفطي					
4.8	4.8	4.5	4.8	4.6	4.4
القطاع الخاص					
3.0	3.0	2.5	3.0	2.9	2.2
القطاع الحكومي					
مؤشرات الميزانية (مليار ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك)					
884	934	934	991	991	884
إيرادات الحكومة					
1,012	1,012	934	1,012	991	884
نفقات الحكومة					
-128	-78	0	-21	0	0
فائض/عجز في الميزانية					
-4.6	-2.8	0	-0.8	0	0
كنسبة من الناتج الإجمالي					



## جدول 4: تحليل سيناريوهات عام 2016

سيناريو الأسعار المرتفعة		سيناريو الأسعار المرجحة		سيناريو الأسعار المنخفضة		
95		83		78		أسعار النفط (برنت)
9.0		9.4		9.3		حجم الإنتاج (مليون برميل/يوم)
في حال خفض الإنفاق	لا تغيير في الإنفاق	في حال خفض الإنفاق	لا تغيير في الإنفاق	في حال خفض الإنفاق	لا تغيير في الإنفاق	
المؤشرات الاقتصادية الفعلية (التغير السنوي كنسبة مئوية)						
2.8	3.2	2.8	3.2	2.7	3.2	الناتج الإجمالي الفعلي
-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	قطاع النفط
3.8	4.3	3.8	4.3	3.7	4.3	القطاع غير النفطي
4.2	4.6	4.3	4.6	4.3	4.6	القطاع الخاص
2.6	3.6	2.3	3.6	2.0	3.6	القطاع الحكومي
مؤشرات الميزانية (مليار ريال سعودي، مالم يذكر غير ذلك)						
852	852	812	812	775	775	إيرادات الحكومة
852	976	812	976	775	976	نفقات الحكومة
0	-124	0	-164	0	-201	فائض/عجز في الميزانية
0	-4.6	0	-5.7	0	-7.0	كنسبة من الناتج الإجمالي



## البيانات الأساسية

2016 توقعات	2015 توقعات	2014 توقعات	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
<b>الناتج الإجمالي الاسمي</b>									
2,870	2,777	2,876	2,807	2,752	2,511	1,976	1,609	1,949	(مليار ريال سعودي)
765.3	740.5	767.0	748.4	734.0	669.5	526.8	429.1	519.8	(مليار دولار أمريكي)
3.3	-3.5	2.5	2.0	9.6	27.1	22.8	-17.4	25.0	(معدل التغير السنوي)
<b>الناتج الإجمالي الفعلي</b>									
(معدل التغير السنوي)									
-1.6	-0.6	0.4	-1.0	5.7	11.0	0.3	-8.0	4.3	القطاع النفطي
4.6	4.8	5.4	6.0	6.0	7.7	10.3	4.9	11.1	القطاع الخاص غير النفطي
3.6	3.0	4.2	3.7	5.5	8.7	7.5	6.3	6.2	القطاع الحكومي
3.2	3.4	4.2	4.0	5.8	8.6	7.4	1.8	8.4	معدل التغير الكلي
<b>المؤشرات النفطية (متوسط)</b>									
83.0	85	102	110	112.4	112.2	79.8	61.7	97.2	خام برنت (دولار/برميل)
79.0	81	98	104	106.1	103.9	77.5	60.4	94.0	سلة الخام السعودي (دولار/برميل)
9.4	9.6	9.7	9.6	9.8	9.3	8.2	8.2	9.2	الإنتاج (مليون برميل/يوم)
<b>مؤشرات الميزانية العامة</b>									
(مليار ريال سعودي)									
812	934	1,077	1,156	1,247	1,118	742	510	1,101	إيرادات الدولة
976	1012	1017	976	873	827	654	596	520	منصرفات الدولة
-164	-78	61	180	374	291	88	-87	581	الفائض/العجز المالي
-5.7	-2.8	2.1	6.4	13.6	11.6	4.4	-5.4	29.8	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
58	61	68	75	99	135	167	225	235	الدين العام المحلي
2.0	2.2	2.3	2.7	3.6	5.4	8.5	14.0	12.1	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
<b>المؤشرات النقدية (متوسط)</b>									
2.9	2.7	2.6	3.5	2.9	3.7	3.8	4.1	6.1	التضخم (معدل التغير السنوي)
2.25	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.50	سعر الإقراض الأساسي لمؤسسة النقد (نسبة مئوية سنوية)
<b>مؤشرات التجارة الخارجية</b>									
(مليار ريال سعودي)									
717.3	823.5	1,013.6	1,211.7	1,265.4	1,191.1	807.1	626.0	1,065.3	عائد صادرات النفط
959.7	1,045.3	1,226.1	1,413.9	1,456.4	1,367.6	941.8	721.2	1,175.6	عائد الصادرات الإجمالي
625.6	609.6	593.5	572.7	531.7	449.9	365.4	323.9	377.4	الواردات
334.1	435.7	632.7	841.3	924.6	917.8	576.4	397.2	798.1	الميزان التجاري
-35.7	86.9	312.9	503.7	617.9	594.5	250.3	78.6	496.2	ميزان الحساب الجاري
-1.2	3.1	10.9	17.9	22.4	23.7	12.7	4.9	25.5	(كنسبة من الناتج الإجمالي)
2,810.1	2,845.8	2,812.9	2,721.5	2,462.2	2,040.1	1,669.3	1,537.9	1,660.0	الاحتياطي الرسمي من الموجودات الأجنبية
<b>المؤشرات الاجتماعية والسكانية</b>									
32.7	31.8	30.9	30.0	29.2	28.4	27.6	26.7	25.8	تعداد السكان (مليون نسمة)
10.3	10.5	10.7	11.7	12.0	12.4	11.2	10.5	10.0	معدل العطالة (ذكور، فوق سن 15، نسبة مئوية)
23,438	23,311	24,851	24,953	25,139	23,594	19,113	16,095	20,157	متوسط دخل الفرد

المصدر: توقعات جدوى للأعوام 2014، 2015، 2016. مؤسسة النقد العربي السعودي لأرقام الناتج القومي والمؤشرات النقدية ومؤشرات التجارة الخارجية. وزارة المالية لمؤشرات الميزانية. مصلحة الإحصاءات العامة وتقديرات جدوى لأرقام النفط والمؤشرات الاجتماعية والسكانية.



## 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 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 مسؤولية قانونية مباشرة كانت أم غير مباشرة أو أي مسؤولية عن دقة أو اكتمال أو منفعة أي من المعلومات التي تحتويها هذه النشرة. لا تهدف هذه النشرة إلى استخدامها أو التعامل معها بصفة أنها تقدم توصية أو خيار أو مشورة لاتخاذ أي إجراء/إجراءات في المستقبل.