

April 2015

### Research Highlights:

A discussion on Fiscal Breakeven Oil Price and the reasons for multiple values for the same country. Also includes projections till 2020.

### Marmore Research is available on

Bloomberg - Type "MRKZ" <Go>  
Thomson Research,  
Reuters Knowledge  
Nooz  
Zawya Markets  
ISI Emerging markets  
Capital IQ  
FactSet Research Connect  
TheMarkets.com

### M.R. Raghu CFA, FRM

Head of Research  
+965 2224 8280  
[RMandagolathur@markaz.com](mailto:RMandagolathur@markaz.com)

### N.C. Karthik Ramesh

Manager - Research  
+965 2224 8000 Ext: 4611  
[KRamesh@markaz.com](mailto:KRamesh@markaz.com)

### Sudhakaran Jampala

Policy Analyst  
+965 2224 8000 Ext: 4613  
[sjampala@markaz.com](mailto:sjampala@markaz.com)

[www.e-marmore.com](http://www.e-marmore.com)

# Fiscal Breakeven Oil Price

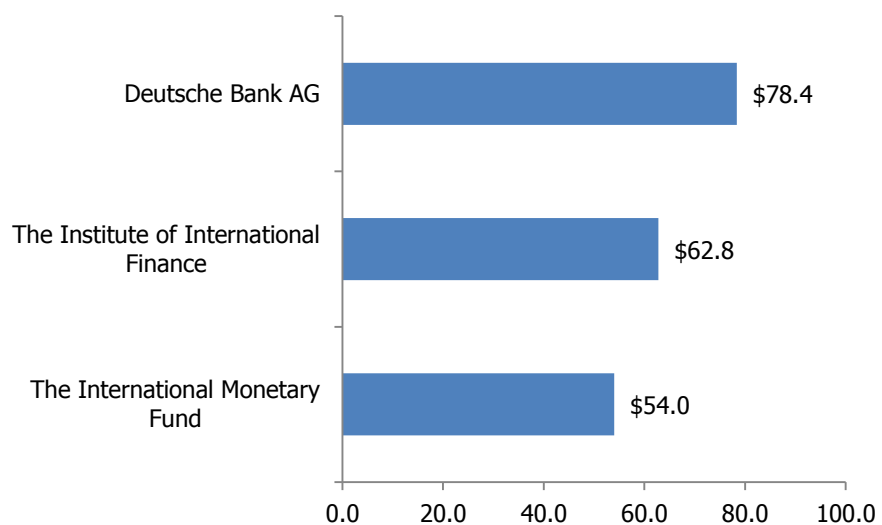
Depends on Who You Ask

## Introduction

If there is one term that is often used but little understood, it is the fiscal breakeven oil price. Fiscal breakeven oil price (BEP) can be defined simply as the "oil price that balances an oil-exporting country's budget."<sup>1</sup> While the term may sound simple with the definition appearing even simpler, there are many ways to get there with subtle nuance. Though, in theory, it is that oil price that balances the budget; yet, in practice, we get different calculations for a given country at a given time. This research explores the topic in closer detail to surface the discrepancies in reporting.

The estimates for break-even oil prices can vary between various analysts and bodies commenting upon them. The following chart presents the projected break-even cost for Kuwait in 2015, by three different bodies. The predictions were all released in October 2014.

**Figure 1: Kuwait Fiscal Oil Break-even, 2015f, in USD**



Source: IIF, IMF, Deutsche Bank, Marmore Research

This research will strongly stick to the basic formula for the modeling of the BEP prices, which is:  **$BEP = \{[Government\ expenditures\ minus\ Non-oil\ revenues]/Oil\ quantity\ produced\}$  plus per barrel cost of production**

<sup>1</sup> APICORP Research

### Why do different agencies report different numbers?

Historical numbers that are used to calculate break-even prices may differ from year to year

There are some straightforward reasons as to why the estimations of break-even prices can vary –

- Historical numbers that are used to calculate break-even prices may differ from year to year<sup>2</sup>. These can flow in line with the national budgets and particularly, the implemented expenditures component. For instance, there could be revisions made in historical national accounts for adjustments in actual expenditures and revenues. Some assessors may include such revisions in national accounts and some may not.
- Estimates can differ with respect to forecasts of oil production volumes, export volumes and the global oil prices. Since oil production is a crucial figure in the estimation of the BEP, variations between various assessors in terms of projected production may lead to sometimes large changes in the final BEP figures. Though in this study we have taken a simplified approach and taken only oil production for clarity and simplicity, in the real world, assessors will have to take into account export volumes and projected oil prices, all of which are subject to proprietary methodologies and risk-based predictions.
- Differences in estimates with respect to future government spending. Various assessors project various assessments with respect to future government spending. For instance, some assessors may magnify the impact of the shale revolution in their projections and thereby prefer to reduce expectations on the BEP. Such a step will invariably rise the BEP.
- Differences with respect to inclusion or exclusion of some revenue items. For e.g., some analysts include investment incomes into the revenue stream; while some others do not. This study itself has found that such a step can have a large impact on the final BEP figure.

Various assessors project various assessments with respect to future government spending

Moreover, BEP can be calculated using very simple techniques like taking a government's expenditure plans for a given year plus an estimated level of production/exports, and then calculating the price level required to match the expenditure while taking into account of other revenues (like tax) from non-oil sources . Or, there are more sophisticated and proprietary methods available like that of the International Monetary Fund or the Institute of International Finance (IIF). Thus, the differences in the calculation of break-even oil prices exist.

### Modeling the Breakeven Price – A Deep Dive

Modeling the BEP price is necessary due to the fact there can be different estimates reported in the popular media for the BEP. Depending on which media statistic is used, the BEP for Kuwait can range from \$50 to \$75! Why this wide discrepancy? What are the underlying factors? These questions have been dealt with by plainly sticking to what the data is telling us. Also, the BEP has been projected till 2020. The process has been repeated for the Kingdom of Saudi Arabia (KSA) and the UAE, as well. The methodology for the modeling process is as follows:

<sup>2</sup> Standard & Poor's

A set of calculations were run with Investment Income

- Data was collected from the International Monetary Fund (IMF) Article IV Consultations' reports with respect to nominal GDP, government expenditure, total revenue and hydrocarbons revenue (so that non-hydrocarbon revenues can be estimated) and the annual hydrocarbons output.
  - With respect to the Article IV reports available as of the time of writing this research, the data from the IMF runs till 2019.
  - With respect to the cost of production per barrel, a rate of \$5 was chosen as the standard figure across the three GCC countries examined in this study. The rate was chosen based on analysis that revealed that \$5 was more likely the average figure.
- A set of calculations were run with Investment Income (accruing from the nation's sovereign wealth funds); and another set was run without Investment Income. And the diverging BEPs were noted.
- Essentially, the multiple reportages on the BEP may filter down to whether the investment income is considered as part of non-oil revenues.
- As of the time of writing this research, IMF estimates for the fiscal oil breakeven were available till 2016. Thus, the projections run from 2017 through 2020.
- Though the IMF data for the key parameters like GDP stop at 2019, the year on year growth between 2018 and 2019 were calculated and used to extrapolate the metrics for forecasting 2020 figures. Thus, the BEP for 2020 are based on year on year growth estimates with respect to IMF projections for 2018 and 2019.
  - However, for the KSA and the UAE, the investment income data were taken from IIF. They were available only till 2016. Thus, to take the data till 2020, the previous YoY growth rates were applied for the respective extrapolation from 2017 through 2020.
- After obtaining the required data as laid out in the steps above, the formula used for deducing our estimates for the BEP is:  $BEP = \{[Government expenditures minus Non-oil revenues]/Oil quantity produced\}$  plus per barrel cost of production.

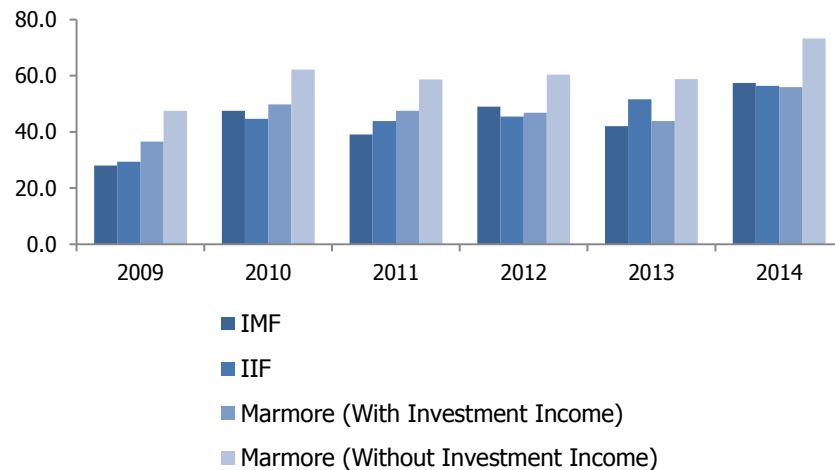
The multiple reportages on the BEP may filter down to whether the investment income is considered as part of non-oil revenues

### What will it be in 2020? The Ramifications

We have calculated two different BEP figures

In this section, along with Kuwait, the BEPs of the KSA and the UAE are also examined. Figure 1-3 provide a comparative rendering of the BEP figure for the three countries with respect to IIF and IMF reports, in conjunction with the values calculated by us. It is to be highlighted that we have calculated two different BEP figures, one which includes the investment income as part of the non-oil revenues and another that does not.

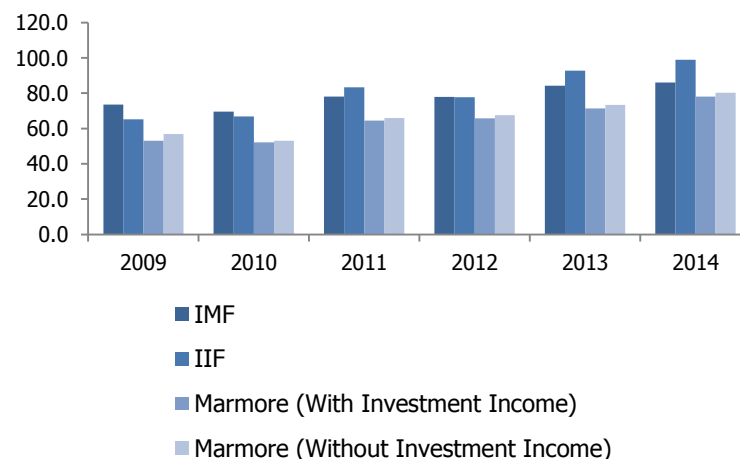
**Figure 2: The BEPs for Kuwait, 2009-2014, in \$**



Source: IIF, IMF, Deutsche Bank, Marmore Research

For Kuwait, it is notable that the addition or removal of the SWF income plays a significant role in the standing of the BEP.

**Figure 3: The BEPs for the KSA, 2009-2014, in \$**



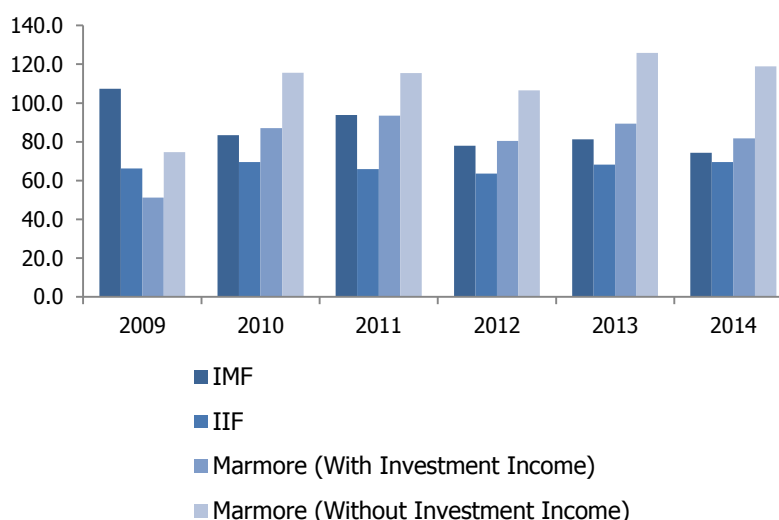
Source: IIF, IMF, Deutsche Bank, Marmore Research

In the case of the KSA, the investment income does not play a major role in impacting the BEP. In order to arrive at the above figures for the KSA, the investment income as reported by IIF was consulted.

In the case of the KSA, the investment income does not play a major role

**Figure 4: The BEPs for the UAE, 2009-2014, in \$**

Without investment income, UAE's BEP can increase from anywhere between 25% to about 50%



Source: IIF, IMF, Deutsche Bank, Marmore Research

For the UAE, too, the investment income component has been picked from the IIF. Without investment income, UAE's BEP can increase from anywhere between 25% to about 50%, which signifies the budgetary importance of investment income to the UAE.

In the table below, the BEP prices for Kuwait, the KSA and the UAE have been projected, using the methodology that was discussed in the earlier section.

**Table 1: Projections of BEPs of Kuwait, KSA and the UAE till 2020, in \$**

| Country                          | 2015f | 2016f | 2017f | 2018f | 2019f | 2020f |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Kuwait With Investment Income    | 51.2  | 50.2  | 48.7  | 50.0  | 52.0  | 54.1  |
| Kuwait Without Investment Income | 71.3  | 75.5  | 78.8  | 81.8  | 85.5  | 89.3  |
| KSA With Investment Income       | 83.9  | 85.1  | 87.1  | 90.6  | 89.8  | 89.0  |
| KSA Without Investment Income    | 86.5  | 87.5  | 89.4  | 92.9  | 92.1  | 91.3  |
| UAE With Investment Income       | 73.8  | 69.5  | 79.6  | 80.8  | 84.9  | 89.2  |
| UAE Without Investment Income    | 121.0 | 125.5 | 124.9 | 124.7 | 128.7 | 137.9 |

Source: Marmore Research

The BEP has been forecasted up to 2020 in order to shed light on the underlying economic implications

From the above chart, it is clearly visible that investment income is expected to play a major role for Kuwait and the UAE through 2020, creating large scale differences in terms of the BEP measured with investment income and without. This explains the current confusion with respect to Kuwait's BEP that can range in value from \$50 to \$75, depending on whom one asks. It is clear from the above chart that the difference is due to some excluding the investment income and some including it. If investment income is considered as part of the non-oil revenues, then the BEP comes down to a large degree for both Kuwait and the UAE.

The BEP has been forecasted up to 2020 in order to shed light on the underlying economic implications. The KSA would come under fiscal pressure, despite the current high levels of reserves, as its BEP is expected to rise high with spending

Oil exporting countries have to keep a careful watch over their breakeven prices

expectations, while not being offset to a good extent by investment income and non-oil revenues. The UAE too will experience high BEP levels. However, the nation's accelerating economic diversification, which has already seen its oil receipts drop to about 65% of the total government revenues, may help the UAE to exit from the otherwise extremely strong clutches of the BEP dynamics over the following decade<sup>3</sup>. However, it is to be noted that the UAE's expenditure framework is less flexible than that of many other GCC countries because of large transfers from Abu Dhabi to other emirates through the State's federal services<sup>4</sup>. Meanwhile, Kuwait's BEP, with investment income, is expected to register only a modest increase given the rising, but steady growth in expenditure and the expectation that oil production will likely be increased further. Meanwhile, economic diversification efforts may help offset some amount of expenditure increase.

Broadening the general discussion to the GCC level, it is notable that oil exporting countries have to keep a careful watch over their breakeven prices. For instance, Oman and Bahrain, which have the highest breakeven prices in the GCC region, were characterized as vulnerable to oil shocks by analysts<sup>5</sup>. The GCC fiscal surplus, which was 4.6% of overall GDP in 2014, is predicted to turn into a deficit of about 6.3% in 2015, by the IMF. In fact, only Kuwait in the GCC is expected to not slip into fiscal deficit zone in 2015.

**Table 2: Fiscal Balances, GCC, 2014 and 2015f, % of GDP**

| Country              | 2014 | 2015f |
|----------------------|------|-------|
| Bahrain              | -5.4 | -12.1 |
| Kuwait               | 21.9 | 11.1  |
| Oman                 | -1.4 | -16.4 |
| Qatar                | 9.2  | -1.5  |
| Saudi Arabia         | 1.1  | -10.1 |
| United Arab Emirates | 6.0  | -3.7  |

Source: IMF

The process of sustainable economic diversification will have to be strengthened further

This means that all process efficiencies have to be implemented to keep oil production costs low, even as global market oil prices threaten to decline. Also, countries in the GCC realize that economic diversification is urgent now in terms of ensuring a sustainable fiscal future. This may be behind Kuwait's plan to spend \$155bn on projects over the next half a decade. The process of sustainable economic diversification will have to be strengthened further, along with structural reforms that enable cuts to wasteful spending.

Though the GCC governments are better placed, to weather a sustained period of lower oil prices, than most other exporters due to their robust reserve levels; GCC governments should consider this as a wakeup call to accelerate their diversification programs, enhance their revenue streams by introducing taxation, curtail inefficient subsidies and align their policies in the path of fiscal discipline. With GCC reserves

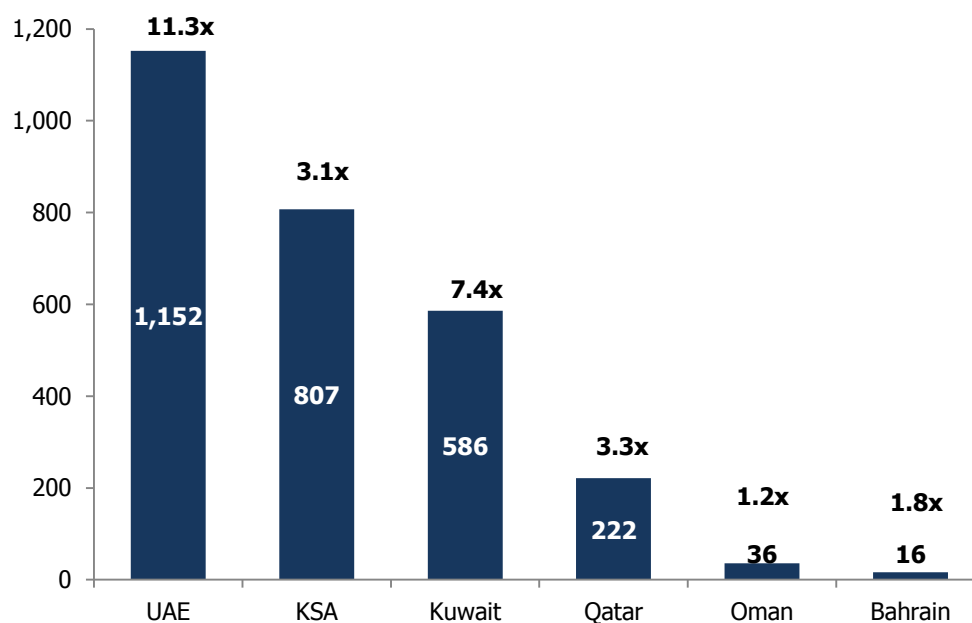
<sup>3</sup> National Bureau of Statistics, UAE

<sup>4</sup> Financial Mirror

<sup>5</sup> Standard & Poor's

totaling over USD 2.8trillion, the key economies command an expenditure coverage ratio of over 3x, based on 2014 estimated expenditure figures. This should provide sufficient comfort and cushion to future government expenditure programs and allay investor fears about regional prospects which are predominantly fueled by government expenditure programs.

**Figure 5: Reserves (USD bn) & Government Expenditure Coverage, 2014**



The low debt levels and stable credit profiles of the GCC governments should offer plenty of support

Source: IIF, SWF Institute, Marmore

Note: Reserves include SWF assets, gold and officially declared reserves

In addition to the significant reserves, the low debt levels and stable credit profiles of the GCC governments – should offer plenty of support, if the weakness in oil markets persists.

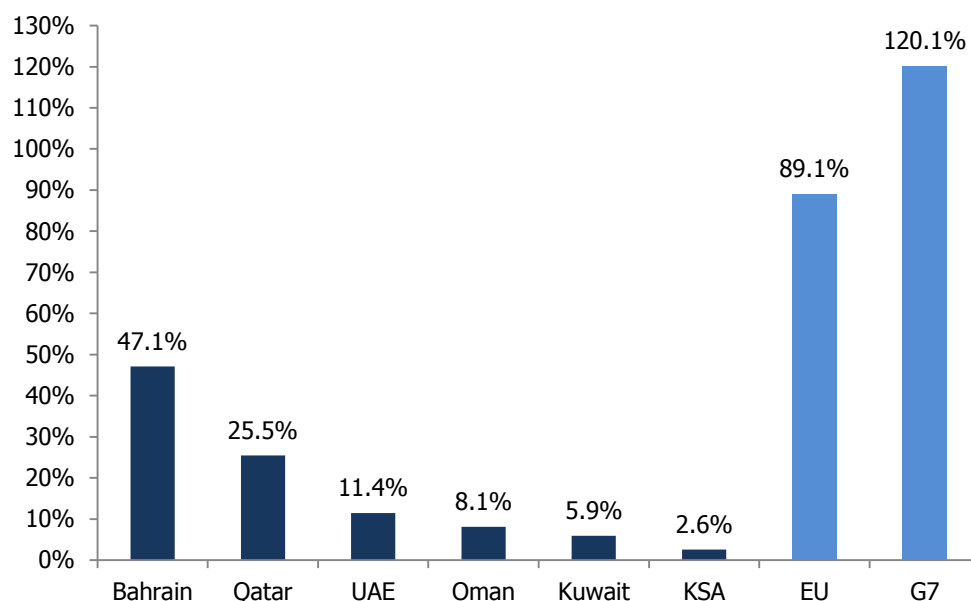
**Table 3: GCC Governments Credit Profile<sup>6</sup>**

| Country      | Rating |
|--------------|--------|
| Saudi Arabia | Aa3    |
| UAE          | Aa2    |
| Qatar        | Aa2    |
| Kuwait       | Aa2    |
| Oman         | A1     |
| Bahrain      | Baa2   |

Source: Moody's

<sup>6</sup> There are nine symbols that are used to designate credit risk from least to greatest, Aaa Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca and C

**Figure 6: Gross Debt as % of GDP, 2014**



Source: IMF

Non-oil fiscal balance which essentially is non-oil revenues less non-oil expenditures, when expressed as a percentage of non-oil GDP, helps to gauge the level of diversification of revenue streams in the economy

However, fiscal breakeven oil price has increased at an annualized rate of 8% and 7% in past three years for KSA and Oman; in 2015 it is expected to be in triple digits for both these countries. If the weakness in oil prices persists for longer periods, GCC governments would need to draw up plans to consolidate their fiscal expenditures and set them on a sustainable footing. Interestingly, Bahrain which is one of the most diversified economies in the GCC region happens to be the most reliant on hydrocarbon revenues.

**Table 4: Share of Hydrocarbon GDP (as % of total GDP)**

|              | Average<br>2007-2011 | 2012  | 2013  | 2014 <sup>E</sup> | 2015 <sup>F</sup> |
|--------------|----------------------|-------|-------|-------------------|-------------------|
| Bahrain      | 24.3%                | 25.0% | 26.2% | 24.7%             | 22.6%             |
| Kuwait       | 55.0%                | 62.6% | 60.7% | 59.6%             | 56.2%             |
| Oman         | 46.5%                | 51.6% | 49.7% | 47.4%             | 44.2%             |
| Qatar        | 52.7%                | 56.8% | 54.4% | 50.3%             | 46.2%             |
| Saudi Arabia | 48.2%                | 50.0% | 47.4% | 45.3%             | 42.4%             |
| UAE          | 33.7%                | 41.6% | 39.5% | 37.6%             | 34.9%             |

Source: IIF

The metric of non-oil fiscal balance can thus be used to gauge the level of diversification. Non-oil fiscal balance which essentially is non-oil revenues less non-oil expenditures, when expressed as a percentage of non-oil GDP, helps to gauge the level of diversification of revenue streams in the economy. Higher non-oil fiscal deficit levels are a strong indicator of dependency on hydrocarbon revenues to fund non-hydrocarbon growth.



**Table 5: Non-Oil fiscal Balance (as % of non-oil GDP)**

| Inflation    | Average<br>2007-2011 | 2012  | 2013  | 2014 <sup>E</sup> | 2015 <sup>F</sup> |
|--------------|----------------------|-------|-------|-------------------|-------------------|
| Bahrain      | -28.4                | -35.0 | -34.6 | -35.0             | -34.2             |
| Kuwait       | -65.3                | -85.6 | -81.7 | -82.5             | -76.7             |
| Oman         | -56.3                | -88.8 | -78.9 | -81.9             | -77.1             |
| Qatar        | -28.7                | -35.8 | -23.1 | -24.4             | -22.9             |
| Saudi Arabia | -49.5                | -53.7 | -53.2 | -55.1             | -55.2             |
| UAE          | -30.6                | -33.1 | -33.9 | -29.8             | -27.3             |

Source: IMF

From the above table, it is evident that growth of non-oil sectors is heavily dependent on government spending for Kuwait and Oman; while the vice-versa is true in the case of UAE and Qatar.

### Key Conclusions

The calculation of fiscal breakeven oil prices can differ due to different assumptions by various assessors with respect to government spending projections, oil production or export volume estimations and differences in the macroeconomic framework or outlook used. Most importantly, this research has uncovered that the inclusion or exclusion of investment income can have a major say, in terms of publically reported BEPs. In summary, it can be said that fiscal oil break-even prices can be calculated using simple techniques like taking a government's expenditure plans for a given year plus an estimated level of production/exports, and then calculating the price level required to match the expenditure while taking account of other revenues (like tax) from non-oil sources .

The fiscal oil breakeven is an important metric. But, it should not be taken at face value. The metric can fluctuate greatly on the basis of assumptions, including those made on exchange rates. Thus, while consulting for the most appropriate fiscal BEP, it is crucial that information be provided clearly on the parameters or assumptions made. Lacking that, the metric can be construed as deficient in transparency. Boosting transparency around the metric and the assumptions that stand behind it can help ease the misgivings in the minds of many who track the metric, especially during this intense period of oil price volatility.

Growth of non-oil sectors is heavily dependent on government spending for Kuwait and Oman

Boosting transparency around the metric and the assumptions that stand behind it can help ease the misgivings in the minds of many

## Appendix

**Figure 7: A Generic OPEC Government's Fiscal Sector from APICORP**

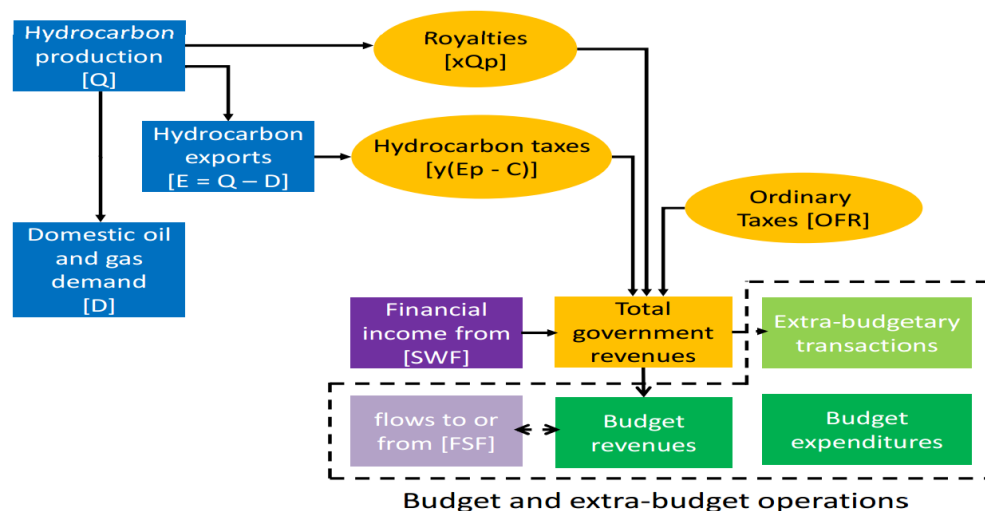


Image Source: APICORP Research

**Table 6: Rest of the GCC Fiscal Oil Break-even Estimates, 2015f, in \$**

| Country | IMF   | IIF   | Deutsche Bank |
|---------|-------|-------|---------------|
| Qatar   | 60.0  | 65.3  | 76.8          |
| Bahrain | 127.1 | 130.2 | 138.1         |
| Oman    | 102.6 | 113.2 | 110.0         |
| KSA     | 87.2  | 109.4 | 104.4         |
| UAE     | 73.8  | 73.6  | 80.8          |

Source: IIF, IMF, Deutsche Bank, Marmore Research; October 2014 Publications

### Disclaimer

This report has been prepared and issued by Marmore MENA Intelligence Ltd (Marmore), a fully owned research subsidiary of Kuwait Financial Centre "Markaz" K.P.S.C. Marmore is a private limited company registered with the Registrar of Companies in India.

This Report is owned by Marmore and is privileged and proprietary and is subject to copyrights. Sale of any copies of this Report is strictly prohibited. This Report cannot be quoted without the prior written consent of Marmore. Any user after obtaining Marmore's permission to use this Report must clearly mention the source as "Marmore." The Report is intended to be circulated for general information only and should not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction.

The information and statistical data herein have been obtained from sources we believe to be reliable, but no representation or warranty, expressed or implied, is made that such information and data is accurate or complete, and therefore should not be relied upon as such. Opinions, interpretations, estimates, and projections in this report constitute the current judgment of the author as of the date of this Report. They do not necessarily reflect the opinion of Markaz or Marmore or other identified parties and are subject to change without prior notice. Neither Marmore nor Markaz have an obligation to update, modify, or amend this report or to otherwise notify a reader thereof in the event that any matter stated herein, or any opinion, projection, forecast, or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, or if research on the subject company is withdrawn.

This Report may not consider the specific investment objectives, financial situation, and the particular needs of any specific person who may receive this report. Investors are urged to seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any security or investment strategy discussed or recommended in this report and to understand that statements regarding future prospects may not be realized. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Investors should be able and willing to accept a total or partial loss of their investment. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily indicative of future performance.

Markaz may seek to do business, including investment banking deals, with companies covered in its research reports. Markaz may have interests in the areas covered in this research report. Markaz, Markaz managed entities, its clients, or its employees may have from time to time long or short positions in any security, derivative or other types of assets referred to in this research report. As a result, investors should be aware that Markaz may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report.

This report may provide the addresses of or contain hyperlinks to websites. Except to the extent to which the report refers to website material of Markaz and Marmore, Markaz has not reviewed the linked site and takes no responsibility for the content contained therein. Such address or hyperlink (including addresses or hyperlinks to Markaz's or Marmore's own website material) is provided solely for your convenience and information, and the content of the linked site does not in any way form part of this document. Accessing such website or following such link through this report or Markaz's or Marmore's website shall be at your own risk.

For further information, please contact 'Markaz' at P.O. Box 23444, Safat 13095, Kuwait; Email: [info@e-marmore.com](mailto:info@e-marmore.com); Tel: 00965 22248280; Fax: 00965 22495741.

# Research Library (Complimentary Research)

## → Capital Markets Researches

Daily Morning Brief

Kuwait Daily

Fixed Income Update (Daily)

Monthly MENA Markets Review

International Market Update (Monthly)

GCC Equity Risk Premium (Quarterly)

GCC Corporate Earnings (Half Yearly)

GCC Markets Outlook (Half Yearly)

Global Markets Outlook (Annual)

Saudi Arabian Markets Set to Open (2014)

MENA Asset Management Policy Perspectives (2013)

Including GCC in the MSCI EM Index (2012)

Alpha Abound: A Study to explore Alpha generation in GCC (2012)

Kuwait Investment Sector (2012)

GCC Defensive Bellwether Stocks (2012)

GCC SWFs: The Golden Portfolio (2010)

Persistence in performance: The GCC Experience (2010)

This Too Shall Pass: What can we expect in 2009 for GCC Markets? (2009)

Mr. GCC Market-Manic Depressive (2008)

To Yield or Not To Yield: Examining the Potential of Yield Stocks in GCC (2008)

Derivatives Market in GCC (2007)

## → Regulatory Researches

GCC Regulatory Digest (Quarterly)

Kuwait's BOT law (2014)

Land Reforms in Kuwait (2014)

Kuwait's PPP Law (2013)

Bankruptcy Law in the GCC (2013)

Got a CMA (Kuwait): What Next? (2012)

The New Regulations for Kuwait Investment Sector (2010)

Wanted: A Kuwait Capital Market Authority (2010)

To Leap or To Lag: Choices before GCC Regulators (2007)

## → Economic Researches

Fiscal Breakeven Oil Price (2015)

Kuwait – starting Business (2015)

Kuwait Electricity Tariff Hikes (2015)

Basel III Norms (2015)

Kuwait Real Estate (2015)

Swiss Franc (2015)

Cheaper Oil (2015)

Rising Fuel Prices in Kuwait (2015)

Cloud Computing (2014)

GCC Free Trade Zones (2014)

Disruptive Technology: Bitcoins (2014)

The Internet of Things ! Big Data (2014)

Kuwait Credit Growth (2014)

Kuwait SME's (2014)

Multiple directorships in KSA (2013)

GCC Demographic Shift (2012)

How is GCC preparing for a "AA+" World? (2011)

Kuwait Development Plan (2011)

Political Risk moving to the forefront in MENA: Impact Analysis (2011)

Diworsification - The GCC Oil Stranglehold (2009)

The Vicious "Square": Monetary Policy Options for Kuwait (2008)

## → Policy Researches

Kuwait Reforms (Series)

Oil & Gas Markets and the Emergence of New Resources (2014)

GCC Countries & Asia: Bolstering Energy Ties (2014)

GCC Energy Strategies: The Way Forward (2014)

Blueprint for Public Sector Good Governance in Kuwait (2013)

Kuwait - Private Labor Market (2013)

Kuwait - Alternatives for Power Generation (2013)

Kuwait - Sustainable Power Strategy (2012)

Tools to Strengthen & Support Kuwait's Private Sector (2012)

## → Periodic Reports

### Daily

Morning Brief

Fixed Income Update

Kuwait Daily

### Monthly

MENA Markets Review

International Market Update

### Quarterly

Equity Risk Premium

GCC Regulatory Digest

### Halfyearly

GCC Markets Outlook

GCC Corporate Earnings

### Annual

Global Markets Outlook

# Research Library (Paid Research)

## Infrastructure Researches\*

### Power

GCC MENA (Ex- GCC)

Egypt KSA

Kuwait UAE

Qatar

### Ports

GCC KSA

Kuwait UAE

Qatar Oman

### Aviation

GCC GCC Full Service Carriers

GCC Low Cost Carriers Kuwait

KSA UAE

### Water

GCC Qatar

KSA Kuwait

### ICT

GCC KSA

UAE Kuwait

Qatar

### Roads and Railways

GCC KSA

Qatar

### Real Estate

GCC Office RE GCC Affordable Housing

GCC Residential RE

## Sector Researches\*

### Offsets in the GCC

GCC

### Healthcare

GCC, KSA

### Education

GCC, KSA

### Family Business

GCC

### Wealth Management

GCC

### Banking

GCC, Kuwait, KSA, UAE

### Hospitality

GCC

### Retail

GCC, Luxury - GCC, Online - GCC

### Asset Management

MENA, KSA, UAE, Egypt

### Islamic Finance

GCC

### Investment Banking

GCC

### Insurance

GCC, KSA

### Media

GCC - Print, TV, Digital

### Social Media

GCC

### Petrochemicals

GCC, Kuwait, KSA

### Contracting

GCC

### Metals & Mining

GCC

### Research - Knowledge Gap

GCC

### FIFA World Cup 2022

Qatar

### Women Investors

GCC

## Corporate Profiles\*

Abu Dhabi National Hotels Co (UAE)

Air Arabia (UAE)

EMAAR Properties (UAE)

Kuwait Food Co (Kuwait)

Qatar Insurance Co (Qatar)

Qatar National Bank (Qatar)

SABIC (KSA)

Saudi Electricity Co (KSA)

Saudi Telecom (KSA)

Savola Group (KSA)

The National Shipping Co. of Saudi Arabia - BAHRI (KSA)



## Access Our Reports

- Bloomberg - "MRKZ" <Go>
- Thomson Research,
- Reuters Knowledge
- Nooz
- Zawya Investor
- ISI Emerging markets
- Capital IQ
- FactSet Research Connect
- TheMarkets.com

\*Paid reports ranging from US\$250-\$500

# Subscription Options

## Selective Access

USD 1,000 / Yr.

Download up to **5** paid reports in a year

- Select and download **5** reports from our database of paid research reports. Subscription is valid for a year.
- New reports are constantly being added to our database, providing an option to download latest reports within the subscription period.

## Wide Access

USD 2,000 / Yr.

Download up to **10** paid reports in a year

- Select and download **10** reports from our database of paid research reports. Subscription is valid for a year.
- New reports are constantly being added to our database, providing an option to download latest reports within the subscription period.

## Unrestricted Access

Best Value

USD 3,000 / Yr.

Access and download **all** our paid reports for a year

- Select and download **any** report from our database of paid research reports. Subscription is valid for a year.
- New reports are constantly being added to our database, providing an option to download latest reports within the subscription period.

### Note:

- The above pricing is to obtain a single user license to use the PDF report file for one user only. If you wish to subscribe for more than one user, please send us an enquiry at [info@e-marmore.com](mailto:info@e-marmore.com)
- Select reports priced US\$1,000 and more are excluded from the Subscription Packages.
- For reports that are available for download on "On Request", the subscriber will be required to send the request.

# Research On Demand

We conduct customized researches based on specific requirements of our clients



## Marmore MENA Intelligence

A 'Markaz' Subsidiary

### About Marmore

Marmore MENA Intelligence Ltd. (**Marmore**) caters to the growing research and information needs of organizations in the Middle East and North Africa (MENA) region. We offer full-fledged research services covering economies, capital markets, sectors and companies - focused on the MENA region.

We also provide research services to assist our clients in investment decision-making, scanning markets to identify investment opportunities, conducting ad-hoc researches to understand niche market segments, and other need-based, bespoke researches.

To know more about us, please visit our website at [www.e-marmore.com](http://www.e-marmore.com) or write to us on

[info@e-Marmore.com](mailto:info@e-Marmore.com) or call us at +965-2224 8280.



## بيان قانوني

قام بإعداد وإصدار هذا التقرير مارمور مينا إنتلجنس المحدودة (مارمور)، وهي شركة تابعة مملوكة بالكامل لشركة المركز المالي الكويتي ("المركز") ش.م.ك.م. مارمور شركة خاصة ذات مسؤولية محدودة مسجلة في سجل الشركات في الهند.

تعود ملكية هذا التقرير لمارمور وهو تقرير خاص ومشمول بحماية حقوق النشر. ويمنع منعاً باتاً بيع أي نسخ من هذا التقرير. ولا يمكن الاقتباس من هذا التقرير دون الحصول على موافقة كتابية مسبقة من مارمور. ويجب على أي مستخدم بعد الحصول على إذن من مارمور لاستخدام هذا التقرير، أن يبين بوضوح أن المصدر هو "مارمور". والغرض من هذا التقرير هو التوزيع كمعلومات عامة فقط ولا ينبغي أن يفسر على أنه عرض لشراء أو بيع أو استدراج لعرض لشراء أو بيع أي أدوات مالية أو للمشاركة في أي استراتيجية تداول معينة في أي دولة.

تم الحصول على المعلومات والبيانات الإحصائية الواردة في هذا التقرير من مصادر نعتقد بأنها موثوقة، ولكن لا يتم تقديم أي تعهد أو ضمان، سواء بشكل صريح أو ضمني، بأن تلك المعلومات والبيانات هي دقيقة أو كاملة، ولذلك ينبغي أن لا يتم الاعتماد على أنها كذلك. وتشكل الآراء والتوقعات والتوقعات الواردة في هذا التقرير رأي الكاتب في الوقت الحاضر كما في تاريخ هذا التقرير، وهي لا تعكس بالضرورة رأي المركز أو مارمور أو أي أطراف أخرى مذكورة، كما أنها عرضة للتغيير دون سابق إنذار. ولا تتحمل مارمور أو المركز أي التزام بتحديث أو تعديل أو تغيير هذا التقرير أو إبلاغ القارئ بذلك في حالة تغير أي مسألة واردة في هذا التقرير أو أي رأي أو توقعات أو تقديرات منصوص عليها فيه، أو إذا أصبحت غير دقيقة، أو إذا تم سحب الدراسة حول الشركة موضوع التقرير.

لا يأخذ هذا التقرير في الاعتبار الأهداف الاستثمارية المحددة أو الوضع المالي أو الاحتياجات الخاصة لأي شخص محدد يمكن أن يتلقى هذا التقرير. وبهذا يتم حث المستثمرين على طلب مشورة مالية تتعلق بملاءمة الاستثمار في أي أوراق مالية أو استراتيجيات استثمارية جرى تناولها أو التوصية بها في هذا التقرير وإدراك أن البيانات المتعلقة بالاحتمالات المستقبلية يمكن أن لا تتحقق. وينبغي على المستثمرين ملاحظة أن الدخل من تلك الأوراق المالية – إن وجد – يمكن أن يكون عرضة لتقلبات وأن سعر أو قيمة كل ورقة مالية يمكن أن يرتفع أو ينخفض. وينبغي أن يكون المستثمرون قادرين وراغبين في قبول الخسارة الكاملة أو الجزئية لاستثمارهم. وبالتالي يمكن أن يسترجع المستثمرون قيمة أقل من المبلغ المستثمر أصلاً. ولا يعتبر الأداء السابق بالضرورة مؤشراً استدلالياً لاستقرار الأداء المستقبلي.

يمكن أن يسعى المركز إلى ممارسة الأعمال، شاملة العمليات المصرفية الاستثمارية، مع شركات مشمولة في تقارير الدراسات والبحوث. ويمكن أن تكون للمركز مصالح في المجالات المشمولة في تقرير الدراسة هذا. ويمكن أن تكون للمركز أو للكيانات التي تديرها المركز أو عملائها أو موظفيها من حين إلى آخر استثمارات مغطاة أو غير مغطاة في أي ورقة مالية أو مشتقات مالية أو أنواع الأصول الأخرى المشار إليها في تقرير الدراسة هذا. ولذلك، ينبغي أن يدرك المستثمرون أنه يمكن أن تدخل المركز في تضارب مصالح يمكن أن يؤثر على موضوعية هذا التقرير.

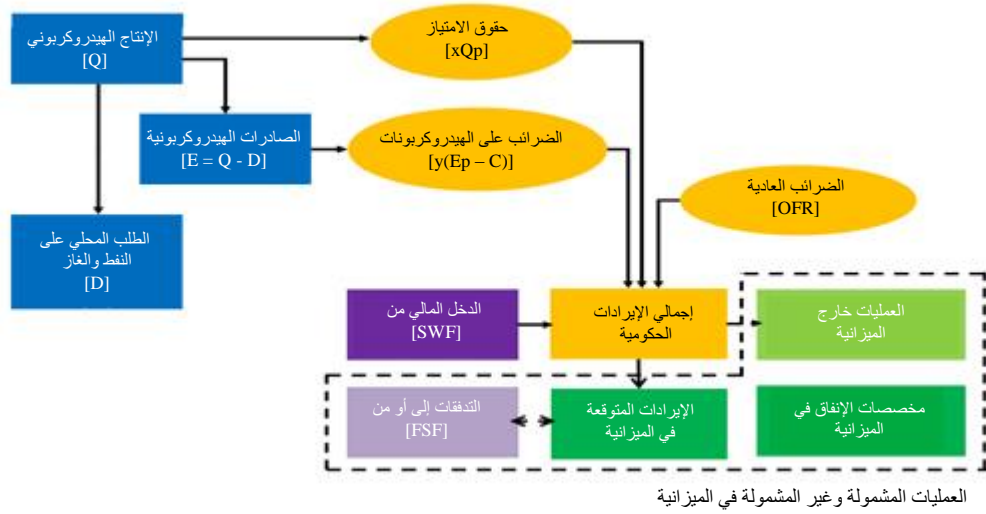
يمكن أن يحتوي هذا التقرير على عناوين أو روابط إلكترونية أو أسماء مواقع إنترنت. وفيما عدا إشارة هذا التقرير إلى المواد العائدة للمركز ومارمور المنشورة على مواقع الإنترنت، لم يقم المركز بمراجعة الموقع المرتبط ولا يتحمل أي مسؤولية عن أي محتوى منشور فيه. ويتم بيان العنوان أو الرابط الإلكتروني (شاملاً العناوين أو الروابط الإلكترونية للمواد المنشورة على موقعي المركز ومارمور) لمجرد التسهيل فقط، ولا تشكل المعلومات والمحتويات المنشورة على الموقع المرتبط بأي شكل من الأشكال جزءاً من هذه الوثيقة. ويكون دخولكم إلى ذلك الموقع أو تتبع الرابط الإلكتروني من خلال هذا التقرير أو من خلال موقع المركز أو موقع مارمور على شبكة الإنترنت على مسؤوليتكم.

لمزيد من المعلومات، فضلاً الاتصال بالمركز المالي الكويتي (المركز)، ص.ب. ٢٣٤٤٤، الصفاة ١٣٠٩٥، الكويت، بريد إلكتروني: info@e-marmore.com، هاتف: ٠٠٩٦٥ ٢٢٢٤٨٢٨٠، فاكس: ٠٠٩٦٥ ٢٢٤٩٥٧٤١.



## الملحق

الشكل ٧: نموذج قطاع مالي حكومي في دولة عضو بمنظمة الأوبك، إعداد أبيكوروب



|   |     |
|---|-----|
| الإنتاج الهيدروكربوني المعروض في الأسواق                  | Q   |
| الصادرات الهيدروكربونية                                   | E   |
| تكلفة الدورة الكاملة للقطاع الهيدروكربوني                 | C   |
| الإيرادات المالية العادية (غير الهيدروكربونية)            | OFR |
| قيمة الأصول المالية المستثمرة في الخارج                   | SWF |
| صندوق الاستقرار المالي                                    | FSF |
| الطلب المحلي على النفط والغاز                             | D   |
| معدل حقوق الامتياز المرجحة بحسب وزن الإنتاج الهيدروكربوني | x   |
| المعدل المتوسط للضرائب على الهيدروكربونات                 | y   |
| متوسط سعر الصادرات النفطية                                | p   |

المصدر: دراسات وأبحاث أبيكوروب

الجدول ٦: تقديرات أسعار التعادل المالي النفطي لدول المجلس الأخرى، ٢٠١٥ متوقع، بالدولار الأمريكي

| الدولة                   | صندوق النقد الدولي | المعهد الدولي للتمويل | دويتشه بنك |
|--------------------------|--------------------|-----------------------|------------|
| قطر                      | 60.0               | 65.3                  | 76.8       |
| البحرين                  | 127.1              | 130.2                 | 138.1      |
| سلطنة عمان               | 102.6              | 113.2                 | 110.0      |
| المملكة العربية السعودية | 87.2               | 109.4                 | 104.4      |
| الإمارات العربية المتحدة | 73.8               | 73.6                  | 80.8       |

المصدر: المعهد الدولي للتمويل، صندوق النقد الدولي، دويتشه بنك، دراسات وأبحاث مارمور؛ إصدارات أكتوبر ٢٠١٤

وهكذا يمكن استخدام الميزان المالي غير النفطي لقياس درجة التنوع. والميزان المالي غير النفطي والذي يتكون بشكل رئيسي من الإيرادات غير النفطية ناقص الإنفاق غير النفطي، في حالة حسابه كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي، يساعد على قياس درجة تنوع تدفقات الإيرادات في الاقتصاد الوطني. وتعتبر مستويات العجز المالي غير النفطي المرتفعة مؤشراً قوياً على مدى الاعتماد على الإيرادات الهيدروكربونية لتمويل النمو غير الهيدروكربوني.

#### الجدول ٥: الميزان المالي غير النفطي (كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي)

| المتوسط<br>٢٠١١-٢٠٠٧ | ٢٠١٢  | ٢٠١٣  | ٢٠١٤ تقديري | ٢٠١٥ متوقع | التضخم     |
|----------------------|-------|-------|-------------|------------|------------|
| -28.4                | -35.0 | -34.6 | -35.0       | -34.2      | البحرين    |
| -65.3                | -85.6 | -81.7 | -82.5       | -76.7      | الكويت     |
| -56.3                | -88.8 | -78.9 | -81.9       | -77.1      | سلطنة عمان |
| -28.7                | -35.8 | -23.1 | -24.4       | -22.9      | قطر        |
| -49.5                | -53.7 | -53.2 | -55.1       | -55.2      | السعودية   |
| -30.6                | -33.1 | -33.9 | -29.8       | -27.3      | الإمارات   |

المصدر: صندوق النقد الدولي

نمو القطاعات غير النفطية يعتمد بشكل كبير على الإنفاق الحكومي في كل من الكويت وسلطنة عمان

يتضح من الجدول أعلاه أن نمو القطاعات غير النفطية يعتمد بشكل كبير على الإنفاق الحكومي في كل من الكويت وسلطنة عمان، بينما يعتبر العكس صحيحاً في كل من الإمارات وقطر.

#### الاستنتاجات الرئيسية

يمكن أن يختلف حساب أسعار التعادل المالي النفطي نتيجة الافتراضات المختلفة التي يعتمد عليها المحللون المختلفون فيما يتعلق بتوقعات الإنفاق الحكومي، أو تقديرات الإنتاج النفطي، أو تقديرات حجم الصادرات، والفروقات في إطار الاقتصاد الكلي أو التوقعات المستقبلية المستخدمة. والأهم من ذلك، هو أن هذه الدراسة قد أظهرت أن تضمين أو استبعاد دخل الاستثمار يمكن أن يشكل عاملاً رئيسياً، من حيث حساب أسعار التعادل النفطي المعلنة. وفي الخلاصة، يمكن القول إنه يمكن حساب أسعار التعادل المالي النفطي باستخدام أساليب بسيطة تشمل على سبيل المثال أخذ خطط الإنفاق الحكومي لسنة معينة زائد تقديرات حجم الإنتاج/الصادرات، ومن ثم حساب مستوى السعر المطلوب لمطابقة الإنفاق مع الأخذ في الاعتبار الإيرادات الأخرى (كالضرائب) من المصادر غير النفطية.

يمكن أن يسهم تعزيز شفافية هذا العنصر والافتراضات التي تستخدم لحسابه في التخفيف من شكوك الكثيرين

سعر التعادل المالي النفطي عنصر قياس هام. ولكن ينبغي أن لا يتم حسابه بشكل سطحي. فهذا العنصر يمكن أن يتأرجح بشدة بحسب الافتراضات المستخدمة، ومنها الافتراضات التي يتم وضعها على أساس أسعار صرف العملة. لذلك، عند استخدام المعطيات لحساب سعر التعادل المالي النفطي الأكثر ملاءمة، من الضروري أن يتم توفير معلومات واضحة عن المعطيات أو الافتراضات. وفي حالة عدم القيام بذلك، يمكن أن يفسر عنصر القياس على أنه يفتقر إلى الشفافية. ويمكن أن يسهم تعزيز شفافية هذا العنصر والافتراضات التي تستخدم لحسابه في التخفيف من شكوك الكثيرين ممن يستخدمون هذا العنصر، وعلى الأخص خلال فترات التقلبات الحادة في الأسعار.

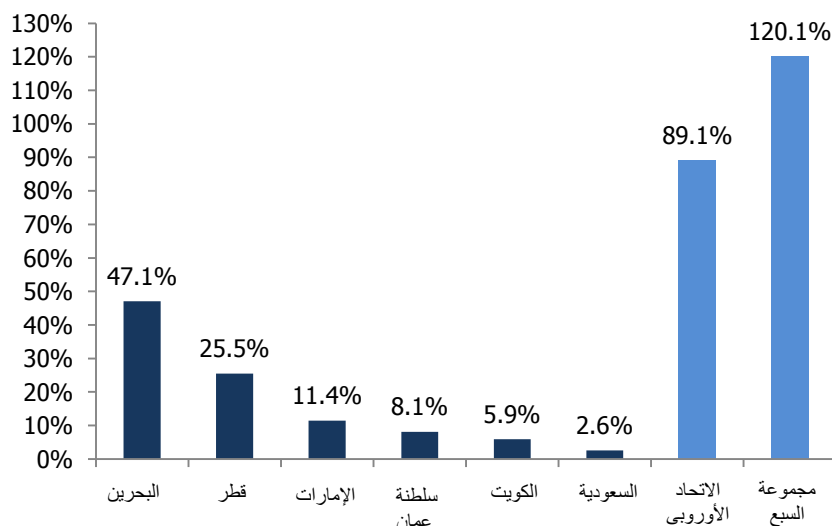
بالإضافة إلى الاحتياطات الكبيرة، فإن مستويات الدين المنخفضة ودرجات التصنيف الائتماني المستقرة لحكومات دول مجلس التعاون - تهيء قدرًا كبيرًا من الدعم فيما لو استمر الضعف في أسواق النفط.

الجدول ٣: درجات التصنيف الائتماني لحكومات دول مجلس التعاون<sup>٦</sup>

| الدولة     | درجة التصنيف |
|------------|--------------|
| السعودية   | Aa3          |
| الإمارات   | Aa2          |
| قطر        | Aa2          |
| الكويت     | Aa2          |
| سلطنة عمان | A1           |
| البحرين    | Baa2         |

المصدر: موديز

الشكل ٦: الدين الإجمالي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، ٢٠١٤



المصدر: صندوق النقد الدولي

غير أن سعر التعادل المالي النفطي قد ارتفع بمعدل سنوي بنسبة ٨% و ٧% في السنوات الثلاث الأخيرة لكل من المملكة العربية السعودية وسلطنة عمان؛ وفي العام ٢٠١٥، من المتوقع أن يزيد عن ١٠% لكل من هاتين الدولتين. فإذا استمر الضعف في أسعار النفط لفترات أطول، يمكن أن تحتاج الحكومات الخليجية إلى وضع خطط لتدعيم إنفاقها المالي ووضع أسس مستدامة له. ومن الملفت أن مملكة البحرين، والتي تمتاز بكونها أحد أكثر اقتصادات منطقة الخليج تنوعًا، هي الأكثر اعتمادًا على الإيرادات الهيدروكربونية.

الميزان المالي غير النفطي والذي يتكون بشكل رئيسي من الإيرادات غير النفطية ناقص الإنفاق غير النفطي، في حالة حسابه كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي غير النفطي، يساعد على قياس درجة تنوع تدفقات الإيرادات في الاقتصاد الوطني

الجدول ٤: الحصة من الناتج المحلي الإجمالي الهيدروكربوني (كنسبة مئوية من مجموع الناتج المحلي الإجمالي)

| المتوسط   | ٢٠١٢  | ٢٠١٣  | ٢٠١٤ تقديري | ٢٠١٥ متوقع |            |
|-----------|-------|-------|-------------|------------|------------|
| ٢٠١١-٢٠٠٧ | 25.0% | 26.2% | 24.7%       | 22.6%      | البحرين    |
| 55.0%     | 62.6% | 60.7% | 59.6%       | 56.2%      | الكويت     |
| 46.5%     | 51.6% | 49.7% | 47.4%       | 44.2%      | سلطنة عمان |
| 52.7%     | 56.8% | 54.4% | 50.3%       | 46.2%      | قطر        |
| 48.2%     | 50.0% | 47.4% | 45.3%       | 42.4%      | السعودية   |
| 33.7%     | 41.6% | 39.5% | 37.6%       | 34.9%      | الإمارات   |

المصدر: المعهد الدولي للتمويل

<sup>٦</sup> هناك ٩ رموز تستخدم للإشارة إلى درجات تصنيف مخاطر الائتمان، وهي من الأدنى إلى الأعلى كما يلي: Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C

الجدول ٢: الموازين المالية لدول مجلس التعاون، ٢٠١٤ و ٢٠١٥ متوقع،  
كثافة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي

| الدولة                   | ٢٠١٤ | ٢٠١٥ متوقع |
|--------------------------|------|------------|
| البحرين                  | -5.4 | -12.1      |
| الكويت                   | 21.9 | 11.1       |
| سلطنة عمان               | -1.4 | -16.4      |
| قطر                      | 9.2  | -1.5       |
| المملكة العربية السعودية | 1.1  | -10.1      |
| الإمارات العربية المتحدة | 6.0  | -3.7       |

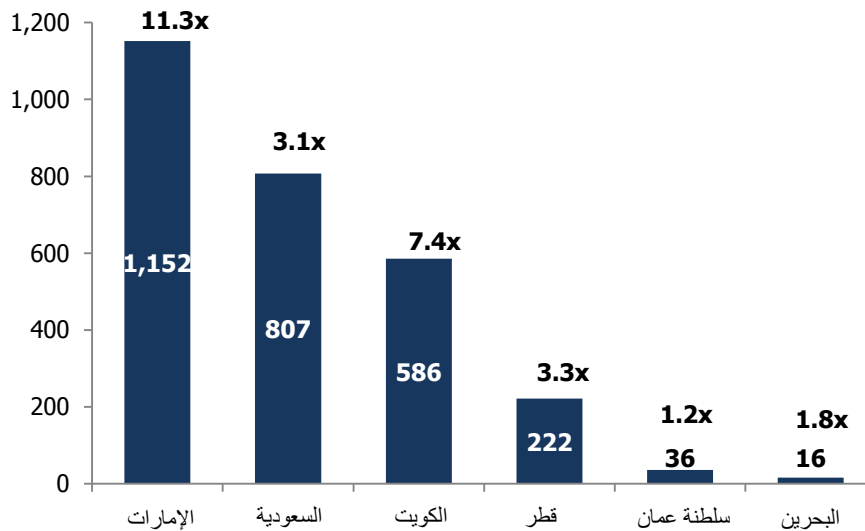
المصدر: صندوق النقد الدولي

هذا يعني أنه يجب أن يتم تطبيق جميع عناصر الكفاءة الإنتاجية للمحافظة على انخفاض تكاليف إنتاج النفط، حتى في الوقت الذي تكون فيه أسعار النفط في السوق العالمية عرضةً للتراجع. كذلك فإن دول مجلس التعاون الخليجي تدرك أن التنويع الاقتصادي أصبح مطلباً عاجلاً اليوم من أجل تأمين مستقبل مالي مستدام. ويمكن أن يكون ذلك هو السبب وراء خطة الكويت لإنفاق ١٥٥ مليار دولار أمريكي على مشاريع على مدى السنوات الخمس القادمة. ويجب أن يتم أيضاً تعزيز عملية التنويع الاقتصادي المستدام، إلى جانب إجراء إصلاحات هيكلية تسمح بتقليص الهدر في الإنفاق.

يجب أن يتم أيضاً تعزيز عملية التنويع الاقتصادي المستدام.

ومع أن الحكومات الخليجية قد أصبحت في وضع أفضل اليوم لتجاوز فترة طويلة من التراجع في أسعار النفط، مقارنةً بمعظم الدول الأخرى المصدرة للنفط، بفعل احتياطاتها المالية الضخمة، ينبغي على تلك الحكومات أن تأخذ في الاعتبار أن ما حصل هو بمثابة تحذير يدفعها إلى تسريع تنفيذ برامج التنويع الاقتصادي فيها، وتحسين تدفقات إيراداتها من خلال فرض ضرائب، وإلغاء الإعانات والدعم غير الفعالة، وإصلاح سياساتها بما يلبي الاحتياجات المالية. ومع بلوغ إجمالي الاحتياطات المالية الخليجية أكثر من ٢,٨ ترليون دولار أمريكي، تستطيع الاقتصادات الرئيسية في المنطقة تغطية إنفاقها بمعدل يزيد عن ثلاثة أضعاف، بناءً على أرقام الإنفاق التقديرية للعام ٢٠١٤. وهذا يتيح هامش أمان كافٍ لبرامج الإنفاق الحكومي المستقبلية ويزيل مخاوف المستثمرين فيما يتعلق بإمكانيات النمو في المنطقة والتي تعتمد بشكل رئيسي على برامج الإنفاق الحكومي.

الشكل ٥: الاحتياطات (مليار دولار أمريكي) وتغطية الإنفاق الحكومي، ٢٠١٤



المصدر: المعهد الدولي للتمويل، معهد الصناديق السيادية، مارمور  
ملاحظة: الاحتياطات تشمل أصول صناديق الثروات السيادية والذهب والاحتياطات المعلنة رسمياً

مستويات الدين المنخفضة ودرجات التصنيف الائتماني المستقرة لحكومات دول مجلس التعاون تهيء قدرًا كبيرًا من الدعم.

الجدول ١: توقعات أسعار التعادل للكويت والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة حتى العام ٢٠٢٠، بالدولار الأمريكي

| الدولة                      | ٢٠١٥<br>متوقع | ٢٠١٦<br>متوقع | ٢٠١٧<br>متوقع | ٢٠١٨<br>متوقع | ٢٠١٩<br>متوقع | ٢٠٢٠<br>متوقع |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| الكويت مع دخل الاستثمار     | 51.2          | 50.2          | 48.7          | 50.0          | 52.0          | 54.1          |
| الكويت بدون دخل الاستثمار   | 71.3          | 75.5          | 78.8          | 81.8          | 85.5          | 89.3          |
| السعودية مع دخل الاستثمار   | 83.9          | 85.1          | 87.1          | 90.6          | 89.8          | 89.0          |
| السعودية بدون دخل الاستثمار | 86.5          | 87.5          | 89.4          | 92.9          | 92.1          | 91.3          |
| الإمارات مع دخل الاستثمار   | 73.8          | 69.5          | 79.6          | 80.8          | 84.9          | 89.2          |
| الإمارات بدون دخل الاستثمار | 121.0         | 125.5         | 124.9         | 124.7         | 128.7         | 137.9         |

المصدر: دراسات وأبحاث مارمور

يظهر بوضوح في الرسم أعلاه أنه من المتوقع أن يلعب دخل الاستثمار دوراً رئيسياً فيما يتعلق بالكويت والإمارات العربية المتحدة حتى العام ٢٠٢٠، ما يؤدي إلى نشوء اختلافات كبيرة في سعر التعادل الذي يتم حسابه بتضمين أو بدون تضمين دخل الاستثمار. وهذا يفسر الالتباس القائم حالياً حول سعر التعادل في الكويت والذي يمكن أن تتراوح قيمته ما بين ٥٠ دولار أمريكي و٧٥ دولار أمريكي، بحسب الجهة التي تقوم بحساب سعر التعادل. كما يظهر بوضوح في الرسم أعلاه أن الفرق ناتج عن قيام البعض بتضمين دخل الاستثمار وقيام البعض الآخر باستبعاده. فإذا تم حساب دخل الاستثمار كجزء من الإيرادات غير النفطية، ينخفض سعر التعادل بشكل كبير لكل من الكويت والإمارات.

تم حساب توقعات سعر التعادل حتى العام ٢٠٢٠ لإلقاء الضوء على التداعيات الاقتصادية الناتجة عن ذلك

تم حساب توقعات سعر التعادل حتى العام ٢٠٢٠ لإلقاء الضوء على التداعيات الاقتصادية الناتجة عن ذلك. ويمكن أن تتعرض المملكة العربية السعودية لضغوط مالية، على الرغم من المستويات الحالية المرتفعة للاحتياطيات، حيث من المتوقع أن يرتفع سعر التعادل فيها مع ارتفاع الإنفاق المتوقع، بينما لا يمكن لدخل الاستثمار والإيرادات غير النفطية التعويض عنه بالشكل المناسب. وسوف تشهد الإمارات أيضاً أسعار تعادل مرتفعة. غير أن تسريع التنويع الاقتصادي فيها والذي أدى حتى الآن إلى انخفاض الإيرادات النفطية إلى حوالي ٦٥% من إجمالي الإيرادات الحكومية، يمكن أن يساعد الإمارات على الخروج من وطأة التأثيرات القوية لسعر التعادل على مدى السنوات العشر القادمة<sup>٣</sup>. ولكن الجدير بالذكر أن إطار الإنفاق في الإمارات أقل مرونة مقارنةً بالعديد من دول مجلس التعاون الأخرى بسبب التحويلات الضخمة التي ترسلها إمارة أبوظبي للإمارات الأخرى عبر الخدمات الفدرالية للدولة<sup>٤</sup>. ومن جهة أخرى، من المتوقع أن يسجل سعر التعادل الكويتي بتضمين دخل الاستثمار، زيادةً بسيطة نتيجة للزيادة الثابتة في نمو الإنفاق والتوقعات بالمزيد من الارتفاع في الإنتاج النفطي. ولكن يمكن أن تسهم جهود التنويع الاقتصادي في التعويض عن بعض الزيادة في الإنفاق.

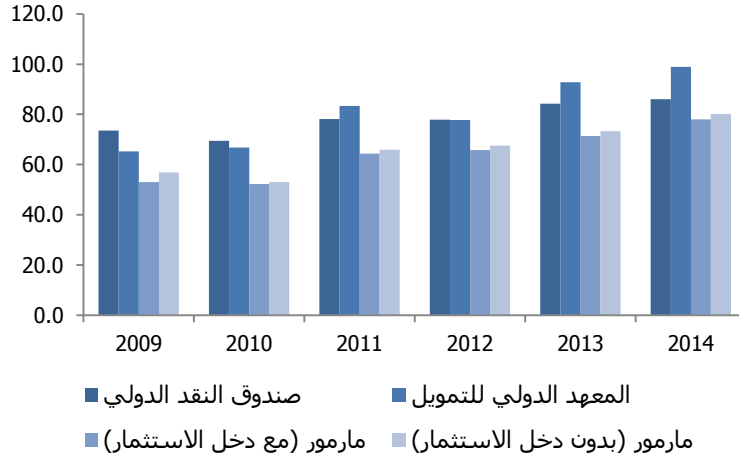
يجب على الدول المصدرة للنفط الحذر الدائم من أسعار التعادل فيها

ومع توسعة نطاق النقاش العام إلى مستوى دول مجلس التعاون ككل، يتبين أنه يجب على الدول المصدرة للنفط الحذر الدائم من أسعار التعادل فيها. على سبيل المثال، يصنف المحللون سلطنة عمان ومملكة البحرين واللتان تنفردان بأسعار التعادل الأعلى فيهما مقارنةً بدول مجلس التعاون الأخرى، على أنهما عرضة للتأثر بالصدمات النفطية<sup>٥</sup>. ويتوقع صندوق النقد الدولي أن يتحول الفائض المالي لدول المجلس والذي بلغ ٤,٦% من الناتج المحلي الإجمالي العام للمنطقة في ٢٠١٤، إلى عجز يقدر بحوالي ٦,٣% في العام ٢٠١٥. وفي الواقع، فإن الكويت هي الدولة الوحيدة في مجلس التعاون التي لن تواجه عجزاً في ميزانيتها في العام ٢٠١٥.

<sup>٣</sup> المركز الوطني للإحصاء، الإمارات العربية المتحدة  
<sup>٤</sup> فايننشال ميرور  
<sup>٥</sup> ستاندرد أند بورز

فيما يتعلق بالكويت، الجدير بالذكر أن إضافة أو استبعاد الدخل من الصناديق السيادية يلعب دورًا هامًا في حساب سعر التعادل.

الشكل ٣: أسعار التعادل للمملكة العربية السعودية، ٢٠٠٩-٢٠١٤، بالدولار الأمريكي

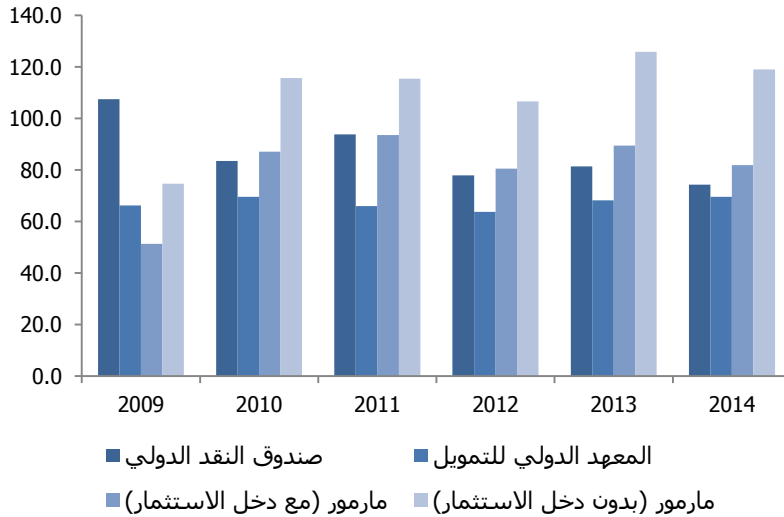


في حالة المملكة العربية السعودية، لا يلعب دخل الاستثمار دورًا رئيسيًا

المصدر: المعهد الدولي للتمويل، صندوق النقد الدولي، دويتشه بنك، دراسات وأبحاث مارمور

في حالة المملكة العربية السعودية، لا يلعب دخل الاستثمار دورًا رئيسيًا في التأثير على سعر التعادل. ولأغراض التوصل إلى الأرقام الواردة أعلاه للمملكة العربية السعودية، تم اعتماد دخل الاستثمار كما ورد في تقارير المعهد الدولي للتمويل.

الشكل ٤: أسعار التعادل للإمارات العربية المتحدة، ٢٠٠٩-٢٠١٤، بالدولار الأمريكي



بدون دخل الاستثمار، يمكن أن يرتفع سعر التعادل للإمارات ما بين ٢٥% إلى حوالي ٥٠%

المصدر: المعهد الدولي للتمويل، صندوق النقد الدولي، دويتشه بنك، دراسات وأبحاث مارمور

فيما يتعلق بالإمارات أيضًا، تم الحصول على عنصر دخل الاستثمار من المعهد الدولي للتمويل. وبدون دخل الاستثمار، يمكن أن يرتفع سعر التعادل للإمارات ما بين ٢٥% إلى حوالي ٥٠%، ما يشير إلى مدى أهمية دخل الاستثمار في ميزانية الإمارات.

يبين الجدول أدناه توقعات أسعار التعادل للكويت والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة، والتي تم حسابها باستخدام الطريقة المذكورة في القسم السابق.

- فيما يتعلق بتكلفة الإنتاج للبرميل الواحد، تم اختيار معدل ٥ دولار أمريكي كرقم معياري للدول الخليجية الثلاث التي شملتها هذه الدراسة. وقد تم اختيار هذا المعدل بناءً على دراسة تحليلية أظهرت أن معدل ٥ دولار أمريكي يعتبر على الأرجح الرقم المتوسط.
- تم إجراء مجموعة من العمليات الحسابية بتضمين الدخل من الاستثمار (المستحق من صناديق الثروات السيادية للدولة)؛ وتم إجراء مجموعة أخرى من الحسابات بدون الدخل من الاستثمار. وتم تدوين الفرق الناتج في سعر التعادل.
- يمكن من الناحية الجوهرية أن تتناول التقارير المتعددة حول سعر التعادل ما إذا كان قد تم أخذ دخل الاستثمار في الاعتبار كجزء من الإيرادات غير النفطية.
- في وقت إعداد هذه الدراسة، كانت تقديرات صندوق النقد الدولي لسعر التعادل المالي النفطي متوفرة حتى العام ٢٠١٦. ولذلك فإن التوقعات تشمل الفترة من ٢٠١٧ إلى ٢٠٢٠.
- على الرغم من أن بيانات صندوق النقد الدولي للمعطيات الأساسية كالناتج المحلي الإجمالي تتوقف عند العام ٢٠١٩، فقد تم حساب النمو السنوي بين العامين ٢٠١٨ و ٢٠١٩ واستخدامه لاستخراج عوامل القياس لوضع توقعات أرقام العام ٢٠٢٠. وبالتالي فإن سعر التعادل للعام ٢٠٢٠ مبني على تقديرات النمو السنوي المقارن فيما يتعلق بتوقعات صندوق النقد الدولي للعام ٢٠١٨ للعام ٢٠١٩.
- غير أنه فيما يتعلق بالملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة/ فقد تم الحصول على بيانات دخل الاستثمار من المعهد الدولي للتمويل، وكانت متوفرة فقط حتى العام ٢٠١٦. ولذلك، من أجل حساب البيانات حتى العام ٢٠٢٠، جرى استخدام معدلات النمو السنوي المقارن للحصول على البيانات من ٢٠١٧ إلى ٢٠٢٠.
- بعد الحصول على البيانات المطلوبة على النحو المذكور في الخطوات أعلاه، تم استخدام المعادلة التالية للتوصل إلى تقديرًا لسعر التعادل:  $\text{سعر التعادل} = \{\text{الإنفاق الحكومي ناقص الإيرادات غير النفطية}\} / \text{كمية النفط المنتجة}$  زائد تكلفة الإنتاج للبرميل الواحد.

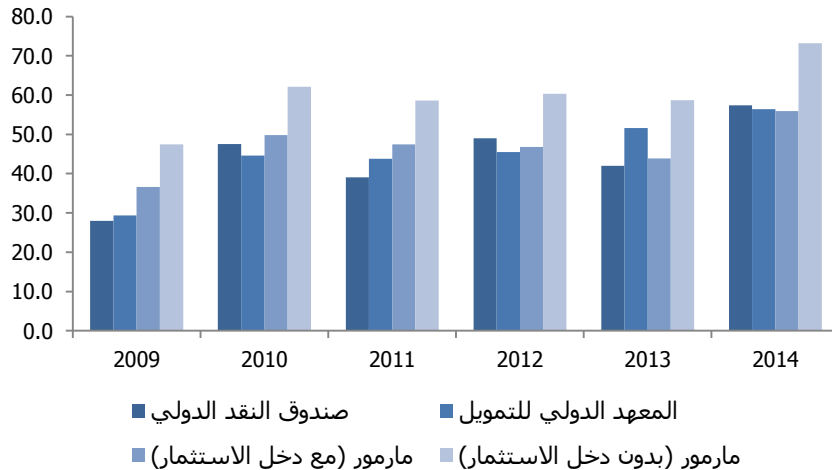
تتناول التقارير المتعددة حول سعر التعادل ما إذا كان قد تم أخذ دخل الاستثمار في الاعتبار كجزء من الإيرادات غير النفطية

#### ما الذي سيكون عليه في العام ٢٠٢٠؟ التداخيات

نتناول في هذا القسم أسعار التعادل للكويت والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة. ويحتوي الشكل ٣-١ على مقارنة لأرقام أسعار التعادل للدول الثلاث بناءً على تقارير المعهد الدولي للتمويل وصندوق النقد الدولي، إلى جانب القيم التي قمنا بحسابها. والجدير بالذكر أننا قد قمنا بحساب رقمين مختلفين لسعر التعادل، الأول يشمل الدخل من الاستثمار كجزء من الإيرادات غير النفطية، والثاني لا يشمل الدخل من الاستثمار.

قمنا بحساب رقمين مختلفين لسعر التعادل

الشكل ٢: أسعار التعادل للكويت، ٢٠٠٩-٢٠١٤، بالدولار الأمريكي



المصدر: المعهد الدولي للتمويل، صندوق النقد الدولي، دويتشه بنك، دراسات وأبحاث مارمور

## لماذا تتوصل هيئات مختلفة إلى أرقام مختلفة؟

هناك بعض الأسباب البسيطة للاختلافات في تقديرات أسعار التعادل -

يمكن أن تختلف الأرقام التاريخية المستخدمة لحساب أسعار التعادل من سنة إلى أخرى

- يمكن أن تختلف الأرقام التاريخية المستخدمة لحساب أسعار التعادل من سنة إلى أخرى<sup>٢</sup>. ويمكن أن تأتي تلك الأرقام متوافقة مع الميزانيات الوطنية، وتحديدًا عنصر الإنفاق المستخدم. على سبيل المثال، يمكن أن تتم مراجعة الحسابات الوطنية التاريخية لتضمين تسويات الأرقام الفعلية للإنفاق والإيرادات. ويمكن أن يختار بعض المحللين الذي يقومون بعملية التقييم تضمين تلك المراجعات في الحسابات الوطنية، بينما يمكن أن لا يقوم بعض آخر بذلك.
- يمكن أن تختلف التقديرات من حيث توقعات حجم الإنتاج النفطي، وحجم الصادرات، وأسعار النفط العالمية. وحيث إن رقم الإنتاج النفطي يعتبر أساسيًا في تقدير سعر التعادل، يمكن أن تؤدي الاختلافات بين المحللين المختلفين الذين يقومون بإجراء عملية التقييم فيما يتعلق بالإنتاج المتوقع إلى تغييرات كبيرة في بعض الأحيان في أرقام سعر التعادل النهائية. ومع أننا قد اتبعنا في هذه الدراسة طريقة مبسطة وأخذنا في الاعتبار الإنتاج النفطي فقط لأغراض الإيضاح والتبسيط، غير أن المحللين في العالم الحقيقي يأخذون في الحسبان حجم الصادرات وأسعار النفط المتوقعة، وتكون جميعها خاضعة لطرق خاصة ولتوقعات قائمة على حساب المخاطر.
- الفروقات في التقديرات المتعلقة بالإنتاج الحكومي المستقبلي، حيث يتوقع محللون مختلفون تقديرات مختلفة للإنتاج الحكومي المستقبلي. على سبيل المثال، يمكن أن يقوم بعض المحللين بتضخيم تأثير ثورة النفط الصخري في توقعاتهم وبالتالي يفضلون التقليل من التوقعات لسعر التعادل. وتؤدي هذه الخطوة بالتأكيد إلى زيادة سعر التعادل.
- الفروقات الناتجة عن تضمين أو استبعاد بعض بنود الإيرادات. على سبيل المثال، يقوم بعض المحللين بتضمين الدخل من الاستثمارات في تدفقات الإيرادات؛ بينما يرى آخرون عدم تضمينها. وقد تبين من خلال هذه الدراسة أن مثل هذه الخطوة يمكن أن تؤدي إلى تأثير كبير على الرقم النهائي لسعر التعادل.

بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن يتم حساب سعر التعادل باستخدام أساليب بسيطة جدًا منها على سبيل المثال الأخذ بخط الإنفاق الحكومي لسنة معينة زائد مستوى تقديري للإنتاج/الصادرات، ومن ثم حساب مستوى السعر المطلوب لمطابقة المصروفات مع الأخذ في الاعتبار إيرادات أخرى (كالضرائب) من مصادر غير نفطية. أو يمكن أن تكون هناك طرق خاصة أكثر تعقيدًا كالتي يتبعها صندوق النقد الدولي أو المعهد الدولي للتمويل. وبالتالي تكون هناك اختلافات في حسابات أسعار التعادل النفطي.

يتوقع محللون مختلفون تقديرات مختلفة للإنتاج الحكومي المستقبلي

## وضع نموذج سعر التعادل – حل شامل وسريع

يعتبر وضع نموذج لسعر التعادل ضروريًا حيث يمكن أن تكون هناك تقديرات مختلفة لسعر التعادل صادرة في وسائل الإعلام المعروفة. وتبعًا للإحصائيات الواردة في وسائل الإعلام التي يتم استخدامها، يمكن أن يتراوح سعر التعادل النفطي للكويت ما بين ٥٠ دولار أمريكي إلى ٧٥ دولار أمريكي! لماذا هذا الفرق الكبير؟ ما هي العوامل المؤدية إلى ذلك؟ سوف يتم تناول الإجابات على هذه الأسئلة بالالتزام ببساطة بالبيانات المتوفرة لنا. كذلك، تم توقع سعر التعادل حتى العام ٢٠٢٠. وجرى تكرار هذه العملية للمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة أيضًا. وفيما يلي الطريقة المتبعة في عملية وضع النموذج:

- تم الحصول على بيانات من تقارير صندوق النقد الدولي حول مشاورات المادة الرابعة فيما يتعلق بالنتائج المحلي الإجمالي الاسمي، والإنفاق الحكومي، وإجمالي الإيرادات، والإيرادات الهيدروكربونية (لكي يصبح بالإمكان تقدير الإيرادات غير الهيدروكربونية) والإنتاج السنوي من الهيدروكربونات.
- فيما يتعلق بتقارير المادة الرابعة المتاحة لنا كما في فترة إعداد هذه الدراسة، فإن البيانات الصادرة من صندوق النقد الدولي تشمل الفترة حتى العام ٢٠١٩.

تم إجراء مجموعة من العمليات الحسابية بتضمين الدخل من الاستثمار

<sup>٢</sup> ستاندرد آند بورز



## سعر التعادل المالي النفطي

الجواب في عهدة المجيب

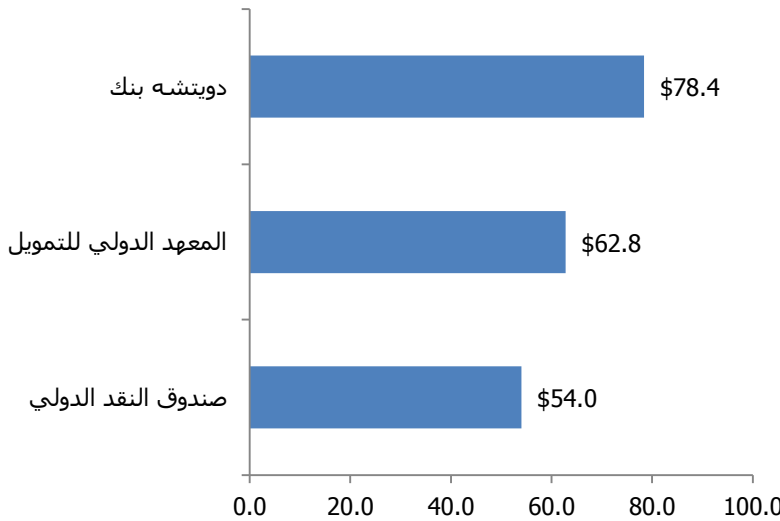
أبريل ٢٠١٥

### مقدمة

سعر التعادل المالي النفطي مصطلح شائع الاستخدام ولكن قلة هم الذين يفهمون معناه الحقيقي. ويمكن تعريف سعر التعادل المالي النفطي ببساطة على أنه "سعر النفط الذي تتوازن عنده ميزانية الدولة المصدرة للبترول". وبينما يمكن أن يبدو هذا المصطلح بسيطاً وتعريفه أكثر بساطة، هناك الكثير من الطرق لإدراك الفروقات البسيطة التي يستدل منها على المعنى الحقيقي. ومع أن المصطلح يعني من الناحية النظرية سعر النفط الذي تتوازن عنده ميزانية الدولة؛ غير أننا من الناحية العملية نحصل على حسابات مختلفة لدولة معينة في فترة زمنية معينة. ويتناول هذا البحث الموضوع بتفصيل أدق لإظهار أوجه القصور في إعداد التقارير.

يمكن أن تختلف تقديرات أسعار التعادل النفطي بين المحللين المختلفين والهيئات التي تبدي ملاحظاتها عليها. ويبين الرسم البياني التالي تكلفة التعادل المتوقعة للكويت في العام ٢٠١٥ والتي أعدتها ثلاث هيئات مختلفة. جميع التوقعات صادرة في أكتوبر ٢٠١٤.

الشكل ١: سعر التعادل المالي النفطي للكويت، ٢٠١٥ متوقع، بالدولار الأمريكي



المصدر: المعهد الدولي للتمويل، صندوق النقد الدولي، دويتشه بنك، دراسات وأبحاث مارمور

سوف تلتزم هذه الدراسة التزاماً تاماً بالمعادلة الأساسية لوضع نماذج أسعار التعادل، وهي: **سعر التعادل = [[الإنفاق الحكومي ناقص الإيرادات غير النفطية] / كمية النفط المنتجة] زائد تكلفة الإنتاج للبرميل الواحد**

### لمحة موجزة عن الدراسة:

نقاش يتناول سعر التعادل النفطي المالي وأسباب القيم المتعددة في نفس الدولة. كما يشمل أيضاً التوقعات حتى العام ٢٠٢٠.

يمكن الاطلاع على دراسات وأبحاث مارمور على:

Bloomberg-Type "MRKZ" <Go>

Thomson Research, Reuters Knowledge Nooz

Zawya market

ISI Emerging markets

Capital IQ

FactSet Research Connect

TheMarkets.com

م.ر. راجو M.R. Raghu

محلل مالي قانوني، مدير مخاطر مالية معتمد

مدير إدارة الدراسات والبحوث

+٩٦٥ ٢٢٢٤ ٨٢٨٠

RMandagolathur@markaz.com

ن.ك. كارثيك رامش N.C. Karthik Ramesh

مدير الدراسات والبحوث

+٩٦٥ ٢٢٢٤ ٨٠٠٠

تحويلة: ٤٦١١

KRamesh@markaz.com

سودهاكاران جمبالا Sudhakaran Jampala

محلل سياسات

+٩٦٥ ٢٢٢٤ ٨٠٠٠

تحويلة: ٤٦١٣

sjampala@markaz.com