

تداول النفط في الأسواق المالية والتأثير المتزايد للمضاربات في تسعير النفط الخام

روجر ديوان



تداول النفط في الأسواق المالية والتأثير المتزايد للمضاربات في تسعير النفط الخام

روجر ديوان

ورقة قدمت ضمن فعاليات
منتدى الرحمانية السنوي

يناير ٢٠١٠
الغاط

ح

مؤسسة عبدالرحمن السديري الخيرية، ١٤٣٢هـ

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

ديوان ، روجر

تداول النفط في الأسواق المالية والتأثير المتزايد للمضاريات في
تسعير النفط الخام. / روجر ديوان. - الرياض، ١٤٣٢هـ.

٠٠ ص؛ ٠٠ سم

ردمك: ٩٧٨-٦٠٣-٩٠١٧٢-٩-٥

١ - البترول - اقتصاديات ٢- البترول - أسعار أ. العنوان

ديوي ٣٣٨, ٢٧٢٨٢ ١٤٣٢/٥٥٨

رقم الايداع: ١٤٣٢/٥٥٨

ردمك: ٩٧٨-٦٠٣-٩٠١٧٢-٩-٥

الطبعة الأولى ١٤٣٢هـ - ٢٠١١م

حقوق الطبع محفوظة

بسم الله الرحمن الرحيم

بحوث الرحمانية ورفقات مختارة مما يتم تقديمه في منتدى الرحمانية السنوي، وهو لقاء ينظر في الشؤون الاجتماعية والاقتصادية والعلاقات الدولية، ذات الصلة بالملكة العربية السعودية. ينظم المنتدى مركز الرحمانية الثقافى في مؤسسة عبدالرحمن السديري الخيرية، ويشارك فيه أكثر من أربعين مفكراً وباحثاً ومهتماً، من المملكة العربية السعودية والدول العربية والأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية. ويقام المنتدى سنوياً في الفاظ.

روجر ديوان

شريك في شركة (بي اف سي) للطاقة ورئيس قسم الاستشارات المالية فيها.

وهو مسؤول عن إدارة الممارسة مع المجتمع المالي وهيكله (بي اف سي) وتقديم الخدمات والعروض، وفق حاجة مديري الأموال في مجال الطاقة.

خلال الفترة من ١٩٩٦ إلى ٢٠٠٥، قاد فريق الشركة لتحليل نشاط السوق، وقد ركز على الأسس الواقعية والورقية في سوق النفط. وفي الأعوام من ١٩٩٨ إلى ٢٠٠٥، كان العضو المنتدب في إدارة الأسواق والدول، وقاد فرق الشركة لتحليل السوق النفطية وإدارة المخاطر.

أنشأ منذ عام ٢٠٠٥، دليل الخدمات الاستشارية الخاصة لعملاء القطاع المالي لمساعدتهم على فهم أفضل لبيئة السلع الكلية، والتوجهات الرئيسة في مختلف قطاعات صناعة النفط والغاز، وتقديم مشورة محددة ومتخصصة في أصول الشركات وإستراتيجياتها.

حصل على الماجستير في العلاقات الدولية من كلية الدراسات الدولية المتقدمة، من جامعة جونز هوبكنز، والماجستير في العلاقات الدولية من معهد الدراسات السياسية في باريس، والبكالوريوس في التاريخ من جامعة السوربون في باريس.

ولد في لبنان، ونشأ في باريس. يتحدث الإنجليزية والفرنسية والعربية والإيطالية.

تداول النفط في الأسواق المالية والتأثير المتزايد للمضاربات في تسعير النفط الخام

موجز تنفيذي

تشير التساؤلات التي تُطرح بين الفينة والأخرى، حول الدور الذي تلعبه المؤسسات المالية، المخاوف، في جو يتسم بعدم انتظام حركة أسعار النفط وتقلباتها بصورةٍ حادة؛ فقد بلغ سعر خام غرب تكساس الوسيط ١٤٨ دولاراً في تموز/ يوليو ٢٠٠٨م، لتتهار الأسعار عقب ذلك.

وليس هناك شك في أن المؤسسات المالية العملاقة، ممثلةً في صناديق التحوّط، وصناديق المعاشات، والوساطات المالية، والبنوك الكبرى، قد أصبحت الآن من اللاعبين المهيمنين على أسواق النفط، ولو بشكلٍ متقطع. ووفقاً لآخر البيانات التي أصدرتها هيئة التجارة الآجلة بالسلع الأساسية في الولايات المتحدة الأمريكية، فإن هؤلاء اللاعبين يسيطرون على ما لا يقل عن ٧٥٪ من سوق العقود الآجلة، وهذا الرقم - على عِظَمِهِ - ربما لا يعبر عن حصصهم في السوق بشكل كامل؛ لأنه لا يأخذ في الاعتبار كميات ضخمة من المبادلات في المشتقات النفطية الأخرى، التي يتم تداولها خارج البوصة.

وحسب أكبر مؤشرين للصناديق المالية، وهما مؤشر ستاندرد اند بورز وجولدمان ساكس للسلع «GSCI»، ومؤشر داو جونز يو أس بي للسلع؛ فإن هذه الصناديق تسيطر على أكثر من ٧٥٪ من

السلع التي يتم تداولها في البورصات. ويعتقد غوردون ساكس أن تلك النسبة لا تعكس الحقيقة كاملة، إذ أن مؤشر غولدمان ساكس يعطي تقديرات تقل كثيراً عن الوضع الحقيقي للسيولة، فيما يخص المشتقات والمقايضات. كما أن حجم الأسواق الورقية يفوق حالياً حجم الأسواق الفعلية بثلاثين مرة على الأقل، حسب اعتراف هيئة التجارة الآجلة بالسلع. وربما تتسم هذه التقديرات بالتحفظ، نظراً لأن التقديرات التي تشير إلى ٦٠ إلى ١٠٠ إلى ١ تبدو الأقرب إلى الواقع.

من الواضح أن تأثير المضاربات في النفط التي تتم عبر تداوله في أسواق المال، ودورها في تشكيل أسعاره، تثير الكثير من الجدل الحاد والنقاش، إضافة إلى التوتر الواضح بين المستهلكين والمؤسسات المالية، والمنتجين والجهات المالية، والمستثمرين الماليين المباشرين وغير المباشرين، والسماسرة والمنظمين، ومختلف الفصائل من واضعي السياسات والتشريعات في جميع أنحاء العالم. ليس في إمكان البيانات المتاحة إيضاح علاقة بسيطة ومستقرة بين انخراط ومشاركة اللاعبين الماليين وأسعار النفط.

ومن ناحية أخرى، فإن النماذج السابقة التي أظهرت علاقة واضحة بين أسعار النفط والعوامل التي تتحكم في أساسيات صناعة النفط قد توقفت عن العمل بعد عام ٢٠٠٦م، ولم تعد تتحكم في الأسعار كما كانت عليه في السابق؛ إذ بدأت المضاربات في النفط - بعد أن أصبح التداول متاحاً في أسواق المال والبورصات

- تأخذ مكانها. ومع ذلك، فإن جميع الأدلة تشير إلى أن تداول النفط في الأسواق المالية واتساع نطاق المضاربات قد زاد من اتساع حركة الأسعار وحِدّة تقلباتها بشكل غير مسبوق؛ ومن المرجح أن يستمر الوضع على المنوال ذاته؛ إذ يجب على أسعار النفط من الآن فصاعداً أن تتكيف، ليس فقط مع المتغيرات في العوامل الأساسية لصناعة النفط، وإنما مع سلوك المؤسسات المالية الفاعلة أيضاً.

وبينما لا ينكر سوى عدد قليل أن مشاركة لاعبين من خارج القطاع قد أفاد أسواق السلع الأساسية من خلال تحسين أوضاع السيولة، فمن الصحيح كذلك، أن عمليات الشراء لأغراض المضاربة واستخدام السلع الأساسية بوصفها من الأصول القوية في السنوات القليلة الماضية قد غير، بشكل كبير، من آليات تشكيل أسعار النفط. وأصبحت أسواق النفط تجتذب أعداداً كبيرة من المضاربين، وأعداداً متزايدة من المنتجات المالية في عدة أسواق بعضها منظم وبعضها غير ذلك. وإذا كان هذا الانفجار الذي يمثل ما أسميه تداول النفط، والمضاربة فيه في أسواق المال، والذي يعد فرقة كبرى، تمكّن من خلالها اللاعبون الماليون من استلام عجلة القيادة والتحكم في تحديد الأسعار بشكل عام.

وبهذا المعنى، فقد أدى تداول النفط في أسواق المال إلى ربط مصير أسعاره بتوازنات المحافظ الاستثمارية بين جميع فئات الأصول، وبذلك ارتبطت أسعار النفط بشكل مباشر بالمجال المالي، ليس فقط بشكل غير مباشر، مثلما كان عليه الحال في

حقبة التسعينيات. وفي الوقت الراهن، لا يتوقف تأثير الأخبار الاقتصادية على توقعات أسعار النفط وحسب، بل كذلك على قرارات توزيع الأصول من قبل المؤسسات الاستثمارية، وعلى كيفية وضع محافظهم الاستثمارية.

ومن الحقائق الأكثر إثارة للجدل، حول إتاحة النفط للتداول والمضاربات في أسواق المال، هي استخدام النفط والسلع الأخرى بنشاط، كفضة أصول مستقلة؛ وبناء عليه، فإن إبرام العقود الآجلة للنفط ليس مرتبطاً بالعرض والطلب وتداولات النفط الآجلة فحسب، بل يرتبط كذلك، وبشكل متزايد، مع المشهد الاقتصادي والتوقعات لمجموعة من الفرص الاستثمارية العالمية والمخاطر، التي ينبغي ضبطها بدقة، من خلال توزيع الأصول على مختلف الأدوات المالية، بما في ذلك الأسهم والسندات ذات الدخل الثابت، وأسواق العملات، وغيرها من الصكوك.

إن تصنيف السلع كفضة أصول متميزة يمكن أن يؤدي إلى تنويع المحافظ الاستثمارية، ومن ثم إلى زيادة العائدات المحتملة، كما كان سبباً وراء الانطلاقة السريعة لوعاء جديد من أوعية الاستثمار، والذي يتمثل في مؤشر صناديق السلع. وقد أتاح ظهور عقود التداول الآجل في السلع - والذي تحول خلال الأربع سنوات الماضية إلى كميات كثيفة من الأوعية الاستثمارية - خيارات جديدة للمستثمرين للتعامل السهل والرخيص نسبياً في تداول السلع؛ كما حاز النفط على نصيب الأسد في أوعية الاستثمار السلعي الجديدة.

وهذا هو السبب وراء تشكيل أسعار النفط بعيداً عن التعاملات التجارية الاعتيادية، إذ أصبحت الأسعار أكثر التصاقاً بأسواق التداولات المالية والورقية. وهنا، لا بد من الإشارة إلى أن التفاعل بين هاتين القوتين شديد التعقيد، ومتعدد الأبعاد، ويتطور بشكل مستمر.

لقد ظهر مؤخراً، ولأول مرة، ارتباط وثيق بين أسعار النفط وأسعار العملات والفائدة وتوقعات مستويات التضخم، ما يوضح الكيفية التي يتم بموجبها تداول السلع وربطها بأسواق المضاربات. ولا يمكن تفسير التحركات الموازية للأسعار وفقاً لقواعد صناعة النفط وأساسياته فقط، ولكن بسبب لجوء مديري الاستثمارات المالية إلى إدراج النفط وسلع أخرى كخيار استثماري ذي جدوى بالمحافظ الاستثمارية؛ فقد أصبحت العوامل الأخرى المرتبطة بمضاربات أسواق المال تؤثر على الأسعار أيضاً. وفي الوقت الراهن، نجد أن النفط والسلع الأساسية الأخرى قد تم دمجهما بشكل كامل في الاستراتيجيات التي تهدف إلى تنويع المحافظ الاستثمارية، فضلاً عن التحوط ضد التضخم ومخاطر الأحداث والطوارئ. لقد تم توظيف الذهب لفترة طويلة في لعب دور مماثل، يهدف إلى التحوط من المخاطر، كمعدن ومخزن للقيمة بالنسبة للمستثمرين، نظراً لتاريخه كعملة، فضلاً عن شهرته في مختلف الثقافات؛ غير أن استخدام النفط كسلعة استهلاكية للعب مثل هذا الدور يعد أمراً جديداً. ويعد هذا الأمر حدثاً كبيراً وثنوياً في أسواق النفط، لا يعادله في ذلك سوى إنهاء

ستاندرد أويل وإنشاء منظمة أوبك.

وعلى الرغم من أن الاستثمار في السلع الأساسية ليس توجّهاً جديداً، بل هو قديم تماماً؛ إلا أنه أصبح يحظى بإقبال متزايد من قبل المؤسسات الاستثمارية خلال عامي ٢٠٠٥م و ٢٠٠٦م. وكان الأساس المنطقي لتجدد إقبال كبار المؤسسات الاستثمارية على السلع قد ارتبط بالمشهد الاقتصادي العالمي المتأزم؛ ولذا، فقد شهدنا منذ ذلك الحين نمواً متزايداً في الصكوك المؤسسية التي توفر للمستثمرين فرص تداول النفط كسلعة. وإضافة إلى ذلك، فإن اللجوء إلى الاستثمارات البديلة، وبخاصة السلع الأساسية، قد وفر وعاءً استثمارياً مبسطاً للتعامل مع مؤشر هذه السلع، الذي أنشأته شركات الوساطة الكبيرة. وقد شاهدنا بعد عام ٢٠٠٤م أعداداً كبيرة من المطويات والكتيبات التسويقية التي يصدرها كبار السماسرة، تروج مزايا الاستثمار في السلع الأساسية بوصفها من الأصول، بصرف النظر عن المؤشرات المالية والاستثمارية على المدى القصير. ويمكن تلخيص الأساس المنطقي، والحجج التي يستند إليها من يروجون للاستثمار في محافظ السلع فيما يأتي:

١. يميل النفط والمعادن والسلع الأخرى إلى التحرك في الاتجاه المعاكس للأسهم والسندات، ما يحد من التقلبات في المحافظ المتنوعة.

٢. للسلع علاقة إيجابية مع التضخم والتغيرات في معدل التضخم، ما يوفر ملاذاً طبيعياً للتحوط من مخاطر

التضخم.

٣. توفر السلع عائدات طويلة الأجل، كما أنها أقل عرضةً للتقلبات الشديدة، مقارنة مع الأسهم؛ ولذا، قد تمثل خياراً أفضل.

٤. توفر السلع الحماية ضد بعض المفاجآت الاقتصادية والسياسية، وتتفوق في ذلك على الأسهم والسندات..

وخلافاً للمستثمرين والمضاربين الأكثر نشاطاً على المدى القصير والبعيد، مثل صناديق التحوط والمكاتب التجارية للبنوك، الذين يتقلون من جانبٍ إلى آخر وبصورةٍ سريعةٍ نوعاً ما (خلال أيام أو أسابيع، إن لم يكن أقل من ذلك)؛ فإن المؤسسات الاستثمارية، ممثلةً بصناديق المعاشات التقاعدية، تتحرك في جانبٍ واحد، فهي لا تميل إلى التعامل قصير الأجل، بل تحافظ على استثماراتها لفترةٍ طويلة جداً (قد تصل إلى شهورٍ أو سنوات)، وغالباً ما تستخدم مؤشرات هذه الصناديق أو المقايضة والتكرار.

هنالك الفاعلون الصامتون، والمؤسسات الاستثمارية التي تلجأ إلى الاستثمار طويل الأجل في النفط، وهم ما تُطلق عليهم هيئة تداول السلع الآجلة: «الأغلبية الصامتة». وعلى الرغم من أنهم لا يخلقون السيولة؛ فإنهم يُشكّلون ضغطاً إضافياً في الطلب على النفط، «ما يزيد من معاناة أسواق النفط بصورةٍ تجعل التحوط التاريخي لأغراض الاستثمار مشكوكاً فيه»، وذلك وفقاً لبارت شيلتون، أحد الأعضاء الخمسة في هيئة تداول السلع

الآجلة.

لقد أطلق الارتفاع غير المسبوق في أسعار النفط الذي حدث خلال عام ٢٠٠٨م إشارة قوية، أكدت الحاجة إلى اتخاذ إجراءات عملية تهدف إلى الإشراف التنظيمي والإصلاح من قبل الدول المنتجة والمستهلكة للنفط، على حد سواء. لقد كان تشديد الرقابة في الولايات المتحدة من جانب هيئة تداول السلع الآجلة منذ عام ٢٠٠٩م هو أوسع الردود نطاقاً، وأكثرها دلالة على المضاربات في أسواق النفط. وتوجت الدعوات التي انطلقت منادية بالتدخل، بشهور من المناقشات في مجلس الشيوخ الأمريكي، انتهت على هيئة مشروع قانون من شأنه أن يعيد تشكيل قطاع المال في الولايات المتحدة، على نطاق لم يحدث منذ الكساد العظيم. ولعب إصلاح المشتقات دوراً مركزياً في النقاش الدائر حول مشروع قانون الإصلاح المالي، وتواجه مشتقات السلع الآن مجموعة جديدة من القواعد والأنظمة التي ستري النور عند التوقيع على مشروع القانون ليصبح قانوناً ساري النفاذ. وتتصارع المراكز الفنية والقانونية حول مسألتين رئيسيتين، هما: كيفية تحقيق الشفافية في سوق المشتقات المالية، وكيفية وضع قيود على الحد الأعلى من مشتقات السلع الذي يسمح بحيازته. وخاض كبار الوسطاء وتجار المقايضة معركة حامية تهدف إلى إجهاد تلك القيود، غير أنهم خسروا المعركة بمرارة. وكانت الولايات المتحدة قد أجازت تشريعاً شاملاً لتنظيم أسواق المشتقات، كما جاء في هذه الورقة.

وتدخل المضاربات في النفط عبر تداوله في أسواق المال مرحلة

جديدة؛ إذ يعكف المشرعون في الولايات المتحدة الأمريكية - ومن المرجح أن تلحق بهم أوروبا قريباً - لإصدار لوائح وأنظمة تهدف إلى تشديد الرقابة والحد من نشاط اللاعبين الماليين في أسواق السلع الأساسية؛ وعليه، فإن فصلاً جديداً على وشك أن يبدأ.

ستناقش هذه الورقة تأثير اللاعبين الماليين في تشكيل أسعار النفط، والنظر في الأدلة التي عثرنا عليها من خلال البيانات المتاحة، على الرغم من شحها، لنحاول أن نفهم حجم مشاركة هؤلاء اللاعبين في تحركات أسعار النفط. وسوف نناقش كيف أتاحت الفرصة لهذه المشاركة، بفضل التغيرات في كل من الأنظمة المالية والمنتجات المالية المبتكرة، وكيف تم تشكيل التغيرات التنظيمية في الولايات المتحدة في الآونة الأخيرة لتحقيق قدر أكبر من الشفافية والبساطة، ورصد جميع مشتقات الاستثمار، بشكل عام، والسلع الأساسية، بشكل خاص.

١- لمحة تاريخية لتشكيل الأسعار في الآونة الأخيرة

أود، أولاً، تقديم شرح مبسط لتشكيل أسعار النفط في السنوات العشر الأخيرة؛ وسوف أسلط الضوء على عددٍ من التغيرات الهيكلية التي أدت إلى ما أسميه المضاربات المفرطة في أسواق النفط خلال السنوات الثلاث الماضية، أو نحو ذلك، عندما فشلت أساسيات الاقتصاد والأسواق في تقديم تفسير معقول لمستويات أسعار النفط وتقلباتها.

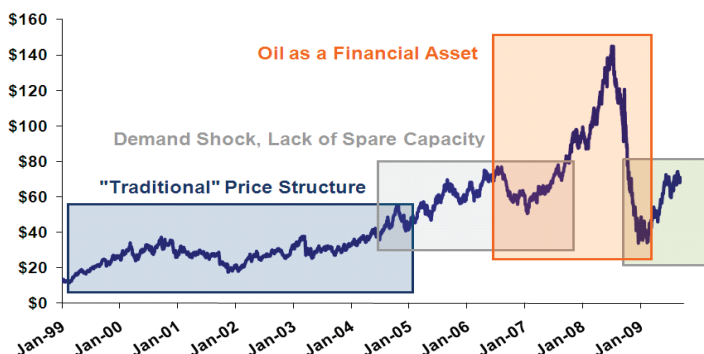
من خلال النظر في أسعار النفط في السنوات العشر الأخيرة، يمكننا أن نلاحظ أربع فترات متميزة، شهدت الأسعار خلالها

عدداً من التحولات الهيكلية؛ فخلال الفترتين الأولى والثانية، كانت الأسعار مدفوعة بوضوح بأساسيات العرض والطلب، في حين أصبحت الاعتبارات المالية أثناء الفترتين الأخيرتين هي المحدد الأهم للأسعار.

أسعار النفط وتوجهاتها الهيكلية



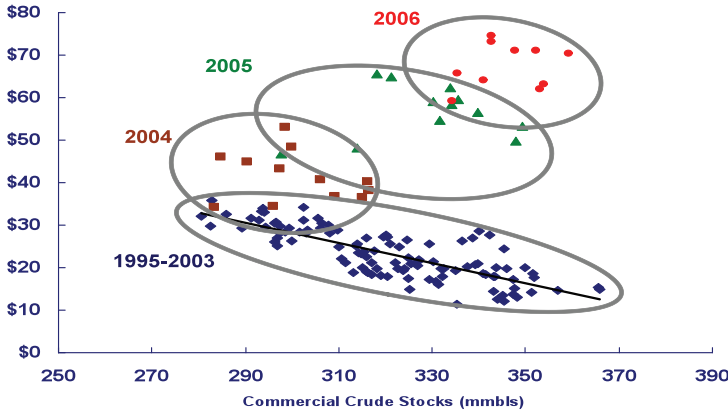
WTI Prompt Month Price



(الشكل ١)

ساد خلال الفترة من عام ١٩٩٠م وحتى ٢٠٠٤م هيكل تقليدي للأسعار، إذ شهدت تلك الفترة وجود ارتباط قوي بين مدى توافر مخزونات النفط، وأسعار النفط الخام. وكانت أسعار النفط خلال هذه الفترة تتحرك في نطاق ضيق نسبياً، مدفوعة إلى حد كبير باحتياطي ضخمة لدى منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك)، وعلاقة قوية جداً بين مستويات المخزون والأسعار، والتغيرات في المخزون، لا سيما في الولايات المتحدة الأمريكية (انظر الشكل ٢).

إرتباط الأسعار بمستويات المخزون قبل عام ٢٠٠٣م



(الشكل ٢)

لقد أصبح هذا الارتباط ممكناً من خلال استقرار الإمدادات عند مستويات كبيرة، ما أدى إلى مرحلة اتسمت بالرضا عن الكميات المعروضة، والمحافظة على مستوى الأسعار عند نطاق ضيق، يراوح ما بين ١٥ إلى ٢٥ دولاراً للبرميل. لقد تشكلت قناعة في أسواق النفط أنه من غير المرجح حدوث صدمات في الأسعار بسبب التوقعات بأن أوبك لن تقاوم الرغبة في زيادة الإنتاج، في كل مرة ترتفع فيها الأسعار نتيجة لانخفاض المخزون. وكانت الديناميات الداخلية في أوبك، والناجمة عن الحاجة إلى الإيرادات بعد سنوات من الأسعار المتدنية تشكل إغراءً للدول الأعضاء التي لديها طاقة إنتاجية فائضة لزيادة الإنتاج من خلال تجاهل الحصص المخصصة لهم. ومع ذلك، فإن هذه الأسعار المنخفضة أدت إلى خنق الاستثمار في القدرة الإنتاجية على الصعيد العالمي، ما أدى إلى تراجع الطاقة الإنتاجية الفائضة

بيطاء ولكن بثبات، خلال حقبة التسعينيات. وقد أعطى ارتفاع الأسعار في الفترة ١٩٩٦م - ١٩٩٧م إشارة واضحة إلى أن الأسواق قد أضحت في حاجة إلى المزيد من الإمدادات، غير أن الأزمة الآسيوية التي حدثت عام ١٩٩٧م قد أثرت على الطلب على النفط، ما ساعد في حجب هذا الاتجاه على المدى البعيد. والحقيقة هي أن الأسعار المنخفضة، والنمو القوي في الطلب، ونقص الاستثمارات، هي عوامل أسهمت في تآكل الطاقة الإنتاجية الفائضة خلال حقبة التسعينيات.

لقد تسارع تآكل الطاقة الفائضة، بشكل كبير، خلال الفترة ٢٠٠٢م - ٢٠٠٥م، حين واجه العالم اثنتين من الصدمات المتتالية: صدمة في الإمدادات خلال الفترة ٢٠٠٣م - ٢٠٠٤م، نتيجة لبعض الاضطرابات في فنزويلا ونيجيريا؛ إضافة إلى انقطاع طويل في الصادرات العراقية في أعقاب الحرب، ما أدى إلى انخفاض العرض بأكثر من ٢,٥ مليون برميل يومياً. وأعقبت ذلك صدمة الطلب عام ٢٠٠٤م، عندما نما الطلب العالمي بنحو ثلاثة ملايين برميل يومياً. وقد اجتمع هذان الحدثان معاً، ما أدى إلى امتصاص معظم القدرة الاحتياطية داخل أوبك، ولم يتبق سوى ٢ إلى ٢,٥ مليون برميل يومياً، كقدرة احتياطية، تتواجد معظمها (إن لم يكن كلها) في بلد واحد هو المملكة العربية السعودية.

وقد أحدث الاختفاء الفعلي لفائض الإنتاج النفطي هزة

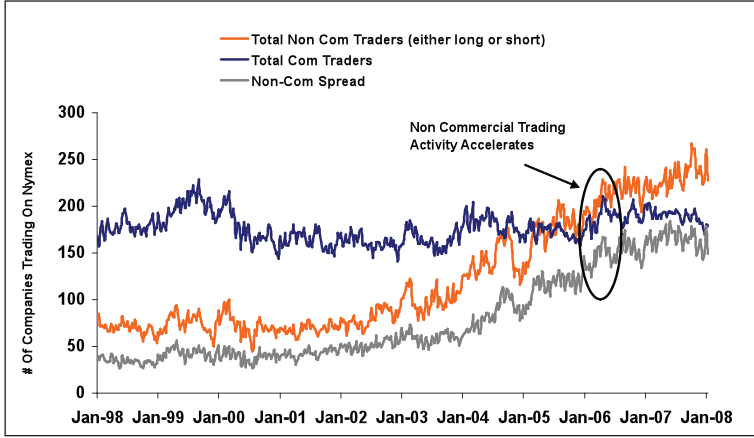
في الأسواق، اختفت معه القدرات الاحتياطية التي كانت تشكل وسادة لامتصاص الصدمات، وتفاجأ المستهلكون والمنتجون، على حد سواء، ما سمح لمضاعفة أسعار النفط من (٣٥) دولاراً إلى (٧٠) دولاراً، وكان لزاماً على العالم أن يتكيف مع هذا الواقع الجديد في أسواق النفط. وكان اختفاء طاقة الإنتاج الاحتياطية السعودية العنصر الأكثر أهمية في رفع أسعار النفط خلال الفترة من ٢٠٠٣م إلى ٢٠٠٧م. وقد حمل ذلك الحدث في داخله بذرة التغيير، وكان له ما بعده، من حيث تحول النظرة إلى أسواق النفط من قبل اللاعبين الماليين.

وفي حين كُيفت أسواق النفط أوضاعها، للتعايش مع طاقة فائضة منخفضة في أعقاب عام ٢٠٠٣م، برز واقع جديد، حيث بزغ فجر انخفاض الاستثمارات في قطاع النفط التي شهدتها حقبة التسعينيات على أسواق النفط، وانعكس ذلك في عدم وجود إمدادات جديدة من المنتجين غير الأعضاء في أوبك. وأضحت أسواق النفط تواجه انخفاضاً في الطاقة الإنتاجية الفائضة، ومن ثم فقدت واحداً من عواملها الرئيسية التي كانت تؤدي إلى استقرار الأسعار، والمتمثلة في القدرة على ضخ المزيد من الإمدادات بصورة سريعة عندما كانت ترتفع الأسعار. وفي سوق من دون طاقة فائضة؛ فإن مخاطر الأسعار ستكون أحادية الجانب؛ ولذا، يلوح انقطاع الإمدادات في الأفق بصورة دائمة. لقد كان الوضع في تلك الفترة أشبه بمن يقود سيارة من دون واقٍ من الصدمات، ولذا، كنا نعاني من أي مطبات في الطريق، مهما

صغر حجمها .

وعلى القدر نفسه من الأهمية، فإن عدم وجود طاقة فائضة يعني أن ثمة فرصة ضئيلة في قيام أوبك بمحاولاتٍ تهدف إلى خفض الأسعار بشكل ملحوظ. وفي الواقع، فإن أوبك - بوصفها إتحاداً للمنتجين - فقدت قدرتها على السيطرة على سقف السعر.

لقد اكتشفت مجموعة صغيرة من اللاعبين الماليين حقيقة أن أسعار النفط قد أصبحت تتأثر صعوداً بفعل المخاطر والأحداث، ما حفّزهم على الاستثمار في العقود الآجلة للنفط. ويوضح الشكل ٣ عدداً من اللاعبين الماليين المسجلين في بورصة نيويورك التجارية (نايمكس)، مبيناً أن التداول من دون الإعلانات التجارية قد كان في حالة سكون قبل أن يبدأ في الارتفاع في عام ٢٠٠٢م. ثم رأينا أن عدد الشركات المالية في بورصة نايمكس يرتفع من نحو ٥٠ شركة إلى أكثر من ٢٥٠ شركة بحلول عام ٢٠٠٨م (انظر الشكل ٣). هذا لا يشمل شركات التداول في البورصات الأخرى، مثل بورصة انتركونتينتال (ICE)، أو صناديق المؤشرات سهلة الاستخدام وقليلة التكلفة، وبورصة تبادل الأموال المتداولة (ETFs)، التي تم إنشاؤها من قبل شركات السمسرة الكبيرة لتلبية الطلب المتزايد على صكوك السلع.



(الشكل ٣)

وفي الواقع، فإن الصدمة الأولى التي حدثت نتيجة لتلاشي طاقة الإنتاج الاحتياطي هي التي أطلقت شرارة المضاربات، بحيث لم يعد في وسع أوبك التهديد بزيادة حجم الإنتاج، والذي كان يمثل عاملاً مهماً في أسواق النفط، ما مهد الطريق لمجموعة من الفاعلين الجدد للتعامل في الأسواق الآجلة للنفط، بعد أن تبدلت أوضاع أسواق النفط في أعقاب زوال ما كان ينظر إليه في السابق على أنه خطر أوبك. وإضافة إلى ذلك فإن الحكمة التقليدية ترى أن الطلب من جانب المستهلكين لا بد أن يميل إلى المرونة، بعد أن قفزت أسعار النفط فوق مداها التاريخي. وفي الواقع، فإن الطلب قد أظهر استجابة محدودة للغاية حتى حين بلغت الأسعار مستويات غير متوقعة صاعدة إلى ٧٠ أو ٨٠ دولاراً للبرميل الواحد. وقد قلل جميع المحللين من فرصة بقاء أسعار النفط مستقرة على المدى البعيد، إذ جاء ارتفاع الأسعار الذي شهدته نهاية حقبة الثمانينيات نتيجة لارتفاع مستويات الدخل،

ما سمح للمستهلكين بدفع المزيد مقابل المنتجات النفطية، ومكّن الحكومات من توفير الدعم.

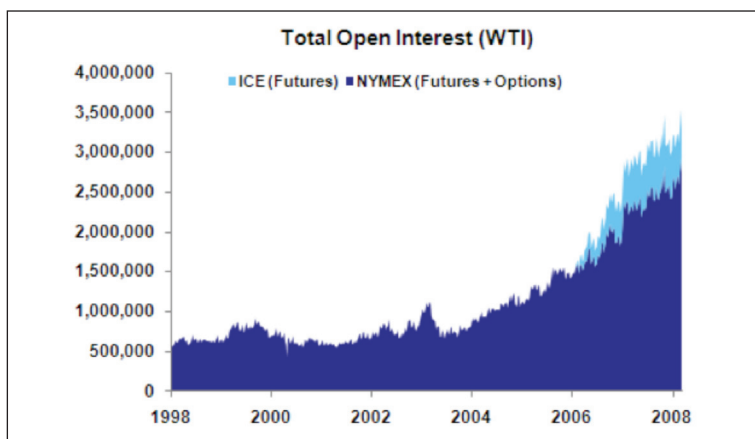
ولما تتمتع به أسواق النفط من ثبات نسبي، فقد أصبحت جاذبة للاستثمارات لعدد من صناديق التحوط والمؤسسات الاستثمارية. وبدأ المنافسون بإعادة استثمار عوائدهم المرتفعة في استثماراتهم السلعية. واستمر الأمر على هذا النهج حتى رأينا بين عامي ٢٠٠٣م و ٢٠٠٦م عددا كبيرا من الصناديق الاستثمارية تشارك في تداول النفط. كما رأينا أيضا إنشاء صناديق تحوط من السلع فقط، وبعضها كبير جداً حيث أصبحت تجارب الأسواق المادية والشركات التجارية التقليدية تتكرر في الأسواق المالية.

وعلاوة على ذلك، فإن من المهم أيضا النظر في تكلفة تداول سلع الطاقة مقابل الأصول الأخرى، والقدرة على التأثير في الأصول لتحقيق عائدات أعلى: عند الاستثمار في صناديق التحوط يجب دفع ٥٠٪ من تكلفة الأسهم مقدماً، بينما يجب دفع ١٠٪ فقط مقدماً عند الاستثمار في سلع الطاقة. وقد مكنت هذه الحقيقة وحدها الصناديق من تقديم عوائد أعلى عند صعود أسعار النفط بين عامي ٢٠٠٣م و ٢٠٠٨م، ما يوفر سببا آخر لتخصيص المزيد من أجل النفط والغاز. وكان الجمع بين تدني الأسعار، ووفرة الأموال، وتراجع الطاقة الإنتاجية الفائضة، وانخفاض الدفعة الأولى لامتلاك السلع الأساسية، مكاسب لا ينبغي تفويتها.

تعد أفضل البيانات التي لدينا عن المشاركة في السوق هي

البيانات التي وفرتها هيئة تداول السلع الآجلة حول الخيارات المتاحة والعقود الآجلة في بورصة نايمكس؛ كما أصبحت بورصة انتركونتيننتال «ICE» متاحة أيضاً كخيار، ابتداءً من عام ٢٠٠٦م. ويوضح الشكل ٤، أن حجم التداول السلعي في هاتين البورصتين قد تضاعف سبع مرات خلال أقل من أربع سنوات، بعد أن ظل راکداً عند المستويات ذاتها قبل عام ٢٠٠٤م. وربما هذا هو أقل بكثير من الزيادة الحقيقية في المشاركة. وفي رأيي، فإن البيانات الواردة في الشكل ٤ لا تمثل سوى غيض من فيض، أو هي الجانب المرئي فقط من جبل الجليد.

ويمثل الجزء غير المرئي من جبل الجليد التعاملات خارج البورصة وأسواق المشتقات التي ازدهرت بعد عام ٢٠٠٦م. ولا أحد يعرف على وجه التحديد حجم هذه السوق، حيث أن اللاعبين الثلاثة أو الأربعة الكبار الذي يتحكمون في الغالبية العظمى من هذه الأعمال يتكتمون على المعلومات. ونحن نعلم من النتائج الفصلية لكبار تجار المبادلات أن الاستثمارات السلعية قد نمت بشكل ضخم خلال السنوات الأربع الماضية، وأن مواقفهم المالية وفقاً لبيانات هيئة تداول السلع الآجلة تعكس جزءاً صغيراً جداً من الحجم الحقيقي لأعمالهم.



(الشكل ٤)

ونحن نعلم أيضاً أن مكاتب السلع الأساسية في جميع البنوك الكبيرة قد أضافت أعداداً كبيرة من المتداولين في السنوات القليلة الماضية. وقد أنشأت جميع البنوك الأوروبية والأمريكية العالمية مكاتب مماثلة أو شرعت في إنشائها، وزودتها بالمئات من وكلاء التداول، على الرغم من خفض أعداد الموظفين الذي شهدته الصناعة المالية خلال العامين الماضيين. وتتنفي البطالة تماماً في أوساط وكلاء التداول في السلع في الوقت الراهن، كما أن الزيادة في عدد الوظائف كانت كبيرة جداً حتى عام ٢٠٠٩م. إن البنوك الكبيرة لا تصدر تقارير منفصلة وصريحة عن نشاطها في تجارة السلع، ولكن جميع الإشارات المرئية تشير إلى نمو هذه الأعمال وارتفاع أرباحها.

ومن المثير للاهتمام أن البيانات الصادرة عن هيئة تداول السلع الآجلة التي تصنف اللاعبين إلى «تجاري» و«غير تجاري» أظهرت أن حصة التداولات غير التجارية قد زادت بشكل

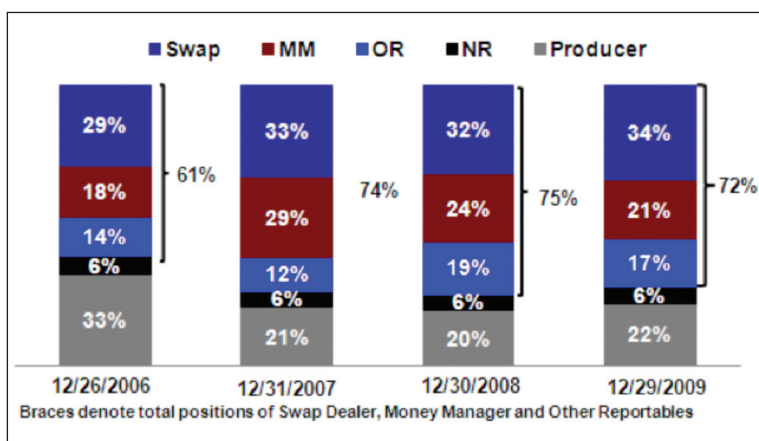
مضطرب من إجمالي الفرص والعقود الآجلة المتاحة في نايمكس حتى عام ٢٠٠٦م، ثم بدأت تميل نحو الاستقرار. ومن الواضح أن ذلك يبدو مناقضاً لما أكدت عليه سابقاً. ومع ذلك، فنحن نعلم أن الوضع الحقيقي لنايمكس غير ذلك، إذ يعزى ذلك إلى أن التصنيف السابق قد وضع تجار المبادلة في الفئة «التجارية»؛ وبما أن معظم أنشطتهم في مجال المضاربة وخاصة في مجالي النفط والغاز، هي ذات طبيعة مالية في الواقع، فقد أُعيد تصنيفها بشكل منفصل. ومع ذلك، فهم يرفضون تقديم أي معلومات أو تفاصيل إلى السلطات التنظيمية، حول أنشطتهم وأنشطة عملائهم المالية، والحجم الفعلي للتحوط.

ومن خلال التصنيف الجديد للبيانات، الذي أصدرته هيئة تداول السلع الآجلة في نوفمبر، وإعادة تصنيف الجهات الفاعلة من عام ٢٠٠٦م، فإننا نرى أنه كلما نمت فرص الاستثمار والعقود الآجلة، كلما أخذ موقف اللاعبين الماليين في النمو.

وفي الواقع، فإن ما لا يقل عن ٧٥٪ من حجم التداول في نايمكس يأتي من داخل المجتمع المالي (انظر الشكل ٥). كما نلاحظ أيضاً أن بعض المنتجين يتمتعون بمراكز مالية قوية لا علاقة لها بالإمدادات أو التحوط. وحتى في حال تصنيفهم كمنتجين، فإن هذه المراكز هي في الأساس معاملات ورقية لغرض المضاربة على غرار مكاتب وكلاء التداول الذين يعملون لحساب كبار الوسطاء.

إجمال وظائف اللاعبين الماليين في نايمكس وإعادة

تصنيفها من قبل هيئة تداول السلع الآجلة



(الشكل ٥)

وعلاوة على ذلك، شهد إطلاق بورصة انتركونتينتال (ICE) في عام ٢٠٠٦م تدفقاً سريعاً للغاية من اللاعبين الماليين على منصتها الإلكترونية الجديدة. يشار إلى أن انتركونتينتال (ICE)، وهي شركة مسجلة بالمملكة المتحدة ومقرها في الولايات المتحدة الأمريكية، تخضع لقانون الخدمات المالية البريطاني «FSA»، ومن ثم فهي لا تخضع لأنظمة هيئة تداول السلع الآجلة بالولايات المتحدة الأمريكية. وبموجب أنظمة المملكة المتحدة، فإن انتركونتينتال (ICE) غير مطالبة بتقديم بيانات المتعاملين في السوق والمستثمرين بمختلف فئاتهم، وذلك خلافاً لأنظمة هيئة تداول السلع الآجلة الأمريكية التي تطالب بتقديم تلك البيانات.

وبالسماح لانتركونتينتال (ICE) بالعمل وفقاً لأنظمة إفصاح أقل صرامة، فقد أصبح في وسع اللاعبين الماليين الاحتفاظ

بسرية إستراتيجيات التداول، وعدم الإفصاح عنها وفقاً لمتطلبات هيئة تداول السلع الآجلة. وقد أكد لي عدد من الوسطاء أن تلك الأنظمة قد أدت إلى جذب انتركونتينتال (ICE) إلى قاعدة أكبر من اللاعبين الماليين، بصورة تفوق نايمكس بنسبة كبيرة ربما أعلى بكثير عن ٨٠٪.

وأخيراً، فقد هياً ظهور صناديق مؤشرات السلع بعد عام ٢٠٠٦م، وانتشار العديد من المشتقات التي يقدمها كبار السماسرة، وسيلة جديدة لعدد كبير من مديري الأصول، للمشاركة في سوق النفط، كما قدم طريقة أكثر فعالية للاعبين الصغار، بعد أن أصبح حجم العقود الآجلة وتكلفتها مثقلان بالالتزامات.

بعد عام ٢٠٠٧م، أصبحت فائدة البيانات التي تقدمها هيئة تداول السلع الآجلة أكثر شيوعاً في أعقاب انتشار الصكوك، ما جعل تقديم الاستنتاجات المستخلصة من هذه البيانات وحدها أكثر إشكالية. وقد أتاحت إعادة تصنيف البيانات في نوفمبر ٢٠٠٩م شفافية أكثر من ذلك بقليل، ولكن ما يزال يتعين عمل الكثير في هذا المجال للحصول على رؤية واضحة بشأن كيفية عمل القطاع المالي في السلع الأساسية.

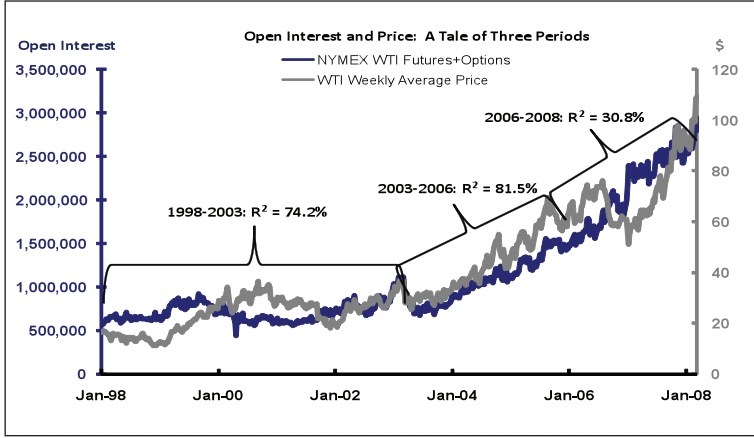
هل لمشاركة قطاع أسواق المال تأثير مباشر على مستويات الأسعار؟

وخلال المرحلة الأولى من إطلاق تداول النفط في أسواق المال، ما بين عامي ٢٠٠٣م و ٢٠٠٦م، رأينا أن ثمة علاقة قوية جداً بين فرص الاستثمار والخيارات المتوافرة في نايمكس، وأسعار النفط.

وخلال تلك الفترة - وهذا هو المؤشر - أصبح تدفق الأموال إلى السوق الآجلة هو المفتاح لتوقع أسعار النفط، مع اقتراب نسبة الارتباط من ٨٠٪.

ومن الواضح، أن أوضاع الأسواق المالية التي سبق وصفها، إضافة إلى صدمات العرض والطلب وتلاشي الطاقة الإنتاجية الفائضة قد أغرت العديد من اللاعبين إلى التوجه نحو سوق النفط. وقد أدرك هؤلاء اللاعبون الماليون ما كان يحدث على صعيد توازن العرض والطلب، وتراجع الطاقة الإنتاجية الاحتياطية، ما جعلهم يراهنون على أن الأسعار سوف تتحرك صعوداً، وأن المستهلكين سيكونون على استعداد لدفع أسعار أعلى، وأعلى بشكل ملحوظ، من دون تغيير أنماط الاستهلاك.

ولكن هل كان لأفعال اللاعبين الماليين، ودخولهم مجال أسواق النفط على نطاق واسع، دور في الارتفاع الكبير لأسعار النفط؟ باختصار، تم تحييد الظروف التي تحيط بأسواق المال ودينامياتها، وتم خلق نوع من النبوءة أو الفقاعة، لغرض تحقيق الذات. وكما نرى في الشكل ٦، فإن الزيادة الهائلة في تدفق الأموال إلى سوق النفط كان لها أثر مباشر على الأسعار، إذ أن سوق السلع المعروف بحجمه الصغير قد شهد تحولات تفوق حجمه، نظراً للتدخل الكبير من اللاعبين الماليين، وتدفق كميات ضخمة من الأموال التي جلبوها معهم.



(الشكل ٦)

وبحلول عام ٢٠٠٦م، فإن الفرص الاستثمارية والعقود الآجلة بمؤشر نايمكس والعلاقة المتبادلة مع الأسعار قد انهارت بسرعة، بعد أن تنوّعت التداولات غير التجارية، وكذلك الأدوات المستخدمة.

لقد أصبح الطريق معبداً أمام تداول النفط نتيجةً للتغيرات الجذرية في هيكل أسس العرض والطلب، إلى جانب اختفاء الطاقة الإنتاجية الفائضة، حيث شكل هذان العاملان نقطة انطلاق نحو المضاربة في النفط. وسمحت فترة التحوّل هذه بإضافة الكثير من العمق والسيولة لعقود النفط الآجلة، والتي كانت صغيرة في حجمها، وإلى حدٍ كبير، فهي غير قابلة للإسالة، وتستخدم فقط من قبل عدد قليل من الشركات. ولعبت الصدفة دوراً في انضمام النفط إلى قائمة الأصول المالية، إذ نتج ذلك عن تلاشي الطاقة الإنتاجية الفائضة خلال الفترة من ٢٠٠٤م إلى ٢٠٠٦م، إضافة إلى الطفرة المالية التي تصادفت مع ذلك الوقت.

وول ستريت والذعر من الندرة

وسوء تفسير نظرية الذروة النفطية

ومع تدفق المزيد من اللاعبين الجدد إلى حقل تداول النفط، بدأت مجموعة جديدة من الدروس والعبر في الظهور: أولاً، كان العديد من المحللين والتجار الجدد دون خبرة تذكر في مجال النفط، مع القليل من الذاكرة المؤسسية حول الدورات والأحداث الماضية؛ وثانياً، لدى هؤلاء المستثمرين آفاق زمنية مختلفة؛ وأخيراً، فهم في حاجة إلى منطق جديد للبدء مباشرة في الاستثمار في مجال السلع الأساسية بدلاً من الأسهم التقليدية في مجالي الغاز والبتروول.

بدأت الصناعة المالية في التركيز على النفط، في وقت كان الطلب فيه مزدهراً، وكان فائض الطاقة الإنتاجية في المملكة العربية السعودية في أدنى مستوياته منذ عقود؛ والأهم من ذلك كان الإنتاج من خارج أوبك في حالة ركود. وتضافرت كل هذه العوامل لتخلق شعوراً بعدم الأمان تجاه تدفق الإمدادات، وكان على أسواق النفط أن تتكيف بصورة قاسية وموجعة من حالة الرضا عن كميات العرض، وموثوقية تدفق الإمدادات، مثلما كان عليه الحال في تسعينيات القرن الماضي، إلى الشعور بندرة وشيكة في العرض دون حلول واضحة في الأفق؛ وكان واضحاً أن تعميم نظرية ذروة النفط والتي تعني أن الإنتاج العالمي من النفط قد بلغ كامل طاقاته المتاحة، دون احتياطات إضافية قد أثر بقدر كبير في قرار العديد من مديري الأصول المشاركة في تداول النفط. وكان كتاب «الفجر الكاذب في الصحراء» لمؤلفه

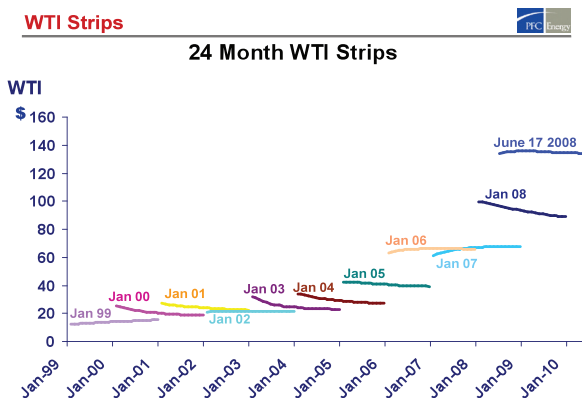
ماثيو سيمونز قد صب المزيد من الزيت على النار، من خلال التشكيك في استدامة أكبر حقل نفطي في العالم ومقدرته على العطاء لوقتٍ طويل^(١).

وقد أدت هذه الحبكة المتعلقة بمحدودية الإمدادات والتي تركز على أساس ندرة لا محالة واقعة في المستقبل القريب إلى عدد من التغيرات الهيكلية في أسواق النفط. وبعد ذلك كله، فإذا كان هناك مَنْ يتوقع أن تبلغ الإمدادات ذروتها في السنوات الثلاث إلى الخمس المقبلة، فإن ذلك يعطي الكثير من الخيارات الاستثمارية لمديري الأصول؛ وهذا هو بالضبط ما حدث في السنوات الأربع الماضية.

ونتيجة لذلك، تحولت أسعار العقود الآجلة للنفط بدرجة كبيرة إلى أعلى. وعند التفكير في الأسعار، فإنه من المفيد التمييز بين الأسعار في الأجل القصير، والتي تميل إلى أن تكون متقلبة إلى حد ما، وتستجيب للتغيرات في كميات المخزون والأسعار على المدى البعيد، والتي تميل إلى الاستجابة لمستويات الاستثمار والتكاليف الهامشية، والمعتقدات المحيطة بحدود الإنتاج وطول عمر دورته. ولسنوات عديدة، وبصرف النظر عن السعر على المدى القريب، فقد ظلت أسعار النفط على المدى الطويل مستقرة للغاية. وفي نحو عام ٢٠٠٦ بدأت أسواق النفط بوضع قيمة عالية على العقود الآجلة للنفط، إذ كانت الأسعار الآجلة أعلى

(١) وبصورةٍ أو بأخرى، فقد كان السيد سيمونز المحامي الأكثر فعالية لارتفاع أسعار النفط، ويستحق الشكر من قبل أوبك لتحقيقه في وقت قصير تحولاً ملحوظاً في توقعات أسعار النفط، وتحقيق تلك التنبؤات. لقد كان هو المروج الأكثر فعالية لأهداف المنتجين لارتفاع الأسعار، حتى وإن لم يكن يقصد ذلك.

بكثير. وعادة يتم تسعير العقود الآجلة للنفط بأقل من أسعار النفط في الفترة الراهنة، ما يعكس تكلفة تمويل النفط وتخزينه، وهو ما يسمى «الميل إلى التراجع» (انظر الشكل ٧). ومع ذلك، فإن ارتفاع الطلب الآسيوي (حاجة الصين والهند إلى مزيد من النفط) جنباً إلى جنب مع معضلة العرض (عدم توافر أي قدرة جديدة على المدى المتوسط، ونظرية ذروة النفط) قد أدت معاً إلى تحولٍ جوهري في بنية الأسعار؛ ومن ثمّ، شهدت الأسعار الفورية موجةً زيادةً، كما ارتفعت أسعار العقود الآجلة بأكثر من ذلك؛ ففي خلال أقل من عامين ارتفعت أسعار النفط على المدى البعيد من ٢٥ إلى ٦٥ دولاراً للبرميل. وبعد موجة الذعر في صيف عام ٢٠٠٨م - حينما شهدت أسعار النفط صعوداً حاداً، ثم انهارت بعد ذلك - يبدو أن السعر قد استقر عند مستوى ٧٥ دولاراً للبرميل منذ عام ٢٠٠٩م.

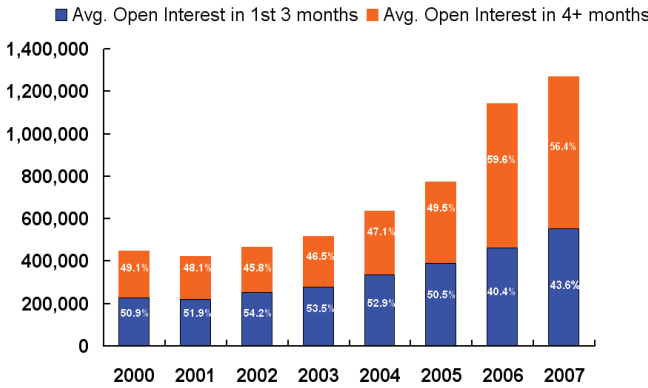


(الشكل ٧)

ولا يعكس هذا التحوّل السريع في أسعار النفط الخام للعقود الآجلة شحاً في الإمدادات، بل هو على العكس تماماً. ويبين

الشكل ٨ أن السيولة في نهاية الجزء الخلفي من المنحنى قد ازدادت في الواقع بشكل كبير، سواء في النسبة المئوية أو في الحجم، مع تداول النفط في الأسواق المالية. وقد دفعت نظرية ذروة الإنتاج النفطي عدداً من مؤسسات الاستثمار، بما في ذلك صناديق التقاعد المحافظة جداً لاستثمار حصة من أصولها بصورة مباشرة في العقود النفطية طويلة الأمد؛ وبعبارة أخرى، بدأوا في حفظ أموالهم في السلع الأساسية، استناداً إلى أطروحة قديمة تركز على نظرية الندرة.

السهولة تتحرك نحو النهاية الخلفية للمنحنى



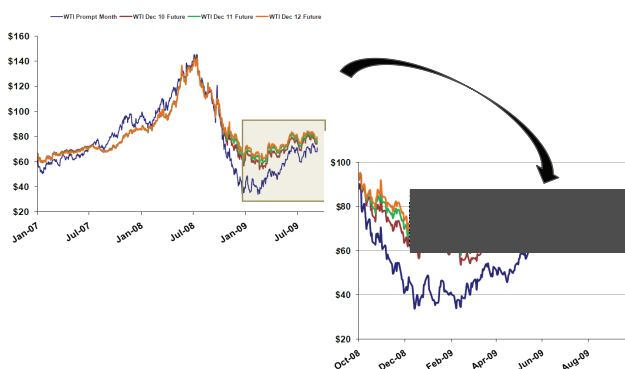
(الشكل ٨)

وإلى حد ما، فقد أسهم المشهد على المدى البعيد في دفع الأسعار في الأجل القصير صعوداً فيما بعد عام ٢٠٠٧م. ولم يكن الارتفاع في أسعار النفط الذي نتج أصلاً نظراً لعدم وجود طاقة إنتاجية احتياطية مدفوعاً بالكامل، من قبل نظرية الندرة المحتملة على المدى الطويل.

لقد تبدلت الدوافع، ولكن مع استمرار الضغط على الأسعار

نحو الارتفاع، حتى بعد زيادة الطاقة الإنتاجية الاحتياطية، واختفاء القلق من نقص الإمدادات على المدى القصير. وبمجرد استقرار الأزمة المالية، تحركت أسعار النفط بسرعة، وخلال شهر واحد من ٤٠ إلى ٦٥ دولاراً للبرميل، منهيّة بذلك حالة التراجع الحاد، الناتج عن الأجواء الاقتصادية المتأزمة وتراكم المخزون. وبمجرد بروز إجماع في الآراء بأن الاقتصاد العالمي يعاني من ركود عميق وليس مجرد كساد اقتصادي، فإن أسعار النفط في المدى القصير قد ارتفعت متأثرة بالأسعار على المدى البعيد، والتي لم تتراجع أبداً عن مستوى ٦٠ دولاراً للبرميل، حتى في أحلك ساعات الأزمة الاقتصادية العالمية.

الأسعار المستهدفة على المدى البعيد تقود الأسعار على المدى القصير



(الشكل ٨)

٣- بروز النفط كقوة جديدة من الأصول - تداول النفط في أسواق المال

لقد أدت الاضطرابات التي حدثت في سوق النفط خلال

الفترة من ٢٠٠٧م وحتى ٢٠٠٩م إلى نقاشٍ ساخنٍ بين المحللين لفهم جذور الأسباب، وهل جاءت تقلبات الأسعار نتيجة للضغط التي تعاني منها الإمدادات، أم بسبب الفقاعة المالية التي انفجرت لاحقاً؟ في تقديري، ومن واقع خبرتي في العمل وزيارة العشرات من مديري الأصول بمختلف أنواعها، فليس هناك شك في أنه لا يمكن تقديم تفسير مقنع لارتفاع الأسعار وانهارها عام ٢٠٠٨م، إلا من خلال الحجم الكبير لتحركات المال من اللاعبين الماليين، الذي شهدناه خلال العامين الماضيين. لقد لعبت الأموال الرخيصة - التي توافرت قبل أزمة الائتمان وبعدها - عنصراً أساسياً في اقتحام اللاعبين الماليين لأسواق النفط. وسوف أقدم شرحاً للروابط في هذا الجزء من هذه الورقة. لقد أدى انعدام الرقابة التنظيمية إلى نمو أسواق النفط وزيادة الاقبال عليها. ومن جهةٍ أخرى، فقد استغل القطاع المصرفي الثغرات القانونية الناجمة عن تحرير الأسواق المالية في أواخر تسعينيات القرن الميلادي الماضي؛ وهذا هو ما أسميته «الانفجار الكبير» في أسواق النفط، حينما يصبح النفط أداة كلية، وواحداً من فئات الأصول، تحت تصرف مديري المحافظ الاستثمارية.

لقد أظهرت هذه الدلائل أن النفط قد تحوّل بسرعة من أداة مالية استثمارية مربحة خلال الفترة من عام ٢٠٠٣م إلى ٢٠٠٦م لعددٍ من اللاعبين ومعظمهم من صناديق التحوّط التي تبحث عن عوائد مرتفعة دون التوجّس من مخاطر التقلبات، ليصبح فئةً مستقلة من الأصول، مع تطور مؤشرات أسواق السلع الآجلة

في بداية الأمر، وفي نهاية المطاف؛ ولكن الأهم من ذلك صكوك المشتقات التي تقتضي أثر تلك المؤشرات. إن خلق علاقة مع الأصول التقليدية، مثل: الأسهم، والسندات، والعملات أو أسعار الفائدة، مكنت النفط من أن يصبح أداة من أدوات التحوط، ليس فقط ضد التغيرات الفعلية في أسواق النفط، ولكن على نحو متزايد - ولا سيما في الوقت الراهن - أداة للتحوط، بهدف تغطية المخاطر بين فئات الأصول. ويعد هذا التحوّل ثورياً حقاً، فقد أدى إلى إدراج النفط مع خليط من الاستثمارات الرئيسية وأدوات التحوط المتاحة الآن، وتعرض السوق النفطية الصغيرة، إلى طوفانٍ ضخم من الأموال التي تدخل إلى الأسواق العالمية كل يوم وتخرج منها. وهذه هي المرحلة الثانية من مراحل المضاربات في النفط وتداوله في أسواق المال التي انطلقت فيما بعد عام ٢٠٠٣م.

كيف أصبح النفط أداة تحوط عالمية بعد عام ٢٠٠٧؟

لقد كانت تحركات الأسعار خلال عام ٢٠٠٨م والنصف الأول من عام ٢٠٠٩م مقلقة للغاية، بالنسبة للمراقبين الذين على علم بأسواق النفط. علماً بأن البحث في أساسيات النفط وحدها لا تقدم جواباً كافياً على ما حدث: لماذا تضاعفت أسعار النفط في الأشهر الستة الأولى من عام ٢٠٠٨م، ثم انهارت من ١٥٠ دولاراً للبرميل إلى ٣٥ دولاراً للبرميل في الأشهر الستة التالية؟ لا سبيل لجوابٍ شافٍ ومقنع؛ لذلك، خلافاً للبحث في النفط في سياق فئات الأصول الأخرى، وعندها فقط سنجد الجواب المقنع

لتطور أسعار النفط على ذلك النحو. ومن الضروري أن نفهم آثار الروابط وآليات التحوّل على المحافظ الاستثمارية لمؤسسات الاستثمار.

وكان السبب الجذري لفقاعة النفط التي ظهرت في عام ٢٠٠٨م هو أزمة الائتمان التي تعرضت لها الولايات المتحدة في صيف عام ٢٠٠٧م. وهذا هو الحدث الذي تسبب بشكل غير مباشر في فقاعة النفط. وعلى المستوى الأساسي فقد كان اختلال التوازن في الاقتصاد الأمريكي وما صاحبه من اختلال في التجارة والمدّخرات والعجز المالي هو المؤثر الرئيس في أسعار النفط؛ وهذا ما أسمىه الأساسيات الكلية، وعلى النقيض من العوامل الأساسية للنفط، التي تعد امتداداً للتحليل التقليدي للعرض والطلب.

تعد بداية استخدام مدراء محافظ الاستثمار للسلع كوسيلةٍ للتحوّط ضد مخاطر التضخم ومخاطر تقلّبات العملات المفتاح لفهم العلاقة بين النفط والأساسيات الكلية. وكانت شركة إدارة الأصول ذات الدخل الثابت «بيمكو» قد أطلقت الأساس النظري لهذه العلاقة، وفتحت الطريق لتحوّل واسع في تفكير عددٍ من المستثمرين المتحفّظين، مثل صناديق المعاشات والأوقاف. وهذا، بدوره، أغرى شريحة كاملة من قطاع المال للنظر في السلع الأولية، كأداة مثالية للتحوّط لمحافظهم الاستثمارية، واستخدام مؤشر السلع الأساسية، بوصفها وسيلة لذلك.

لذا، دعونا نعود إلى عام ٢٠٠٧م، لنرى انهيار العلاقة بين

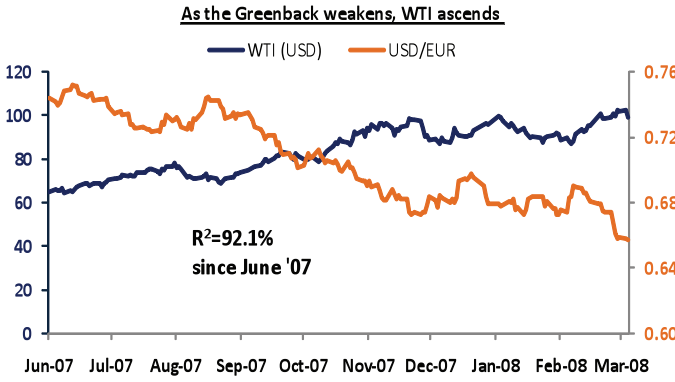
تدفّقات الأموال في العقود الآجلة وأسعار النفط؛ ولكن سنرى للمرة الأولى بروز صلةٍ قوية بين النفط والعملات وتوقعات التضخم، وكيف تعمل هذه العلاقة الجديدة؟

عندما اتجه مجلس الاحتياطي الاتحادي نحو تخفيف السياسة النقدية في سبتمبر ٢٠٠٧م مع سلسلة من التخفيضات في أسعار الفائدة القصيرة الأجل، لتخفيف تصاعد أزمة الرهن العقاري الثانوي، أصبحت الأصول المقيّومة بالدولار عندئذ أقل جاذبية للمستثمرين، ما دفعهم للتحوّل إلى الأصول ذات العوائد العالية، وأدى ذلك بدوره إلى إضعاف الدولار.

وحيثما انخفض الدولار، برز النفط كوسيلةٍ للتحوّط الطبيعي للحماية من مخاطر ضعف الدولار؛ ولأول مرة، بدأنا نرى وجود علاقة قوية للغاية وعكسية بين النفط والدولار. ومنذ صيف عام ٢٠٠٧م، أصبحت حركة أسعار النفط والدولار ترتبط بقوة، لنشهد أسعار النفط ترتفع كلما تراجع الدولار. لقد ارتفع معامل الارتباط إلى ٩٠٪ فيما بين شهري يونيو ٢٠٠٧م ومارس ٢٠٠٨م (انظر الشكل ٩)، على الرغم من أن سعر خام غرب تكساس الوسيط لم يكن مرتبطاً بالدولار على الإطلاق قبل عام ٢٠٠٧م. لقد كان معامل التحديد بين سعر صرف الدولار مقابل اليورو وسعر خام غرب تكساس الوسيط خلال الفترة من ١٩٩٩م وحتى ٢٠٠٧م ١،٤٤٪ فقط.

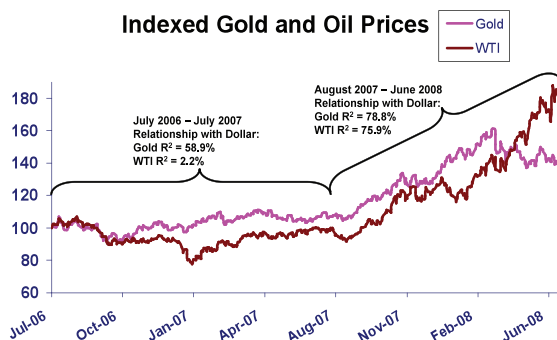
لقد أدار المستثمرون ظهورهم للدولار، الأقل عائداً؛ ليتجهوا إلى العقود الآجلة للنفط، بوصفها أداة مالية ذات عائد أعلى

نسبياً، مدعومة بموجة من تدفق رؤوس الأموال العالمية. وإضافة إلى ذلك، أصبحت العقود الآجلة للنفط التي تباع وتشتري بالدولار أكثر جذبا للمستثمرين الأجانب كلما زاد ضعف الدولار مقابل العملات الوطنية لهؤلاء المستثمرين. وأسفرت هذه القوى المحركة للسوق المالية عن علاقةٍ مثيرة بين الدولار وتحركات سعر النفط.



(الشكل ٩)

وعلاوة على ذلك، تسبب ارتفاع أسعار النفط في ارتفاع توقعات التضخم، التي تزيد بدورها من الاعتماد على النفط للتحوُّط ضد التضخم. ومنذ بداية صيف عام ٢٠٠٧م، بدأ النفط في لعب الدور التقليدي للذهب. وإذا نظرتم إلى العلاقة بين الذهب والنفط، فستجدون أنها انتقلت بالنسبة ذاتها مقابل الدولار في ذلك الوقت (انظر الشكل ١٠).



(الشكل ١٠)

ومع التأثير البالغ لأسواق الائتمان بأزمة الرهن العقاري وانهيار بير ستيرنز «Bear Stearns» في النصف الأول من عام ٢٠٠٨م، حاول مجلس الاحتياطي الاتحادي بث حياة جديدة في الأسواق، من خلال التوسع في تسهيلات الإقراض التقليدية المتاحة للمؤسسات المالية. وبناءً عليه، فقد شهد إجمالي عرض النقود زيادة حادة، منذ بدء تخفيف القيود النقدية في خريف عام ٢٠٠٧م.

وكنتيجة غير مقصودة فقد أدت زيادة عرض النقود إلى حقن المزيد من السيولة في أسواق المال، التي تعاني أصلاً من مشاكل السيولة الزائدة بدءاً من عائدات النفط المرتفعة، وانتهاءً بالفوائض الآسيوية. وقد أدت هذه السيولة إلى حدوث تحول كبير نحو «السلع الحقيقية» أو «الأصول الحقيقية»، كما يحلو للمستثمرين من المؤسسات المالية تسميتها؛ وهذا هو السبب الذي جعل كل السلع السائلة تشترك في نمط متشابه.

كيف أصبح النفط من فئة الأصول بعد عام ٢٠٠٧م؟

على الرغم من أن الاستثمار في السلع الأساسية ليس بالمفهوم الجديد، إلا أنه قد أصبح أكثر شعبية في أوساط مؤسسات الاستثمار خلال الفترة ٢٠٠٥م - ٢٠٠٦م. وكان الأساس المنطقي لتجدد الإقبال المتزايد من قبل كبار المؤسسات الاستثمارية على السلع يرتبط بشكل واضح بالضغط التي تعرض لها الاقتصاد العالمي؛ ولذا، فقد شهدنا منذ ذلك الحين نمواً متزايداً في المضاربات بالنفط كسلعة. وإضافة إلى ذلك، فإن اللجوء إلى الاستثمارات البديلة والسلع الأساسية على وجه الخصوص قد تضاعف، من خلال الإقبال على صناديق مؤشرات السلع الأساسية التي أنشأتها شركات الوساطة الكبيرة. لقد أصبحنا نشاهد بعد عام ٢٠٠٤م عدداً كبيراً من المطويات والكتيبات التسويقية التي يصدرها كبار السماسرة بهدف تمجيد فضائل زيادة التعامل في السلع الأساسية، بوصفها من الأصول القوية، بصرف النظر عما تشير إليه العوامل الاقتصادية والمالية على المدى القصير.

وفيما يلي تلخيصاً للمنطق الذي تستند إليه الحجج المختلفة، التي تنادي بشراء السلع بنسبٍ مئوية محددة من المحافظ الاستثمارية، وهو يتكون من أربع مبررات:

١. يميل النفط والمعادن والسلع الأخرى إلى التحرك في الاتجاه المعاكس للأسهم والسندات، ولذلك يحدّ من التقلبات في المحفظة المتنوعة.

٢. تتمتع السلع بعلاقةٍ إيجابية مع التضخم والتغيرات في معدل التضخم، وبذا، توفر تحوطاً طبيعياً ضد مخاطر التضخم.

٣. توفر السلع عائدات وتقلبات طويلة الأجل؛ ما يجعلها في مقارنةٍ مع الأسهم والسندات، إن لم تكن أفضل منها.

٤. توفر السلع الحماية من بعض المفاجآت الاقتصادية والسياسية التي لا تقدمها الأسهم والسندات.

لقد شكّل تحويل النفط من سلعة أساسية - وإن كانت تتمتع بسيولةٍ شديدة إلى فئة الأصول التي تتمتع بكامل المزايا - ثورة صامتة أدت إلى تحوّل عميق في تكوين الأسعار ومستوياتها. لقد كان تداول النفط في السابق يعتمد - إلى حد كبير - على قيمته الحقيقية، كما كانت تحركات الأسعار مستقلة إلى حد كبير عن تقلبات أسواق المال العالمية؛ غير أن الأمر لم يعد كذلك، ففي الوقت الراهن، أدى قرار مديري المحافظ بضم النفط إلى فئات الأصول، إلى ربط النفط بالأصول بصورةٍ ليس لها مثيل في السابق.

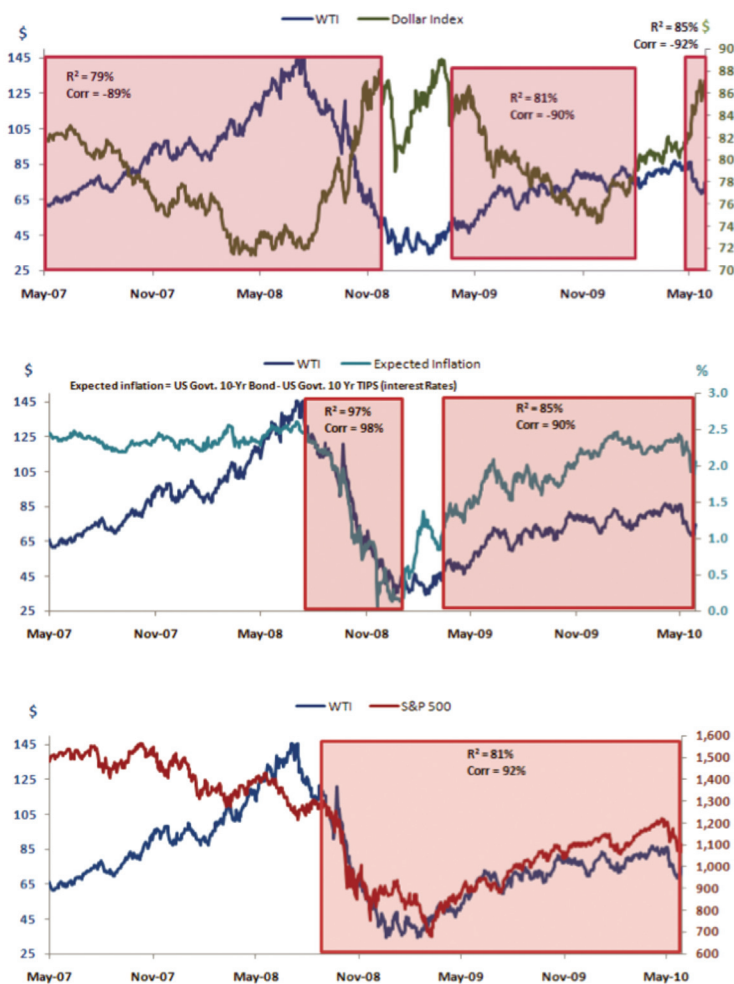
يلجأ مديرو الاستثمار المؤسسي إلى النفط، ليس فقط بسبب توقعاتٍ محددة على المديين المتوسط والبعيد بالنسبة لأساسيات العرض والطلب، ولكن على نحو متزايد بالنسبة لمجموعة من الفرص الاستثمارية العالمية والمخاطر التي لا تأثير لها يذكر على النفط. وإضافة إلى ذلك، فإن قرار زيادة مخصصات النفط أو نقصانها في المحافظ الاستثمارية يمكن أن يكون مستقلاً عن

وجهة نظرهم حول النفط في حد ذاته، بل هي تعتمد على القيمة النسبية لمختلف فئات الأصول لديهم.

وبسبب هذه الروابط، فقد شهدنا فترة علاقة قوية جداً بين أصول عادةً ما تكون غير مترابطة. لقد دخلنا مجال قرارات تنويع الاستثمار بالمحافظ، وهي تشمل السلع كفاءة من فئات الأصول، ومن ثم، فإن الارتفاع الحاد في أسعار النفط في بعض الأحيان يمكن أن يُعزى بصورة أكبر إلى التغيرات في توزيع الأصول الاستثمارية، وليس في أساسيات النفط البحتة. ولهذا السبب، فقد أصبحنا نرى ارتباطاً قوياً جداً بين فئات الأصول المختلفة في العامين الماضيين، وقد أضحت علاقة النفط بالدولار هي الأقوى والأكثر وضوحاً. كما أصبحنا نرى كذلك الموسمية الجديدة الناشئة عن إعادة توازن المحافظ التي تحدث بصورة فصلية وسنوية، بصرف النظر عن العوامل الناجمة عن أسواق النفط؛ ويتضخم هذان العاملان بصغر حجم أسواق النفط، مقارنةً بفئات الأصول الأخرى، مثل: الائتمان والأسهم.

على سبيل المثال، إذا بدأ الإجماع يتشكل في أوساط عالم المال، بأن أسعار الفائدة في الولايات المتحدة سوف يتم تخفيضها، كما كان الحال في أواخر عام ٢٠٠٧م، أو أن أسعار الفائدة ستبقى منخفضة؛ فمن المرجح أن يلجأ عدد كبير من مديري المحافظ إلى إعادة توزيع الأموال وتخصيص نسبة أكبر إلى الاستثمار في السلع، بصفة عامة، والنفط على وجه الخصوص، للتحوط من انخفاض قيمة الدولار. وقد سمحت هذه العلاقة الأساسية

لإرتباطات قوية جدا في بعض الأحيان بين مؤشرات النفط والدولار وتوقعات التضخم، وحتى مؤشر ستاندرد اند بورز. وتشير كل هذه الارتباطات إلى تأثير محافظ الاستثمار عبر فئات الأصول (انظر الشكل ١١).



(الشكل ١١)

وهكذا، إذا كنت تستطيع قانونياً وعملياً الاستثمار في سلعة

مباشرة، فإن أسباب الاستثمار في النفط كسلعة قد أوضحت كثيرة. وتعد الروابط بين التضخم والدولار الأكثر إثارة؛ إذ أنها تؤدي إلى زيادة كبيرة في الطلب على عقود النفط. والنقطة الأساسية، هي أنه بمجرد فتح الباب، فإن المستثمرين لن يفوتوا فرصة الاستفادة الكاملة من تلك الفرص الجديدة.

صناديق المؤشرات والمشتقات هي وسيلة للاستثمار في النفط

تعد صناديق المؤشرات والمشتقات، التي تم تفريخها خلال السنوات القليلة الماضية، الوسيلة الرئيسة التي تمكن المؤسسات الاستثمارية من الاستثمار في السلع والأموال؛ وتتضاءل الآن العقود الآجلة والخيارات في البورصات الرئيسة أمام حجم مؤشرات الصناديق وسوق مقايضات النفط والمنتجات. وتستخدم الآن معظم هذه الصكوك من قبل اللاعبين الماليين أكثر من استخدامها لأغراض التحوط فقط من قبل المستهلكين أو المنتجين. يشار إلى أن القيود التي كانت قائمة حتى عام ٢٠٠٠م، إضافة إلى محدودية حجم السوق الآجلة وافتقارها للسيولة، وإنفاذ سقوف محددة من قبل السلطات المنظمة، قد حدثت من نطاق التوسع في تداول النفط في أسواق المال. لقد تغير كل ذلك مع التأثير الكامل لإلغاء القيود المالية، الذي حدث خلال تسعينيات القرن الماضي، وانفجار المشتقات الذي تلى ذلك بفترة وجيزة. إن سياسة التحرير قد فتحت الباب للنفط لكي يصبح فئة من فئات الأصول لمؤسسات الاستثمار؛ إذ حدث ذلك بصورة أساسية من خلال النافذة التي فتحتها الثغرة سيئة السمعة،

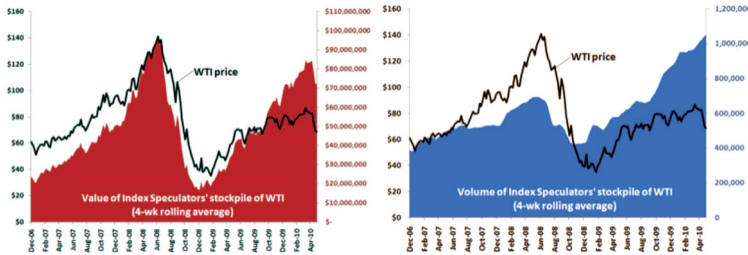
لإنرون للطاقة «ثغرة إنرون». لقد سمحت ثغرة إنرون بتمرير معظم التداولات الفورية للنفط والتداول الإلكتروني لسلع الطاقة بعيداً عن الأنظمة الحكومية.

لقد نتجت الثغرة عن تحديث قانون عقود السلع الآجلة (CFMA) لعام ٢٠٠٠م. وسمح القانون المعدل للبورصات الأمريكية بنوع جديد من كفالة المشتقات، بما يعرف بالسهم المفرد الآجل، والتي كانت محظورة منذ عام ١٩٨٢م. كما أتاحت ثغرة إنرون من خلال قانون السلع الآجلة (CFMA) أيضاً تعديلاً في الإشراف على النفط والذي كان قائماً منذ عام ١٩٢٢م، ومن ثم تمكين المتعاملين بالمقايضات من إنجاز معاملاتهم التجارية في ظل قدر محدود من الشفافية من قبل المضاربين، خارج نطاق الجهات التنظيمية، مثل هيئة تداول السلع الآجلة.

لقد استفاد تجار المقايضات بشكل كامل من هذه الأحكام، وجرى إنشاء صناديق مؤشرات السلع الأساسية، ما سمح لهم بصياغة مستقبل سهم واحد من سلة من السلع الأساسية. وقد حظي النفط بحصة الأسد من هذه الصكوك المالية الجديدة، إذ بلغت حصة منتجات النفط ٧٠٪ من وزن المؤشرات. وفي حقيقة الأمر، فإن هذه المشتقات هي المركبات المالية التي تسمح للمستثمرين بشراء السلع، دون الحاجة أبداً إلى الانخراط في المجال الحقيقي لتجارة تلك السلع. والآن أصبح شراء النفط وبيعه مشابهاً تماماً لشراء الأسهم أو السندات/ ومن دون تكاليف إضافية، وبذا، فقد تم ربط النفط بالتداول والمضاربات بصورة كاملة دون أي صلة مباشرة بالسلعة الحقيقية.

لقد تزامن اهتمام مؤسسات الاستثمار في تداول السلع مع النمو الاستثنائي في صناديق المؤشرات وأدوات المقايضة الأخرى، كما أصبحت صناديق مؤشرات السلع الأساسية الاستثمار المفضل لدى الأوساط المالية، والأداة الرئيسية للتحوط والاستثمار والمضاربة في السلع الأساسية. وربما تمثل أكبر مستثمر فرد في العقود الآجلة للنفط، إذ قُدِّر حجمها عام ٢٠٠٨م بنحو ٢٨٠ مليار دولار.

وتشير التقديرات إلى أن أكثر من عشرة مليارات دولار من الاستثمارات الآلية قد ذهبت إلى أسواق السلع الأولية في الأيام العشرة الأولى من عام ٢٠١٠م. ويقدر أن ثلاثة من أكبر مؤشرات الصناديق السلعية وهي (ستاندرد اند بورز GSCI، ومؤشر داو جونز UBS، وDBC) قد حازت على مخزون يزيد عن مليار برميل من النفط الخام في مايو ٢٠١٠م، ما يفوق بنسبة كبيرة الذروة التي بلغها في وقت سابق في شهري مايو ويونيو ٢٠٠٨م، والتي عجلت في فقاعة النفط الخام وما يعادلها تقريباً من حيث قيمة الدولار.



(الشكل ١٢)

وباستخدام بيانات صادرة عن هيئة تداول السلع الآجلة، وملحق تقرير المتداولين والأوزان الفردية للسلع الأساسية في

صناديق المؤشرات وأسعار الإغلاق اليومية للسلع، يمكننا تقدير عدد العقود التي أبرمها مؤشر صناديق السلع للنفط الخام والبنزين وزيت التدفئة. ومن الواضح من خلال هذه البيانات أن ستاندرد آند بورز GSCI، هو الأكبر، إذ أنه يدير عقود تصل في مجموعها إلى أكثر من ١٤٠ مليار دولار، يليه دي جي يو بي اس بما مجموعه أكثر من ١٠٠ مليار دولار، ثم DBC بحجم يقل كثيراً عن سابقه وهو ٤,٥ مليار دولار أمريكي.

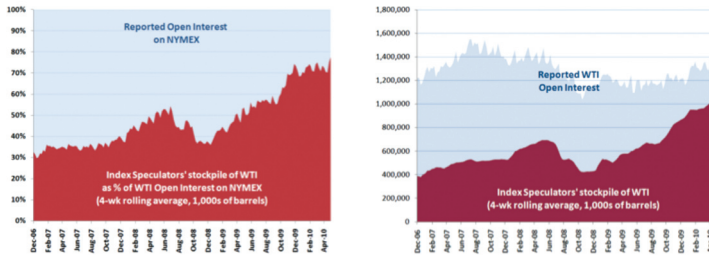
وخلافاً للمستثمرين والمضاربين، الأكثر نشاطاً على المدين القصير والبعيد، مثل صناديق التحوط والمكاتب التجارية للبنوك، التي تنتقل من مواقع وإليها على الجانبين، وبصورة سريعة نوعاً ما (خلال أيام أو أسابيع، إن لم يكن أسرع من ذلك)؛ فإن المؤسسات الاستثمارية، وعلى رأسها صناديق المعاشات التقاعدية، تتحرك في جانب واحد، حيث لا تميل إلى التعامل قصير الأجل، بل للحفاظ على مواقفها لفترة طويلة جداً (قد تصل إلى شهور أو سنوات)، وغالباً ما تستخدم مؤشرات هذه الصناديق، أو المقايضة والتكرار. ولهذا السبب، يُطلق عليها اسم: «الاستثمارات طويلة الأجل واسعة النطاق»، وقد برزت كقوة مؤثرة في تشكيل أسعار النفط.

وقد حازت الاستثمارات الضخمة طويلة الأجل على كميات هائلة من النفط، ما يزيد من حجم الطلب الذي يجفف السيولة؛ وكما جاء على لسان السيد بارت شيلتون، أحد المفوضين الخمسة في هيئة تداول السلع الآجلة: «لقد سيطرت على أسواق النفط بصورة جعلت التحوط لغرض الاستثمار موضع نقاش».

ما حجم الاستثمارات طويلة المدى في أسواق النفط؟

يعد حجم سوق النفط الذي لا تعكسه البورصات، ضمن آليات العقود الآجلة والخيارات المرئية والمنظمة، الجزء المخفي من جبل الجليد. ولا تمثل فرص الاستثمار وعقود النفط المتاحة للجمهور ضمن تقارير هيئة تداول السلع الآجلة في بورصة نايمكس سوى جزء صغير من الأدوات المالية المرتبطة بالنفط. وجنباً إلى جنب مع السوق المادية الفعلية، فإن ذلك لا يمثل سوى جزء من جميع المعاملات المالية المرتبطة بالنفط، وربما يكون الجزء الأصغر. ويعد الحجم الهائل لمؤشر النفط وسوق المشتقات المالية المرتبطة بالنفط المسألة الأهم هنا، ولا سيما الحقيقة التي تتمثل في أن هذا الحجم لا يخضع إلى تحديد سقوف له من قبل السلطات المنظمة.

ويوضح الشكل ١٣ مقارنة جيدة لحجم المؤسسات الاستثمارية في ثلاثة من صناديق مؤشرات تداول السلع الأساسية. وتمثل هذه الصناديق الثلاثة وحدها ٨٠٪ أو نحو ذلك من حجم نايمكس، والتي هي، إلى حد بعيد، تمثل السوق الأكبر والأكثر سيولة للعقود الآجلة.



(الشكل ١٣)

ومع ذلك، فإن صناديق المؤشرات المبينة أعلاه تتضاءل بسبب المشتقات التي غالباً ما ترتبط بالنفط عن طريق عقود المقايضة. وإضافة إلى ذلك، فإن معظم المستثمرين المؤسسيين قد يبتعدون عن صناديق المؤشرات السلعية عن طريق توزيعها أو تكييفها وفقاً لنوع معين من المخاطر، عن طريق المقايضات والمشتقات. لذا، فإن الفرص والعقود المتاحة في صناديق المؤشرات الثلاثة الرئيسة للسلع الأساسية هي على الأرجح لا تمثل إلا جزءاً يسيراً من الحجم الحقيقي لسوق المشتقات النفطية، وهذا قبل إحصاء الكميات المتزايدة من النفط المرتبط بصناديق المؤشرات المتداولة «ETFs».

لا توجد بيانات عامة متاحة توضح الحجم الحقيقي لسوق المشتقات النفطية، خلافاً لتلك البيانات الخاصة بالمتعاملين بالمقايضات. ومع ذلك، فقد بات واضحاً من خلال حديثنا مع عدد كبير من المستثمرين أن المؤشر في نمو مستمر؛ وقد قامت المؤسسات الاستثمارية الكبرى بتصميم عقود تتناسب مع شهيتها للمخاطر وأفق الاستثمار وأفضلياتها. وكانت بعض الخيوط التي تشير إلى الحجم الحقيقي لهذه السوق بدأت تظهر في الآونة الأخيرة بعد أن أفرزت أحدث أنظمة المشتقات نقاشاً ساخناً في الولايات المتحدة. ولننظر إلى ما جاء في النشرات التسويقية لمؤشر جولدمان ساكس السلعي «إن فرص العقود المتاحة في مؤشر جولدمان ساكس للسلع لا تعكس الصورة الحقيقية، بل تقل إلى حد كبير من السيولة الحقيقية للمؤشر، عندما تؤخذ

المشتقات والمقايضات في الاعتبار».

وأخيراً، ولكي نفهم حقاً حجم تأثير المؤسسات المالية التي تستثمر بالنفط على الأسعار، فلا بد للمرء أن يتذكر أن أسواق السلع وأسواق النفط هي جزء صغير من أصول ضخمة تحت إدارة صناديق المعاشات التقاعدية في العالم. ولذلك، فإن إعادة توازن المحافظ الاستثمارية بين جميع فئات الأصول سوف تؤثر تأثيراً بالغاً بنحو غير متناسب على أسعار النفط، في حين سيؤثر بنسبة طفيفة على أسواق العملات والأسهم.

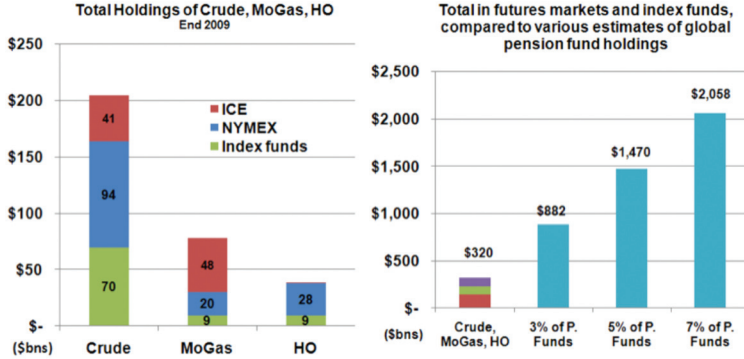
ويعد التباين الكبير في حجم الطلب واحداً من القضايا الرئيسية، التي تواجه أسواق النفط باستمرار؛ فقد يتم توجيه كميات ضخمة من الأموال إلى هذه السوق، في أي لحظة متى كان هناك سبب يستدعي إعادة توزيع الأصول. وفي كثير من الأحيان لا يرتبط توزيع الأصول بأي علاقة مع أساسيات النفط، على الرغم من وجود علاقة في مرات نادرة. وفي أغلب الأحيان، يحدث ذلك نتيجة لتحرك آخر على المستوى الكلي، مثل تغيير في توافق الآراء حول الدولار أو اليورو، أو على المستوى المتوقع للتضخم في المدى المتوسط.

وعلاوة على ذلك، فقد شهدنا في الآونة الأخيرة، وجود نزعة لزيادة المخصصات في السلع الأساسية من ٣٪ - ٥٪؛ (ويبدو أن ذلك هو ما أجمعت عليه الآراء قبل الأزمة المالية) لتصل إلى ٥٪ - ٧٪ حالياً.

وقد أرغمت الأزمة الأخيرة المستثمرين على مراجعة توزيع

الأصول، وأوصى العاملون بتوزيع الأصول بزيادة حصص التعامل بالسلع والاستثمارات البديلة، في خطوة تهدف إلى زيادة نسبة «الأصول الحقيقية» في محافظهم الاستثمارية. وقد يكون ذلك تكتيكاً مؤقتاً، غير أن الآراء تجمع على ذلك في الوقت الراهن ولا سيما في ظل فشل المحافظ التي تتكون من نسبة أقل من السلع في تحقيق الأداء المستهدف.

ومن المقدر أن يبلغ مجموع عقود النفط والمنتجات في الأسواق الآجلة وصناديق المؤشرات ما يعادل (٣٢٠) مليار دولار بنهاية عام ٢٠٠٩م. كما نعتقد أن إجمالي المشتقات النفطية التي في حوزة المؤسسات الاستثمارية قد تبلغ ثلاثة أضعاف هذا الحجم، إذا افترضنا أن نسبة المخصصات السلعية تبلغ ٣٪ فقط من إجمالي أصول هذه المؤسسات. ونظراً لصغر حجم هذه السوق مقارنة مع (٣٠) تريليون دولار من الموجودات العالمية لدى صناديق المعاشات التقاعدية؛ فهناك ضغط كبير على الأسعار لدفعها نحو الصعود بصورة تتجاوز العوامل الأساسية لصناعة النفط. وإلى حد كبير، فإن هذا هو ما رأيناه حتى الآن في عام ٢٠١٠م، فقد أسهمت العوامل الكلية في ارتفاع أسعار النفط، حتى حين تشير الأساسيات بوضوح إلى أن السوق متخمة بالامدادات يصاحبها ارتفاع حاد في مستويات المخزونات.



(الشكل ١٤)

ومن الواضح أن عدم وجود سقف للكميات التي كان يسمح لصناديق المؤشرات بحيازتها حتى وقت قريب، قد وفّرت باباً خلفياً للمجتمع المالي، لاستثمار المزيد من الأموال في عقود النفط الآجلة، بصورة تفوق النوايا الأصلية للجهات المنظمة.

لقد كان هذا النوع من الاستثمارات طويلة الأمد الأكثر إثارة للجدل؛ نظراً لزيادتها الطلب الورقي على النفط، ثم الانتظار لفترة طويلة. وهذا يتناقض مع الرأي القائل بأنه ينبغي أن يسمح للاعبين الماليين بحرية التعامل في أسواق السلع، لما يجلبه ذلك من زيادة في السيولة.

تستهدف الإصلاحات التنظيمية التي تجري صياغتها حالياً في الولايات المتحدة وأوروبا المشتقات، على وجه التحديد، ويمكن أن تؤدي إلى مزيدٍ من الشفافية. ومع ذلك، فإن هذه الظاهرة التي وصفناها في هذا الجزء من هذه الورقة، والمتمثلة

في الأساليب المبتكرة التي تقف وراء الصكوك المالية الجديدة المرتبطة بالاستثمار في أسواق النفط، والإقبال عليها بصورة لافتة من قبل المؤسسات المستثمرة سوف يكون من الصعب عكسها تماماً. والحقيقة هي أن مديري الأصول يرغبون في التعامل بالسلع وسيحاولون تكرار هذا قدر الإمكان ضمن أي إطار تنظيمي جديد.

٤- البيئة التنظيمية ومحاولات السيطرة على الأوضاع

أظهر الارتفاع التاريخي غير المسبوق في أسعار النفط، الذي شهده عام ٢٠٠٨م، مدى الحاجة الملحة لاتخاذ إجراءات إصلاحية وتشريعات إشرافية من قبل الدول المنتجة والمستهلكة، على حد سواء؛ ففي الولايات المتحدة الأمريكية فرضت هيئة تداول السلع الآجلة عام ٢٠٠٩م معايير صارمة للتدقيق، مثلت الرد الأوسع نطاقاً والأكثر دلالة على ظاهرة مضاربات الأسواق المالية في النفط. وأطلقت قمة العشرين «G20» والولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي وعدداً من أعضائه عدة مبادرات لدراسة الأوضاع واقتراح الإصلاحات. وكان غوردون براون ونيكولاس ساركوزي قد نشرنا مقالاً في صفحة الرأي في صحيفة وول ستريت جورنال بتاريخ ٨ يوليو ٢٠٠٩م تحت عنوان: «أسعار النفط في حاجة إلى الإشراف والمراقبة الحكومية»، دعياً فيه إلى زيادة التعاون والإشراف على أسواق النفط من قبل السلطات

التنظيمية للحد من التقلبات.

وقد تُوِّجت المناشدات التي نادى بضرورة التدخل واتخاذ إجراءات عملية بشهور من المناقشات في مجلس الشيوخ الأميركي، حيث ظهرت أخيراً على هيئة مشروع قانون يوم ٢٠ مايو، من شأنه أن يعيد تشكيل قطاع المال في الولايات المتحدة الأمريكية، على نطاق لم يحدث منذ الكساد العظيم؛ علماً بأن القانون في صيغته النهائية لا يزال بحاجة إلى التوافق بين مجلسي الشيوخ والنواب، قبل إقراره ليصبح قانوناً ملزماً.

وفي المقابل، فإن أحكام المشتقات قد أضحت معروفة جيداً، ومن غير المرجح أن تخضع لتغييرات جذرية. لقد حاز إصلاح المشتقات على دور محوري في النقاش الدائر حول مشروع قانون الأسواق المالية، وسوف تواجه مشتقات السلع مجموعة جديدة من القواعد، بمجرد التوقيع على مشروع القانون ليصبح قانوناً. ويتمحور الجدل الفني والقانوني حول مسألتين، هما: الشفافية في سوق المشتقات، وتحديد سقوف لمشتقات السلع. لقد شدد السيد جاري جينسلر، رئيس هيئة تداول السلع الآجلة، على ضرورة تنفيذ هذين المطلبين، ومن الواضح أن مشروع قانون مجلس الشيوخ قد تبني تلك التوصيات، إلى حد كبير.

١- فرض الشفافية في أسواق المشتقات المالية خارج البورصة

يهدف التشريع الصادر عن مجلس الشيوخ إلى تنظيم تداول

معظم صفقات المشتقات التي تقدر بـ (٦٠٠) تريليون دولار، بما في ذلك مشتقات السلع الأساسية التي يجري تداولها خارج البورصة؛ ليتم تداولها في إطار أنظمة البورصات، أو نظام إلكتروني مماثل، وهو تدبير من شأنه أن يسمح بشفافية أكبر للمنظمين، ما يمكنهم من تتبع صفقات البيع والشراء. كما يعني ذلك أيضا ارتفاع الضمانات على معظم صفقات البيع والشراء، ومن المرجح أن يقلل ذلك من تكلفة الصفقات.

وتأمل هيئة تداول السلع الآجلة أن يؤدي هذا الإصلاح إلى تحقيق الآتي: الحد من حجم الأنشطة والصفقات الخفية التي تتم بعيداً عن أعين المنظمين، والحد من استخدام المشتقات خارج البورصة، وعوضاً عن ذلك تشجيع المزيد من المنتجات القياسية التي يتم تداولها في البورصات. وقد طالب السيد جينسلر بالمزيد من الصلاحيات لتنظيم العقود خارج البورصة، ومراقبة المضاربة في السلع خارج أسواق البورصة النظامية؛ كما أبدى الرغبة في اتباع نهج من ثلاثة محاور، هي: تنظيم المتعاملين في المشتقات، وشفافية التداول خارج البورصة، والانتقال بالمشتقات القياسية إلى مراكز تبادل معلومات خاضعة للرقابة.

وفي نواح كثيرة، نجد أن النص الصادر عن مجلس الشيوخ هو أكثر تقييداً من مقترحات السيد جينسلر، إذ يُعزى ذلك - إلى حد كبير - إلى تغيير تم اقتراحه في اللحظة الأخيرة من قبل السيناتور لينكولن، يهدف - تحديداً - للحد من نفوذ تجار

المقايضة في أسواق السلع الأساسية. لقد تبنّى هذا الإصلاح الفلسفة والأدوات التي أوصت بها هيئة تداول السلع الآجلة، والتي ترمي إلى أن تخضع معظم تداولات السلع الأساسية، وإلى أقصى مدى ممكن، إلى الشفافية، وأن تتم ضمن إطار أسواق البورصة النظامية.

وبموجب التعديلات المقترحة من قبل السناتور لينكولن، فإن جميع تداولات المشتقات سوف تجري ضمن إطار البورصة؛ في حين أن المقترحات المقدمة من السيد جينسلر ومن السيد وزير الخزانة تهدف إلى إخضاع نحو ٦٠٪ إلى ٧٠٪ من الصفقات لتتم داخل إطار البورصات. وليس من الواضح ما إذا كانت تلك القيود، التي اقترحها السناتور لينكولن، سوف تنجو من الاعتراضات والخلافات، التي قد تعصف بها في آخر لحظة، وكذلك الاعتبارات التقنية؛ ولكن بكل المقاييس، فإن أنشطة تداول المشتقات من قبل تجار المقايضة سوف تتغير بشكل كبير. ويشار إلى أن البنوك الثلاثة أو الأربعة التي تسيطر على سوق المشتقات السلعية خارج تنظيم البورصة، وهي: جيه بي مورغان تشيس، وبنك أوف أميركا، ومورغان ستانلي، وغولدمان ساكس، قد خاضت معركة طويلة وشاقة ضد هذه التعديلات، ولكنها صُدمت بخسارة المعركة، وعلى الأرجح السيطرة على الأسواق. وأكد تجار المقايضات بشدة على حقهم في إصدار صكوك تحاكي أسعار السلع الأساسية، في حين تبقى خارج إطار الإشراف

التنظيمي؛ ومع ذلك فقد تحوّل المد السياسي.

٢- فرض وتطبيق حد أقصى لعقود المضاربة بالسلع

وبمجرد انتقال التعامل بالمشتقات ضمن إطار البورصات فإنها ستصبح مرئية للمنظمين. ويعد هذا شرطاً أساسياً لهيئة تداول السلع الآجلة، لكي تفرض حدوداً قصوى على عقود المضاربة بالسلع. وعلى الرغم من تمتّعها بهذه الصلاحيات في الوقت الراهن، فإنها لا تستطيع ممارستها إلا في حال تعرّفها على ما في حوزة اللاعبين الماليين من الأدوات المالية. لقد حدثت ثغرة إنرون والارتفاع غير المسبوق في أسعار المشتقات النفطية كثيراً من قدرة هيئة تداول السلع الآجلة على التنظيم، غير أن قانون الإصلاح المالي الجديد قد أعاد تلك القدرات إلى حد كبير.

ويعد السيد جاري جينسلر، رئيس هيئة تداول السلع الآجلة، من المتحمسين لتشديد المراقبة على أسواق السلع الآجلة، منذ توليه رئاسة اللجنة في يناير ٢٠٠٩م؛ ومن وجهة نظر جينسلر، فإن أفضل طريقة لاعتدال أسعار النفط هو تشديد الرقابة على تداول العقود الآجلة والمشتقات، في تناقض مباشر مع سلفه، الذي لا يرى أي دليل على الصلة بين مضاربات الأسواق المالية في النفط وارتفاع أسعاره.

وبموجب القانون فإن من حق هيئة تداول السلع الآجلة فرض

قيود مباشرة على الحد الأعلى للعقود الآجلة للمنتجات الزراعية،
في حين تضع البورصات نفسها حداً أعلى على سلع الطاقة.

لقد أثّرت تساؤلات حقيقية حول مدى نجاعة هذا التنظيم
الذاتي وفعاليته؛ وفي واقع الأمر، فإن البورصات تفرض قيوداً
على الحد الأعلى لعقود المضاربة بمنتجات الطاقة فقط في الأيام
الثلاثة الأخيرة من التداول، قبل انتهاء العقد، ما يبطل أي تدقيق
حقيقي في بقية الوقت. وبالتالي، فهي تفرض فقط مستويات
من المساءلة والتي تؤدي بدورها إلى بروز رقابة إضافية، إذا تم
تجاوز الحد الأعلى المعلن، خلال ما تبقى من الوقت. وما يزال
التطبيق الصارم للحد الأعلى المسموح به من قبل البورصات
يخضع للنقاش؛ فمن خلال نظرة أولية إلى الوضع، اكتشفت
هيئة تداول السلع الآجلة أن ٧٠ طرفاً قد تجاوزت مستويات
المساءلة في العقود الأربعة الكبرى للطاقة خلال العام الماضي.
وفي خلال الأشهر القليلة الماضية أكدت هيئة تداول السلع الآجلة
على صلاحياتها من خلال إلزام البورصات بضرورة التأكد من
فرض سقفٍ للعقود خلال كامل فترة سريان العقد، ثم تبعت ذلك
بإلزام البورصات بعدم تجاوز سقف العقود خلال يوم التداول؛
وذلك لأن بعض الكيانات تمثل فقط لعدم تجاوز السقف عند
الإقفال، في حين أن سقفها عند الذروة يتجاوز بكثير الحد
المسموح به. لقد أظهر هذان التدييران رغبة هيئة التداول في
السلع الآجلة في تنظيم العقود الآجلة إلى أقصى مدى ممكن،

ما يعطي إشارة إلى أنها ستحاول القيام به مرة أخرى لتنظيم مجموعة الأدوات المالية كافة.

وبجانب مسألة الرقابة الفعالة، فهناك نقاش آخر يتعلق بالوضع الدقيق لتجار المقايضة. وعلى الرغم من أن فئة تجار المقايضة والتي تتكون من السماسرة والبنوك الكبيرة تشكل أكبر مجموعة من المضاربين، إلا أنهم لا يخضعون لقيود السقف الأعلى نظراً لتصنيف نشاطهم، كتجارة فعلية وليست مضاربات، على الرغم من أن معظم تعاملاتهم ورقية وليست فعلية؛ وفي الغالب، يتداول تجار المقايضة لصالح المتعاملين في مؤشر السلع. لقد صدرت تشريعات لوضع سقف للعقود السلعية الآجلة ضمن قانون تحديث السلع المستقبلية لعام ٢٠٠٠م، غير أن ثغرة إنرون قد حالت دون خضوع التداولات خارج البورصة، والتجارة الإلكترونية في سلع الطاقة للرقابة الحكومية.

لقد تم إغلاق الثغرة جزئياً في يونيو ٢٠٠٨م، كجزء من مشروع القانون الزراعي لعام ٢٠٠٨م، والذي لا يخضع لحق النقض الرئاسي. ولكن كانت هناك تساؤلات حقيقية تتعلق بصلاحيات هيئة تداول السلع الآجلة، ومقدرتها على فرض سقوفٍ عليا قابلة للتنفيذ على تجار المقايضة. لقد أوضح مشروع قانون مجلس الشيوخ بجلاء هذا الغموض: وأصبحت معاملة الشركات التي تتحوط من مخاطر إنتاج أو استهلاك السلع تجري الآن كمستهلك نهائي، وسوف تعفى من متطلبات المقاصة، ما دامت

أعمال المقايضة التي تقوم بها تفي «بمبادئ محاسبة التحوّط المقبولة عموماً»، ولا تتعامل الشركة في الأنشطة المالية بشكل لافٍ وضخم. وسوف تختفي الإعفاءات الممنوحة لتجار المقايضة إلى حد كبير، كما ستختفي معها القدرة على استخدام وضعهم لخلق أدوات مالية غير مرئية للمنظمين.

٣- التنسيق لوضع قواعد دولية متسقة ومتجانسة

لقد قادت الولايات المتحدة الأمريكية زمام المبادرة بإصدار مشروع نظام الإصلاح المالي، والذي يخضع حالياً إلى نقاشٍ في إطار الأنظمة المالية لمجموعة العشرين «G20». وأثار المشرعون والمنظمون الأمريكيون المخاوف من الثغرات التي تعاني منها أسواق المال والسلع على الصعيد الدولي، إذ من شأن التشريعات والقوانين الأقل تنظيمًا أن تسمح بالتجارة بالمشتقات خارج البورصة، ما يتيح بيئة خصبة للاستفادة من الفرص التي تخلقها من الرقابة والأنظمة المتشددة.

لقد فتحت الولايات المتحدة الأمريكية باب الحوار مع أوروبا، في الوقت ذاته، الذي زوّدت فيه مشروع قانون مجلس الشيوخ بصلاحياتٍ كافية للضغط على المقترحات الأوروبية حتى تأتي بالدرجة ذاتها من القوة والتشدد. وعلى سبيل المثال، يتيح أحد أحكام مشروع القانون لهيئة تداول السلع الآجلة رصد البيانات، ووضع قيود على السقوف العليا على المتداولين داخل الولايات

المتحدة، ويشمل ذلك حتى الصفقات التي يبرمونها خارج الولايات المتحدة الأمريكية. أما بالنسبة لمسألة كيف تتمكن الولايات المتحدة من فرض وإنفاذ هذه القوانين بمصادقية، ففي إمكان هيئة تداول السلع الآجلة أن تضع قيوداً مرهقة لمراقبة عمليات المتداولين الأمريكيين التي تجري مع البورصات الأجنبية.

وفي غضون ذلك، يواصل السيد جينسلر «Gensler» جهوده لحث المنظمين خارج الولايات المتحدة على اعتماد قواعد وأحكام مماثلة. وأبدى الاتحاد الأوروبي استعداداً للسير على الخطى ذاتها، مع مجموعة من الاقتراحات على المستويين القومي والاتحادي والتي تشبه - إلى حدٍ بعيدٍ - المبادئ الواردة في مشروع القانون الأمريكي. كما برز إجماعٌ واسع النطاق حول الحاجة الماسة إلى تنظيم تداول المشتقات المالية خارج البورصة، على أن يتم التداول ضمن إطار البورصات المنظمة بحيث تتم عمليات الوساطة وتبادل المعلومات من خلال طرفٍ ثالث. وقد برز اقتراح لإنشاء هيئة لمراقبة تداولات السلع على مستوى الاتحاد الأوروبي، مماثلة لهيئة تداول السلع الآجلة في الولايات المتحدة الأمريكية؛ بينما برز خلاف بين فرنسا وألمانيا، من جهة، والمملكة المتحدة، من جهةٍ أخرى، حول فرض سقف أعلى على العقود، حيث أبدت هيئة الرقابة المالية البريطانية ميلاً لتميع هذا الشرط، من أجل الحفاظ على القدرة التنافسية لمركز لندن المالي. وسيتم تنسيق هذه القضايا في إطار اجتماعات «مجموعة

العشرين»، وكذلك في إطار اللجنة الأوروبية، مع وجود توقعات باقتراح بشأن النظام المالي في شهر يوليو.

وليس من الواضح حتى الآن مدى المقدرة على إصدار قوانين وأنظمة للمشتقات بطريقة منسقة، إلى حد ما على الصعيد الدولي، وذلك تمهيداً مع تشريعات إصلاح الرقابة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، على الرغم من بروز توافق في الآراء بشأن السلع حول قدر أعظم من التنظيم، وفرض قيود للحد من التداولات خارج البورصة، والحاجة إلى رصد الحد الأقصى لعقود الأطراف المالية الفاعلة.

الخلاصة

إذا استمرت المؤسسات الاستثمارية في نظرتها إلى النفط كفتنة من فئات الأصول، فمن المؤكد أن أسعار النفط سترتبط، على نحو متزايد، بتقلبات أسواق العملات، وتوقعات سعر الفائدة، وبصورة أعم بمدى تعايف اللاعبين الماليين، والمنطق المالي الذي يمتد ليشمل مخاطر ما وراء أساسيات صناعة النفط وظروفها. وسوف تؤثر هذه المخاطر على تقلبات الأسعار ومستوياتها؛ ولكن الأهم من ذلك، سوف تخلق مخاطر ممنهجة من ارتفاع وهبوط، مثل تلك التي شهدناها عام ٢٠٠٨م.

وفي عالم يتسم بعدم الاستقرار الاقتصادي والمالي، مثلما نواجهه، فمن المؤكد أن تؤدي تلك التقلبات الكبرى إلى مخاطر اقتصادية مماثلة. لذا، فقد انصبَّ تركيز المنظمين على هذه المخاطر، كما أن المشرعين الأمريكيين على وشك سنِّ لوائح جديدة لتشديد الرقابة على أسواق المشتقات خارج البورصة، إضافة إلى منح هيئة تداول السلع الآجلة المزيد من الصلاحيات لإنفاذ السقوف العليا للعقود، بصورة أكثر صرامة.

هل سيكون ذلك كافياً لتجنب تكرار ما حدث في أسواق النفط خلال عام ٢٠٠٨م؟ يبدو أن واضعي السياسات قد وضعوا أيديهم على المشكلة؛ غير أنه لا يزال من السابق لأوانه القول ما إذا كانوا قد وجدوا الحلول.