

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 للمضاربات 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

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

بحوث الرحمانية ورفات مختارة مما يتم تقديمه في منتدى الرحمانية السنوي، وهو لقاء ينظر في الشؤون الاجتماعية والاقتصادية والعلاقات الدولية، ذات الصلة بالمملكة العربية السعودية. ينظم المنتدى مركز الرحمانية الثقافي 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 التحوُّط، 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 عِظَمه - ربما لا يعبر عن حصصهم في السوق بشكل كامل؛ لأنه لا يأخذ في الاعتبار كمياتٍ 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 ناحيةٍ 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 تتكَيّف، 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 وعاءاً 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 بصورة 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 مناديةً بالتدخل، بشهور من المناقشات في مجلس الشيوخ الأميركي، انتهت على هيئة مشروع قانون من شأنه أن يعيد تشكيل قطاع المال في الولايات المتحدة، على نطاق لم يحدث منذ الكساد العظيم. ولعب اصلاح 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 إجهاض 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 التغييرات في كل من الأنظمة المالية والمنتجات المالية المبتكرة، وكيف تم تشكيل التغييرات 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 التغييرات 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.

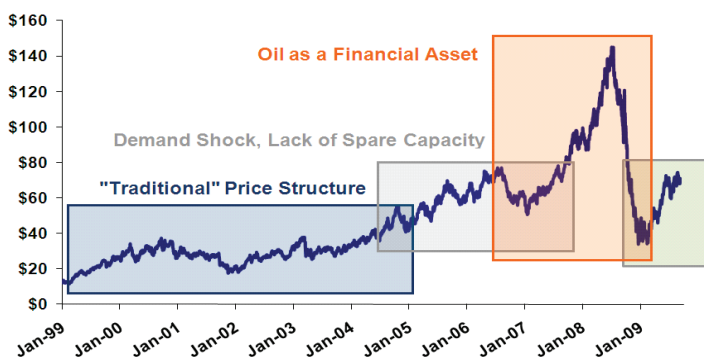
من خلال النظر في أسعار النفط في السنوات العشر الأخيرة، يمكننا أن نلاحظ أربع فترات متميزة، شهدت الأسعار خلالها

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



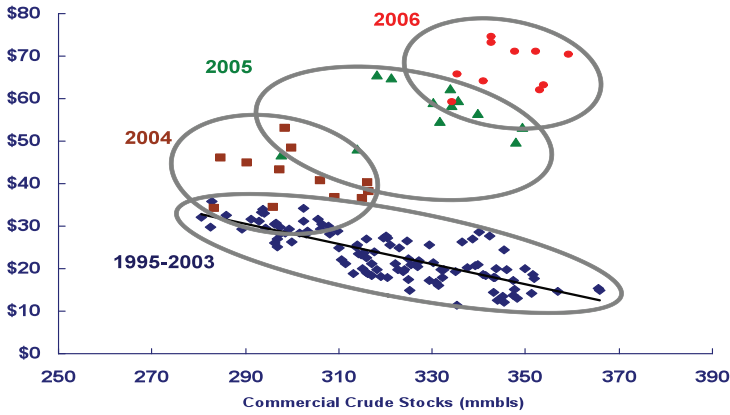
WTI Prompt Month Price



(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 نسبيًا، مدفوعة إلى حد كبير باحتياطي ضخم لدى منظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك)، وعلاقة قوية جدا 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

ببطء 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

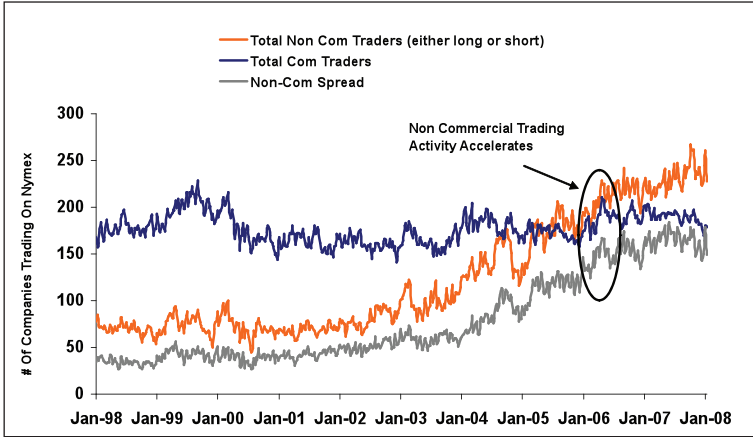
في الأسواق، اختفت معه القدرات الاحتياطية التي كانت تشكل وسادة لامتناهات الصدمات، وتفاجأ المستهلكون والمنتجون، على حد سواء، ما سمح لمضاعفة أسعار النفط من (٣٥) دولاراً إلى (٧٠) دولاراً، وكان لزاماً على العالم أن يتكيف مع هذا الواقع الجديد في أسواق النفط. وكان اختفاء طاقة الإنتاج الاحتياطية السعودية العنصر 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 مهّد 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 صاعدةً إلى ٧٠ أو ٨٠ دولاراً للبرميل الواحد. وقد قلل جميع المحللين من فرصة بقاء أسعار النفط مستقرةً 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.

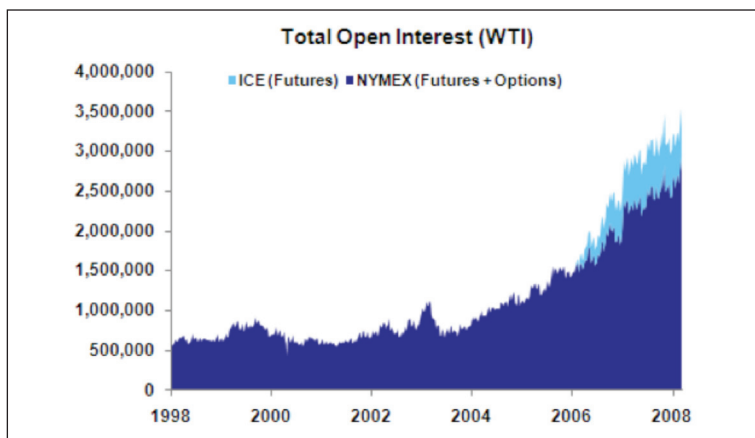
ولما تتمتع به أسواق النفط من ثبات نسبي، فقد أصبحت جاذبة للاستثمارات لعدد من صناديق التحوط والمؤسسات الاستثمارية. وبدأ المنافسون بإعادة استثمار عوائدهم المرتفعة في استثماراتهم السلعية. واستمر الأمر على هذا النهج حتى رأينا بين عامي ٢٠٠٣م و ٢٠٠٦م عددا كبيرا من الصناديق الاستثمارية تشارك في تداول النفط. 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 أيضا 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. وتنتفي 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

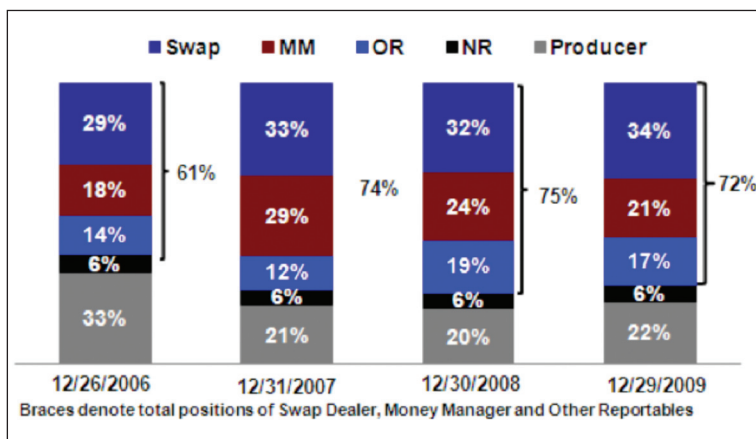
مضطرد من إجمالي الفرص والعقود الآجلة المتاحة في نايمكس حتى عام ٢٠٠٦م، ثم بدأت تميل نحو الاستقرار. ومن الواضح أن ذلك يبدو مناقضاً لما أكدت عليه سابقاً. ومع ذلك، فنحن نعلم أن الوضع الحقيقي لنايمكس غير ذلك، إذ يعزى ذلك إلى أن التصنيف السابق قد وضع تجار المبادلة في الفئة «التجارية»؛ وبما أن معظم أنشطتهم 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 ٢٠٠٦ 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.

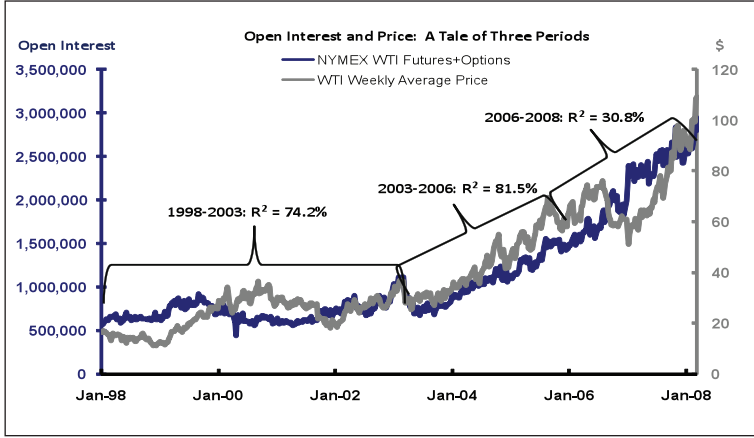
هل لمشاركة قطاع أسواق المال تأثير مباشر على مستويات الأسعار؟

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 نطاقٍ 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 تحولاتٍ 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 التحول هذه بإضافة الكثير من العمق والسيولة لعقود النفط الآجلة، والتي كانت صغيرة في حجمها، وإلى حد 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 منطوق 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

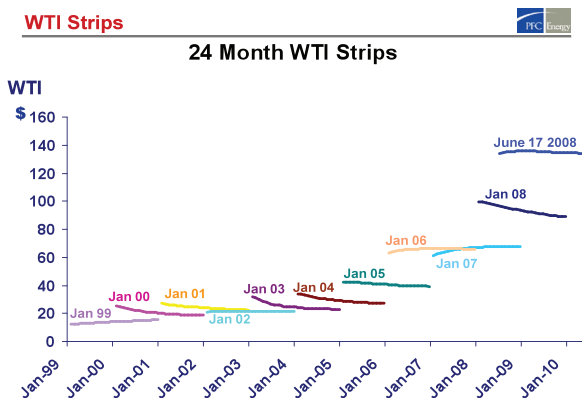
ماثيو سيمونز قد صب المزيد من الزيت على النار، من خلال التشكيك في استدامة أكبر حقل نفطي في العالم ومقدرته على العطاء لوقتٍ طويل^(١).

وقد أدت هذه الحبكة المتعلقة بمحدودية الإمدادات والتي تركز على أساس ندرة لا محالة واقعة في المستقبل القريب إلى عدد من التغييرات 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، وتحقق 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.

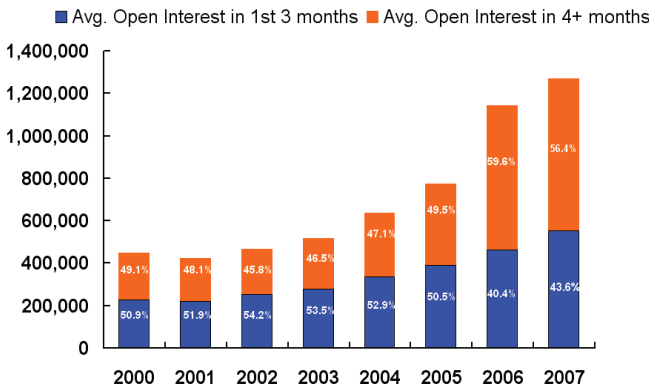


(الشكل ٧)

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



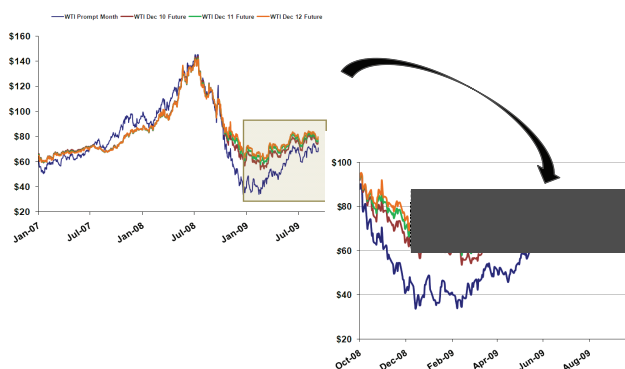
(الشكل ٨)

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 شهرٍ واحدٍ من ٤٠ إلى ٦٥ دولاراً للبرميل، منهيّةً بذلك حالة التراجع الحاد، الناتج عن الأجواء الاقتصادية المتأزمة وتراكم المخزون. وبمجرد بروز إجماعٍ في الآراء بأن الاقتصاد العالمي يعاني من ركودٍ عميقٍ وليس مجرد كسادٍ اقتصادي، فإن أسعار النفط في المدى القصير قد ارتفعت متأثرةً 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 للضغوط 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 وانهيارها 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 أسميتُه «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 التحوط 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، وتعريض 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 الأميركي وما صاحبه من اختلال في التجارة والمدخرات والعجز المالي هو المؤثر الرئيس في أسعار النفط؛ وهذا ما أسماه الأساسيات الكلية، وعلى النقيض من العوامل الأساسية للنفط، التي تعد امتداداً للتحليل التقليدي للعرض والطلب.

تعد بداية استخدام مدراء محافظ الاستثمار للسلع كوسيلةٍ للتحوّل ضد مخاطر التضخم ومخاطر تقلبات 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 المتحفظين، مثل صناديق المعاشات والأوقاف. وهذا، بدوره، أغرى شريحة كاملة من قطاع المال للنظر في السلع الأولية، كأداة مثالية للتحوّل لمحافظهم الاستثمارية، واستخدام مؤشر السلع الأساسية، بوصفها وسيلة لذلك.

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

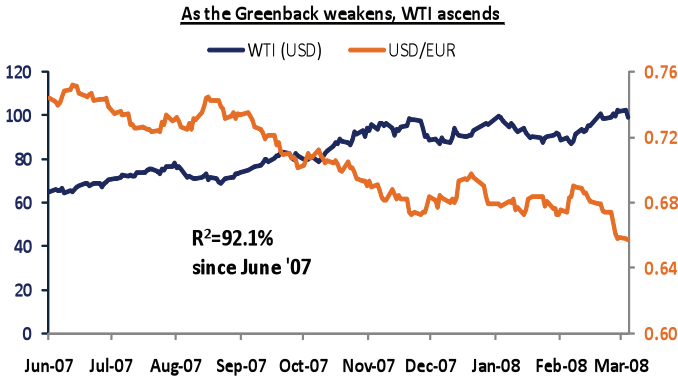
تدفّقات الأموال في العقود الآجلة وأسعار النفط؛ ولكن سنرى للمرة الأولى بروز صلةٍ قوية بين النفط والعملات وتوقعات التضخم، وكيف تعمل هذه العلاقة الجديدة؟

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 المقيّمة بالدولار عندئذٍ 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 ٤٤,١٪ فقط.

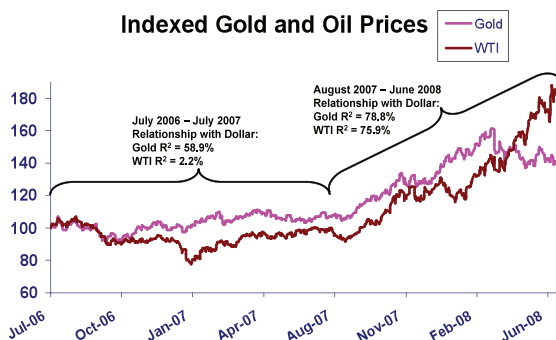
لقد أدار المستثمرون ظهورهم للدولار، الأقل عائداً؛ ليتجهوا إلى العقود الآجلة للنفط، بوصفها أداة مالية ذات عائد أعلى

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 للتحوط 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 وانهايار 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 بالضغوط التي تعرّض 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 صامته 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.

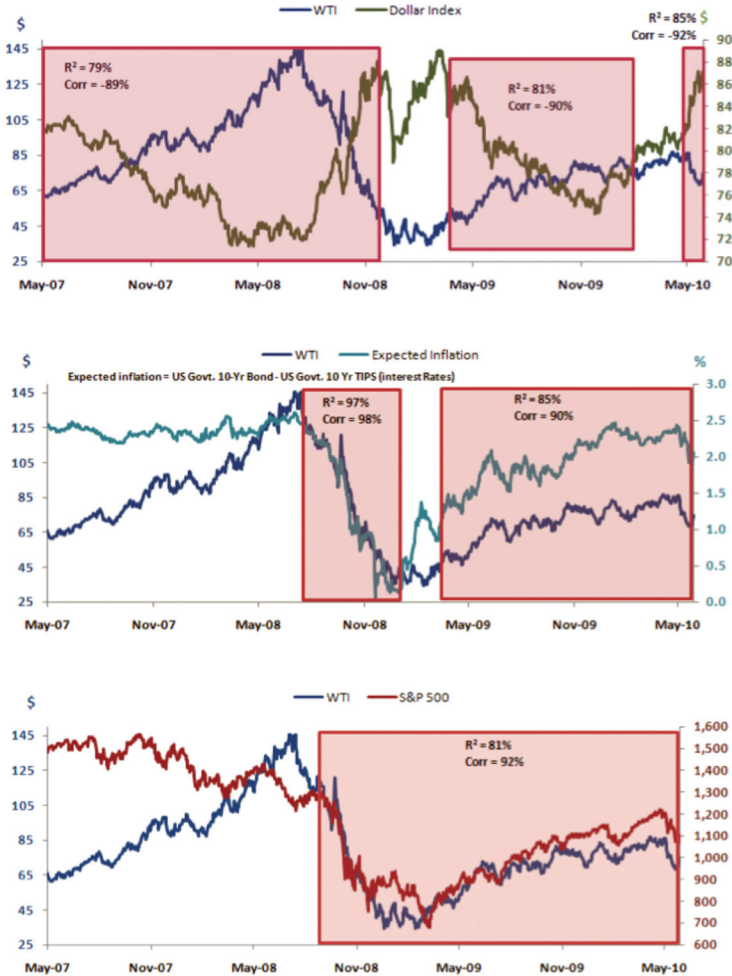
يلجأ مديرو الاستثمار المؤسسي إلى النفط، ليس فقط بسبب توقعاتٍ محددة على المديين المتوسط والبعيد بالنسبة لأساسيات العرض والطلب، ولكن على نحو متزايد بالنسبة لمجموعة من الفرص الاستثمارية العالمية والمخاطر التي لا تأثير لها يذكر على النفط. وإضافة إلى ذلك، فإن قرار زيادة مخصصات النفط أو نقصانها في المحافظ 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 الرئيسية التي تمكن المؤسسات الاستثمارية من الاستثمار في السلع والأموال؛ وتتضاءل الآن العقود الآجلة والخيارات في البورصات الرئيسية 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،

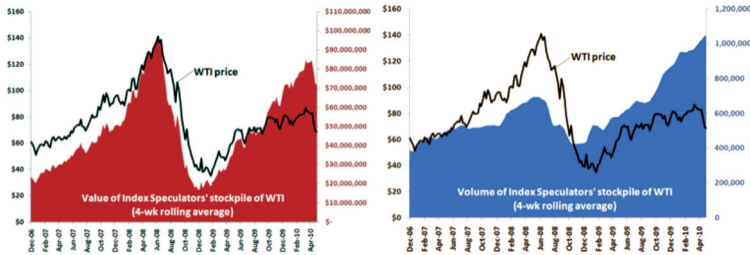
لإنرون للطاقة «ثغرة إنرون». لقد سمحت ثغرة إنرون بتمرير معظم التداولات الفورية للنفط والتداول الإلكتروني لسلع الطاقة بعيداً عن الأنظمة الحكومية.

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 أبدأً 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.

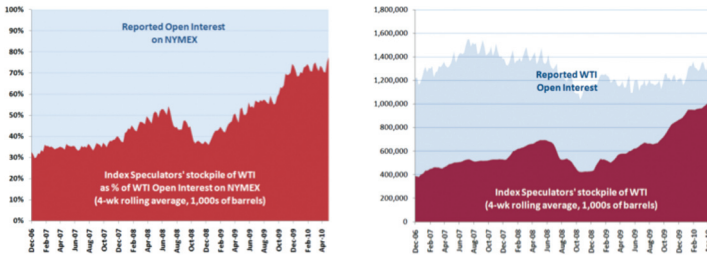
وخلافاً للمستثمرين والمضاربين، الأكثر نشاطاً على المدين القصير والبعيد، مثل صناديق التحوط والمكاتب التجارية للبنوك، التي تنتقل من مواقع وإليها على الجانبين، وبصورة سريعة نوعاً ما (خلال أيام أو أسابيع، إن لم يكن أسرع من ذلك)؛ فإن المؤسسات الاستثمارية، وعلى رأسها صناديق المعاشات التقاعدية، تتحرك في جانب 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 الرئيسية 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 تقلل 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.

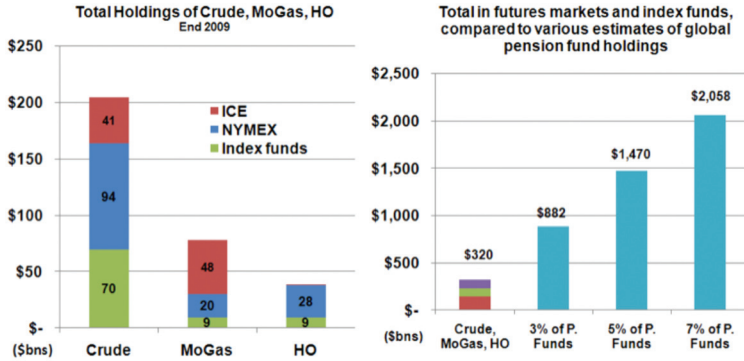
ويعد التباين الكبير في حجم الطلب واحداً من القضايا الرئيسية، التي تواجه أسواق النفط باستمرار؛ فقد يتم توجيه كميات ضخمة من الأموال إلى هذه السوق، في أي لحظة متى كان هناك سبب يستدعي إعادة توزيع الأصول. وفي كثير من الأحيان لا يرتبط توزيع الأصول بأي علاقة مع أساسيات النفط، على الرغم من وجود علاقة في مرات 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 خطوةٍ 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 بصورةٍ تتجاوز العوامل الأساسية لصناعة النفط. وإلى حدٍ 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 حادٍ 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 لفترةٍ 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 دورٍ 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 سقف مشتقات السلع. لقد شدّد 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 أيضاً 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، وعضواً 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 نواحٍ 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 تبنت هذه 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 تتجو 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 وشاقّة 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 لاعتماد 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 أثيرت تساؤلات حقيقية حول مدى نجاعة هذا التنظيم
الذاتي وفعاليتها؛ 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 سقف للعقود خلال كامل فترة سريان العقد، ثم تبعت ذلك
بالإلزام البورصات بعدم تجاوز سقف العقود خلال يوم التداول؛
وذلك لأن بعض الكيانات تمتثل 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 كمستهلكٍ نهائي، وسوف تعفى من متطلبات المقاصة، ما دامت

أعمال المقايضة التي تقوم بها تفي «بمبادئ محاسبة التحوط المقبولة عموماً»، ولا تتعامل الشركة في الأنشطة المالية بشكل لافٍت 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 المشرّعون والمنظّمون الأمريكيون المخاوف من الثغرات التي تعاني منها أسواق المال والسلع على الصعيد الدولي، إذ من شأن التشريعات والقوانين الأقل تنظيمًا أن تسمح بالتاجرة بالمشتقات خارج البورصة، ما يتيح بيئة خصبة للاستفادة من الفرص التي تخلو 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 تمثيلاً 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 كفتنةً من فئات الأصول، فمن المؤكد أن أسعار النفط ستترتبط، على نحو متزايد، بتقلبات أسواق العملات، وتوقعات سعر الفائدة، وبصورة أعم بمدى تعاضد 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 شهدتها 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.

The Financialization of the Oil Market and the Increasing Impact of Financial Institutions in the Pricing of Crude Oil

Roger Diwan



Al-Rahmaniah Cultural Center
Abdulrahman Al-Sudairy Foundation

The Financialization of the Oil Market and the Increasing Impact of Financial Institutions in the Pricing of Crude Oil

Roger Diwan

A Paper Presented at
the Rahmaniah Annual Seminar

January 2010
Al-Ghat



Al-Rahmaniah Cultural Center
Abdulrahman Al-Sudairy Foundation

The Rahmaniah Occasional Paper Series is a select presentation of papers offered at the Rahmaniah Annual Seminar, a forum on current, socio-economic and international affairs as they pertain to Saudi Arabia. The Seminar is organized by the Rahmaniah Cultural Centre and its participants include more than forty scholars, lawyers and businessmen from Saudi Arabia, the Arab countries, the U. S. and Europe. The Rahmaniah Cultural Centre is sponsored by the Abdulrahman Al-Sudairy Foundation. The Seminar is held annually in Al-Ghat.

ISBN: 5-9-90172-603-978

First Edition
Riyadh, Saudi Arabia 1432H/ 2011
All Rights Reserved

Roger Diwan

Roger Diwan is a Partner and Head of Financial Advisory at PFC Energy.

He is responsible for managing PFC's practice with the financial community and to structure PFC offerings and services to the need of the money managers focused on energy.

Roger has been at PFC Energy since 1996. Between 1996 and 2005, Roger has led the Market Analysis team and practice at PFC where he focused on the physical and paper fundamentals of the oil market.

Between 1998 and 2005, he was the managing director of the Markets and Countries department, leading the company's oil market analysis and country risk teams.

Since 2005, Roger has created customized advisory services to the financial sector clients to help them better understand the macro environment for commodities, the key trends in all the segments of the oil and gas industry, and specific and dedicated advice on the strategies and assets of companies.

Roger holds an M.A. in International Relations from the School of Advanced International Studies, The Johns Hopkins University, an M.A. in International Relations from the Institut d'Etudes Politiques of Paris, and a B.A. in History from the Sorbonne University in Paris.

Roger was born in Lebanon, and grew up in Paris, France. He speaks English, French, Arabic and Italian.

The Financialization of the Oil Market and the Increasing Impact of Financial Institutions in the Pricing of Crude Oil

Executive Summary

Questions regarding the role played by the financial industry caused alarm during the atmosphere of erratic and volatile price movements as WTI crude oil prices rose to \$148 in July 2008 and crashed soon after. There is little doubt that financial players such as hedge funds, pension funds, large brokers and banks have now become the dominant players – at least intermittently – in oil markets. According to the latest data provided by the U.S. Commodities Futures Trading Commission (CFTC), these players represent at least 75 percent of the futures market, and this number probably underestimates their prominence, since it does not take into account the large inventory of swaps and other oil-based derivatives not traded on exchanges. The two largest index funds – the S&P GSCI and Dow Jones UBS commodity index funds – now have an open interest that is over 75 percent of the that found on the exchanges, and this is not counting the fact that – according to Goldman Sachs’ marketing material on the GSCI – “the open interest of the GSCI contract significantly understates the true liquidity of the GSCI” when derivatives, swaps, structured notes and index replication are taken into account. Paper markets are now at least thirty times bigger than physical markets by the recognition of the CFTC. This is probably a conservative calculation, with 60- to 100-to-1 being closer to reality.

Clearly, the financialization of oil price formation has been very controversial and has generated fierce debate and palpable tension between consumers and financial institutions, producers and financial players, passive and active financial investors, brokers and regulators, and the various factions of policy makers around the world. Available public data cannot show a simple and stable correlation between the involvement of the financial players and oil prices. Alternatively, previous models that showed clear correlation between oil prices and fundamentals have ceased to work after 2006, as the financialization of oil prices began to take place. However, all the evidence does show that this financialization has increased the amplitude of price movements – greatly increasing price volatility – and this is likely to continue as oil prices must now adapt not only to changes in the oil fundamentals, but also to the behavior of financial actors.

While few can deny that the involvement of non-industry players has benefited commodity markets by vastly improving liquidity, it is also true that the speculative buying and use of commodities as an asset class of the last few years has dramatically altered the forces that shape oil prices. Now, oil markets represent a large swathe of participants and a growing number of financial products in an increasing number of markets – some of them regulated, some not. It is this explosion that represents what I call the financialization of oil – an inadvertent big bang that has now put financial players in the driver seat in the setting of overall prices. In that sense, the financialization of oil has coupled the fate of oil prices to portfolio balancing across

asset classes, and has linked oil prices directly to the rest of the financial sphere – not only indirectly, as it used to be in the 1990s. Now, economic news impacts not only oil price expectations, but also asset allocation decisions by institutional investors on how to position their portfolios.

Most controversial in this new financialization is the fact that oil and other commodities are now actively used as an asset class of their own. Therefore, the holding of oil futures is not only linked with views on the forward supply and demand fundamentals of petroleum, but increasingly more with the outlook on a set of global investment opportunities and risks that need to be finely tuned via asset allocations among different financial instruments – including equities, fixed income bonds, currencies and other instruments. This categorization of commodities as a distinct asset class that can diversify a portfolio and potentially boost returns is the reason behind the rapid take-off of a new kind of investment vehicle – commodity index funds. The emergence and subsequent explosion of investment vehicles tracking commodity futures indices in the past four years has provided investors with a new, easy and cheap option for gaining exposure to commodities. Oil has taken the lion's share of these new vehicles.

This is why oil price formation has increasingly moved away from the physical to the financial realm, even as the interaction between these two forces is complex, multi-dimensional and evolving. The recent emergence of clear price correlations between oil prices and currencies, interest rates, and inflation expectations for the first time illustrates how oil and other commodities have become financialized

and linked. These parallel price movements cannot be explained by oil fundamentals alone but by the inclusion by money managers of oil and commodities investments as a viable alternative in a portfolio of investments. Oil and commodities are now fully integrated into portfolio diversification strategies as well as for hedging against inflation and event risk. Gold has long served a similar hedging function – as a metal and as a store of value for investors – due to its history as a currency, in and of itself, as well as its cultural prominence, but this is new ground for a consumable commodity such as oil. This inadvertent big bang is as revolutionary for oil markets as the breakup of Standard Oil or the creation of OPEC.

Investments in commodities, although an old concept, became very popular with institutional investors sometime around 2005 to 2006. The rationale of the large institutional investors' renewed interest in commodities has been clearly linked with tighter global fundamentals, but since then, we have seen an exponential growth in the instruments that give institutional investors exposure to oil as a commodity. Moreover, this exposure to alternative investments, and commodities in particular found an easy financial vehicle through which it could play out – namely, the commodity index funds created by the large brokerage firms. After 2004, we saw a large number of paper and marketing brochures from the large brokers extolling the virtues of increasing exposure to commodities as an asset class, no matter what short-term fundamentals indicated. The different arguments to buy and hold commodities as part of a portfolio can be summarized by the following four rationale:

1. oil, minerals and other commodities tend to move in the opposite direction from stocks and bonds, so they reduce volatility in an uncorrelated portfolio;
2. commodities have a positive correlation with inflation and, to changes in the rate of inflation, providing a natural hedge against inflation;
3. commodities provide long-term returns and volatility at least comparable to, if not better than, equities, and
4. commodities provide protection against some economic and political surprises that is not offered by stocks and bonds.

Unlike the more active investors and speculators such as hedge funds and banks' proprietary trading desks, who move in and out of positions on both the long and short sides fairly rapidly (in days or weeks, if not even faster), institutional investors – mostly pension funds – are unidirectional because they cannot short instruments, and tend to maintain and roll these positions for a very long time (as long as months or years), often using these index funds, or swaps that replicate them.

These passive actors – institutional investors that go and stay long in oil – are what the CFTC calls the “massive passive”. They do not create liquidity, but do add demand for oil, and thus have “contorted oil markets in a way that has rendered the historical hedging for business purposes moot», according to Bart Chilton, one of the CFTC's five commissioners.

The 2008 historic run-up in oil prices has spurred calls for

action, regulatory supervision and reform from oil-producing and consuming countries alike. The intense scrutiny applied in the US by the CFTC since 2009 is the broadest and most meaningful response to the financialization of oil markets. These calls for action culminated in months of debate in the US Senate, where finally a bill emerged on May 20th that will reshape the US financial industry on a scale unseen since the aftermath of the Great Depression. Derivatives reform played a central role in the debate over the financial reform bill, and commodity derivatives will now face a new set of rules when the bill is signed into law. This highly technical and legal fight centers around two major issues: how to bring transparency to the derivatives market and how to enforce position limits for commodities derivatives. The large brokers and swap dealers fought these two limitations bitterly and lost. The US has passed sweeping legislation regulating the derivatives markets and as we write this paper, the financialization of oil markets is entering a new phase where US regulators, and probably soon European ones, will have the ability to monitor and limit the activity of financial players in commodities markets. A new chapter is about to begin.

In this paper, we will discuss the impact of financial players in the price formation of oil, and look at the evidence found in the poor data available to make sense of the size of the involvement of these players in oil price movements. We will discuss how this involvement has been made possible by changes in both financial regulation and financial innovation, and how the recent US regulatory

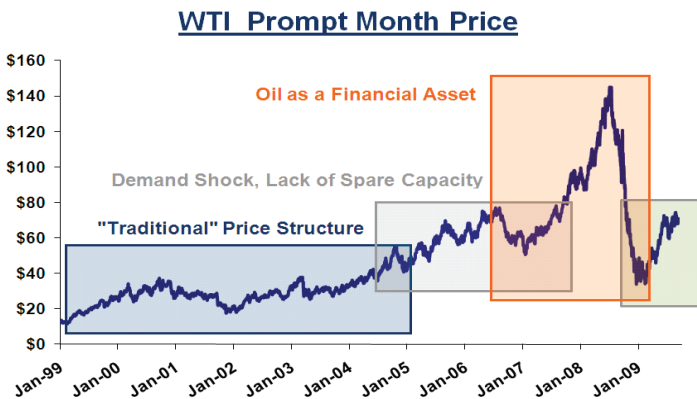
changes have been shaped to bring greater transparency, simplicity and monitoring to all derivatives instruments in general, and specifically, commodities.

1. A brief history of recent price formation

I would first like to provide a simplified explanation of oil price formation in the last ten years, and show how a number of structural changes have led to what I call the extreme financialization of oil markets in the last three years or so, when fundamentals have taken a step back in providing a plausible explanation for oil price levels and fluctuations.

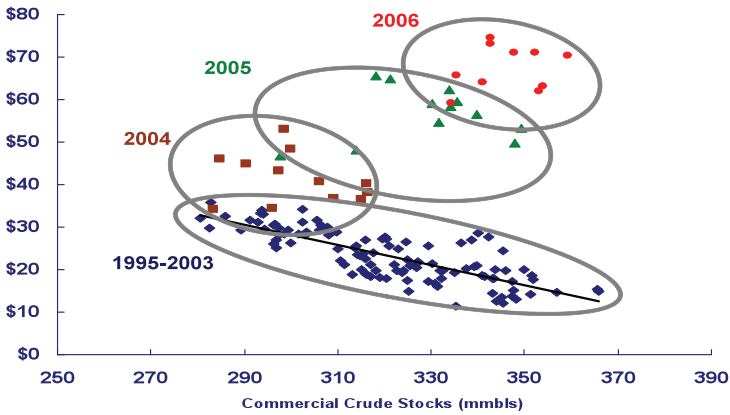
By looking at oil prices in the last ten years, we can observe four distinct periods, with price formation going through a number of structural shifts. In the first two periods, prices were clearly driven by supply-demand fundamentals, while in the last two, financial considerations have become, by far, the determining drivers.

Oil Prices and Structural Treds



A “traditional” price structure prevailed in the 1990s through 2004 when a strong correlation existed between oil inventories and crude prices. During this period, prices moved in a relatively narrow band, largely driven by a large spare capacity within the Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC); a very strong correlation existed between stock levels and prices, and changes in stocks, particularly in the US, correlated reasonably well with price movements (see graph below).

Before 2003: Inventory and Prices Linked



The fact that this correlation was made possible by the large amount of shut-in capacity led to a phase of supply complacency and kept prices in a narrow band, between \$15 and \$25. It meant that oil markets knew that price shocks were unlikely due to the expectation that OPEC would not resist increasing production every time prices were rising and stocks were declining. The internal dynamics in OPEC, stemming from the need for revenues after years of low prices, meant that every time prices rose, any OPEC country with spare capacity had the incentive to increase

production by ignoring their assigned quotas. However, these low prices were stifling investments in productive capacity globally, and spare capacity declined slowly but surely over the 1990s. Rising prices in 1996-1997 were an early sign that markets were getting tighter, but the 1997 Asian crisis and its impact on oil demand helped mask that long-term trend. The fact is that low prices, strong demand growth and lack of investment gradually eroded this spare capacity during the 1990s.

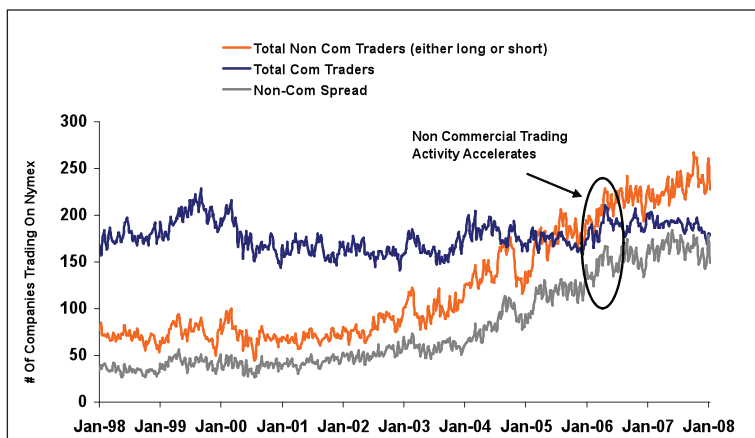
This process of spare capacity erosion accelerated dramatically in 2002-2005 when the world basically faced two consecutive shocks: a supply shock in 2003-2004 when problems in Venezuela and Nigeria – as well as the long interruption in Iraqi exports following the war –reduced supply by over 2.5 million barrels per day (b/d). This was followed by a demand shock in 2004, when global demand increased by close to 3 million b/d. The combination of these two events wiped out most of the remaining spare capacity within OPEC, and left only an estimated 2 to 2.5 million b/d of cushion, most (if not all) in one country, Saudi Arabia. The virtual disappearance of surplus oil production jolted the market, and the lost cushion surprised both consumers and producers, allowing oil prices to double from \$35 to \$70 as the world adjusted to this new reality in oil markets. The disappearance of spare Saudi production capacity was the most critical element in driving up prices from 2003 to 2007, but that seminal event also had consequences in transforming the perception of oil markets for financial players.

As oil markets learned to live with low spare capacity

after 2003, a new reality emerged as it dawned on oil markets that the low investments of the 1990s were now reflected in the lack of new supply coming from non-OPEC producers. Oil markets, facing low spare capacity, had lost one of its main price stabilizers: the ability to add supply quickly when prices rose. In a market without spare capacity, the price risks were one-sided, and the possibility of supply disruptions loomed large. During that period, we were riding a car with no shock absorbers, and we felt every bump in the road keenly.

Just as importantly, the lack of spare capacity meant that there was little chance that oil market participants would face any attempt by OPEC to bring prices significantly down. In effect, as a cartel, OPEC had lost its ability to control the price ceiling.

The fact that any event risk was bullish on oil price was soon recognized by a small number of financial players who started to invest in oil futures. The chart below, showing the number of registered financial players on the New York Mercantile Exchange (NYMEX), shows that trading by non-commercials – that is, financial players – is dormant until it starts to take off in 2002. Then, we saw the number of financial companies on NYMEX increasing from around 50 to over 250 by 2008 (see graph below). This does not include the firms trading on other exchanges such as the Intercontinental Exchange (ICE), or the less costly and more user-friendly index funds and exchange-traded funds (ETFs) created by the large brokerage houses to meet the rising demand for commodity instruments.



In effect, the initial shock created by the disappearing spare capacity created the seeds of the financialization of oil market: as the OPEC threat of ramping up production was removed as a significant factor in oil markets, a whole set of new actors was drawn into the futures markets, and saw that oil markets had been transformed by the removal of what was seen previously as a prohibitive OPEC risk. In addition, conventional wisdom held that consumer demand would prove elastic as prices climbed above their historical range. In reality, however, demand showed very little response even at the undreamed-of levels of \$70 or \$80 per barrel. All analysts had underestimated the degree to which oil's long-term price plateau since the late 1980's had diverged from rising incomes, which now was allowing consumers to pay more for oil products while permitting governments to afford subsidies.

Slowly but surely, then, oil markets became an attractive arena for investments for a number of hedge funds and institutional investors. Competitors started emulating their high returns in their own commodity investments. So,

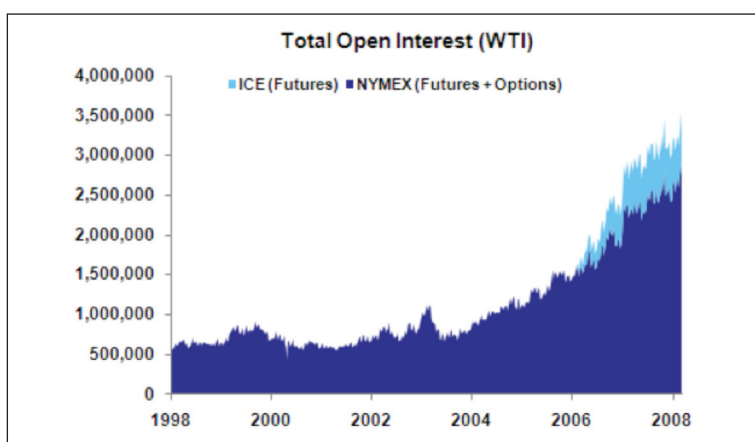
between 2003 and 2006, we saw a large number of funds starting to participate in energy trading. We also saw the creation of pure commodity hedge funds, some of them very large, in effect replicating in the financial market what we have known in the physical markets as the traditional trading companies.

Moreover, it is also important to consider the cost of trading energy commodities versus other assets and the ability to leverage assets for higher returns: hedge funds have to pay 50 percent of the cost of equities upfront while they have to pay only 10 percent upfront for energy commodities. This fact alone allowed funds to provide higher returns during the take-off in oil prices between 2003 and 2008, providing another reason to increase positions in and allocations towards oil and gas. The combination of cheap, abundant money, low spare capacity and low initial payment for owning the commodity was a boon not to be missed.

The best data we have on market participation is the data provided by the CFTC on the open interest for futures and options on NYMEX, and starting in 2006, on ICE. In the chart below, we see that market participation in volumes on these two exchanges increased sevenfold in less than four years, after languishing at the same levels before 2004. This is probably far less than the real increase in participation; the data below represents, in my opinion, only the visible tip of the commodities iceberg.

The invisible part of the iceberg is represented by the OTC and derivatives markets that blossomed after 2006.

Nobody knows the exact size of this market, as the three or four main players run the vast majority of this business and keep information very close to the vests. We know from the quarterly results of the large swap dealers that their commodity business grew tremendously in the last four years, and that their visible positions in the new CFTC data breakout represent a very small fraction of their business, only the residual netting of their positions.

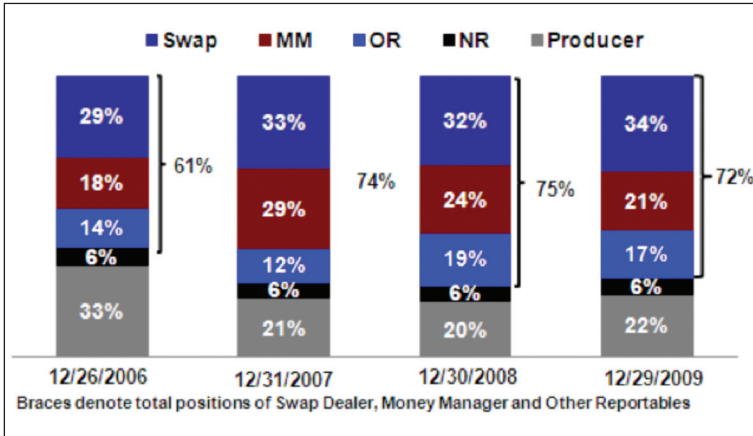


We also know that the commodity desks at all the big banks added a large amount of traders in the past few years. Almost all the European and US global banks have established or are in the process of building similar desks with hundreds of traders each, despite the large staff cut backs seen in the financial industry in the last two years. At this time, there are no commodity traders out of jobs, and the net additions of positions were very large even in 2009. Large banks do not explicitly report their commodities results separately, but all the visible signs points to a growing and very profitable business.

Interestingly enough, until recently, the data released by the CFTC, which divides players into “commercial” and “non-commercial”, showed that non-commercial trading steadily increased its share of total open interest on NYMEX until 2006, after which it started to level off. Obviously this seems to contradict my previous assertion. However, we now know that it was not the case on NYMEX, because the previous categorization had included the positions of swap dealers in the “commercial” category. As most of their activities and own speculative positions in oil and gas are really financial, they have been reclassified separately. However, they refuse to provide any information or breakdown to regulatory authorities between their own activities, the activities of their financial clients and the size of the physical hedges they are really conducting.

With the new data categorization released in November by the CFTC, and reclassification of actors from 2006, we see that as open interest grew, the financial players position continued to grow. In fact, at least 75 percent of the volumes on NYMEX are coming from within the financial community (see graph below). Also, some of the producers are taking large financial positions which have nothing to do with their supply or hedging needs. Even if classified as producers, these positions are essentially paper transactions for speculative purpose, similar to the prop trading desk of the large brokers.

Total positions of financial players on NYMEX, re-categorized by the CFTC



Moreover, the launch of the Intercontinental Exchange (ICE) in 2006 saw a very quick influx of financial players on its new electronic platform. ICE, a UK registered company based in the US, was regulated by the FSA in the UK and not the CFTC in the US. The UK regulation did not require ICE to provide market participants' data on the activities of the different categories of investors as the CFTC did. In effect, by allowing ICE to abide by less stringent disclosure requirements, a regulatory arbitrage was created, allowing financial players to keep trading strategies hidden from CFTC disclosure requirements. A number of brokers confirmed that to me the sense that ICE had an even larger percentage of financial players than NYMEX did, probably well above 80 percent.

Finally, the emergence of commodity index funds after 2006 and the spread of derivative instruments offered by large brokers provided a new avenue for a larger number of

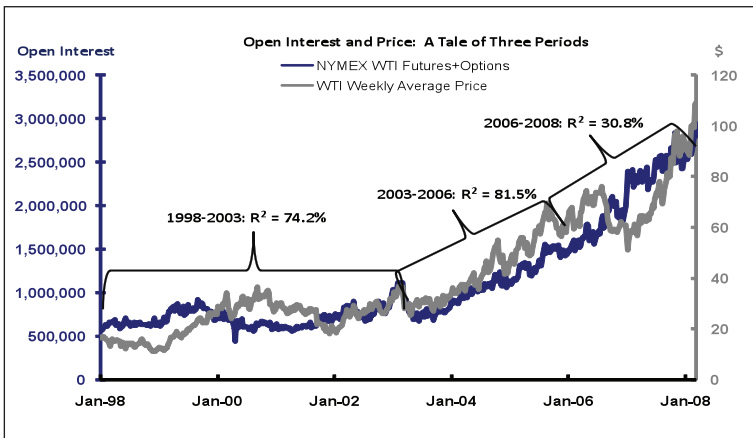
asset managers to participate in the oil market, and a more effective way for the smaller players as the size and cost of the futures contracts became onerous.

After 2007, the usefulness of the data provided by the CFTC becomes more anecdotal as the proliferation of instruments has rendered the conclusions drawn from this data set alone more problematic. The re-categorization of the data in November 2009 has allowed a little more transparency, but much more needs to be done in this domain to have a clear sense of the action of the financial industry in commodities.

Does financial participation influences prices levels directly?

During the early phase of this financialization between 2003 and 2006, we saw a very strong correlation between open interest on NYMEX, and oil prices. During that period, this is the indicator – the flow of money to the futures market – that became the key to predicting oil prices, with a correlation close to 80 percent. Clearly, the fundamentals described earlier, the supply shock followed by the demand shock, and the lack of spare capacity enticed many players to come into the oil market. These financial players understood what was happening to the supply/demand balance and spare capacity front, and bet – correctly – that prices would have to move up and that consumers would be willing to pay higher and higher prices without significantly altering their usage patterns. But it was their actions, and their massive entry into the oil markets that allowed this increase in oil prices. In short, the fundamentals and the

financial dynamics were aligned, creating something of a self-fulfilling prophecy or bubble. As we can see below, the massive increase in money flowing to the oil complex had a direct impact on prices, as a small commodities market was, in effect, transformed by the involvement of the financial players and the massive flow of money they brought with them.



By 2006, the open interest on NYMEX and price correlation rapidly broke down as non-commercial trading diversified, and the instruments used became diversified. The dramatic changes in the structure of supply-demand fundamentals, along with the disappearance of spare capacity, provided a stepping stone for the financialization of oil markets. This transformative period allowed the addition of a lot of depth, liquidity and instruments to oil futures, which used to be small and largely illiquid markets, used only by a few firms. In a way, the emergence of oil as a financial asset was an accident created by the conjunction of the lack of spare capacity in 2004-2006 and the financial boom taking place at the same time.

2. The Scarcity Scare on Wall Street, and the Misuse of Peak Oil Theory

As new players poured into the oil patch, a new set of considerations and narratives started to emerge. First, many of the new analysts and traders had little experience in oil, and had little institutional memory of past cycles and events; secondly, these investors had different time horizons, and finally they needed new rationales to start investing directly in commodities, rather than the more traditional oil and gas equities.

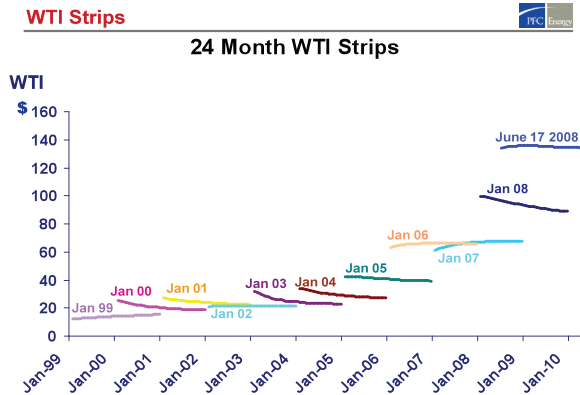
The financial industry started to focus on oil at a time when demand was booming, Saudi spare capacity was at its lowest point in decades, and more importantly, non-OPEC production was stagnant. All these factors created a sense of supply insecurity, and oil markets had to adjust brutally from the supply complacency of the 1990s to a sense of imminent supply scarcity with no apparent solutions on the horizon. Clearly, the popularization of Peak Oil theory had a great deal to do with the direct involvement of many asset managers in oil. The book “Twilight in the Desert” by Matthew Simmons added fuel to the fire by questioning the sustainability of the largest oil field in the world⁽¹⁾.

This supply narrative based on future scarcity within a short time horizon created a number of structural changes in oil markets; after all, if one predicts peak supply in the

(1) In a way, Mr. Simmons has been the most effective advocate of higher oil prices, and should be thanked by OPEC for achieving in a short time a remarkable turnaround in oil price expectations and realization. In a way, he has been the most effective, if inadvertent, promoter of the producers’ goal of higher prices.

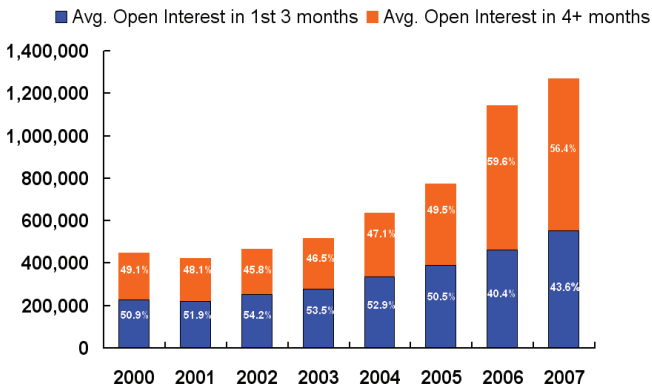
next three to five years, then that gives plenty of investment options for asset managers. This is exactly what has happened in the last four years.

As a consequence, long-term prices for oil have shifted significantly upward. In thinking about prices, it is helpful to differentiate between short-term prices, which tend to be fairly volatile and responsive to changes in inventories, and long-term values, which have tended to respond to investment levels, marginal costs, and beliefs surrounding limits to production and the longevity of the cycle. For many years, no matter what the near-term price of oil, the long-term price expectation was extremely stable. Around 2006, oil markets began to put a high value on long-dated oil as evidenced by the contango and much higher prices for long-dated crude. Normally oil in the out years is priced lower than oil in the current periods – reflecting the cost of money and the cost of oil storage – which is called “backwardation” (see graph below). However, the combination of the Asian demand narrative (China and India will need more oil), combined with the supply narrative (no new capacity in the medium term, and Peak Oil theory after that) has now provoked a fundamental shift in the price structure; while prompt prices started increasing, long-dated prices increased even more. So in less than two years, the long-term oil price – the equivalent of the marginal price – rose from \$25 to \$65. After the summer panic of 2008, when it rose and fell precipitously, it seems to have settled at around \$75 since 2009.



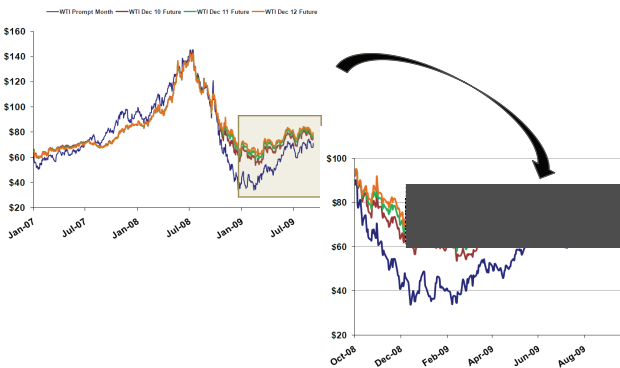
This rapid shift in long-dated crude prices does not reflect a lack of liquidity but quite the contrary. In the graph below, I show that liquidity at the back end of the curve actually increased dramatically, both in percentage and in volume with the financialization of oil markets. Peak Oil theory pushed a number of institutional investors, including very conservative pension funds, to invest a share of their assets directly into long-dated oil instruments. In other words, they started parking money in commodities based on a long-term thesis centered on the scarcity theory.

Liquidity Migrating to Back End of the Curve



In a way, it is that long-term view that drove short-term prices up after 2007. The rise in oil prices originally created by the lack of spare capacity was not fully driven by the long-term potential scarcity theory. The drivers changed, but they kept pushing prices up, even after spare capacity increased and short-term concerns disappeared. Once the financial crisis stabilized, front-month oil prices moved quickly from \$40 to \$65, thereby shrinking the very steep contango created by the economic outlook and stock build. As soon as a consensus emerged that we were in a deep recession, not an economic depression, oil prices in the short term were driven upwards by long-term prices which never dipped below \$60, even during the darkest hours of the crisis.

Long Term Target Price Driving Short Term Prices



3. The Emergence of Oil as a New Asset Class: Financialization of Oil

The oil market upheavals of 2007 and 2009 started a heated debate between analysts to understand if the price

volatility was created by tight fundamentals or by the financial bubble and subsequent burst. In my mind, and from my experience of working with and visiting dozens of asset managers of all kinds, there is little doubt that both the price spike and price crash of 2008 can only be convincingly explained by the sheer size of money movements from financial players seen in the last two years. The cheap money available before the credit crunch and after the credit crunch was a key element in the involvement of the financial players in oil markets. I will explain the linkages in this section. The lack of regulatory supervision and enforcement allowed the growth of oil markets to all comers, and the legal loopholes created by the deregulation of financial markets in the late 1990s were fully exploited by the banking industry. This is what I call the “big bang” in oil markets, when oil becomes a macro tool and one of the asset classes at the disposition of portfolio managers.

The signs clearly illustrate that oil as a financial instrument shifted rapidly from being a profitable investment between 2003 to 2006 for a number of players, mostly hedge funds looking for superior returns and volatility, to become an asset class of its own with the development, initially of commodity futures indexes and eventually but more importantly, derivative instruments that tracked these indexes. The creation of linkages with traditional asset classes such as equities, bonds, currency or interest rates enabled oil to become a hedging instrument not only against the physical changes in oil markets, but increasingly and perhaps, predominantly now, for hedging between asset classes. This shift is really revolutionary. It has inserted oil

into the mix of primary investments and hedging tools now available, exposing the small oil market to the full tsunami of funds entering and exiting global markets every day. This is the second phase of the financialization that was set in motion after 2003.

How did oil become a global hedging instrument after 2007?

Price movements in 2008 and the first half of 2009 have been very troubling for informed observers of oil markets. Looking at oil fundamentals alone will not provide an adequate answer of what happened: why did oil prices double in the first six months of 2008, and then crash from \$150 per barrel to \$35 per barrel in the following six months? It is only when oil is looked at in the context of other asset classes that the evolution of oil prices makes sense. It is necessary to understand the linkages and the transmission mechanisms created by the portfolio effects of institutional investors.

The root cause of the oil bubble that emerged in 2008 was the credit crunch that emerged in the summer of 2007 in the US. It is this event that indirectly cascaded into an oil bubble. At an even more basic level, however, it has been the disequilibrium in the US economy and the concomitant trade, savings, and fiscal deficits that have driven oil prices. This is what I call the “macro fundamentals” of oil, in contrast to the “oil fundamentals,” which is our traditional supply and demand analysis.

The key to understanding the linkage between oil and

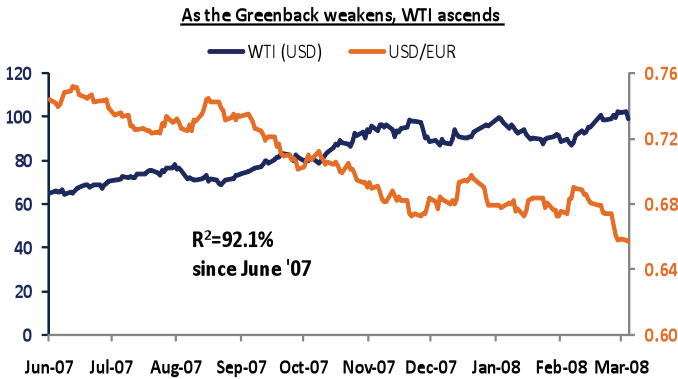
macro fundamentals is how commodities started being used by portfolio managers to hedge against inflation risks and currency risks in their portfolios. PIMCO, the fixed income asset manager, had theorized this relationship and opened the way for a broad shift in thinking of a number of passive investors such as pension funds and endowments. This, in turn, enticed a whole segment of the financial industry to look at commodities as an ideal hedge for their portfolios, and the use of commodity index funds as the vehicle for this.

So let's go back to 2007, when we see a breakdown in the correlation between money flows in futures and oil prices, but where we start to see for the first time strong correlation between oil, currency and inflation expectations. How does this new linkage work?

1. As the US Federal Reserve started to loosen monetary policy in September 2007 with a series of cuts in the short-term interest rates to ease the mounting sub-prime mortgage crisis, dollar-denominated assets became less attractive to investors, prompting them to move to higher yielding assets, weakening the dollar.
2. As the dollar declined, oil emerged as a natural hedge to the dollar, and for the first time we started to see a very strong negative correlation between oil and dollar. Since the summer of 2007, the movement of oil prices and US dollar became strongly linked, with the weakness of the dollar driving the strength in oil prices. Between June 2007 and March 2008,

the coefficient of correlation rose to 90 percent (see chart below), although before 2007, WTI price and the US dollar had not been correlated at all – from 1999-2007, the coefficient of determination between the USD/EUR exchange rate and WTI price was only 44.1 percent.

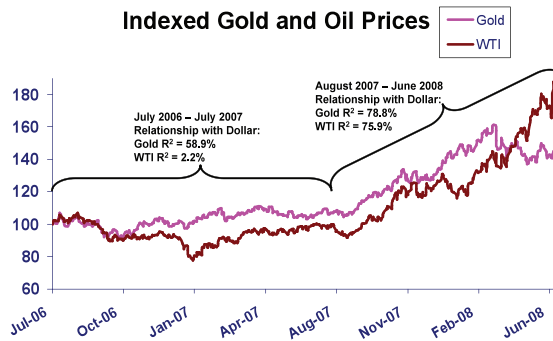
3. Investors fleeing the lower-yielding dollar moved funds into oil futures, which were being viewed as a relatively higher-yielding financial instrument, buoyed by a surge of global capital flow. Additionally, oil futures bought and sold in dollars became more attractive to foreign investors as the dollar weakened further against such investors' home currencies. These financial market dynamics resulted in a dramatic alignment between dollar and oil price movements.



Moreover, increasing oil prices caused inflation expectations to rise which further reinforced oil as a hedge against inflation. So as early as the summer of 2007, oil

started to assume the role that gold had traditionally played. If you look at the correlation between them, gold and oil moved in the same proportion against the dollar at the time (see graph below).

Oil the New Gold



With credit markets in the throes of the subprime mortgage meltdown in the first half of 2008 and the Bear Stearns collapse, the Federal Reserve attempted to breathe new life into markets by expanding its traditional lending facilities available to financial institutions. Aggregate money supply saw a sharp increase since monetary easing began in the fall of 2007. The unintended consequence of increasing the money supply led to a further injection of liquidity in markets already flush with capital, ranging from petrodollars to Asian surpluses. This liquidity led to a large shift to “hard commodities” or “real assets”, as the institutional investors have liked to call them. This is why all the liquid commodities share a similar pattern.

How did oil become a new asset class after 2007?

Investments in commodities, although an old concept, became very popular with institutional investors sometime around 2005 to 2006. The rationale of the large institutional investors' renewed interest in commodities has been clearly linked with tighter global fundamentals, but since then, we have seen an exponential growth in the instruments that gives institutional investors exposure to oil as a commodity. Moreover, this exposure to alternative investments, and commodities in particular, found an easy financial vehicle through which to play out, namely, the commodity index funds created by the large brokerage firms. After 2004, we saw a large number of paper and marketing brochures from the large brokers extolling the virtues of increasing exposure to commodity as an asset class no matter what short-term fundamentals indicated. The different arguments to buy and hold commodities as a percentage of a portfolio can be summarized by the following four rationale:

1. oil, minerals and other commodities tend to move in the opposite direction from stocks and bonds, so they reduce volatility in an uncorrelated portfolio;
2. commodities have a positive correlation with inflation and, to changes in the rate of inflation, providing a natural hedge against inflation;
3. commodities provide long-term returns and volatility at least comparable to, if not better than, equities, and

4. commodities provide protection from some economic and political surprises that is not offered by stocks and bonds.

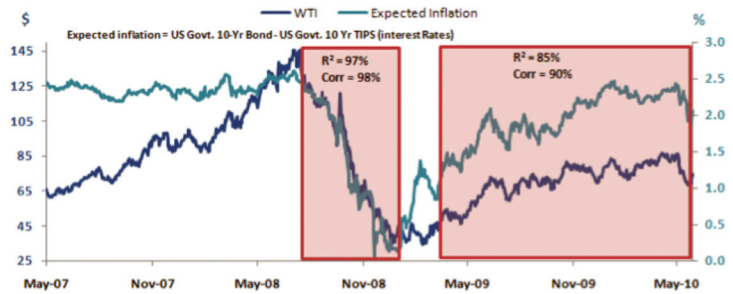
The transformation of oil from a commodity, albeit a very liquid one, to the full-fledged status of an asset class has been a silent revolution; one that has transformed price formation and price levels in a profound way. Previously, oil was largely traded on its intrinsic value, and price movements were largely independent of the vagaries of the broader financial world. Not anymore. Now, the inclusion of decision making by portfolio managers between different financial instruments, including oil, has directly linked oil to other asset classes like never before.

So now, institutional investors hold oil not only because of specific views on medium- and long-term fundamentals of supply and demand, but increasingly in relation to a set of global investment opportunities and risks that have little connection to oil. Moreover, the decision to increase or decrease oil allocation can be independent of their view on oil per se, but rather depend on the relative value of the different asset classes they hold.

Because of these linkages, we have seen period of very strong correlation between traditionally uncorrelated assets. We have entered a world where portfolio allocation decisions include commodities as an asset class, and thus sharp moves in oil prices sometimes have more to do with changes in asset allocation than pure oil fundamentals. This is why we have started seeing very strong correlations among different asset classes in the last two years, with the

oil-dollar relationship being the strongest and most obvious one. We also start to see a new seasonality emerging as portfolios are rebalanced quarterly and yearly, independent of factors deriving from oil markets. These two effects are amplified by the small size of oil markets relative to other asset classes such as debt and equities.

For example, if a consensus starts to emerge in the financial world that US interest rates are set to fall, as it was the case late 2007, or interest rates will stay low, a large number of portfolio managers are likely to change their allocation of funds and dedicate a larger proportion to commodities in general, and oil in particular to hedge the falling value of the dollar. This core relationship has allowed for very strong correlations at times between oil and the dollar index, inflation expectations and even the S&P index. All these correlations indicate portfolio effects across asset classes (see below).



Thus, if you can legally and practically invest in a commodity directly, the reasons to invest in oil as a commodity are now plenty. The linkages with inflation and the dollar are the most dramatic ones, mostly because it creates a very large demand for oil contracts. The key point is that once the door was opened, investors took full advantage of it.

Index funds and derivatives are the means to invest in

oil

The main vehicle allowing institutional investors to take a position in commodities has been index funds and all the derivatives they have spawned in the last few years. Futures and options on the main exchanges are now dwarfed by the size of the index funds and the swap market for oil and products. Most of these instruments are now used by the financial players rather than by pure hedgers such as end consumers or producers. The constraints that existed up to 2000 with the limited size of the futures market, and its lack of liquidity and the enforcements of position limits by regulators had naturally limited the scope of expansion of the financialization of oil. All that changed with the full effects of the financial deregulation of 1990s and the explosion of derivatives that shortly followed. It is the deregulation that allowed oil to become an asset class for large institutional investors, mostly through the swap window opened by the infamous “Enron loophole”. The Enron loophole exempts most over-the-counter energy trades and trading on electronic energy commodity markets from government regulation.

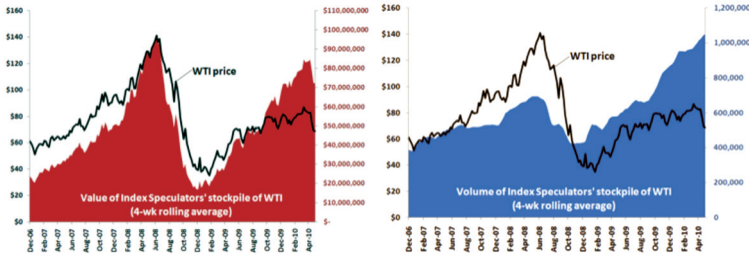
The loophole was a product of the Commodity Futures Modernization Act (CFMA) of 2000. It allowed for the creation, for U.S. exchanges, of a new kind of derivative security, the single-stock future, which had been prohibited since 1982. The Enron loophole provision in the CFMA also produced a change in the supervision of oil that had been in place since 1922 thereby enabling swap dealers to engage in their trading practices enabling unlimited positions and

limited transparency to be established by speculators, outside the purview of US regulatory bodies such as the CFTC.

The swap dealers fully took advantage of these provisions, and the commodity index funds were created, allowing them to craft a single stock future out of a basket of commodities. Oil took the lion's share of these new financial instruments, and often represents, with oil products, 70 percent or more of the weighting of the indexes. These derivatives are in effect financial vehicles that allow investors to buy and hold commodities without having ever to become involved in the physical trading world. Now, buying and selling oil is no different or more expensive than buying a stock or a bond, and is completely financialized, with no direct linkage to the physical commodity.

Institutional investors' interest in commodities coincides with the exponential growth in index funds and other swap instruments. Now, commodity index funds are the instruments of choice for the financial community. These index funds have become the primary tool for hedging, investing or speculating in commodities. They probably represent the single largest components on oil futures and their sizes have been estimated to be close to \$280 billion in 2008. It is estimated that more than \$10 billion of passive investments had gone into commodities in the first ten days of 2010. Three of the largest commodity index funds (S&P GSCI, Dow Jones UBS, and DBC) are estimated to collectively hold a stockpile of over one billion barrels of crude oil in May 2010, far great in volume than the earlier

peak around May-June 2008 which precipitated the crude oil bubble, and roughly equivalent in terms of dollar value.



Using data from the CFTC’s Commodity Index Trader Supplement to the Commitments of Traders report, the individual weights of the constituent commodities in the index funds, and daily closing prices of the commodities, we can estimate the number of contracts held by the index funds for crude oil, gasoline and heating oil. We see that S&P-GSCI is the largest, with a total of over \$140 billion under management; DJ-UBS is next, with a total of over \$100 billion under management, and DBC much smaller at around \$4.5 billion under management.

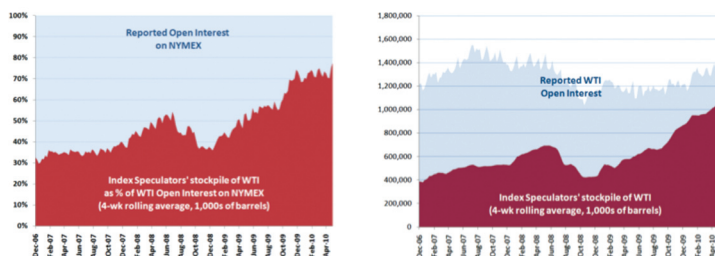
Unlike the more active investors and speculators such as hedge funds and banks’ proprietary trading desks, who move in and out of positions fairly rapidly (days or weeks if not even faster) on both the long and short sides, institutional investors (mostly pension funds) are unidirectional because they cannot short instruments, and tend to maintain and roll these positions for very long time (months or years), often using these index funds or swaps replicating them. For this reason, they have been dubbed the “Massive Passive”, and have emerged as a powerful force in the shaping of oil prices.

Now, the “Massive Passive” is sitting on a huge pile of oil swaps, and their sheer size cannot but create a very large and passive demand that dries liquidity, and in the words of Bart Chilton, one of the CFTC’s five commissioners, has “contorted oil markets in a way that has rendered the historical hedging for business purposes moot”.

How big is the “Massive Passive”?

The size of the oil market that is not reflected in the exchanges with the futures and options instruments visible and regulated represent a hidden part of a vast iceberg. The publicly available CFTC reports on open interest on NYMEX are only a small fraction of the financial activities going on in oil-linked financial instruments. Together with the physical market, they represent only a portion of all oil-linked financial transactions, and probably a very small one at that. The sheer scale of the oil-linked index and derivatives market matters here, particularly the fact that this size is not limited anymore by the long reach of the regulators.

In the graphs shown above, we have come to a good approximation of the size of the institutional investors in three traded commodity index funds. These three funds alone are now at 80 percent or so of the size of NYMEX, which is by far the largest and most liquid market for futures contracts.



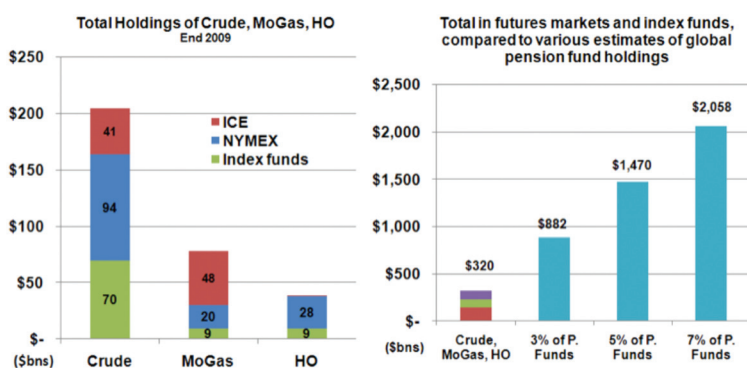
However, the index funds shown above are also dwarfed by the derivatives that are linked to oil, often via swap contracts. Further, most of the large institutional investors have been moving away from the commodity index funds and have been replicating them or tailoring them for a certain type of risk via swaps and derivatives. Therefore, open interest in the three main commodity index funds are probably only a fraction of the true size of the market for oil derivatives, and this is before we count the rising volumes of oil-linked ETFs.

There is no available public data outside the swap dealers on the real size of the oil-linked derivatives market. However, it has become clear while speaking to a large number of investors that as the size of the index grew, it also has become a lot more sophisticated, and the large institutional investors have tailored contracts to match their risk appetite, their investment horizon and preferences. The clues on the true size of this market have been appearing recently as the latest derivatives regulations have been hotly debated in the US. Simply consider what Goldman Sachs writes in its marketing material on the GSCI: “The open interest of the GSCI contract significantly understates the true liquidity of the GSCI” when derivatives, swaps, structured notes and index replication are taken into account.

Finally, to truly understand the magnitude of the impact of the institutional investors on oil, one needs to remember that the commodity markets and oil markets are a small fraction of the larger assets under management by the world's pension funds. Therefore, a small rebalancing of portfolios across asset classes has a disproportionately large impact on oil prices, while affecting currency or equity markets by a very small proportion. This discrepancy in sizes is one of the key issues that oil markets are facing constantly – a wall of money can hit it at any time if there is a good reason to change asset allocation. Often, this asset allocation has nothing to do with oil fundamentals, although sometimes it does. Most often, it is a consequence of another macro fundamental move, a change in the consensus view on the dollar or the euro, or on expected inflation in the medium term.

Moreover, we have seen recently a trend to increase allocations towards commodities, from the 3-5 percent that seemed to be the consensus before the financial crisis, to a 5-7 percent range now. The recent crisis has forced a review of asset allocation, and asset allocators have been recommending a bigger exposure to commodities and alternative investments as a shift to increase the proportion of «real assets» in their portfolios. This could be a fad, but for the moment it remains the consensus, while portfolios with smaller commodities exposure have underperformed their benchmarks. We estimate the total of oil and products held in futures markets and index funds is equivalent to \$320 billion at the end of 2009. We also believe that the overall oil-linked derivative position of the institutional investors

could be three times this size if only three percent of their assets under management are in commodities. Given the small size of this market relative to the \$30 trillion of global pension fund holdings, there is significant upward pressure on prices beyond the level supported by oil fundamentals. This is largely what we have seen so far in 2010, where macro fundamentals drove prices up while oil fundamentals clearly indicated an oversupplied physical market, with high and rising inventories and steep contango.



It is clear that the lack of position limits that index funds have enjoyed until recently have provided a backdoor for the financial community to invest more money in oil futures than regulators originally intended. These passive investments are proving to be the most controversial, since they are long only, tending to add demand for paper oil and sit passively. This contradicts the argument that financial players should be allowed free rein in commodity markets because they increase liquidity. The regulatory reforms that are being shaped in the US and Europe are now specifically targeting derivatives, and could end up bringing a lot more transparency to their use. However, the phenomenon that

we have described in this section – the innovation behind the new oil-linked financial instruments, and their massive use by institutional investors – will be difficult to reverse completely. The fact is, asset managers want exposure to commodities, and will try to replicate this as much as possible within any new regulatory framework.

4. The regulatory environment is trying to catch up

The 2008 historic run-up in oil prices has spurred a call for action and regulatory supervision and reforms from producing and consuming countries alike. The intense scrutiny applied in the US by the CFTC since 2009 is the broadest and most meaningful response to the financialization of oil markets. The G20, the US and the EU, and several of their members have launched initiatives to study and suggest reforms. The opinion piece published by Gordon Brown and Nicholas Sarkozy on July 8th 2009 in the Wall Street Journal, titled “Oil Prices Need Government Supervision” called for increased cooperation and supervision of oil markets by regulatory authorities to reduce volatility.

These calls for action culminated in months of debate in the US Senate, where finally a bill emerged on May 20th reshaping the US financial industry with a range unseen since the aftermath of the great depression. The final bill still need to be reconciled between the House and Senate version before being signed into law, but the provisions on derivatives are well known by now and are unlikely to be radically altered. Derivatives reform took a central

role in the debate over the Finance Bill, and commodity derivatives will face a new set of rules once the Bill is signed into law. The highly technical and legal fight center around two issues: Transparency of the derivatives market and enforcement of position limits for commodities derivatives. The head of the CFTC, Gary Gensler has been vocal for the need of this double requirement, and the Senate bill largely has followed his recommendations.

1) Bringing transparency to OTC derivatives markets

The Senate legislation would push most of the \$600 trillion derivatives business, including commodity derivatives, from their OTC form onto regulated exchanges or similar electronic systems, a measure that would allow far greater transparency for regulators to track the trades. It also would mean higher collaterals on most of the trades, even if it is likely to reduce the cost of the trades themselves.

This is exactly what the CFTC was hoping this reform would achieve: to limit the size of the markets that are invisible to regulators, and to limit the use of OTC derivatives in favor of more standardized products traded on exchanges. Gensler has been asking that the CFTC be granted power to regulate OTC contracts and to police commodity speculation outside of regulated exchanges. He wants a three-part approach that would require regulating derivatives dealers, bringing transparency to the OTC market, and moving standard derivatives to regulated clearinghouses.

In many ways, the Senate text is even more restrictive than Gensler's proposals, largely due to a last-minute change made by Senator Lincoln, precisely to limit the power of the swap dealers in commodity markets. The reform has adopted the philosophy and tools recommended by the CFTC to force as many commodity instruments on to transparent venues such as regulated exchanges. The Lincoln amendments force almost all derivatives on to exchanges while the proposals from Gensler and Treasury Secretary Geithner would force 60-70 percent of the market into exchanges. It is not clear if the Lincoln restrictions will survive the last-minute wrangling and technical considerations, but by all accounts, the business of creating and selling derivatives by swap dealers will change dramatically. The three or four banks that have so far controlled the unregulated commodity derivatives business – JP Morgan Chase, Bank of America, Morgan Stanley and Goldman Sachs – have fought long and hard against these amendments, but, shockingly, have lost the debate and, most probably, that business. The swap dealers fiercely asserted their right to generate instruments mimicking commodity prices while remaining unregulated and beyond regulatory scrutiny. However, the political tide had turned.

2) Imposing and enforcing position limits

Once derivatives move onto exchanges, they become visible to regulators. For the CFTC, this was a key requirement for it to be able enforce position limits on commodities. This is a power it currently has, but can only exercise if it knows the positions of the financial players

across financial instruments. The Enron loophole and the take-off of oil-linked derivatives had largely sidestepped the CFTC's ability to regulate. The new financial reform bill largely restores it.

CFTC chairman Gary Gensler has been a vociferous advocate of the improved oversight of commodity futures markets since taking the helm of the commission in January, 2009. Gensler has argued that the best way to moderate oil prices is to closely monitor the way futures and derivatives are traded, in direct contradiction to his predecessor who saw no proof of linkage between the financialization of oil and higher prices.

By law, the CFTC sets directly limits on the agricultural futures contracts while the exchanges themselves set position limits on energy commodities. Now, real questions have been asked about how effective this self-regulation has been. Exchanges in fact impose hard limits on energy products only in the last three days of trading before a contract's expiration, voiding real scrutiny the rest of the time. They just impose accountability levels, which trigger additional oversight if exceeded during the rest of the time. Strict enforcement of limits by these exchanges is still a matter of debate, and in a preliminary look at the situation, the CFTC discovered that 70 parties exceeded accountability levels on the four major energy contracts during the last year. So in the last few months, the CFTC has reasserted its authority by firstly, forcing the exchanges to make sure that position limits are enforced during the full life of the contract. Then, the CFTC has mandated the exchanges that position limits cannot be exceeded during the trading

day, because some entities were just making sure that their positions were below the limits at the close, while their peak positions were well above. These two measures showed the willingness of the CFTC to aggressively regulate futures where it could, and gives a hint of what it will try to do once it can regulate the full spectrum of financial instruments.

Beyond the issue of effective endorsement, another debate concerns the exact status of the swap dealers. Until now, although they have been the largest group of speculators, swap dealers (made up of brokers and large banks) were exempt from position limits because they have been classified as commercials, even though they often have no dealings in the physicals. The swap dealers trade mostly on behalf of commodity index traders. Regulations were enacted for limiting positions in the Commodity Futures Modernization Act of 2000 but the Enron loophole exempted OTC energy trades and trading on electronic energy commodity markets from government regulation. The loophole was partially closed in June 2008 as part of the veto-proof 2008 Farm Bill. But there were real questions surrounding the authority of the CFTC on imposing enforceable limits on swap dealers. The Senate bill clears up this ambiguity: now, businesses that use derivatives to hedge risks from producing or consuming commodities – deemed end users – would be exempt from the clearing requirement as long as the swap met “generally accepted” accounting principles for hedging, and the firm was not “predominantly” engaged in financial activities. Swap dealers’ exemptions will largely disappear, and with them, the ability to use their status to create financial instruments invisible to the regulators.

3) Harmonization for consistent international rules

The US has taken the lead with its financial regulatory reform bill, which is now shaping a broader debate within the G20 on financial regulation. Clearly, the US legislators and regulators have raised the concerns of loophole emerging internationally, as less regulated jurisdictions would allow OTC derivatives and create opportunities for regulatory arbitrage.

The US has both extended the discussion with Europe at the same time as putting teeth into the Senate bill to pressure the European proposals to fall in line. One measure in the bill allows the CFTC to monitor data and set position limits for US-based traders even on foreign boards of trade. As for the question of how the US could credibly enforce this, the CFTC could certainly make it extremely onerous for US-based traders to trade on foreign exchanges.

Meanwhile, Gensler has continued to push foreign regulators to adopt similar rules. The European Union has been willing to follow, with a raft of proposals at the supranational and national levels that are broadly in line with the principles reflected in the emerging US bill. Broadly, there is agreement on the need to regulate OTC derivatives and to move derivatives trading activity to regulated exchanges, mediated by a third-party clearinghouse. There has been a proposal for an EU-wide commodities watchdog much like the CFTC. The main area of dispute has been over position limits, with France and Germany pushing to adopt them, and the UK's Financial Services Authority (FSA) looking to soften this rule, in order to maintain the competitiveness of London as a financial center. These

issues will be coordinated within the G-20 meetings, as well as at the European Commission, with a proposal on financial regulation expected in July.

It is not yet clear if greater regulation on derivatives will happen in a fairly coordinated fashion internationally, in line with US financial regulatory reform, although a consensus on commodities seems to have emerged: greater regulation and limits to OTC instruments, and a need to monitor the positions of the financial actors.

Conclusion

Going forward, if oil continues to be an asset class for institutional investors, prices will be increasingly linked to volatility in currencies, interest rate expectations, and more generally to the health of the financial players and to a financial logic that include risks beyond oil fundamentals. These risks will impact volatility and price levels, but more importantly, it creates systemic risks of spikes and troughs like the ones seen in 2008.

In the world of economic and financial instability we are facing, this greater volatility entails greater economic risks. Regulators have zeroed in on these risks, and the US legislators are on the verge of passing tightening of the rules guiding OTC derivatives markets and providing the CFTC a mandate for stricter enforcement of position limits across instruments. Will that be enough to avoid a repeat of the great commodity rollercoaster of 2008? Policy makers seem to have identified the problem, but it is yet too early to say if they have found the solutions.