



منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول
أوابك



العلاقة بين الأسعار الفورية والأسعار
المستقبلية للنفط
وانعكاساتها على أسواق النفط العالمية



منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول
أوابك



العلاقة بين الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط وانعكاساتها على أسواق النفط العالمية

مراجعة
عبد الفتاح العريفي دندي
مدير الإدارة الاقتصادية

إعداد
الطاهر الزيتوني
محلل طاقة

إعتماد
سعادة الأستاذ علي سبت بن سبت
الأمين العام

العلاقة بين الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط وانعكاساتها على أسواق النفط العالمية

تقديم

ظلت الأسعار في أسواق النفط العالمية وتقلباتها مثيرة للجدل طيلة تاريخ الصناعة النفطية. وتتزايد وثيرة القلق بشأن الأسعار خلال الفترات التي تشهد ارتفاعا سريعا في الطلب الذي يؤدي الى حدوث ارتفاع حاد في الأسعار، أو خلال الفترات التي تشهد انخفاضا مفاجئ في الطلب أو تخمة في المعروض، والتي تتسبب في حدوث تراجع حاد في الأسعار.

وكما هو معلوم أن أسعار النفط تتحدد وفق الظروف السائدة في السوق النفطية والتوقعات المستقبلية المتعلقة بالطلب والعرض، وتساهم العوامل الأخرى في تأثيرها على الأسعار عن طريق مساهمتها في التأثير على الطلب والعرض. وقد تنامي دور الأسواق المالية في رسم اتجاهات أسعار النفط في الأسواق العالمية منذ فترة تسعينات القرن الماضي، حيث ساهمت الابتكارات الجديدة التي أفرزتها أسواق المال في السماح للمستثمرين بالاستفادة من ارتفاع أسعار النفط دون الحاجة إلى الحيازة الفعلية للنفط على هيئة مخزون. ولا شك أن زيادة نشاط المضاربة في الأسواق الآجلة للنفط يؤدي إلى خلق طلب وهمي على البراميل الورقية، ويساهم في رفع سقف التوقعات بشأن الأسعار المستقبلية للنفط، فيلجأ مستهلكي النفط لزيادة طلبهم على النفط لغرض التخزين والتحوط من ارتفاع أسعار النفط مستقبلاً، فترتفع الأسعار الفورية للنفط كردة فعل لذلك الارتفاع المفاجئ للطلب.

تهدف الدراسة بشكل رئيسي، إلى عرض وتحليل التطور في الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط الخام في الأسواق العالمية، والتعرف على مدى العلاقة بينهما، ومدى إمكانية الاعتماد على الأسعار المستقبلية كمؤشر للتنبؤ بمسار الأسعار الفورية.

ومن أهم ما خلصت إليه الدراسة أن الرؤية المستقبلية لأسواق النفط العالمية في الظروف الحالية تعتمد على عنصرين رئيسيين، أولهما المسار المحتمل لجائحة فيروس كورونا (Covid-19)، وأبعادها المحتملة على الاقتصاد العالمي بشكل عام وأسواق النفط

بشكل خاص، وثانيهما مدى استمرارية التعاضد الدولي بين كبار المنتجين في أسواق النفط والذي قاد إلى ظهور اتفاق "أوبك+" حيز الوجود، والذي أقر فيه خفض انتاج المجموعة لإعادة التوازن إلى أسواق النفط العالمية وخفض حدة التقلبات في أسعاره. والجدير بالذكر والاهتمام أيضا هو أن التوقعات المتعلقة بأسعار النفط الفورية والمستقبلية يجب أن يتم التعامل معها بشيء من الحذر، لكونها مبنية على افتراضات يمكن أن تجانب الصواب.

علي سبت بن سبت

الأمين العام



المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
1	مقدمة
3	أولاً: أسواق النفط العالمية: الأساسيات والاطراف المتعاملة فيها
3	1. أساسيات السوق النفطية
4	2. الأسواق المالية وتأثيراتها في أسواق النفط
6	3. الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط الخام
7	4. مرونة (الطلب / العرض) السعري للنفط الخام
9	5. التقلبات في أسعار النفط
10	ثانياً: تطور الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط في الأسواق العالمية، والعوامل المؤثرة فيها خلال الفترة (2000 – 2020).
10	1. تحليل اتجاه الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط الخام
10	1.1. الأسعار الفورية (Spot Prices)
15	1.2. الأسعار المستقبلية (Future Prices)
17	2. تحليل التقلبات في الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط الخام
20	3. العلاقة بين الأسعار الفورية والمستقبلية للنفط الخام
23	4. نشاط المضاربة في الأسواق الآجلة للنفط
25	5. السلوك المعزز بين الأسواق الفورية والأسواق الآجلة
28	ثالثاً: أسواق النفط العالمية – رؤية مستقبلية
36	رابعاً: الخلاصة

الشكل	المحتوى	رقم الصفحة
الشكل (1)	درجة استجابة الكمية المطلوبة (المعروضة) للتغير في السعر أقل من التغير النسبي في السعر	8
الشكل (2)	درجة استجابة الكمية المعروضة للتغير في السعر أكبر من التغير النسبي في السعر	8
الشكل (3)	المتوسط السنوي لسلة خامات أوبك خلال الفترة (2000 – 2020)	13
الشكل (4)	الأسعار المستقبلية للعقود الآجلة في السوق الأمريكي والسعر الفوري لخام غرب تكساس وفروقات الأسعار المستقبلية عن السعر الفوري خلال الفترة 2000-2020	16
الشكل (5)	المعدل الشهري للتقلبات في الأسعار اليومية لخام غرب تكساس الأمريكي خلال الفترة (2000 – 2019)	18
الشكل (6)	المعدل الشهري للتقلبات في الأسعار اليومية لخام غرب تكساس الأمريكي خلال الفترة (2000 – 2020)	19
الشكل (7)	رسم الانتشار الذي يوضح العلاقة الطردية بين الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للعقود آجلة التسليم لخام غرب تكساس الأمريكي خلال الفترة (4 يناير 2000 – 25 أغسطس 2020*)	21
الشكل (8)	العلاقة بين الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للعقود آجلة التسليم لخام غرب تكساس الأمريكي خلال الفترة (2000 – 2020)	23
الشكل (9)	المتوسط اليومي لعدد المراكز المفتوحة لعقود النفط الخام في الأسواق الأمريكية خلال الفترة (2000 – 2020)	24
الشكل (10)	تفاعل العوامل الأساسية والعوامل غير الأساسية المؤثرة على أسواق النفط	25
الشكل (11)	معدل نمو الناتج العالمي الإجمالي المتوقع لعامي 2020 – 2021 بالأسعار الثابتة	30
الشكل (12)	معدلات النمو المتوقعة لإجمالي الناتج المحلي بالأسعار الثابتة حتى عام 2025	31
الشكل (13)	التوقعات المستقبلية لإجمالي الإمدادات العالمية والاستهلاك العالمي من النفط حتى نهاية عام 2021	32
الشكل (14)	التوقعات المستقبلية لإجمالي السحب من المخزون التجاري العالمي حتى نهاية عام 2021	33
الشكل (15)	التوقعات المستقبلية لأسعار النفط في الأسواق العالمية خلال الفترة (2000 – 2020)	34
الشكل (16)	الأسعار الفورية لخام غرب تكساس المتوسط والأسعار المستقبلية للخام في بورصة نايمكس بمستوى ثقة 95%	35
الجدول	المحتوى	رقم الصفحة
الجدول (1)	المعدل السنوي للأسعار الاسمية والحقيقية لسلة خامات أوبك	13

العلاقة بين الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط وانعكاساتها على أسواق النفط العالمية

مقدمة

ظلت مستويات الأسعار في أسواق النفط العالمية وتقلباتها تشكل موضوعاً مثيراً للجدل طيلة تاريخ صناعة النفط. وكثيراً ما تنتشر مشاعر القلق بشأن الأسعار ومستوياتها وتأسر مخيلة عامة الناس إما في أوقات الارتفاعات السريعة في الطلب والتي تتسبب في ارتفاعات حادة في الأسعار وتحدث غالباً في أوقات الأزمات الطبيعية وتلك المتعلقة بالقضايا الجيوسياسية، أو في أوقات الانخفاضات المفاجئة في الطلب أو تخمة الأسواق من المعروض، والتي تتسبب في تراجع حادة في الأسعار وتحدث غالباً في أوقات الأزمات الاقتصادية وركود الطلب على النفط.

وتتحدد الأسعار في أسواق النفط على أساس الظروف الراهنة للسوق النفطية والتوقعات المستقبلية للطلب والعرض، وتمثل الأسعار الفورية (Spot Prices) سعر التسليم الفوري لبرميل النفط، بينما تمثل الأسعار الآجلة أو المستقبلية (Future Prices) أسعار التسوية في عقود آجلة التسليم. وبينما تعكس حركة الأسعار الفورية الظروف الحالية لأسواق النفط وحالة التوازن بين العرض والطلب، فإنها تتأثر أيضاً بالإشارات التي تستلمها من الأسواق الآجلة، كمؤشر للتوقعات المستقبلية لظروف الأسواق، حيث ينعكس الارتفاع في الأسعار المستقبلية في ارتفاع ثنائي للأسعار الفورية ومستويات المخزون النفطي لغرض التحوط من ارتفاع الأسعار الفورية مستقبلاً. وبالمقابل تتأثر الأسعار المستقبلية بالظروف الحالية للأسواق من حيث مستويات الطاقات الفائضة وظروف التوازن في العرض والطلب ومستويات الأسعار الفورية ونسبة المخاطرة.

وتستخدم العقود الآجلة إما للحماية من تقلبات الأسعار الفورية أو للمضاربة والكسب من هذه التقلبات، حيث يمتلك بعض منتجي النفط أو شركات الطيران العالمية صناديق تحوط تتعامل مع مشتقات الطاقة في الأسواق المالية بهدف السعي نحو التحوط من المخاطر التجارية التي قد يتعرضون إليها بسبب التغيرات في أسعار النفط أو منتجاته، حيث ترغب شركة

الطيران في شراء العقود الآجلة أو الخيارات لتجنب احتمال ارتفاع تكاليف الوقود المستقبلية فوق مستوى معين، بينما قد يرغب منتج النفط في بيع العقود الآجلة من أجل تثبيت سعر إنتاجه المستقبلي.

وتختلف العقود الآجلة عن الخيارات المالية (Options) في أن العقود الآجلة تلزم الطرفين بالتسوية، بينما يعطي الخيار المالي الحق لمشتريه بالتنازل عن التسوية إذا كانت ستعود عليه بالخسارة. وفي المقابل، ينشط المستثمرون الذين ليس لديهم مصلحة في التداول المادي للنفط من فئة البنوك، وصناديق التحوط، ومستشاري تداول السلع، ومديري صناديق الأموال الخاصة، في سوق المشتقات المالية للطاقة لمحاولة الاستفادة من التغيرات في الأسعار، حيث يسعى هؤلاء بإضافة الطاقة والسلع الأخرى كبداية لاستثمارات الأسهم والسندات إلى تنوع محافظهم الاستثمارية، أو للتحوط من مخاطر التضخم.

ومن المعلوم أن أسواق النفط تعتبر من أكثر أسواق السلع الأساسية تقلباً بشكل عام، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى انخفاض مرونة الطلب السعرية للنفط في المدى القصير حالة كونه سلعة ضرورية غير متاحة للإحلال على المدى القصير في أغلب أوجه استخدامها، وعلى المدى المنظور في قطاعات رئيسية مثل قطاع النقل والمواصلات.

ومن جانب العرض أيضاً، يتطلب زيادة الطاقات الإنتاجية فترات زمنية طويلة، وتدفقات استثمارية عالية تتوفر في ظل أسواق مستقرة، منخفضة المخاطرة ومضمونة العوائد، في حالة ضمان الطلب المستقبلي، حيث يترتب على ارتفاع الطاقات الإنتاجية الفائضة رفع للتكلفة وتدني لجدوى الاستثمار، وتؤدي هذه الأسباب إلى انخفاض مرونة العرض السعرية للنفط في المدى القصير، مما يتسبب في تزايد درجة الحساسية الشديدة لأسعار النفط تجاه أي أنباء تشير إلى مخاطر انقطاع الإمدادات الناجمة عن الظروف الجيوسياسية (الجغرافية – السياسية)، ويساهم بشكل مباشر في تزايد حدة التقلبات في أسعار النفط.

وتعتبر الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للعقود آجلة التسليم الأقرب أجلاً أكثر تقلباً في أسواق النفط من مثيلاتها لعقود التسليم الأبعد أجلاً بسبب بطء استجابة الكميات المطلوبة أو المعروضة من النفط للتغير في السعر على المدى القصير، وتعكس العلاقة بين الأسعار

الفورية والأسعار المستقبلية للنفط العلاقة المعقدة بين العوامل الأساسية أو ما اصطلح على تسميتها أساسيات السوق وبين العوامل المستحدثة في أسواق النفط والتي أصبحت من العوامل الرئيسية المؤثرة على أسعار النفط صعوداً وهبوطاً.

تهدف الدراسة، بالدرجة الأساس، إلى عرض وتحليل التطور في الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط الخام في الأسواق العالمية، والتعرف على مدى العلاقة بينهما، ومدى إمكانية الاعتماد على الأسعار المستقبلية كمؤشر للتنبؤ بمسار الأسعار الفورية، مع التركيز على أسعار خام برنت وخام غرب تكساس في بورصة نيويورك التجارية "NYMEX"، ومركز التبادل الدولي للبترول في لندن "ICE".

خصص الجزء الأول من الدراسة للتعرف على أساسيات أسواق النفط العالمية وتشمل أنواع أسواق النفط العالمية، والاطراف المتعاملة فيها، وأشكال التعاملات التعاقدية في تلك الأسواق. ويتناول الجزء الثاني من الدراسة تطور الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط في الأسواق العالمية وتحليل اتجاهاتها وتقلباتها، والعوامل المؤثرة فيها خلال الفترة (2000 – 2020)، والعلاقة بين الأسعار الفورية والمستقبلية للنفط الخام. ويقدم الجزء الثالث من الدراسة رؤية مستقبلية لأسواق النفط العالمية. وستختتم الدراسة بتقديم الخلاصة والاستنتاجات.

أولاً: أسواق النفط العالمية: الأساسيات والاطراف المتعاملة فيها

1. أساسيات السوق النفطية

الطلب والعرض هما المحددان الأساسيان لسعر النفط، شأنه في ذلك شأن أي سلعة أخرى، وتساهم العوامل الأخرى في تأثيرها على أسعار النفط عن طريق مساهمتها في التأثير على الطلب والعرض من النفط، فبينما يساهم النمو الاقتصادي والاجتماعي ومعدلات النمو السكاني ومستويات الدخل في التأثير على حجم الطلب على النفط، وتساهم مستويات الطاقات الإنتاجية الفائضة لدى الدول الأعضاء بمنظمة الدول المصدرة للنفط (أوبك) وحجم الاستثمارات في توسيع الطاقات الإنتاجية العالمية والأزمات الجيوسياسية والكوارث الطبيعية

في التأثير على حجم الإمدادات النفطية، ويعتبر المخزون النفطي وخاصة التجاري لدى الدول الصناعية وكفايته بعدد أيام الاستهلاك من المؤشرات الرئيسية للتوازن بين العرض والطلب العالمي على النفط. ويمكن استخدام المخزون النفطي في التأثير على حجم الطلب من النفط عند قيام الدول المستهلكة بسحب كميات من مخزونها التجاري فينخفض حجم الطلب على النفط مما يضطر بدول أوبك إلى القيام بخفض حصص إنتاجها للحفاظ على توازن السوق ما يتسبب في ارتفاع طاقاتها الإنتاجية الفائضة. وبالمقابل تساهم عمليات البناء في المخزون التجاري في التأثير على حجم الطلب بالرفع من مستوياته مما يضطر بدول أوبك إلى زيادة حصص إنتاجها وضخ المزيد من النفط للحفاظ على توازن الأسواق.

وتعتبر قدرات التكرير والطاقات الإنتاجية لمصافي النفط العالمية والمخصصات الاستثمارية في قطاع الصناعات اللاحقة أيضاً عنصراً مهماً وثنائي التأثير على الطلب والعرض، فبينما تحدد قدرات المصافي ومواصفاتها الفنية نوعية النفوط الممكن معالجتها، تحدد الطاقات الإنتاجية لهذه المصافي حجم الطلب على هذه الخامات، وتكون الطاقات الإنتاجية لمصافي النفط العالمية محدداً في الوقت ذاته لحجم العرض من المنتجات النفطية.

2. الأسواق المالية وتأثيراتها في أسواق النفط

تساهم الأسواق المالية في رسم اتجاهات أسعار النفط، حيث يؤدي انخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي أمام العملات الأخرى إلى انخفاض سعر النفط مقوماً بهذه العملات، كما يؤدي الخفض في قيمة الفائدة إلى خسارة القيمة الحالية للنقود بسبب التضخم مما يخلق عائداً سلبياً عليها. وقد ساهمت الابتكارات المالية التي ظهرت في تسعينات القرن الماضي ومطلع القرن الحالي في أسواق السلع بشكل عام وأسواق النفط بشكل خاص إلى السماح للمستثمرين بالاستفادة من ارتفاع أسعار النفط دون الحاجة إلى الحيازة الفعلية للنفط على هيئة مخزون، كما وجد أصحاب صناديق التحوط والصناديق الاستثمارية ضالّتهم في الأسواق الآجلة للنفط الخام عبر ضخ مليارات الدولارات لجني الأرباح الكبيرة من خلال بيع وشراء ما يسمى بالبراميل الورقية، وهو ما برز واضحاً في كثافة نشاط المضاربة – وهي شراء النفط بقصد إعادة بيعه بسعر أعلى، بدلاً من استخدامه لأغراض تجارية – في الأسواق

الآجلة للنفط الخام وفي مقدمتها بورصة نيويورك التجارية (NYMEX) ومركز التبادل الدولي للبترول في لندن (ICE). ويؤدي هذا النشاط إلى خلق طلب وهمي على البراميل الورقية، ويساهم في رفع سقف التوقعات بشأن الأسعار المستقبلية للنفط، مما يشجع مستهلكي النفط لزيادة طلبهم على النفط لغرض التخزين والتحوط من ارتفاع أسعار النفط مستقبلاً، ولذلك برزت ظاهرة فك الارتباط بين مستويات المخزون التجاري وأسعار النفط خلال عام 2003 عندما تزايد نشاط المضاربة في الأسواق الآجلة للنفط.

والجدير بالذكر أن الابتكارات الحديثة في أسواق المشتقات المالية، ساهمت بشكل كبير في تحفيز الاستثمار في أسواق النفط الآجلة للأسباب التالية:

✓ يعتبر الاستثمار في أصول النفط أداة فاعلة للتحوط ضد التضخم الناجم عن ارتفاع الأسعار وانخفاض قيمة الدولار الأمريكي.

✓ تعتبر الأسواق الآجلة للنفط، بيئة جيدة لتحقيق عوائد مجزية في ظل التدهور في الاقتصاد العالمي وانخفاض العوائد وارتفاع مخاطر الاستثمار في الأصول الأخرى.

✓ يعتبر الاستثمار في العقود الآجلة للنفط، أداة جيدة لتفعيل آلية تنويع المحافظ الاستثمارية للحد من المخاطرة، حيث من المعروف أن السلع تاريخياً في علاقة ارتباط سالب مع الأسهم والسندات.

وبذلك شهدت الأسواق الآجلة للنفط نشاطاً مكثفاً للعملاء غير التجاريين مثل صناديق التحوط (hedge funds) و (floor brokers and traders) وعملاء تجاريين مثل تجار مقايضة السلع (commodity swap dealers) الذين يقومون بدور الوساطة بين المستثمرين الباحثين عن فرص التداول في أسواق السلع، والوسطاء التجاريين (Commercial Dealers)، وأدى ذلك إلى تحول العدد الأكبر من المتعاملين في الأسواق الآجلة إلى ذلك النوع من المستثمرين الذين يفتقدون الخبرة اللازمة بطبيعة أسواق النفط، بينما ظل عدد المتعاملين الأساسيين في أسواق النفط وهم المنتجين (Producers) ويقصد بهم هنا (مصافي التكرير) والصناعيين (Manufacturers) محدوداً.

3. الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط الخام

تتحدد الأسعار في أسواق النفط على أساس الظروف الراهنة للسوق النفطية والتوقعات المستقبلية للطلب والعرض، وتمثل الأسعار الفورية (Spot Prices) سعر التسليم الفوري لبرميل النفط خلال فترة لا تتجاوز 2 – 3 أسابيع، بينما تمثل الأسعار الآجلة أو المستقبلية (Future Prices) أسعار التسوية في عقود آجلة التسليم تتراوح مدتها عادة بين شهر وخمسة سنوات وأحياناً ثماني سنوات، حيث يلتزم المشتري بشراء النفط في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد سلفاً. ويتحدد في العقود الآجلة تفصيلاً نوعية وكمية النفط التي تم التعاقد عليها. ومع أن بعض العقود الآجلة لمختلف السلع تستدعي التسليم المادي للأصول المتعاقد عليها، إلا أن الغالبية يتم تسويتها نقداً. فعلى سبيل المثال، إذا تعاقد مشتري على شراء عقد بألف برميل من النفط الخام بعد شهر من تاريخه مقابل 50 دولاراً للبرميل تدفع في تاريخ التسوية، وفي تاريخ التسوية وصل سعر برميل النفط الخام في السوق إلى 55 دولاراً للبرميل، تتم تسوية العقد الآجل بدفع الفرق وهو 5 دولار للبرميل من قبل البائع لحساب المشتري وبدون أي تبادل للنفط. وفي حال وصول سعر برميل النفط في السوق في تاريخ التسوية إلى 45 دولار للبرميل تتم تسوية العقد الآجل بدفع الفرق وهو 5 دولار للبرميل من قبل المشتري لحساب البائع وبدون أي تبادل فعلي للنفط.

وتعكس حركة الأسعار الفورية الظروف الحالية لأسواق النفط وحالة التوازن بين العرض والطلب، وتتأثر الأسواق الفورية بالإشارات التي تستلمها من الأسواق الآجلة، حيث ينعكس الارتفاع في الأسعار المستقبلية في ارتفاع ثنائي للأسعار الفورية ومستويات المخزون النفطي لغرض التحوط من ارتفاع الأسعار الفورية مستقبلاً.

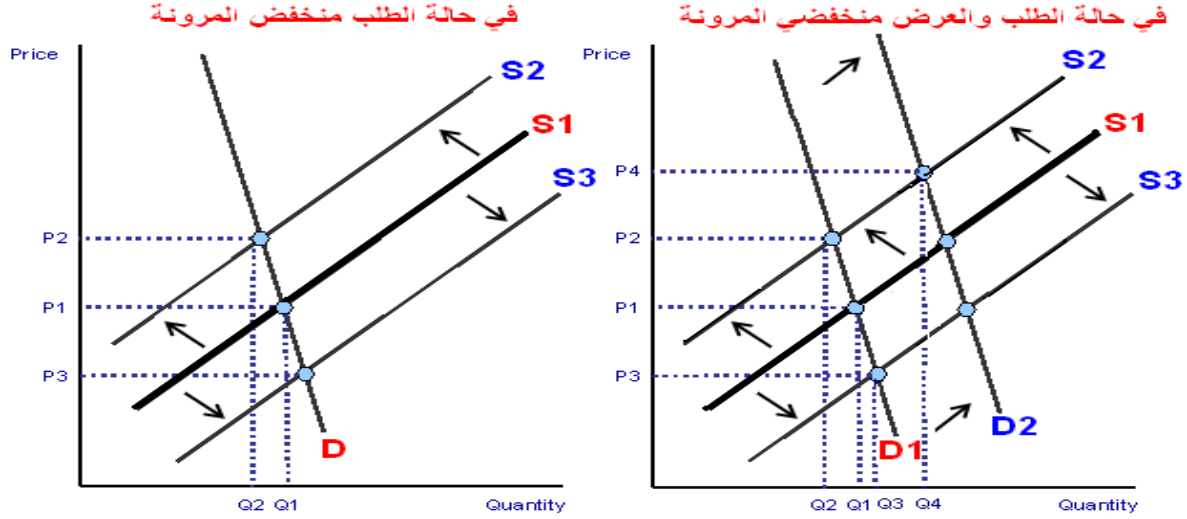
وتستخدم العقود الآجلة إما للحماية من تقلبات الأسعار الفورية أو للمضاربة والكسب من هذه التقلبات، حيث يمتلك بعض منتجي النفط أو شركات الطيران العالمية صناديق تحوط تتعامل مع مشتقات الطاقة في الأسواق المالية بهدف السعي نحو التحوط من المخاطر التجارية التي قد يتعرضون إليها بسبب التغيرات في أسعار النفط أو منتجاته، حيث ترغب شركة الطيران في شراء العقود الآجلة أو الخيارات لتجنب احتمال ارتفاع تكاليف الوقود المستقبلية

فوق مستوى معين ، بينما قد يرغب منتج النفط في بيع العقود الآجلة من أجل تثبيت سعر إنتاجه المستقبلي. وتختلف العقود الآجلة عن الخيارات المالية (Options) كون الأولى تلزم الطرفين بالتسوية، بينما يعطي الخيار المالي الحق لمشتريه بالتنازل عن التسوية إذا كانت ستعود عليه بالخسارة. في المقابل، ينشط المستثمرون الذين ليس لديهم مصلحة في التداول المادي للنفط من فئة البنوك، وصناديق التحوط، ومستشاري تداول السلع، ومديري صناديق الأموال الخاصة، في سوق المشتقات المالية للطاقة لمحاولة الاستفادة من التغيرات في الأسعار، حيث يسعى هؤلاء بإضافة الطاقة والسلع الأخرى كبدايل لاستثمارات الأسهم والسندات لتنويع محافظهم الاستثمارية، أو للتحوط من مخاطر التضخم.

4. مرونة (الطلب / العرض) السعرية للنفط الخام

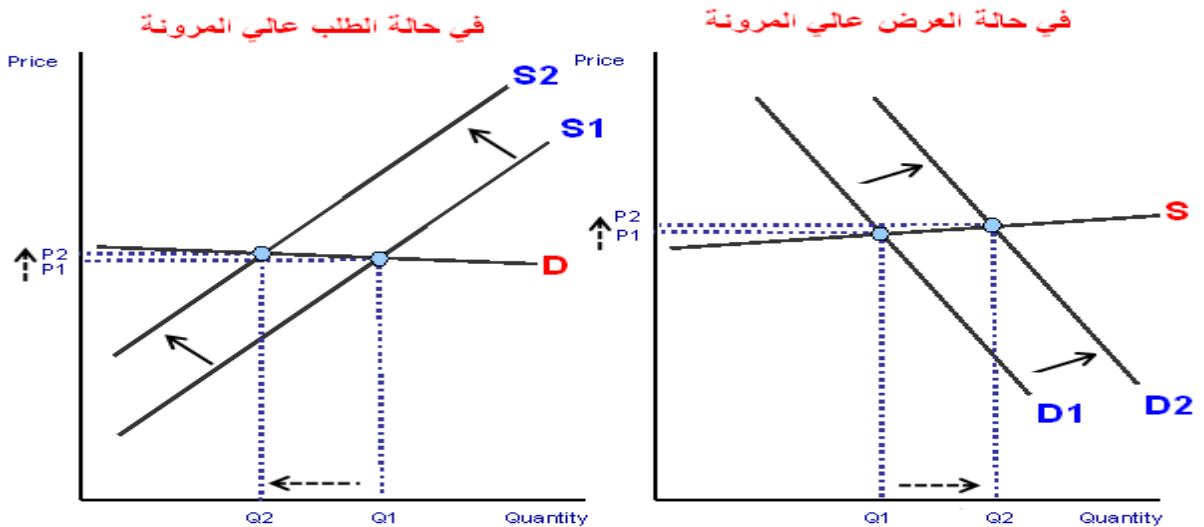
هناك حقيقة هامة بشأن علاقة العرض و الطلب على النفط بمستويات أسعاره، حيث يتسم التغير في العرض أو الطلب على النفط بانخفاضه مقارنة بالتغير في الأسعار، وهذه سمة هامة للنفط، فهو المصدر الرئيسي والأهم للطاقة في العالم، وتؤدي محدودية قدرة المستهلكين على البحث على أنواع أخرى من الوقود عند ارتفاع أسعاره على المدى القصير، وعدم توفر بدائل متاحة له على المدى المنظور في قطاعات هامة وحيوية مثل قطاع المواصلات إلى انخفاض مرونة الطلب السعرية على النفط، كما تؤدي ارتفاع تكاليف إنتاجه ولاسيما الثابتة، وكذلك طول الفترات الزمنية اللازمة لتوسعة الطاقات الإنتاجية في كافة مراحلها إلى انخفاض مرونة العرض السعرية للنفط. ويعني انخفاض مرونة الطلب (العرض) السعرية لأي سلعة، أن درجة استجابة الكمية المطلوبة (المعروضة) للتغير في السعر أقل من التغير النسبي في السعر كما يبين الشكل (1):

الشكل (1)
درجة استجابة الكمية المطلوبة (المعرضة) للتغير في السعر
أقل من التغير النسبي في السعر



بينما يتاح للمستهلكين الانتقال إلى بدائل أخرى في السلع ذات الطلب المرن عند ارتفاع أسعارها، ولذلك تكون درجة استجابة الكمية المطلوبة للتغير في السعر أكبر من التغير النسبي في السعر، كما أن درجة استجابة الكمية المعروضة للتغير في السعر أكبر من التغير النسبي في السعر للسلع ذات العرض المرن كما هو موضح بالشكل (2):

الشكل (2)
درجة استجابة الكمية المعروضة للتغير في السعر أكبر من التغير النسبي في السعر



5. التقلبات في أسعار النفط

يعبر مصطلح التقلب (Volatility) عن انتشار جميع النتائج الممكنة لمتغير غير مؤكد باحتمالية معينة، فهو بذلك مؤشر لقياس حالة من عدم الاستقرار، وتعبر تقلبات الأسعار في الأسواق المالية عن درجة الضبابية وعدم الثقة Uncertainty في مستقبل الأسواق وتعكس درجة المخاطرة Risk في العائد على السعر Return on price، وتقاس إحصائياً بالانحراف المعياري Standard Deviation ($\hat{\sigma}$) للعائد على الأسعار، كما يلي:

$$\hat{\sigma} = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_t - \mu)^2},$$

$$r_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1})$$

حيث: r_t يمثل العائد على السعر، ويعرف بالفرق بين اللوغاريتم الطبيعي للأسعار على فترتين زمنييتين متتاليتين، μ تمثل متوسط العائد Average of Return خلال فترة زمنية T من الأيام ويستخدم التباين Variance، والذي يمثل مربع الانحراف المعياري، كمؤشر آخر لقياس درجة التقلبات، ولا يشكل استخدام أي من المؤشرين فارقاً من الناحية الرياضية عند مقارنة درجة التقلبات لسلعتين، إلا أن أفضلية استخدام الانحراف المعياري تبرز في كون وحدة قياسه هي نفس وحدة قياس المتوسط μ ، أي أنه لو كانت وحدة قياس المتوسط هي الدولار فإن وحدة قياس الانحراف المعياري تكون الدولار أيضاً في حين تكون وحدة قياس التباين (الدولار تربيع) في هذه الحالة.

ويرتبط مفهوم التقلب في الأسعار بمفهوم المخاطرة، ولكنه لا يعبر عنه، ففي حين يرتبط مفهوم المخاطرة بالعائد السالب أو غير المرغوب فيه، يعبر التقلب في الأسعار عن الضبابية التي تنتج أحيانا في عوائد موجبة، وهذا فارق مهم بين المفهومين عادة ما يتم إغفاله، فعند احتساب معدل شارب "Sharpe Ratio" لقياس العائد الاستثماري المعدل حسب المخاطر، وهو مؤشر لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية لتحديد إن كان الربح ناتجاً عن قرارات

استثمارية جيدة أو نتيجة تحمل مخاطر استثمارية عالية، تتم مقارنة متوسط العائد مع الانحراف المعياري للعائد الذي يمثل درجة التقلب في الأسعار، حسب المعادلة التالية:

$$\text{Sharpe ratio} = \frac{\left(\text{Average return, } \mu \right) - \left(\text{Risk-free interest rate, e.g. T-bill rate} \right)}{\text{Standard deviation of returns, } \sigma}$$

ومن المعلوم أن أسواق النفط تعتبر من أكثر أسواق السلع الأساسية تقلباً بشكل عام، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى انخفاض مرونة الطلب السعرية للنفط حاله كونه سلعة ضرورية غير متاحة للإحلال على المدى القصير في أغلب أوجه استخدامها، وعلى المدى المنظور في قطاعات رئيسية مثل قطاع النقل والمواصلات. ومن جانب العرض أيضاً، يتطلب زيادة الطاقات الإنتاجية فترات زمنية طويلة، وتدفقات استثمارية عالية تتوفر في ظل أسواق مستقرة، منخفضة المخاطرة ومضمونة العوائد، في حالة ضمان الطلب المستقبلي، حيث يترتب على ارتفاع الطاقات الإنتاجية الفائضة رفع للتكلفة وتدني لجدوى الاستثمار، وتؤدي هذه الأسباب إلى انخفاض مرونة العرض السعرية للنفط، مما يتسبب في تزايد درجة الحساسية الشديدة لأسعار النفط تجاه أي أخبار تشير إلى مخاطر انقطاع الإمدادات الناجمة عن الظروف الجيوسياسية، ويساهم بشكل مباشر في تزايد حدة التقلبات في أسعار النفط.

ثانياً: تطور الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط في الأسواق العالمية، والعوامل المؤثرة فيها خلال الفترة (2000 – 2020).

1. تحليل اتجاه الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط الخام

1.1 الأسعار الفورية (Spot Prices)

شهدت السوق النفطية العالمية خلال الفترة 2002 – يوليو 2008 تصاعداً مستمراً في أسعار النفط العالمية التي تخطت سلسلة متتالية من المستويات القياسية غير المسبوقة وخاصة خلال النصف الأول من عام 2008، عندما تجاوزت الأسعار الاسمية لسلة خامات أوبك حاجز 130 دولار/برميل ولامس سعر الخام الأمريكي الخفيف في العقود الآجلة حاجز 150 دولار/برميل خلال شهر يوليو 2008. ووصل المعدل السنوي لسعر سلة خامات أوبك بالقيم

الاسمية إلى 94.4 دولار /برميل وحوالي 88.7 دولار/ برميل بقيمها الحقيقية خلال عام 2008.

وبحلول شهر أغسطس من عام 2008، عندما ظهرت الأزمة المالية العالمية على السطح، وبدأت سلسلة الانهيارات التي عصفت بمؤسسات المال والمصارف وأسواق الأسهم والمال العالمية، تراجعت أسعار النفط بشكل حاد، كانت حصيلته هبوط المعدل السنوي لسعر سلة خامات أوبك بقيمه الاسمية لعام 2009 بحوالي 33.4 دولار للبرميل مقارنة بمستوياته خلال عام 2008، ليبلغ 61 دولار للبرميل، بينما انخفضت القيمة الحقيقية لسعر سلة خامات أوبك بحوالي 31.8 دولار للبرميل مقارنة بمستوياته خلال عام 2008، ليبلغ حوالي 57 دولار للبرميل خلال عام 2009، حيث جاء هذا الانهيار في الأسعار كردة فعل للضبابية التي خيمت على آفاق الاقتصاد العالمي من جراء الموجة العنيفة التي صاحبت الانهيارات المتلاحقة للمؤسسات المالية العالمية وموجة الذعر التي أصابت أسواق المال العالمية خلال تلك الفترة.

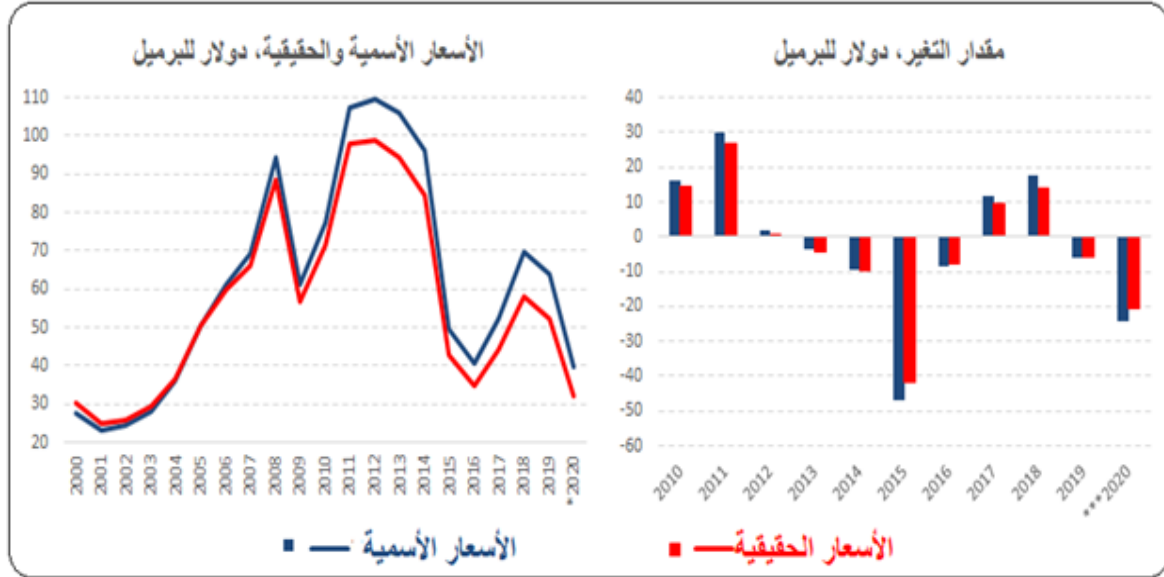
ومع عودة التعافي للاقتصاد العالمي بحلول عام 2010، عاودت أسعار النفط انتعاشها لتتجاوز حاجز ال 100 دولار للبرميل خلال عام 2011، ليبلغ المعدل السنوي لسعر سلة خامات أوبك بالقيم الاسمية ذروته خلال عام 2012 أي 109.5 دولار للبرميل، وهو أعلى معدل سنوي له منذ أن بدأ العمل بهذا السعر في عام 1987، مسجلاً بذلك نسبة ارتفاع بلغت حوالي 79.5% عن مستوياته في عام 2009، غير أن هذا الارتفاع الكبير الذي يبدو في الأسعار الاسمية لسلة أوبك، لم يكن حقيقياً، نظراً لالتزامه مع عوامل أخرى أدت بشكل واضح إلى اتساع فجوة الفرق في الأسعار بين قيمها الحقيقية والاسمية، فارتفاع معدلات التضخم وانخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي (العملة المقومة لسلعة النفط)، أمام العملات الرئيسية الأخرى ساهمت إلى حد بعيد في اتساع الهوة، حيث لم تتجاوز ذروة المعدل السنوي للأسعار الحقيقية 98.7 دولار للبرميل المسجلة في عام 2012، كما أن مقدار الزيادة في الأسعار الحقيقية كان أبداً من مثيله بالقيمة الاسمية.

وبعد ثلاثة أعوام من الارتفاعات المتواصلة في سعر برميل النفط، بدأت الأسعار في التراجع التدريجي خلال عام 2013، ثم شهدت الأسعار انخفاضاً حاداً خلال عامي 2014

و2015، كانت حصيلته تراجع المعدل السنوي لسعر سلة خامات أوبك بقيمه الاسمية خلال الفترة 2013-2015 بحوالي 57.6 دولار للبرميل مقارنة بمستوياته خلال عام 2012، ليبلغ معدل سلة خامات أوبك بالقيم الاسمية خلال النصف الأول من عام 2015 حوالي 52 دولار للبرميل، بسبب الزيادة في الامدادات من خارج أوبك من عدة مصادر في مقدمتها النفط الصخري من الولايات المتحدة، ثم الزيت الرملي و نفط المياه العميقة جداً، والذي جاء مترافقاً مع تباطؤ في نمو الطلب العالمي على النفط من أوروبا واليابان، وانخفاض النمو عما كان متوقعاً في العديد من الدول الناشئة كالصين والهند والبرازيل.

والجدير بالذكر أن منظمة أوبك أكدت خلال أزمة عام 2014 على مبدأ المسؤولية المشتركة في الحفاظ على توازن الأسواق، التي تعتبر السياسة الحالية للدول المنتجة الرئيسية في أوبك، وفي مقدمتها المملكة العربية السعودية والتي تكمن أولويات سياساتها الحالية في المحافظة على حصتها في السوق مع مراعاة دعم توازن الأسواق بأسعار عادلة للمنتجين والمستهلكين. وقد أوضحت أوبك أنها تسعى إلى إعادة التوازن للسوق إلا أن عدم تعاون الدول المنتجة الرئيسية خارج منظمة أوبك من جهة، وانتشار المعلومات المضللة وجشع المضاربين من جهة أخرى، ساهم في استمرار انخفاض الأسعار. وكانت دول أوبك تتوقع ألا تستمر المناطق ذات التكلفة العالية في زيادة الإنتاج، وأن المنتجين من خارج منظمة أوبك سيدركون أن من صالح الجميع تحقيق التعاون لضمان أسعار عادلة للجميع، كما أن دول أوبك لا ترغب في خفض إنتاجها وبالتالي خسارة حصتها من السوق لصالح منتجين من خارج أوبك. وقد توجت هذه الجهود بتكوين مجموعة (أوبك+) التي تضم الدول الأعضاء في منظمة أوبك بالإضافة إلى إحدى عشر دولة في مقدمتها روسيا والمكسيك وعمان والبحرين وكازاخستان وأذربيجان، التي توصلت إلى إتفاق تاريخي في العاشر من ديسمبر 2016 يقضي بخفض الإنتاج بنحو 1.7 مليون ب/ي اعتباراً من الأول من شهر يناير 2017، وقد تلى ذلك عدة اجتماعات أسفرت عن العديد من الاتفاقيات الخاصة بتعديل مستويات خفض الإنتاج أو مد الفترة الزمنية لتلك الاتفاقيات مما أدى إلى عودة التعافي السريع لأسعار النفط التي بلغت قيمتها الاسمية 69.8 دولار للبرميل خلال عام 2018 وحوالي 58 دولار للبرميل بقيمتها الحقيقية، كما هو موضح بالشكل (3) والجدول (1) أدناه:

الشكل (3) المتوسط السنوي لسلة خامات أوبك خلال الفترة (2000 – 2020)



المصدر: الجدول (1) أدناه.

الجدول (1) المعدل السنوي للأسعار الاسمية والحقيقية لسلة خامات أوبك (للمبرميل / دولار)

الأسعار الحقيقية	مخفض الناتج المحلي في الدول الصناعية*، 100=2005	الأسعار الاسمية	
30.2	91.5	27.6	2000
24.8	93.1	23.1	2001
25.7	94.5	24.3	2002
29.4	96.1	28.2	2003
36.8	97.9	36.0	2004
50.6	100.0	50.6	2005
59.7	102.1	61.0	2006
66.2	104.4	69.1	2007
88.7	106.4	94.4	2008
56.9	107.2	61.0	2009
71.6	108.1	77.4	2010
98.1	109.6	107.5	2011
98.6	111.0	109.5	2012
94.2	112.5	105.9	2013
84.4	114.1	96.3	2014
42.8	115.5	49.5	2015
35.0	116.7	40.8	2016
44.3	118.4	52.4	2017
58.0	120.4	69.8	2018
52.4	122.2	64.0	2019
33.5	123.8	41.5	**2020

المصدر: تقرير الأمين العام السنوي، منظمة أوابك.

*صندوق النقد الدولي.

**بيانات تقديرية.

ومع مطلع عام 2020، اجتاحت العالم أزمة جديدة مفاجئة منقطعة النظير، من حيث قوتها وسرعة انتشارها من جهة، وأبعادها المحتملة على الاقتصاد العالمي بكافة محاوره من جهة أخرى. فمن ناحية، انطلقت الشرارة الأولى للجائحة في ثاني أكبر الاقتصادات العالمية ومحرك النمو في الاقتصاد العالمي وهو الاقتصاد الصيني، ثم توسعت بسرعة كبيرة لتنتشر في كافة أرجاء المعمورة. وقد انتشرت العدوى بمعدلات الزيادة المتسارعة بالمتواليّة الأسية¹ التي أربكت أغلب الأنظمة الصحية تطوراً في العالم في ازهاق الكثير من الأرواح حول العالم. وفي نفس الوقت ضربت الصدمة الناجمة عن هذا الطارئ الصحي وإجراءات الاحتواء المرتبطة به، وتداعياتها المحتملة على الاقتصاد العالمي ودرجة حدتها أسواق النفط العالمية وألحقت أضراراً بالغة بالأسعار التي تراجعت قيمتها الاسمية إلى 39.7 دولارا للبرميل خلال الأشهر السبعة الأولى من عام 2020 مسجلة انخفاضاً بلغ نحو 24.3 دولارا للبرميل مقارنة بمتوسط عام 2019، كما انحدرت الأسعار الاسمية لسلة خامات أوبك إلى أدنى مستوياتها عند 17.7 دولارا للبرميل خلال شهر أبريل 2020 (الذي شهد تهوي العقود الآجلة تسليم شهر مايو 2020 لخام غرب تكساس الأمريكي إلى قيم سالبة)، حيث فقدت الأسعار أكثر من 70% من قيمتها الاسمية خلال ثلاثة أشهر فقط (يناير 2020 - أبريل 2020)، بسبب الانهيار الكبير في الطلب العالمي على النفط الناجم عن إجراءات الإغلاق المفاجئة للقطاعات الاقتصادية العالمية المترتبة عن جائحة كورونا المستجد (COVID-19) وفي مقدمتها قطاعي النقل والسياحة العالميين. وبالرغم من التحسن النسبي الذي شهدته الأسعار منذ مطلع مايو 2020 نتيجة اتفاق أوبك + بتخفيض الإمدادات العالمية من النفط، إلا أن الأسعار لا تزال أدنى بكثير من مستوياتها التي سادت قبل الأزمة حيث بلغ المتوسط الشهري لسلة خامات أوبك 49.2 دولارا للبرميل خلال شهر ديسمبر 2020 منخفضاً بنحو 15.6 دولارا للبرميل مقارنة بمستوياته لشهر يناير 2020.

¹ يعكس مفهوم النمو الأسّي في الرياضيات دالة تتناسب زيادتها مع قيمتها الحالية، فكلما زادت القيمة زادت سرعة نموها، وهو نمو يفوق النمو الخطي.

1.2 الأسعار المستقبلية (Future Prices)

شهدت الأسعار المستقبلية للعقود الآجلة في بورصة نيويورك التجارية نايمكس (New York Mercantile Exchange - NYMEX) لعقود التسليم الأربعة²، اتجاهها مماثلاً لحركة الأسعار الفورية لخام غرب تكساس الأمريكي خلال الفترة 2000-2020.

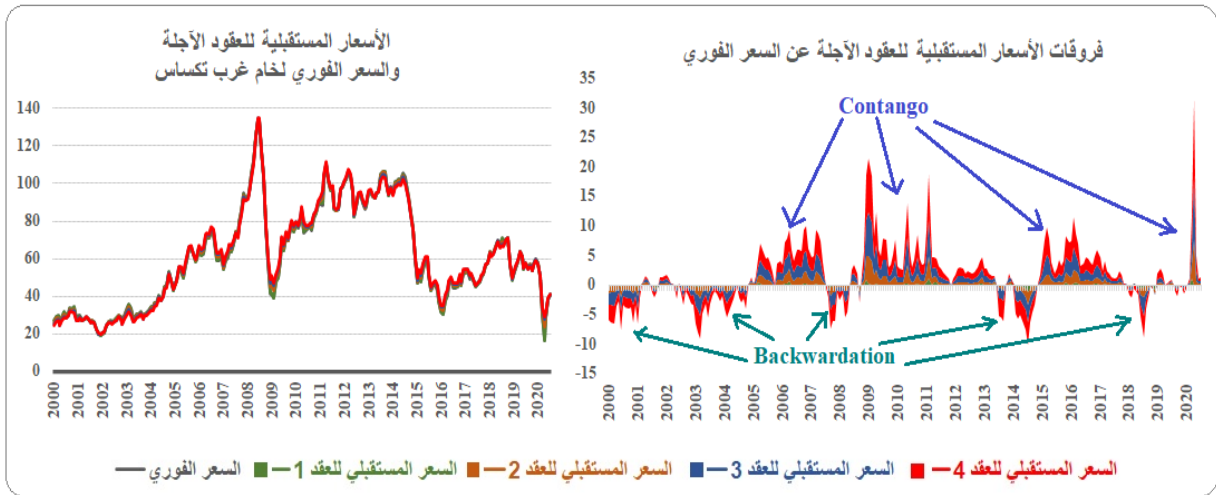
حيث شهدت الأسعار المستقبلية ارتفاعاً مطرداً في مستوياتها خلال الفترة من عام 2002 وحتى منتصف عام 2008، وبلغ المعدل الشهري للأسعار المستقبلية ذروته خلال شهر يوليو عندما لامس حاجز 135 دولاراً للبرميل ووصلت الأسعار اليومية نقطة الارتداد عند 147 دولاراً للبرميل في الحادي عشر من الشهر من جراء تصاعد التوترات في منطقة الشرق الأوسط تزامناً مع ازدياد كثافة نشاط المضاربة في الأسواق الآجلة للنفط، ثم شهدت الأسعار تراجعاً حاداً خلال النصف الثاني من عام 2008 ومطلع عام 2009 لتبلغ أدنى مستوى لها في شهر فبراير 2009 عند نحو 40 دولاراً للبرميل متأثرة بسلسلة من الانهيارات التي عصفت بمؤسسات المال والمصارف وأسواق الأسهم والمال العالمية، ولكنها سرعان ما عاودت التعافي مع عودة الانتعاش للاقتصاد العالمي لتشهد أسواق النفط حالة من الاستقرار النسبي امتدت لنحو خمس سنوات أي حتى منتصف عام 2014. انتعش خلالها نشاط الاستثمار إلى أن شهدت الأسعار أزمة جديدة بسبب الزيادة الكبيرة في امدادات النفط الصخري من الولايات المتحدة والزيوت الرملي ونفط المياه العميقة جداً، والذي جاء مترافقاً مع تباطؤ في نمو الطلب العالمي على النفط من أوروبا واليابان، وانخفاض النمو عما كان متوقعاً في الصين والهند والبرازيل، حيث شهدت الأسعار تراجعاً حاداً استقرت بسببه عند مستويات منخفضة بلغت أدناها عند مستوى 30 دولاراً للبرميل خلال شهر فبراير 2016، إلى أن توصلت أوبك إلى اتفاق مع الدول المنتجة الرئيسية من خارجها، فاستعادت الأسعار تعافيتها

² العقد 1: العقد الآجل لأقرب موعد تسليم، في النفط الخام ينتهي العقد في يوم العمل الثالث السابق لتاريخ الخامس والعشرون من الشهر السابق للتسليم. إذا كان يوم الخامس والعشرون ليس من أيام العمل يتوقف التعامل بالعقد في يوم العمل الثالث السابق ليوم الخامس والعشرون. وعندما ينتهي العقد، فإن العقد 1 لباقي أيام الشهر هو الشهر التالي.
عقود من 2 إلى 4: تمثل الأشهر المتعاقبة للعقد 1.

التدريجي مرة أخرى، قبل أن تشهد انتكاسة أخرى مع مطلع عام 2020 بسبب جائحة كورونا وإجراءات الإغلاق للقطاعات الاقتصادية المترتبة عنها، كما هو موضح بالشكل (4):

الشكل (4)

الأسعار المستقبلية للعقود الآجلة في السوق الأمريكي والسعر الفوري لخام غرب تكساس وفروقات الأسعار المستقبلية عن السعر الفوري خلال الفترة 2000-2020



المصدر: قاعدة بيانات إدارة معلومات الطاقة الأمريكية EIA.

ولقد ظل المعدل الشهري للأسعار المستقبلية للعقود الآجلة في بورصة نيويورك التجارية نايمكس لعقود التسليم الأربعة أدنى منه للأسعار الفورية لخام غرب تكساس الأمريكي خلال الفترة من يناير 2000 وحتى أكتوبر 2004، حيث كانت الأسواق الآجلة في حالة التراجع (Backwardation) وهي الحالة في الأسواق الآجلة التي تنخفض فيها الأسعار المستقبلية عن السعر الفوري، كما ينخفض السعر المستقبلي الأبعد أمداً عن السعر المستقبلي الأقصر أمداً. وفي المقابل تعرف حالة الاستمرار أو التقدم "Contango" بأنها حالة في الأسواق الآجلة ترتفع فيها الأسعار المستقبلية عن السعر الفوري، كما يرتفع السعر المستقبلي الأبعد أمداً عن السعر المستقبلي الأقصر أمداً.

وبحلول شهر نوفمبر 2004، ارتفعت الأسعار المستقبلية للعقود الآجلة الأربعة في بورصة نيويورك التجارية "نايمكس" عن المعدل الشهري للأسعار الفورية لخام غرب تكساس الأمريكي، وبالتالي تحولت الأسواق الآجلة إلى حالة استمرار "Contango" حتى منتصف 2007 بعدها عادت الأسواق إلى حالة التراجع "Backwardation" التي استمرت حتى شهر يونيو 2008، عندما عادت أسواق النفط مرة أخرى إلى حالة الاستمرار

"Contango" التي هيمنت على أسواق النفط حتى مطلع عام 2018 باستثناء الفترة (يوليو 2013 – أكتوبر 2014).

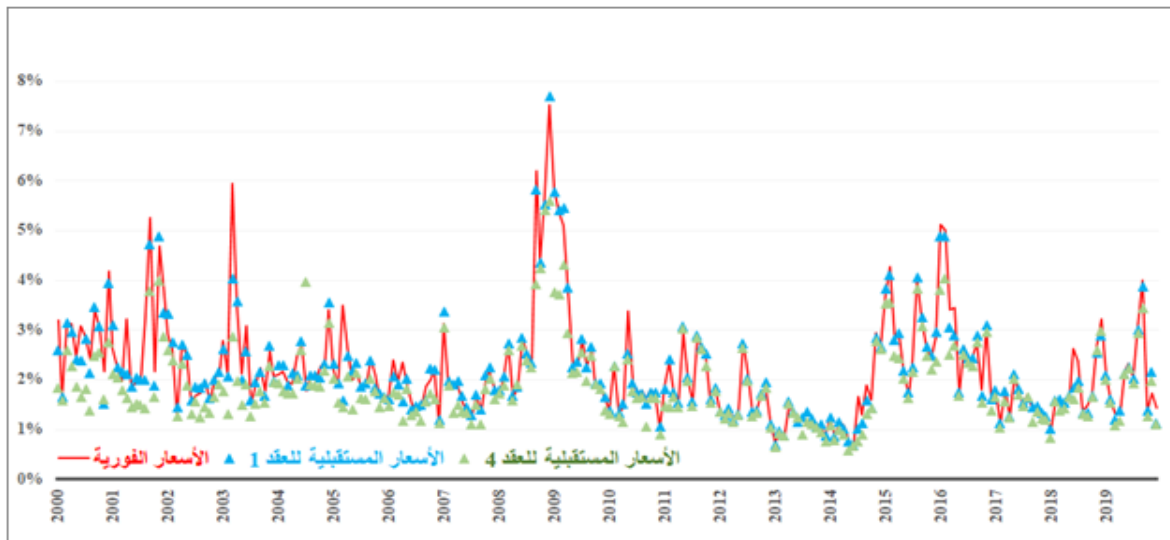
وبغض النظر عن الأسعار ومستوياتها، تعتبر حالة الاستمرار "Contango" التي تعيشها أسواق النفط حالياً منذ مطلع عام 2020 هي الحالة النموذجية في الأسواق المستقبلية للنفط بشرط أن يعكس الفارق الموجب بين الأسعار المستقبلية والأسعار الفورية، أو بين الأسعار المستقبلية في عقود التسليم الأبعد أمداً والأسعار المستقبلية لعقود التسليم الأقرب أمداً، تكاليف التخزين والقيمة الزمنية للنقود، وهذا ما يفسر العلاقة القوية بين الأسعار المستقبلية للعقود الآجلة للنفط ومستويات المخزون النفطي، حيث تنشط حركة البناء في المخزون النفطي، خلال الفترات التي تكون فيها الأسواق المستقبلية في حالة Supper Contango، أي عندما تتجاوز فجوة الأسعار تكاليف التخزين والقيمة المستقبلية للنقود، بينما تتأثر الأسعار المستقبلية للعقود الآجلة التي يقترب أجل استحقاقها بقدرات التخزين المتاحة مثل ما حدث عندما تهاوت عقود خام غرب تكساس الأمريكي تسليم شهر مايو 2020 مع نهاية جلسات التداول في الأسواق الآسيوية الآجلة يوم الاثنين 20 أبريل 2020، في سابقة تاريخية هي الأولى من نوعها على الإطلاق لتبلغ (37.6 -) دولار للبرميل عند التسوية، وهو ما يعني اضطرار البائع إلى الدفع للمشتري مقابل الاحتفاظ بهذه العقود، ويكمن السبب وراء ذلك بشكل رئيسي في بلوغ أجل انتهاء التداول على عقود شهر مايو 2020.

2. تحليل التقلبات في الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط الخام

شهدت الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للعقد 1 وهي أسعار التسليم الأقصر أمداً من العقود الآجلة لخام غرب تكساس الأمريكي تقلبات حادة نسبياً خلال الفترة (2000-2003) بلغت خلالها حدة التقلبات أقصى قيمة لها خلال شهر مارس 2003 عند نحو 6% بالنسبة للأسعار الفورية، ونحو 4% بالنسبة للأسعار المستقبلية للعقد 1. ثم شهدت الأسعار استقراراً نسبياً في اتجاه تصاعدي خلال الفترة حتى شهر أغسطس 2008، عندما شهدت الأسعار تراجعاً حاداً متأثرة بسلسلة الانهيارات التي عصفت بمؤسسات المال والمصارف وأسواق الأسهم والمال العالمية، فارتفعت حدة التقلبات مجدداً لتبلغ نحو 6.2% بالنسبة للأسعار الفورية، ونحو 5.8% بالنسبة للأسعار المستقبلية للعقد 1 خلال شهر سبتمبر 2008، كما

انتقلت عدوى التقلبات أيضاً إلى الأسعار المستقبلية لعقود التسليم الأبعد أجلاً -والتي كانت مستقرة في السابق فبلغت حدة التقلبات في الأسعار المستقبلية للعقد 4 لخام غرب تكساس الأمريكي إلى أكثر من 3.9% خلال ذات الشهر. وخلال الفترة (2009 – منتصف 2014) عادت أسعار النفط إلى مرحلة من الاستقرار النسبي في اتجاه تصاعدي حتى منتصف عام 2014 عندما شهدت الأسعار أزمة جديدة بسبب الزيادة الكبيرة في امدادات النفط الصخري من الولايات المتحدة والزيوت الرملي ونفط المياه العميقة جداً، والذي جاء متزامناً مع تباطؤ النمو في الطلب العالمي على النفط من أوروبا واليابان، وانخفاض النمو عما كان متوقعاً في الصين والهند والبرازيل، حيث شهدت الأسعار تراجعاً حاداً بدأ منذ منتصف عام 2014 واستمر حتى استقرت بسببه أسعار خام غرب تكساس الأمريكي الفورية عند مستويات منخفضة بلغت أدناها 30 دولاراً للبرميل خلال شهر فبراير 2016، وارتفعت حدة التقلبات في الأسعار الفورية والمستقبلية لتبلغ أعلى مستوى لها في شهر يناير 2016 عند نحو 5.1% بالنسبة للأسعار الفورية، ونحو 4.9% بالنسبة للأسعار المستقبلية للعقد 1. ويوضح الشكل (5) المعدل الشهري للتقلبات اليومية للأسعار الفورية لخام غرب تكساس والأسعار المستقبلية للعقدين 1 & 4 في سوق نايمكس خلال الفترة (2000 – 2019):

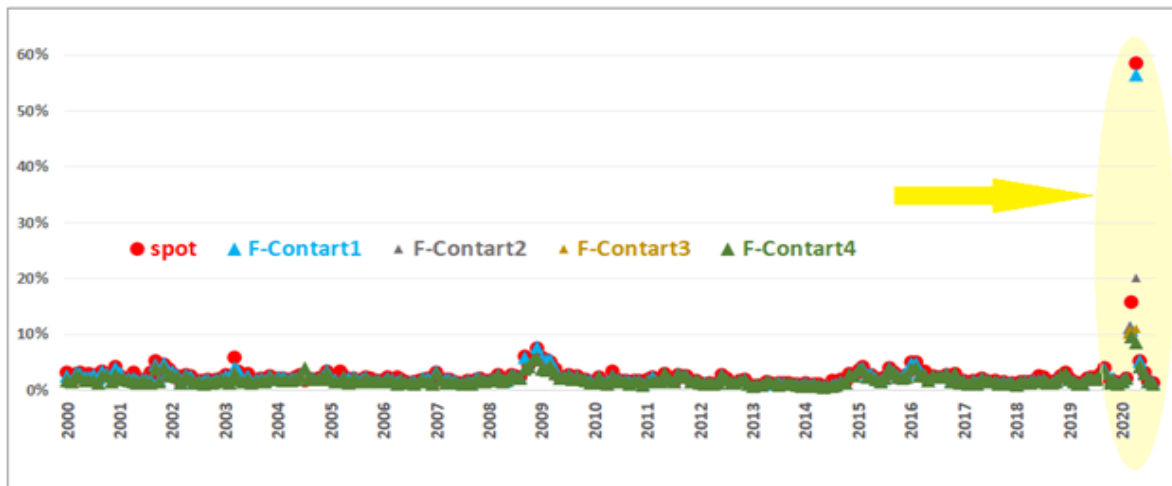
الشكل (5)
المعدل الشهري للتقلبات في الأسعار اليومية لخام غرب تكساس الأمريكي
خلال الفترة (2000 – 2019)، %



³ تم استخدام الانحراف المعياري للعائد على الأسعار اليومية الفورية والمستقبلية المنشورة في قاعدة بيانات إدارة معلومات الطاقة الأمريكية EIA

والجدير بالملاحظة أن الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للعقود آجلة التسليم الأقرب أجلاً تعتبر أكثر تقلباً في أسواق النفط من مثيلاتها لعقود التسليم الأبعد أجلاً بسبب بطء استجابة الكميات المطلوبة أو المعروضة من النفط للتغير في السعر على المدى القصير مما يزيد من درجة حساسية الأسعار تجاه أية أخبار أو اضطرابات قد تؤدي إلى انقطاع مفاجئ في الامدادات أو تراجع حاد في الطلب، كما حدث عندما تهاوت عقود خام غرب تكساس الأمريكي تسليم شهر مايو 2020 مع نهاية جلسات التداول في الأسواق الآسيوية الآجلة يوم الاثنين 20 أبريل 2020، في سابقة تاريخية هي الأولى من نوعها على الإطلاق لتبلغ (37.6-) دولار للبرميل عند التسوية، ويعزى ذلك إلى بلوغ أجل انتهاء التداول على عقود شهر مايو 2020، مما وضع مالكي العقود أمام خيارين أولهما إما استلام كميات النفط الخام المتفق عليها ونقلها وتخزينها، في الوقت الذي قاربت فيه القدرة الاستيعابية لمنشآت التخزين بنقطة التسليم الفعلي Cushing في ولاية Oklahoma الأمريكية بالفعل على النفاد، وبلغت قدراتها القصوى التي تُقدر بنحو 76 مليون برميل تقريباً، إلى جانب ارتفاع تكاليف التخزين لمستويات مرتفعة للغاية، أو الخيار الثاني وهو اضطرار البائع إلى الدفع للمشتري مقابل الاحتفاظ بهذه العقود، حيث ارتفعت تكاليف امتلاك العقود إلى مستويات باهظة للغاية، فارتفعت حدة التقلبات في الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للعقد 1 وهو عقد التسليم الآجل لشهر مايو 2020 إلى مستويات غير مسبوقة تاريخياً، كما هو موضح بالشكل (6):

الشكل (6)
المعدل الشهري للتقلبات في الأسعار اليومية لخام غرب تكساس الأمريكي
خلال الفترة (2000 - 2020)، %



المصدر: حسابات الباحث باستخدام بيانات الأسعار من قاعدة بيانات إدارة معلومات الطاقة الأمريكية EIA.

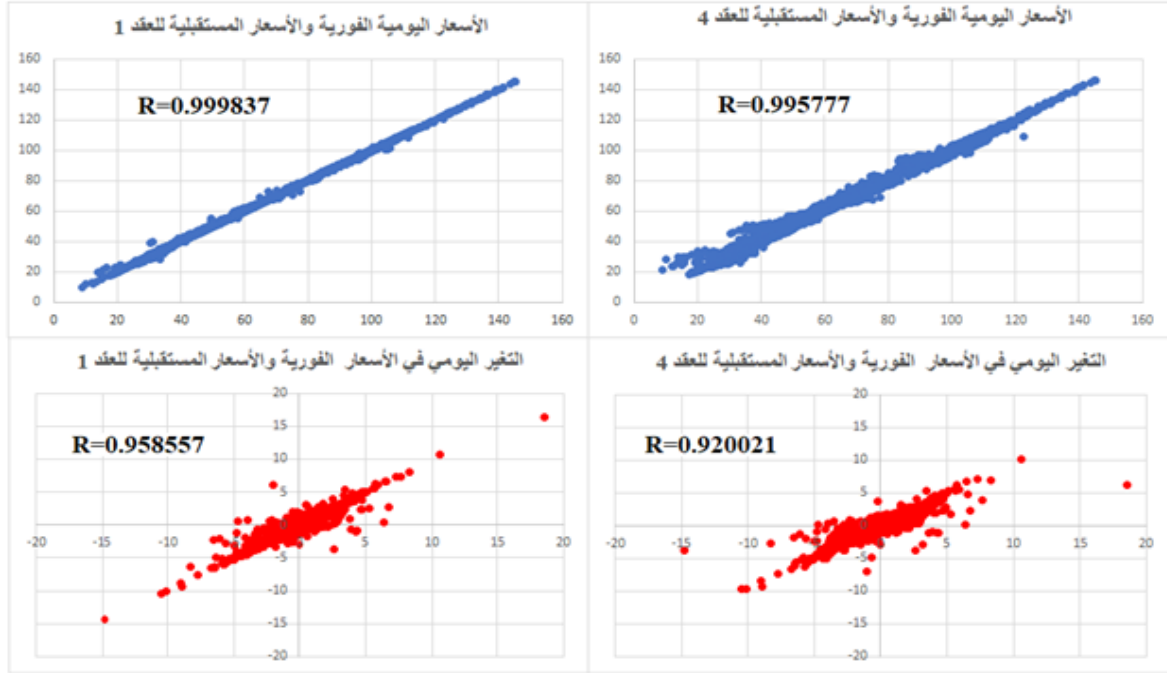
3. العلاقة بين الأسعار الفورية والمستقبلية للنفط الخام

تتحدد الأسعار في أسواق النفط على أساس الظروف الراهنة للسوق النفطية والتوقعات المستقبلية للطلب والعرض، وتمثل الأسعار الفورية سعر التسليم الفوري لبرميل النفط، بينما تمثل الأسعار الآجلة أو المستقبلية أسعار التسوية في عقود آجلة التسليم. وبينما تعكس حركة الأسعار الفورية الظروف الحالية لأسواق النفط وحالة التوازن بين العرض والطلب، فإنها تتأثر أيضاً بالإشارات التي تستلمها من الأسواق الآجلة، كمؤشر للتوقعات المستقبلية لظروف الأسواق، حيث ينعكس الارتفاع في الأسعار المستقبلية في ارتفاع ثنائي للأسعار الفورية ومستويات المخزون النفطي لغرض التحوط من ارتفاع الأسعار الفورية مستقبلاً. وبالمقابل تتأثر الأسعار المستقبلية بالظروف الحالية للأسواق من حيث مستويات الطاقات الفائضة وظروف التوازن في العرض والطلب ومستويات الأسعار الفورية ونسبة المخاطرة.

ويتضح من خلال التقدير الإحصائي لقوة العلاقة عن طريق تحليل الارتباط Correlation Analysis لقياس قوة واتجاه العلاقة الخطية بين السعر الفوري والأسعار المستقبلية لعقدي التسليم الأجل الأول الأقصر أجلاً والرابع الأبعد أجلاً لخام غرب تكساس خلال الفترة (4 يناير 2000 – 25 أغسطس 2020) وجود ارتباط قوي موجب بين الأسعار المستقبلية والسعر الفوري وبين التغير اليومي في هذه الأسعار، أي أنها تتحرك معاً وتتغيراً معاً في آن واحد، ويزداد ارتباط السعر الفوري مع الأسعار المستقبلية في عقود التسليم الأقصر أمداً مقارنة بعقود التسليم الأبعد، كما هو موضح بالشكل (7):

الشكل (7)

رسم الانتشار الذي يوضح العلاقة الطردية بين الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للعقود آجلة التسليم لخام غرب تكساس الأمريكي خلال الفترة (4 يناير 2000 – 25 أغسطس 2020)*



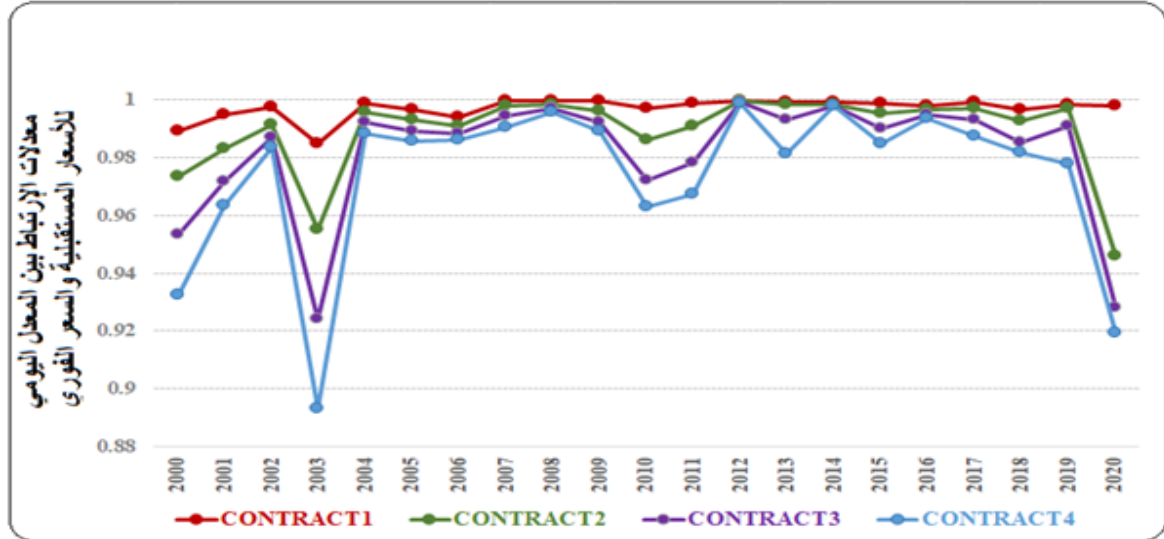
المصدر: حسابات الباحث باستخدام بيانات الأسعار من قاعدة بيانات إدارة معلومات الطاقة الأمريكية EIA. *تم استبعاد القيمة المتطرفة للسعر الفوري والسعر المستقبلي للعقد 1 في يوم 20 أبريل 2020 لدراسة العلاقة بدون تأثيرها.

وعند تقدير معامل الارتباط لقياس قوة واتجاه العلاقة بين الأسعار الفورية والسنوية على فترات سنوية (2000 – 2020) نلاحظ انخفاض معامل الارتباط خلال عام 2003، وهو ما يمكن تفسيره على أنه انخفاض ناتج عن فك ارتباط مؤقت نتج عن ارتفاع معدل التقلبات في الأسعار الفورية على خلفية اضطراب الإمدادات العالمية خلال تلك الفترة نتيجة للانقطاع في إمدادات النفط الفنزويلية. بينما استقرت الأسعار المستقبلية في ظل ثقة الأسواق الآجلة بقدرة أوبك على الحفاظ على مستوى الإمدادات وتعويض الفاقد عندما أقرت الزيادة في إمداداتها بمعدل 2.8 مليون برميل يوميا لتعويض الفاقد في المعروض النفطي، ونلاحظ رجوع العلاقة لطبيعتها خلال الفترة (2004 – 2008) وتزايد معدل الارتباط بين السعر الفوري والأسعار المستقبلية في عقود التسليم الأبعد أمداً، مع القفزة غير المسبوقة التي حققها معدل النمو في الطلب العالمي على النفط خلال عام 2004، عندما سجل الطلب العالمي على النفط ارتفاعاً بحوالي 3.2 مليون برميل في اليوم. وقد تأثرت الأسواق أيضاً برؤية متشائمة بشأن قدرة المعروض النفطي على مواكبة النمو المطرد في الطلب عليه، وتزايد المخاوف من

تناقص القدرات الإنتاجية الفائضة لدى بلدان أوبك، خاصة في حالة حدوث خلل في الإمدادات ناجم عن التصعيد الجيوسياسي في منطقة الشرق الأوسط. ولكن بروز الأزمة المالية وما نتج عنها من تراجع مفاجئ للطلب العالمي على النفط من جهة والأسعار من جهة أخرى مما حدا بأوبك إلى سحب الإمدادات الفائضة في محاولة لإعادة التوازن للأسواق أدى إلى تزايد الطاقة الإنتاجية الفائضة لديها، وكان سبباً مباشراً في عودة الاستقرار النسبي للأسواق المستقبلية مقارنة مع ارتفاع حدة التقلب في الأسعار الفورية، وهو ما أدى إلى تراجع معاملات الارتباط مرة أخرى، ثم عادت العلاقة لطبيعتها خلال الفترة (2012 – 2019) التي شهدت تزايداً نسبياً في معدل الارتباط بين السعر الفوري والأسعار المستقبلية في عقود التسليم الأبعد أمداً، إلى أن اجتاحت العالم جائحة كوفيد-19، والتي تسببت في أزمة انهيار في الطلب العالمي على النفط بسبب سلسلة الاغلاقات في القطاعات الاقتصادية العالمية المرتبطة بالجائحة، فشهدت الأسواق فك ارتباط مؤقت بين السعر الفوري بمجaraة السعر المستقبلي لعقد التسليم الآجل الأول الأقصر أجلاً، وبين الأسعار المستقبلية لعقود التسليم الآجلة الثلاثة الأبعد أجلاً لخام غرب تكساس، بسبب ارتفاع معدلات التقلب في الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية لعقد التسليم الآجل الأول الأقصر أجلاً (تسليم شهر مايو 2020) عندما تهاوت عقود خام غرب تكساس الأمريكي تسليم شهر مايو 2020 مع نهاية جلسات التداول في الأسواق الآسيوية الآجلة يوم الاثنين 20 أبريل 2020، في سابقة تاريخية هي الأولى من نوعها على الإطلاق لتبلغ (-37.63) دولاراً للبرميل عند التسوية، وتبعتهما الأسعار الفورية لخام غرب تكساس الأمريكي لتصل إلى نحو (-36.98) دولاراً للبرميل، بسبب بلوغ أجل انتهاء التداول على عقود شهر مايو 2020 وحلول أجل استحقاق تسويتها، ويبين الشكل (8) العلاقة بين الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للعقود الأربعة، خلال الفترة (2000 – 2020):

الشكل (8)

العلاقة بين الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للعقود آجلة التسليم لخام غرب تكساس الأمريكي خلال الفترة (2000 – 2020)



المصدر: حسابات الباحث باستخدام بيانات الأسعار من قاعدة بيانات إدارة معلومات الطاقة الأمريكية EIA.

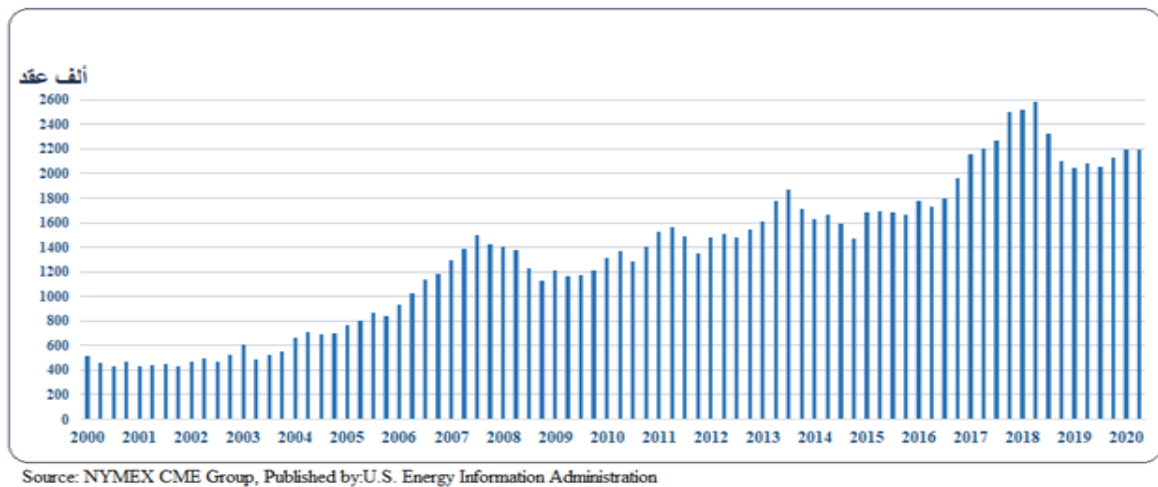
4. نشاط المضاربة في الأسواق الآجلة للنفط

ساهمت الأسواق المالية أيضاً في رسم اتجاهات أسعار النفط، حيث يمكن لمتغيرات مالية معينة، مثل أسعار الصرف، أن تؤثر على الأسعار الحقيقية للنفط، كأن يؤدي انخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي أمام العملات الأخرى إلى انخفاض سعر النفط مقوماً بهذه العملات. كما يؤدي الخفض في قيمة الفائدة إلى خسارة القيمة الحالية للنقد بسبب التضخم مما يخلق عائداً سلبياً عليها. وقد ساهمت الابتكارات المالية التي ظهرت في تسعينات القرن الماضي ومطلع القرن الحالي في أسواق السلع بشكل عام وأسواق النفط بشكل خاص، إلى السماح للمستثمرين بالاستفادة من ارتفاع أسعار النفط دون الحاجة إلى الحيازة الفعلية للنفط على هيئة مخزون، حيث يعتبر الاستثمار في أصول النفط أداة فاعلة للتحوط ضد التضخم الناجم عن ارتفاع الأسعار وانخفاض قيمة الدولار الأمريكي. كما تعتبر الأسواق الآجلة للنفط، بيئة جيدة لتحقيق عوائد مجزية في فترات الركود أو عند انخفاض العوائد وارتفاع مخاطر الاستثمار في الأصول الأخرى، ويعتبر الاستثمار في العقود الآجلة للنفط أيضاً أداة جيدة لتفعيل آلية تنويع المحافظ الاستثمارية للحد من المخاطرة، حيث من المعلوم أن السلع تاريخياً في علاقة ارتباط سالب مع الأسهم والسندات.

وبذلك وجد أصحاب صناديق التحوط والصناديق الاستثمارية ضالتهم في الأسواق الآجلة للنفط الخام عبر ضخ مليارات الدولارات لجني الأرباح الكبيرة من خلال بيع وشراء ما يسمى بالبراميل الورقية، وهو ما برز واضحاً في كثافة نشاط المضاربة – وهي شراء النفط بقصد إعادة بيعه بسعر أعلى، بدلاً من استخدامه لأغراض تجارية – حيث شهدت الأسواق الآجلة للنفط وفي مقدمتها بورصة نيويورك التجارية (NYMEX) ومركز التبادل الدولي للبترول في لندن (ICE)، نشاطاً مكثفاً للعملاء غير التجاريين مثل صناديق التحوط (hedge funds) و (floor brokers and traders) وعملاء تجاريين مثل تجار مقايضة السلع (commodity swap dealers) الذين يقومون بدور الوساطة بين المستثمرين الباحثين عن فرص التداول في أسواق السلع، والوسطاء التجاريين (Commercial Dealers)، حيث تشير تقارير الإحصائيات إلى ارتفاع عدد المراكز المفتوحة لعقود النفط الخام المستقبلية المتداولة في بورصة نيويورك التجارية (نايمكس) بواقع 427% خلال الفترة (2000-2020)، من حوالي 515 ألف عقد خلال الربع الأول من عام 2000 إلى حوالي 2.2 مليون عقد خلال الربع الأول من عام 2020، كما هو موضح بالشكل (9):

الشكل (9)

المتوسط اليومي لعدد المراكز المفتوحة لعقود النفط الخام في الأسواق الأمريكية
خلال الفترة (2000 – 2020)



ويؤدي تزايد نشاط المضاربة في الأسواق الآجلة للنفط إلى خلق طلب وهمي على البراميل الورقية، ويساهم في رفع سقف التوقعات بشأن الأسعار المستقبلية للنفط بسبب التدافع المحموم من قبل المستثمرين الذين يفتقدون الخبرة اللازمة بطبيعة أسواق النفط، فيلجأ

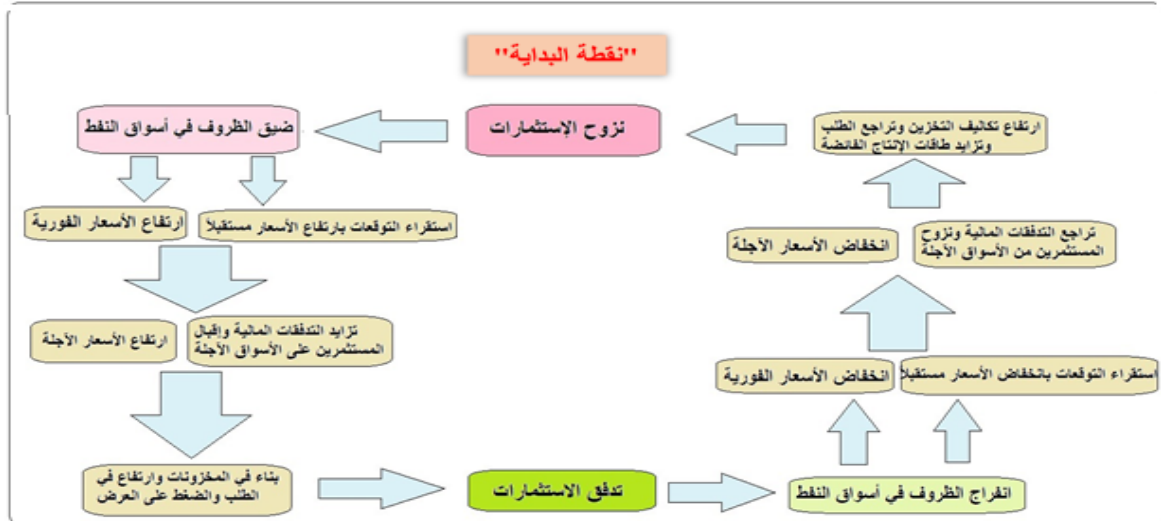
مستهلكي النفط الفعليين من مصافي التكرير والصناعيين إلى زيادة طلبهم على النفط لغرض التخزين والتحوط من ارتفاع أسعار النفط مستقبلاً. كما يؤدي النزوح الجماعي من قبل المستثمرين الذين يفتقدون الخبرة اللازمة بطبيعة أسواق النفط وتصفية مراكزهم على عجل إلى انخفاضات حادة للأسعار وتوقعاتها المستقبلية، فيلجأ مستهلكي النفط الفعليين من مصافي التكرير والصناعيين بالمقابل إلى خفض طلبهم على النفط والتصرف في مخزوناتهم للتحوط من ارتفاع تكاليف التخزين وانهيار الأسعار مستقبلاً.

5. السلوك المعزز بين الأسواق الفورية والأسواق الآجلة

نتيجة للتفاعلات المعقدة بين العوامل الأساسية أو ما اصطلح على تسميتها أساسيات السوق وبين العوامل المستحدثة في أسواق النفط، نشأ ما يمكن تسميته بالسلوك المعزز بين الأسواق الفورية والأسواق الآجلة (Reinforcing behavior between spot & futures markets) الذي بدأ يظهر في علاقة وثيقة بين العوامل الأساسية والعوامل غير الأساسية المؤثرة على أسعار النفط صعوداً وهبوطاً، كما هو موضح بالشكل (10):

الشكل (10)

تفاعل العوامل الأساسية والعوامل غير الأساسية المؤثرة على أسواق النفط



ويمكن تلخيص دورة هذه المراحل المشار إليها في الشكل أعلاه كالتالي:

- يؤدي نزوح الاستثمارات عن قطاع النشاطات الأمامية (upstream) لإنتاج النفط إلى تقلص الطاقات الإنتاجية من النفط الخام، كما يؤدي نزوح الاستثمارات عن قطاع

النشاطات اللاحقة (downstream) إلى تقلص القدرات الإنتاجية لقطاع التكرير، مما يؤدي بشكل عام إلى تضيق الوضع في أسواق النفط بسبب تنامي المشكلات في جانب العرض في سياق ضعف استجابته لتطورات الأسواق وعدم قدرة جانب العرض على مجاراة النمو في الطلب على النفط. وتتسبب الأوضاع سالفة الذكر في الضغط على الأسعار الفورية صعوداً، وفي تزايد درجة الحساسية الشديدة للأسعار تجاه أي أخبار تشير إلى مخاطر انقطاع الإمدادات بسبب الظروف الطبيعية أو الجيوسياسية، وتبدأ الأسواق في استقراء توقعات عالية لمستقبل أسعار النفط، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار في الأسواق الآجلة للنفط.

- من جهة أخرى، يؤدي استقراء التوقعات العالية لمستقبل أسعار النفط وارتفاع الأسعار في أسواقه الآجلة إلى تزايد إقبال المستثمرين وارتفاع التدفقات المالية إلى الأسواق الآجلة للنفط، كما تساهم الظروف المتمثلة في ارتفاع مخاطر الاستثمار والضبائية في مستقبل أسواق الأسهم والعقارات، وانخفاض الدولار الأمريكي ومعدلات الفائدة في البنوك الأمريكية، في تحفيز نزوح مبالغ طائلة من الاستثمارات المالية إلى الأسواق الآجلة للنفط، يديرها مستثمرون ليسوا بأصحاب دراية كافية بطبيعة أسواق النفط ومحدداتها الأساسية، همهم الوحيد البحث عن معدلات العائد على الاستثمار المرتفعة في أسواق السلع، ويتأثروا بالتوقعات العالية للأسعار المستقبلية التي ترتفع في ظل الاختناقات السائدة في أسواق النفط، مما يتسبب في الضغط على الأسعار الآجلة صعوداً.

- إن ارتفاع الأسعار وحجم التداول في الأسواق الآجلة للنفط الخام يؤدي إلى خلق طلب وهمي على ما يسمى بالبراميل الورقية، ويساهم في رفع سقف التوقعات بشأن الأسعار المستقبلية للنفط، فيلجأ مستهلكي النفط لزيادة طلبهم على النفط لغرض التخزين والتحوط من ارتفاع أسعار النفط مستقبلاً، الأمر الذي يفسر بروز ظاهرة فك الارتباط بين مستويات المخزون التجاري وأسعار النفط منذ عام 2003، بحيث كانا يرتفعان معاً، بسبب تزايد نشاط المضاربة في الأسواق الآجلة للنفط. كما تساهم عدم شفافية بعض الدول المستهلكة بشأن بيانات مخزوناتهما في زيادة الضغط على الطلب، ويؤدي

انخفاض مرونة الطلب السعرية للنفط إلى تزايد الضغط على الأسعار الفورية صعوداً.

- إن ارتفاع الأسعار الفورية المترافق مع الاتجاه المتصاعد للأسعار الآجلة يؤدي إلى تحفيز نشاط الاستثمار في توسعة الطاقات الإنتاجية وتطوير تكنولوجيا الإنتاج بدخول تقنيات جديدة تصبح تكاليفها تنافسية مع ارتفاع الأسعار. كما يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى دخول مصادر جديدة يصبح إنتاجها مجد اقتصادياً في ظل ارتفاع الأسعار بما فيها مصادر الطاقات الأخرى المتجددة وغيرها. وبالنسبة للنفط فإن ارتفاع الأسعار يحفز تطوير تكنولوجيا الاستكشاف والإنتاج مما يؤدي إلى نمو الاحتياطيات المؤكدة والقابلة للاستخلاص سواء بفعل تحسن معدلات الاستخراج أو بفعل تحويل النفط العميق والنفط شديد العمق المستخرج من البحر إلى نفط سهل الاستخراج، وتحويل النفط غير التقليدي إلى نفط تقليدي، الأمر الذي يؤدي في نهاية المطاف إلى تزايد الإمدادات النفطية ومن مصادر الطاقات المكتملة، ويؤدي إلى انفراج ضيق الأسواق وتنامي قدرة العرض على مجاراة النمو في الطلب.

- إن تزايد الإمدادات وانفراج الظروف في أسواق النفط يؤدي إلى زوال المخاوف من نقص الإمدادات، وارتفاع الطاقات الفائضة لدى أوبك، وهي عوامل مباشرة تحول الضغط على الأسعار الفورية هبوطاً كما تساهم الظروف المتمثلة في ضعف آفاق الاقتصاد العالمي وتباطؤ النمو في الطلب على النفط وخاصة في بعض الاقتصادات العالمية الكبيرة، إلى خفض التوقعات بشأن الطلب على النفط، وتبدأ الأسواق في استقرار توقعات منخفضة لمستقبل أسعار النفط، مما يؤدي إلى تراجع الأسعار في الأسواق الآجلة للنفط.

- إن تراجع الأسعار في الأسواق الآجلة للنفط وانخفاض توقعاتها المستقبلية يؤدي إلى هجرة عكسية للتدفقات المالية والمستثمرين من الأسواق الآجلة، وتؤدي بعض الصدمات التي تتعرض لها الأسواق من حين لآخر سواء الاقتصادية منها كأزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة أو أزمة الديون السيادية بمنطقة اليورو، أو الاغلاقات المرتبطة بجائحة كورونا إلى حدوث أزمة الأسعار في الأسواق الآجلة للنفط بسبب النزوح الجماعي من قبل ذلك النوع من المستثمرين الذين يفتقدون الخبرة اللازمة

بطبيعة أسواق النفط وتصفية مراكزهم على عجل إلى انخفاضات حادة للأسعار وتوقعاتها المستقبلية، فيلجأ مستهلكي النفط الفعليين من مصافي التكرير والصناعيين بالمقابل إلى خفض طلبهم على النفط والتصرف في مخزوناتهم للتحوط من ارتفاع تكاليف التخزين وانهيار الأسعار مستقبلاً.

- يؤدي انهيار الأسعار وانخفاض توقعاتها المستقبلية المترامن مع ارتفاع تكاليف التخزين وتراجع الطلب وآفاقه المستقبلية إلى نزوح الاستثمارات عن كل قطاعات النفط بشكل عام بسبب الأسعار المنخفضة والضبابية المحيطة بمستقبل الطلب العالمي على النفط، الأمر الذي يؤدي إلى تآكل الطاقات الإنتاجية لدى الدول المنتجة بشكل عام ودول أوبك بشكل خاص.

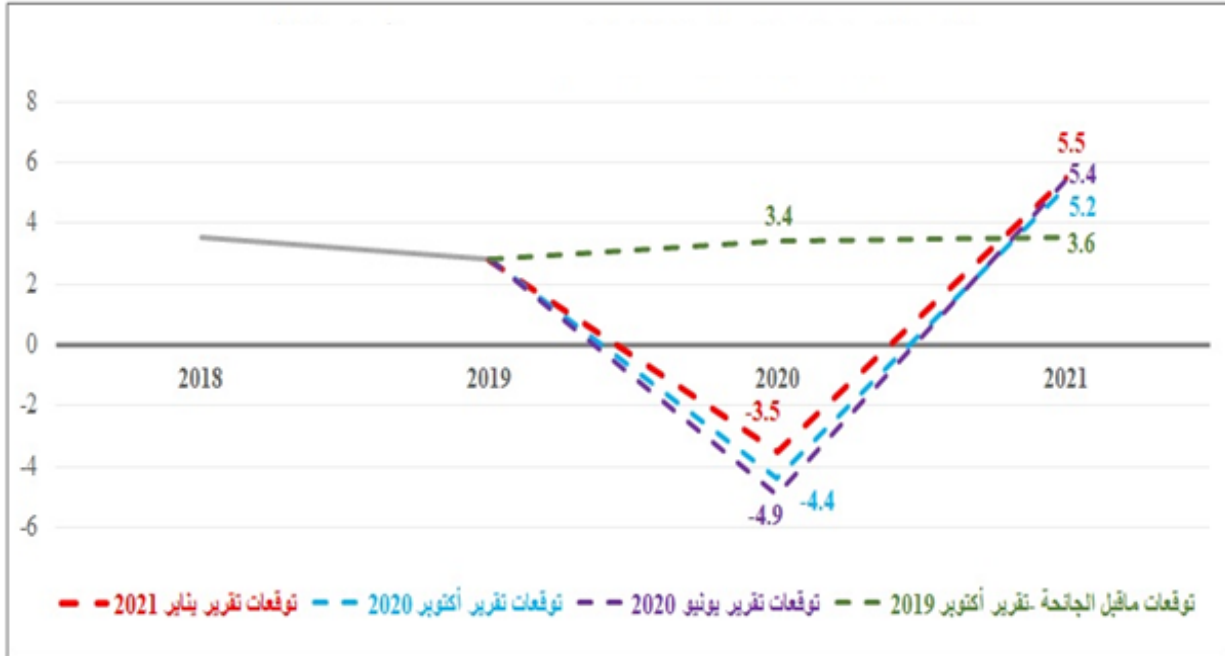
- عند تعافي الاقتصاد العالمي ومعاودة الطلب لنموه المعهود، يصبح النقص في العرض واقعاً ملموساً، وتصبح الزيادة في الإنتاج لتلبية الطلب المتزايد تحدياً حقيقياً، مما يؤدي إلى ضيق الظروف في أسواق النفط بسبب تنامي المشكلات في جانب العرض في سياق ضعف استجابته لتطورات الأسواق وعدم قدرة جانب العرض على مجاراة النمو في الطلب على النفط، وتتسبب هذه الظروف في الضغط على الأسعار الفورية صعوداً، وهكذا نعود للدورة السابقة من جديد.

ثالثاً: أسواق النفط العالمية – رؤية مستقبلية

تعتمد الرؤية المستقبلية لأسواق النفط العالمية في الظروف الحالية على عنصرين رئيسيين، يتمثل أولهما في المسار المحتمل لجائحة فيروس كورونا (Covid-19) التي اجتاحت دول العالم منذ مطلع العام 2020، وأبعادها المحتملة على الاقتصاد العالمي بشكل عام وأسواق النفط بشكل خاص، ويتمثل العنصر الثاني في مدى إستمرارية التعاضد الدولي بين كبار المنتجين في أسواق النفط والذي قاد إلى ظهور اتفاق "أوبك+" حيز الوجود، والذي أقر فيه خفض انتاج المجموعة لإعادة التوازن إلى أسواق النفط العالمية وخفض حدة التقلبات في أسعاره.

وعلى الرغم من موجات العدوى المتجددة وتحورات الفيروس الجديدة المثيرة للقلق بشأن آفاق الاقتصاد العالمي، تشير توقعات صندوق النقد الدولي الصادرة في تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي" لشهر يناير 2021 إلى تزايد قوة النشاط الاقتصادي في وقت لاحق من العام الجاري مدفوعا بتطورات اللقاحات ونتيجة الدعم الإضافي من السياسات في عدد قليل من الاقتصادات الكبرى. وتعكس روح الأمل في حدوث تطور إيجابي بشأن الجائحة مع مباشرة العديد من دول العالم منح اللقاحات لمواطنيها وإن كان بوثائر متباينة، حيث يتوقع تقرير آفاق الاقتصاد العالمي في الوقت الحاضر ركوداً أقل حدة نوعاً ما، وإن ظل عميقاً في عام 2020 مقارنة بتنبؤات تقرير مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي للذان صدرا في شهري يونيو وأكتوبر من عام 2020. إذ يتوقع تقرير آفاق الاقتصاد العالمي الصادر في شهر يناير 2021 أن يبلغ النمو العالمي (-3.5%) في عام 2020، وهو انكماش أقل حدة مما تنبأ به عدد أكتوبر 2020 من تقرير "مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي" والبالغ نحو (-4.4%)، ويعكس هذا التعديل نتائج إجمالي الناتج المحلي للربع الرابع من عام 2020 في الاقتصادات المتقدمة الكبيرة، كما استند إلى عودة الصين إلى النمو بمعدلات أقوى مما كان متوقعاً من قبل. ومن المتوقع أن يبلغ النمو العالمي 5.5% في عام 2021، بارتفاع قدره 0.3% عما ورد في عدد أكتوبر 2020 من تقرير "مستجدات آفاق الاقتصاد العالمي"، انعكاساً لتوقعات التباطؤ الأكثر اعتدالاً لعام 2020 بالنسبة للاقتصادات المتقدمة والنامية. وعقب الانكماش في عام 2020 وتوقعات التعافي في عام 2021، من المتوقع أن يكون مستوى إجمالي الناتج المحلي العالمي في 2021 أعلى من مستوياته المتوقعة قبل الجائحة في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي الصادر في أكتوبر عام 2019 بنسبة 1.9%، كما هو موضح بالشكل (11):

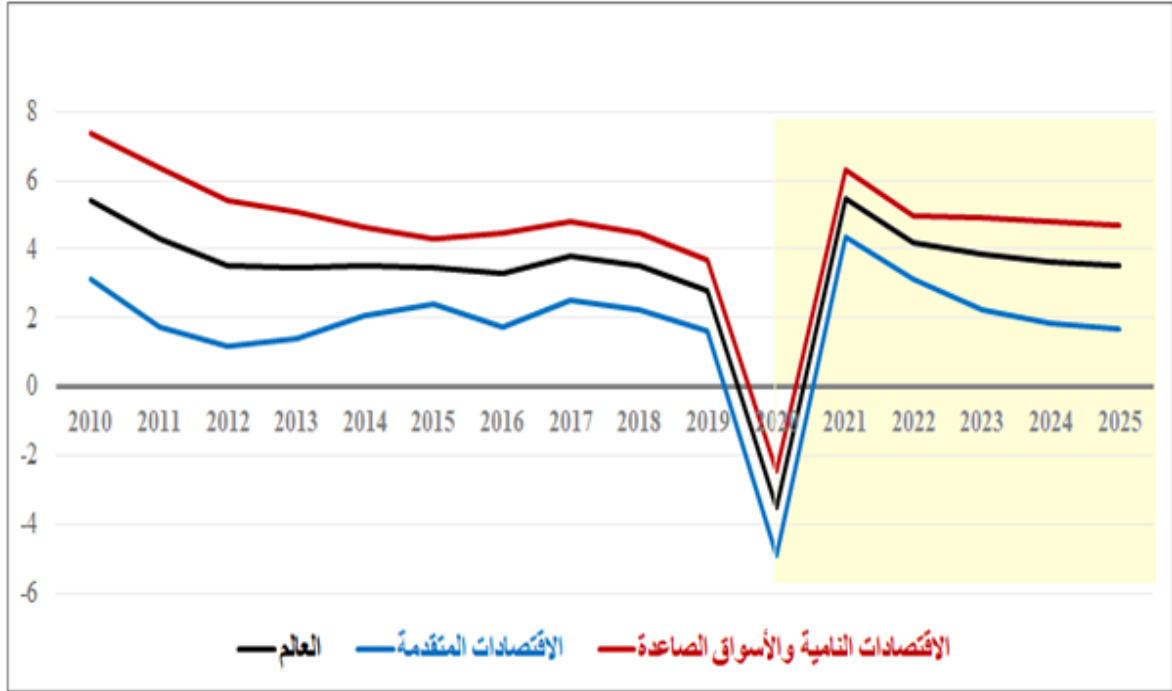
الشكل (11)
معدل نمو الناتج العالمي الإجمالي المتوقع لعامي 2020 – 2021 بالأسعار الثابتة (%)



المصدر: صندوق النقد الدولي، أفاق الاقتصاد العالمي، أعداد مختلفة.

وبعد انتعاشة عام 2021، من المتوقع أن يتباطأ النمو العالمي تدريجياً إلى حوالي 3.6 خلال عام 2024، ليلحق بمسار النمو الذي كان متوقعاً قبل حدوث الجائحة، سواء للناتج العالمي أو لإجمالي النواتج المحلية للاقتصادات المتقدمة أو لمجموعة الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، وبذلك يتوقع صندوق النقد الدولي أن التأثيرات السلبية للأزمة على مسار النمو الاقتصادي العالمي سوف تأخذ شكل حرف (V) الذي يعني الانهيار ثم التعافي السريع، كما يتوقع أن تكون تأثيرات الأزمة على النشاط الاقتصادي لمجموعة الدول المتقدمة أشد وطأة من المجموعات الدولية الأخرى كما هو موضح بالشكل (12):

شكل (12)
معدلات النمو المتوقعة لإجمالي الناتج المحلي بالأسعار الثابتة حتى عام 2025
(%)



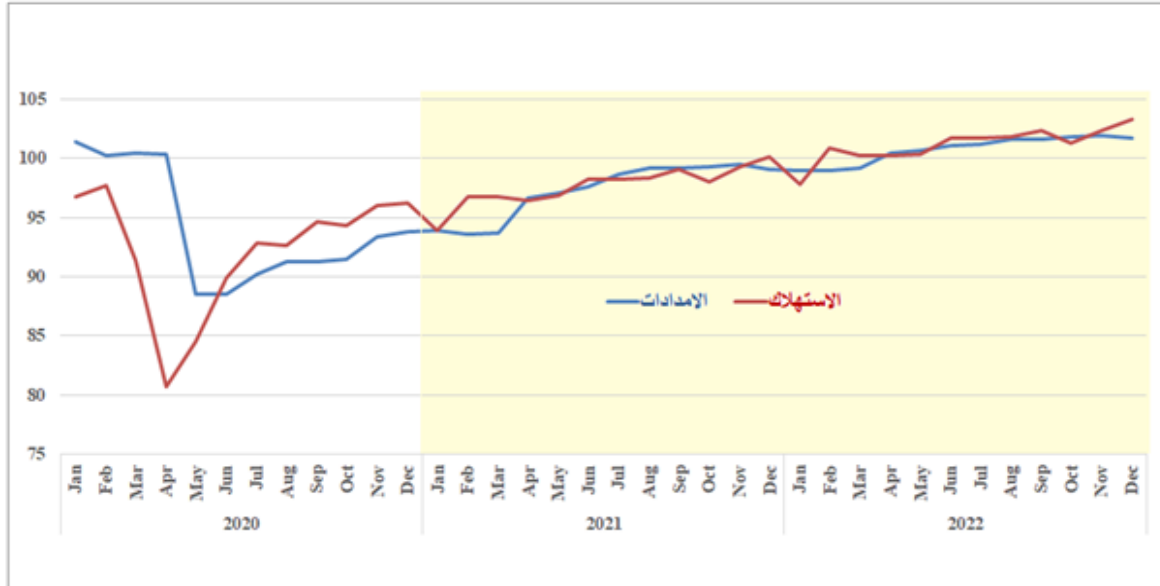
المصدر: صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر 2020 & يناير 2021.

ولا تزال الرؤية المستقبلية لإدارة معلومات الطاقة الأمريكية (Energy Information Administration -EIA) بشأن تطورات أسعار النفط ومساراتها المحتملة لعام 2021 خاضعة لمستويات مرتفعة من الضبابية وعدم اليقين بسبب التطورات المستمرة لجائحة كوفيد-19 وانعكاساتها فضلاً عن تأثيراتها المستقبلية أيضاً على أنماط العرض والطلب على الطاقة خلال عام 2021. ويفترض تقرير آفاق الطاقة قصيرة الأجل (Short-Term Energy Outlook -STEO) لشهر فبراير 2021 نمو الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية بنحو 3.8% خلال عام 2021، ونموه بمعدل 4.2% خلال عام 2022، بالمقارنة مع انكماش بنحو 3.6% خلال عام 2020 وتستند فرضيات مؤشرات الاقتصاد الكلي لتقرير آفاق الطاقة قصيرة الأجل لإدارة معلومات الطاقة الأمريكية خلال شهر أكتوبر على توقعات (HIS Markit Energy).

وتتوقع إدارة معلومات الطاقة الأمريكية ارتفاعاً تدريجياً في إجمالي العالمي على النفط خلال الربع الأول من عام 2021 حتى يصل 96.7 مليون برميل/اليوم خلال شهر مارس،

مقابل ارتفاع إجمالي الامدادات النفطية العالمية إلى حوالي 93.7 مليون برميل/اليوم خلال شهر مارس 2021. وخلال باقي الفترة، تتوقع أن يواصل إجمالي الامدادات النفطية العالمية والطلب العالمي ارتفاعهما التدريجي حتى تتوازن سوق النفط العالمي مع حلول شهر أبريل عام 2021 ثم يواصل الطلب مجاراة العرض ويتوقع أن تشهد الأسواق توازناً يستمر حتى نهاية عام 2022، كما هو موضح بالشكل (13):

الشكل (13)
التوقعات المستقبلية لإجمالي الإمدادات العالمية* والاستهلاك العالمي من النفط
حتى نهاية عام 2022
(مليون برميل/اليوم)



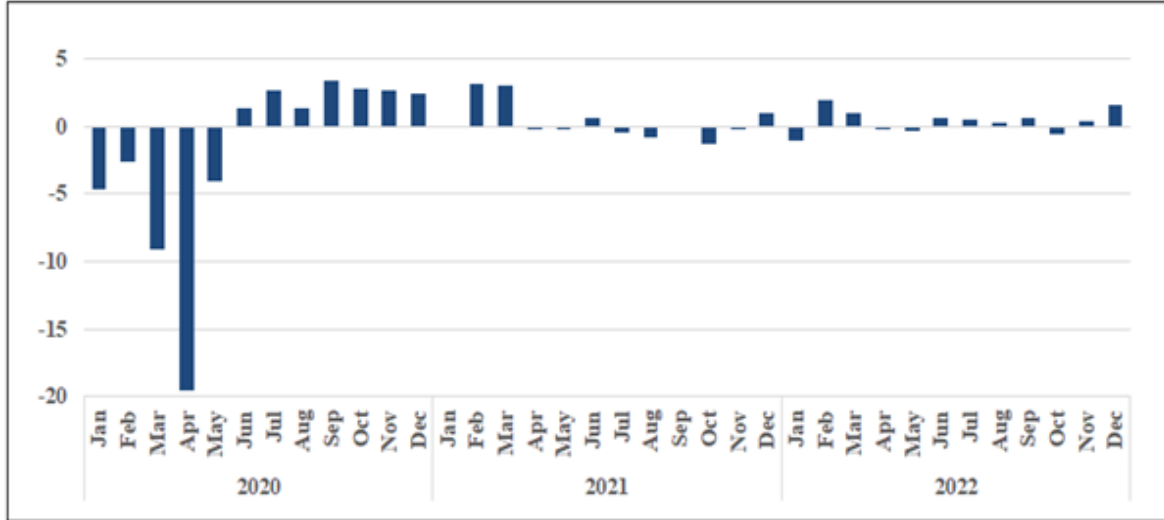
Source: U.S. Energy Information Administration | Short-Term Energy Outlook February 2021.

* Supply includes production of crude oil (including lease condensates), natural gas plant liquids, biofuels, other liquids, and refinery processing gains.

وبناء عليه تتوقع إدارة معلومات الطاقة الأمريكية أن يبلغ إجمالي السحب من المخزون التجاري العالمي نحو 3.0 مليون برميل/اليوم خلال الربع الأول من العام 2021 قبل أن تصبح الأسواق أكثر توازناً باقي العام 2021 و عام 2022 لينخفض معدل السحب من المخزون حتى نهاية عام 2022 كما هو موضح بالشكل (14):

الشكل (14)

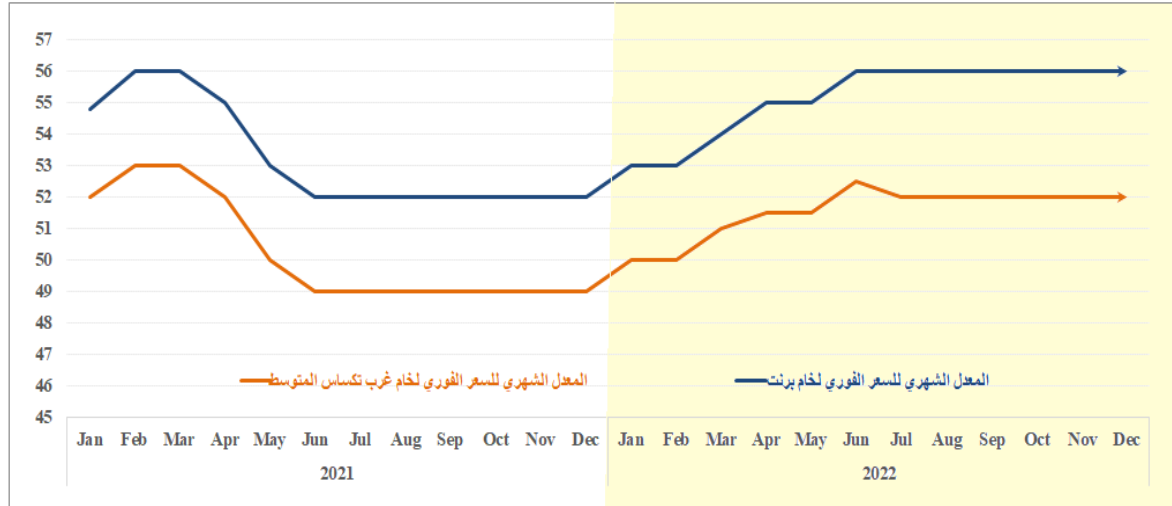
التوقعات المستقبلية لإجمالي السحب من المخزون التجاري العالمي حتى نهاية عام 2022
(مليون برميل/اليوم)



Source: U.S. Energy Information Administration | Short-Term Energy Outlook February 2021.

ووفقاً لهذه المعطيات، تتوقع إدارة معلومات الطاقة الأمريكية أن المستويات العالية للمخزونات العالمية من النفط وفائض قدرات الإنتاج العالمية سوف يحدان من الميل التصاعدي للأسعار في الأجل القصير مع عودة التعافي للطلب بحيث تشهد الأسعار انخفاضاً تدريجياً خلال الربع الثاني من عام 2021 ليستقر المتوسط الشهري للسعر الفوري لخام برنت عند حوالي حوالي 52 دولار للبرميل، والمتوسط الشهري للسعر الفوري لخام غرب تكساس الأمريكي عند حوالي 49 دولار للبرميل حتى نهاية عام 2021، بينما يتوقع أن تعاود الأسعار ارتفاعها مع مطلع العام 2022 لتشهد ارتفاعاً متواصلاً خلال النصف الأول من عام 2022 يبلغ معه المتوسط الشهري للسعر الفوري لخام برنت حوالي 56 دولار للبرميل، والمتوسط الشهري للسعر الفوري لخام غرب تكساس الأمريكي عند حوالي 52.5 دولار للبرميل خلال شهر يونيو 2022، ثم تستقر الأسعار عند هذه المستويات حتى نهاية العام 2022، كما هو موضح بالشكل (15):

الشكل (15)
التوقعات المستقبلية لأسعار النفط في الأسواق العالمية حتى نهاية عام 2022
(دولار للبرميل)

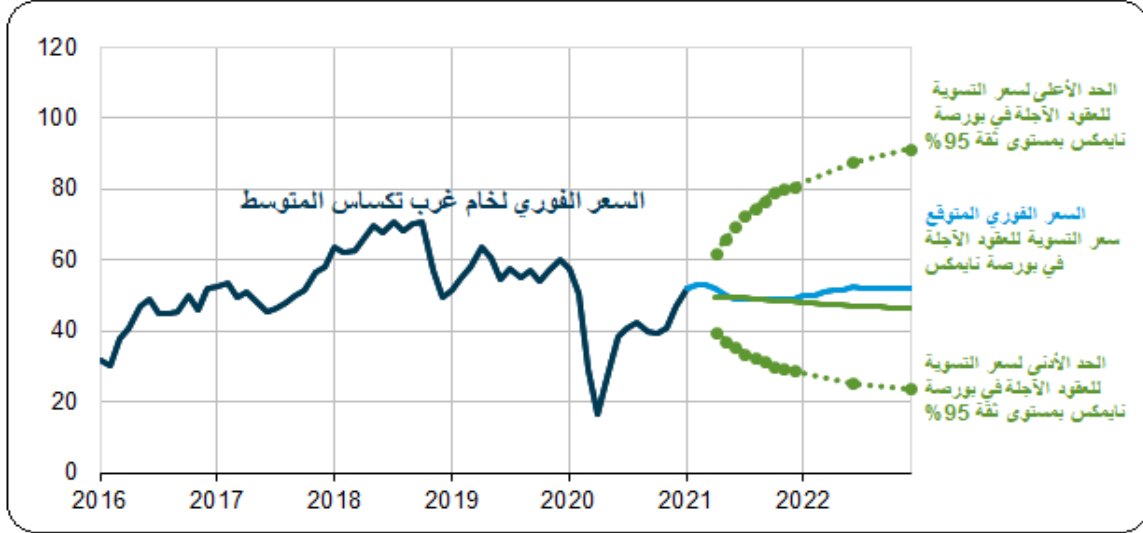


Source: U.S. Energy Information Administration | Short-Term Energy Outlook February 2021.

وتشير بيانات الأسعار الفورية لإدارة معلومات الطاقة الأمريكية (EIA) وتوقعاتها المستقبلية لخام غرب تكساس المتوسط الواردة في تقرير آفاق الطاقة قصيرة الأجل (STEO) لشهر فبراير 2021، وبيانات الأسعار المستقبلية للعقود الآجلة لخام غرب تكساس في بورصة نايمكس (NYMEX) من بلومبيرغ إل بي (Bloomberg L.P)، إلى انخفاض أسعار التسوية للعقود الآجلة لخام غرب تكساس المتوسط عن السعر الفوري للخام المتوقع بنحو 2.4 دولار للبرميل خلال شهر أبريل 2021، ثم ينحسر فارق السعر مع بقاءه لصالح السعر الفوري إلى أقل من 0.5 دولار للبرميل خلال باقي أشهر العام 2021، ثم يعاود فارق السعر ارتفاعه التدريجي خلال عام 2022 ليصل نحو 5.6 دولار للبرميل مع نهاية العام 2022.

كما تشير التقديرات التي تمت خلال شهر ديسمبر 2020 أن أسعار التسوية للعقود الآجلة لخام غرب تكساس المتوسط في بورصة نايمكس (NYMEX) بمستويات الثقة 95% المشتقة من معلومات أسواق الخيارات أن أسعار التسوية للعقود الآجلة لخام غرب تكساس في بورصة نايمكس سوف تتراوح بين حدها الأدنى البالغ 23.6 دولاراً للبرميل وحدها الأعلى البالغ 91.3 دولاراً للبرميل باحتماليه قدرها 95%، كما هو موضح بالشكل (16):

الشكل (16)
الأسعار الفورية لخام غرب تكساس المتوسط والأسعار المستقبلية للخام في بورصة
نايمكس بمستوى ثقة 95%
(دولار للبرميل)



Sources: U.S. Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, February 2021, CME Group, and Bloomberg, L.P.

والجدير بالذكر، أن التوقعات المشار إليها أعلاه المتعلقة بأسعار النفط الفورية والمستقبلية يجب أن يتم التعامل معها بشيء من الحذر، لكونها مبنية على افتراضات يمكن أن تجانب الصواب. فإذا نظرنا إلى المسار الحالي للأسعار فمن الملاحظ أن أسعار النفط الخام الآجلة قد شهدت ارتفاعاً ملحوظاً منذ مطلع عام 2021 لتصل إلى أعلى مستوياتها منذ شهر يناير 2020، حيث ارتفعت أسعار التسوية لعقود خام برنت (عبر بورصة إنتركونتيننتال ICE) في التاسع عشر من شهر فبراير 2021 بنسبة 21.5% مقارنة بنهاية عام 2020 لتصل إلى 62.91 دولار/برميل، كما ارتفعت أسعار التسوية لعقود خام غرب تكساس الأمريكي (عبر بورصة نيويورك التجارية Nymex) بنسبة 22.1% خلال نفس الفترة لتصل إلى 59.24 دولار/برميل. ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى توصل دول أوبك+ خلال إجتماعهم الوزاري الثالث عشر الذي عُقد في الرابع من شهر يناير 2021 إلى قرار بشأن تقليص تخفيضات الإنتاج بشكل تدريجي يبلغ 75 ألف ب/ي فقط خلال شهري فبراير ومارس 2021، مع تأكيدهم على الالتزام التام بهذا الإتفاق. فضلاً عن إجراء المملكة العربية السعودية لتخفيضات إضافية طوعية في إنتاجها النفطي تبلغ 1 مليون برميل/يوم خلال شهري فبراير ومارس 2021. يأتي ذلك تزامناً مع الطلب القوي على النفط الخام من

المصافي العاملة في آسيا والمحيط الهادئ، وتراجع مخزونات النفط الخام العائمة، وأزمة الطاقة التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية وسط موجة طقس متجمد غير مسبوق أدت إلى توقف مؤقت لأكثر من 4 مليون برميل/يوم أو بنسبة قياسية بلغت ما يقرب من 40% من إجمالي إمدادات النفط الخام، وكذلك الأنباء الإيجابية بشأن اللقاحات حيث بدأت دول عديدة من بينها الولايات المتحدة الأمريكية في حملات تطعيم جماعية بلقاحات فعالة لمواجهة فيروس كورونا المستجد (Covid-19) وهو ما قد يُساعد في تسارع وتيرة تعافي الاقتصاد العالمي وينعش الآفاق المستقبلية للطلب العالمي على النفط.

رابعاً: الخلاصة

إن الطلب على النفط والكميات المعروضة منه هما المحددان الأساسيان لأسعار النفط، وتساهم العوامل الأخرى في تأثيرها على الأسعار عن طريق مساهمتها في التأثير على الطلب والعرض. فبينما يؤثر النمو الاقتصادي والاجتماعي على حجم الطلب، تساهم مستويات الطاقات الإنتاجية الفائضة لدى أوبك وحجم الاستثمارات في توسيع الطاقات الإنتاجية العالمية والأزمات الجيوسياسية والكوارث الطبيعية في التأثير على حجم العرض. وتعتبر قدرات التكرير والطاقات الإنتاجية لمصافي النفط العالمية عنصراً ثنائياً للتأثير على الطلب والعرض، حيث تحدد قدرات المصافي ومواصفاتها التقنية نوعيات النفط الممكن معالجتها، وتحدد الطاقات الإنتاجية لهذه المصافي حجم الطلب على هذه الخامات، وتكون الطاقات الإنتاجية لمصافي النفط العالمية محدداً في الوقت ذاته لحجم العرض من المنتجات النفطية.

ويعتبر المخزون النفطي وخاصة التجاري لدى الدول الصناعية وكفايته بعدد أيام الاستهلاك من المؤشرات الرئيسية للتوازن بين العرض والطلب العالمي على النفط، حيث يمكن استخدام المخزون النفطي في التأثير على حجم الطلب على النفط عند قيام الدول المستهلكة بسحب كميات من مخزونها التجاري فينخفض بالتالي حجم الطلب العالمي على النفط مما يضطر بالدول المنتجة من منظمة أوبك إلى القيام بخفض حصص إنتاجها للحفاظ على توازن السوق النفطية، وبالمقابل تساهم عمليات البناء في المخزون التجاري في التأثير

على حجم الطلب بالرفع من مستوياته مما يضطر بالدول المنتجة من أوبك إلى زيادة حصص إنتاجها وضخ المزيد من النفط للحفاظ على توازن الأسواق.

وقد شهدت أسواق النفط منذ تسعينات القرن الماضي بروز عوامل مستحدثة وذات تأثير كبير على أسعار النفط، تتمثل في تنامي دور الأسواق المالية في رسم اتجاهات أسعار النفط في الأسواق العالمية. فقد ساهمت الابتكارات المالية الجديدة في السماح للمستثمرين بالاستفادة من ارتفاع أسعار النفط دون الحاجة إلى الحيازة الفعلية للنفط على هيئة مخزون، وقد وجدوا ضالتهم في الأسواق الآجلة للنفط الخام عبر ضخ مليارات الدولارات لجني الأرباح الكبيرة من خلال بيع وشراء ما يسمى "بالبراميل الورقية"، وهو ما برز واضحاً في كثافة نشاط المضاربة – وهي شراء النفط بقصد إعادة بيعه بسعر أعلى، بدلاً من استخدامه لأغراض تجارية – في الأسواق الآجلة للنفط الخام وفي مقدمتها بورصة نيويورك التجارية (NYMEX) ومركز التبادل الدولي للبترول في لندن (ICE).

والجدير بالذكر أن الزيادة في نشاط المضاربة في الأسواق الآجلة للنفط يؤدي إلى خلق طلب وهمي على البراميل الورقية، ويساهم في رفع سقف التوقعات بشأن الأسعار المستقبلية للنفط، فيلجأ مستهلكي النفط لزيادة طلبهم على النفط لغرض التخزين والتحوط من ارتفاع أسعار النفط مستقبلاً، فترتفع الأسعار الفورية للنفط كردة فعل للارتفاع المفاجئ للطلب.

ومن جهة أخرى، يؤدي النزوح الجماعي من قبل المستثمرين الذين يفتقدون الخبرة اللازمة بطبيعة أسواق النفط وتصفية مراكزهم على عجل خلال الأزمات التي تصيب أسواق المال العالمية إلى انخفاضات حادة للأسعار المستقبلية وتوقعاتها، فيلجأ مستهلكي النفط الفعليين من مصافي التكرير والصناعيين بالمقابل إلى خفض طلبهم على النفط والتصرف في مخزوناتهم للتحوط من ارتفاع تكاليف التخزين وانهيار الأسعار مستقبلاً، فتنراجع الأسعار الفورية للنفط كردة فعل لذلك.

وكما هو معلوم أن الأسعار الفورية هي أسعار التسليم الفوري لبرميل النفط خلال فترة لا تتجاوز 2-3 أسابيع، بينما تمثل الأسعار الآجلة أو المستقبلية أسعار التسوية في عقود آجلة التسليم تتراوح مدتها عادة بين شهر وخمسة سنوات. وبينما تعكس حركة الأسعار الفورية

الظروف الحالية لأسواق النفط وحالة التوازن بين العرض والطلب، فأنها تتأثر أيضا بالإشارات التي تستلمها من الأسواق الآجلة، ولقد شهدت الأسواق نتيجة للتفاعلات المعقدة بين العوامل الأساسية أو ما اصطلح على تسميتها بأساسيات السوق وبين العوامل المستحدثة في أسواق النفط، نشوء العلاقة الوثيقة بين الأسعار الفورية والأسعار المستقبلية للنفط الخام وتنامي تأثيراتها على أسواق النفط صعوداً وهبوطاً.

وتعتمد الرؤية المستقبلية لأسواق النفط العالمية في الظروف الحالية على عنصرين رئيسيين، يتمثل أولهما في المسار المحتمل لجائحة فيروس كورونا (Covid-19) التي اجتاحت دول العالم منذ مطلع العام 2020، وأبعادها المحتملة على الاقتصاد العالمي بشكل عام وأسواق النفط بشكل خاص، ويتمثل العنصر الثاني في مدى إستمرارية التعاضد الدولي بين كبار المنتجين في أسواق النفط والذي قاد إلى ظهور اتفاق "أوبك+" حيز الوجود، والذي أقر فيه خفض انتاج المجموعة لإعادة التوازن إلى أسواق النفط العالمية وخفض حدة التقلبات في أسعاره.

ومن ناحية أخرى، على الرغم من موجات العدوى المتجددة وتحورات الفيروس الجديدة المثيرة للقلق، يلاحظ تغلب روح التفاؤل على توقعات آفاق الاقتصاد العالمي، بسبب التقدم الملحوظ في سبل مجابهة الجائحة وتطورات اللقاحات ونتيجة الدعم الإضافي من السياسات في عدد قليل من الاقتصادات الكبرى، وتعكس روح الأمل في حدوث تطور إيجابي بشأن الجائحة مع مباشرة العديد من دول العالم منح اللقاحات لمواطنيها وإن كان بوثائر متباينة، كما ساهمت المبادرات التي قامت بها أغلب دول العالم باستجابات كبيرة وعاجلة وغير مسبوقة على مستوى المالية العامة والسياسة النقدية والإجراءات التنظيمية، في الحفاظ على الدخل المتاح للأسر، وحماية التدفقات النقدية للشركات، ودعم إتاحة الائتمان، حيث أدت هذه الإجراءات مجتمعة إلى منع تكرار الكارثة المالية التي وقعت خلال الفترة (2008-2009).

واستناداً إلى ذلك، انعكست روح التفاؤل بشأن توقعات آفاق الاقتصاد العالمي في تحسن التوقعات المستقبلية لأسواق النفط، التي يتوقع أن تشهد عودة التعافي للطلب بمعدلات تعيد التوازن لأسواق النفط العالمية الذي يتوقع أن يستمر حتى نهاية عام 2022.

وفي تقريرها الشهري حول توقعات الطاقة على المدى القصير الصادر في مارس 2021، تشير إدارة معلومات الطاقة الأمريكية الى أن متوسط أسعار خام برنت سوف يصل الى مستوى 64 دولار للبرميل في الربع الثاني من عام 2021، ثم يتوقع ان ينخفض إلى أقل من 60 دولار للبرميل مع نهاية عام 2022. وتعزو إدارة معلومات الطاقة الامريكية الارتفاع الأخير في أسعار النفط الخام بشكل أساسي إلى انخفاض إنتاج النفط الخام من منظمة (أوبك) والدول المنتجة من خارجها (أوبك +)، كما يشير التقرير الى مساهمة تخفيضات أوبك + المتزامنة مع اضطرابات الإمدادات في الولايات المتحدة في عمليات سحب مخزون النفط العالمية الشهرية التي تقدرها إدارة معلومات الطاقة بـ 3.7 مليون برميل في اليوم، وهو أكبر سحب شهري منذ ديسمبر 2002.

والجدير بالذكر، أن التوقعات المشار إليها أعلاه المتعلقة بأسعار النفط الفورية والمستقبلية يجب أن يتم التعامل معها بشيء من الحذر، لكونها مبنية على افتراضات يمكن أن تتجانب الصواب. فإذا نظرنا إلى المسار الحالي للأسعار فمن الملاحظ أن أسعار النفط الخام الآجلة قد شهدت ارتفاعاً ملحوظاً منذ مطلع عام 2021 لتصل إلى أعلى مستوياتها منذ شهر يناير 2020، حيث ارتفعت أسعار التسوية لعقود خام برنت (عبر بورصة إنتركونتيننتال ICE) في التاسع عشر من شهر فبراير 2021 بنسبة 21.5% مقارنة بنهاية عام 2020 لتصل إلى 62.91 دولار/برميل، كما ارتفعت أسعار التسوية لعقود خام غرب تكساس الأمريكي (عبر بورصة نيويورك التجارية Nymex) بنسبة 22.1% خلال نفس الفترة لتصل إلى 59.24 دولار/برميل. ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى توصل دول أوبك+ خلال اجتماعهم الوزاري الثالث عشر الذي عُقد في الرابع من شهر يناير 2021 إلى قرار بشأن تقليص تخفيضات الإنتاج بشكل تدريجي يبلغ 75 ألف ب/ي فقط خلال شهري فبراير ومارس 2021، مع تأكيدهم على الالتزام التام بهذا الاتفاق. فضلاً عن إجراء المملكة العربية السعودية لتخفيضات إضافية طوعية في إنتاجها النفطي تبلغ 1 مليون برميل/يوم خلال شهري فبراير ومارس 2021.

وتأمل منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول " أوابك " أن تساهم العوامل السائدة في السوق النفطية والمتمثلة في الطلب القوي على النفط الخام من المصافي العاملة في آسيا

والمحيط الهادئ، والالتزام التام لمجموعة أوبك + بالقرارات المتعلقة بالإنتاج، وكذلك الأنباء الإيجابية بشأن حملات تطعيم جماعية بلقاحات فعالة لمواجهة فيروس كورونا المستجد (Covid-19) في تسارع وتيرة تعافي الاقتصاد العالمي وإنعاش الطلب العالمي على النفط على المدى الطويل.



منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول
أوابك