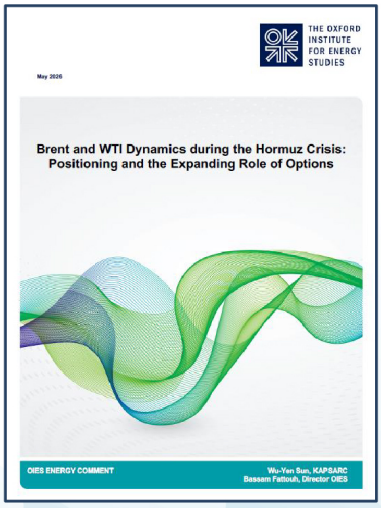
منظمة الأقطار العربية المصدرة للبترول (أوابك)

ملخص تقرير معهد اكسفورد لدراسات الطاقة

ديناميكيات خام برنت وخام غرب تكساس خلال أزمة مضيق هرمز:

التمركز والدور المتنامي لعقود الخيارات

يونيو 2026



ترجمة وإعداد / ماجد عامر

خبير اقتصادي - الإدارة الاقتصادية

المقال صدر في الموقع الإلكتروني لمعهد أكسفورد لدراسات الطاقة وقد تم ترجمته إلى اللغة العربية بإذن من المعهد

ديناميكيات خام برنت وخام غرب تكساس خلال أزمة مضيق هرمز:
التمركز والدور المتنامي لعقود الخيارات

أدى انقطاع تدفقات النفط عبر مضيق هرمز نتيجة التطورات الجيوسياسية في الشرق الأوسط إلى اضطرابات كبيرة في كل من الجوانب المادية التي تتعلق بإنتاج النفط ونقله ومعالجته وتخزينه واستهلاكه، والجوانب المالية التي تتعلق بالتعاملات المالية مثل تداول العقود الآجلة في سوق النفط العالمي، حيث وصلت التقلبات الفعلية[1] والتقلبات الضمنية[2] إلى مستويات قياسية، كما شهدت بعض فروق الأسعار تقلبات حادة، مثل فروق أسعار خام برنت وخام غرب تكساس الوسيط، وفروق أسعار عقود خام برنت الآجلة المتداولة في بورصة انتركونتيننتال (ICE) مقارنة بعقود خام برنت المؤرخ وهو المرجع الرئيسي لتسعير النفط الخام المتداول فعلياً. كما أثرت هذه التطورات في التدفقات المالية عبر أسواق المشتقات[3]، ولا سيما الخيارات[4]، مما أدى إلى حدوث تغيرات ملحوظة في العلاقة بين أسعار التسليم الفعلي والعقود الآجلة، وفي فروق الأسعار الزمنية بين العقود ذات آجال الاستحقاق المختلفة.

ولم تقتصر تداعيات التطورات الجيوسياسية على الارتفاع الحاد في أسعار النفط الخام وتقلباتها، بل امتدت إلى إعادة تشكيل أسواق مشتقات النفط وآليات توزيع المخاطر بين المشاركين فيها، حيث أدت حالة عدم اليقين والاضطرابات في الإمدادات النفطية إلى تغيير سلوك المتعاملين واستعدادهم لتحمل المخاطر، ودفعتهم إلى إعادة ترتيب مراكزهم الاستثمارية واستخدام أدوات مختلفة للتحوط في بعض الأسواق. وفي الوقت نفسه، ساهم ارتفاع مستويات التقلب وتشديد قيود إدارة المخاطر[5] ومتطلبات الهامش[6] في إحداث تغييرات في أنماط المشاركة والتداول داخل بعض الأسواق النفطية الأخرى. وفي هذا السياق، انخفضت المراكز المفتوحة[7] لعقود خام برنت الآجلة بمقدار 551 مليون برميل منذ بداية الأزمة الجيوسياسية

---

[1] **التقلبات الفعلية (realized volatility)** هي مقياس لحجم التغيرات التي حدثت بالفعل في أسعار النفط خلال فترة زمنية معينة، وعندما ترتفع أسعار النفط أو تنخفض بشكل حاد ومتكرر خلال فترة قصيرة، ترتفع التقلبات الفعلية. (المترجم)

[2] **التقلبات الضمنية (implied volatility)** هي مقياس للتوقعات بشأن مدى تذبذب أسعار النفط في المستقبل، وارتفاع التقلبات الضمنية يعني وجود توقعات بحدوث تحركات سعرية كبيرة خلال الفترة المقبلة نتيجة زيادة حالة عدم اليقين أو المخاطر الجيوسياسية أو اضطرابات الإمدادات. (المترجم)

[3] **أسواق المشتقات (derivatives markets)** هي الأسواق التي يتم فيها تداول عقود مالية تستمد قيمتها من أسعار النفط، مثل العقود الآجلة وعقود الخيارات. (المترجم)

[4] **عقود الخيارات (options)** هي مشتقات مالية تمنح حاملها الحق، وليس الالتزام، في شراء أو بيع النفط بسعر محدد خلال فترة معينة أو في تاريخ معين. (المترجم)

[5] **قيود إدارة المخاطر (tighter risk-management)** هي القيود والسياسات التي تفرضها المؤسسات المالية أو صناديق الاستثمار للحد من حجم المخاطر التي يمكن تحملها بسبب اضطرابات السوق النفطية. (المترجم)

[6] **متطلبات الهامش (margin requirements)** هي المبالغ المالية التي يجب على المتداولين إيداعها لدى البورصة أو شركة الوساطة كضمان لتغطية الخسائر المحتملة الناتجة عن تقلب أسعار النفط. (المترجم)

[7] **المراكز المفتوحة (open interest)** إجمالي عدد العقود الآجلة أو عقود الخيارات التي لا تزال قائمة ولم يتم إغلاقها أو تسويتها أو انتهاء صلاحيتها بعد، ويشير ارتفاع تلك المراكز إلى دخول مشاركين جدد إلى السوق وزيادة النشاط، في حين يشير انخفاضها إلى خروج بعض المستثمرين أو تقليص مراكزهم وتقليل تعرضهم للمخاطر. (المترجم)

وحتى 5 مايو 2026، وهو ما يتناقض مع المراكز المفتوحة لعقود خام غرب تكساس الوسيط الآجلة التي سجلت انخفاضاً طفيفاً بلغ 64 مليون برميل فقط، ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى قيام صناديق التحوط ومديري الأموال بتقليص مراكزهم في سوق خام برنت بشكل كبير نتيجة ارتفاع التقلبات وتشديد قيود إدارة المخاطر ومتطلبات الهامش، في حين ساهم زيادة نشاط التحوط من جانب المنتجين وشركات التجارة النفطية في الحد من تراجع المراكز المفتوحة المرتبط بتقليص صناديق التحوط ومديري الأموال لمراكزهم في سوق خام غرب تكساس الوسيط. ويثير هذا الأمر عدة تساؤلات، من أبرزها ما يتعلق بالعوامل الكامنة وراء الانخفاض الكبير في حجم المراكز المفتوحة لعقود خام برنت، وما هي أسباب الاختلاف في سلوك المتداولين بين أسواق العقود الآجلة لخام برنت وخام غرب تكساس الوسيط؟.

- **تراجع نشاط صناديق التحوط ومديري الأموال، واتساع التباين بين سوق خام برنت وخام غرب تكساس الوسيط**

يُعزى الجزء الأكبر من الانخفاض في المراكز المفتوحة في أسواق خام برنت وخام غرب تكساس الوسيط إلى تراجع مراكز صناديق التحوط ومديري الأموال، الذين يفضلون عادة التداول على فروق الأسعار لارتباطها بشكل أكبر بأساسيات السوق النفطية وأقل تأثراً بالتقلبات المفاجئة. فمع اندلاع الأزمة الجيوسياسية وارتفاع مستويات التقلب، ازدادت تكلفة الاحتفاظ بالمراكز الاستثمارية نتيجة تشديد قيود إدارة المخاطر وارتفاع متطلبات الهامش، مما دفع العديد من المستثمرين إلى تقليص مراكزهم. وساهمت الأنباء المتضاربة أيضاً في زيادة حالة عدم اليقين، الأمر الذي حد من قدرة المستثمرين على الاحتفاظ بمراكز كبيرة في العقود الآجلة رغم استمرار التوقعات الإيجابية بشأن أساسيات سوق النفط. كما دفعت التقلبات الحادة في أسعار النفط العديد من صناديق التحوط إلى تقليص مراكزها الاستثمارية، لأن ارتفاع المخاطر يجعل تحقيق عوائد مجزية أكثر صعوبة، وقد أصبحت استراتيجيات التداول القائمة على فروق الأسعار أقل استقراراً وأكثر عرضة للتحركات المفاجئة بالفعل بسبب الاضطرابات الجيوسياسية المتسارعة، مما دفع المستثمرين إلى خفض تعرضهم للعقود الآجلة والحد من المخاطر التي يتحملونها.

وقد كان التراجع في المراكز المفتوحة لعقود خام غرب تكساس الوسيط أقل حدة مقارنة بخام برنت، نتيجة زيادة نشاط المنتجين وشركات التجارة النفطية. فمع ارتفاع أسعار النفط وتصاعد المخاطر الجيوسياسية، سعت شركات النفط الأميركية إلى تكثيف عمليات التحوط لتثبيت أسعار بيع جزء من إنتاجها وحماية إيراداتها من أي تقلبات مستقبلية. كما استغلت شركات التجارة النفطية الفرص التي أوجدتها التغيرات في فروق الأسعار بين الأسواق، مما أدى إلى زيادة نشاطها في سوق خام غرب تكساس. وقد ساهم ذلك في الحفاظ على مستويات أعلى من السيولة والنشاط في هذا السوق، والحد من انخفاض المراكز المفتوحة فيه مقارنة بسوق خام برنت الذي شهد خروجاً أكبر للمتداولين وتقليصاً ملحوظاً للمراكز الاستثمارية.

ورغم أن زيادة نشـاط التحوط من جانب المنتجين الأميركيين أسـهمت في ارتفاع المراكز البيعية في سوق خام غرب تكساس الوسيط، فإنها لا تفسر وحدها التباين بين سوق خام برنت وسوق خام غرب تكساس. فقد أدى اتساع الفارق السعري بين الخامين عقب اندلاع الأزمة الجيوسياسية إلى وجود فرص تجارية جذابة لتصدير النفط الخام الأمريكي إلى الأسواق الأوروبية والآسيوية، مما دفع شركات التجارة النفطية إلى زيادة مراكزها الشرائية في خام غرب تكساس وتقليص مراكزها في خام برنت للاستفادة من هذه الفروق السعرية. كما ساهم ارتفاع صادرات النفط الخام الأمريكية إلى مستويات قياسية في دعم هذا التوجه. وإلى جانب ذلك، أدى ارتفاع متطلبات الهامش وتشـديد قيود إدارة المخاطر إلى زيادة تكلفة الاحتفاظ بالمراكز الاسـتثمارية، لا سيما في سوق خام برنت، حيث رفعت بورصة انتركونتيننتال متطلبات الهامش بشكل كبير. وقد ساهمت هذه العوامل مجتمعة في جعل انخفاض المراكز المفتوحة في خام غرب تكسـاس أقل حدة مقارنة بخام برنت. والجدير بالملاحظة، أنه على الرغم من انخفاض المراكز المفتوحة في كلا السوقين، فقد شهدت أحجام التداول ارتفاعاً ملحوظاً، مما يعكس اسـتمرار نشـاط المتعاملين في إعادة توزيع المخاطر والتفاعل مع التطورات الجيوسياسية المتسارعة، مع تفضيلهم تقليص الاحتفاظ بالمراكز الاستثمارية لفترات طويلة، خاصة في ظل ارتفاع حالة عدم اليقين بسبب تلك التطورات.

- **توجه بعض المستثمرين إلى استخدام عقود الخيارات بدلاً من العقود الآجلة**

أثارت التطورات الجيوسياسية الأخيرة تساؤلات حول ما إذا كان المستثمرين في سوق النفط قد بدأوا في الابتعاد عن العقود الآجلة والاتجاه نحو أدوات مالية توفر حماية أكبر من المخاطر. وفي هذا السـياق، تشير البيانات إلى أن جزءاً من النشـاط الاستثماري انتقل بالفعل إلى سوق الخيارات النفطية، حيث شـهدت عقود الخيارات زيادة ملحوظة في عدد المراكز المفتوحة وأحجام التداول مع بداية الأزمة، ويعزى ذلك إلى أن تلك العقود تمنح المستثمرين وسيلة فعالة لإدارة المخاطر، حيث تتيح لهم الاستفادة من التحركات السعرية الكبيرة الناتجة عن التطورات الجيوسـياسـية، مع بقاء الخسـائر المحتملة في حدود تكلفة شـراء العقد فقط. كما تتمتع عقود الخيارات بمرونة أكبر مقارنة بالعقود الآجلة، حيث تتيح للمسـتثمرين الحفاظ على تعرضـهم للسوق دون الحاجة إلى متابعة مراكزهم بشكل مستمر، مما يجعلها أكثر ملاءمة خلال فترات التقلبات الحادة. حيث يكون المستثمر معرضـاً بشـكل مباشـر لأي تحرك في الأسـعار عند شـراء عقد آجل، مما قد يؤدي إلى تحمله خسـائر كبيرة، وقد يُطلب منه إيداع أموال إضـافية "هامش" بشـكل فوري، ومن ثم يحتاج إلى متابعة مركزه باسـتمرار. ونتيجة لذلك، اتجه عدد متزايد من المتعاملين إلى الانتقال من اسـتخدام العقود الآجلة إلى استخدام عقود الخيارات التي أصبحت أكثر جاذبية خلال فترات التقلبات الحادة وعدم اليقين المرتفع وصعوبة التنبؤ باتجاهات السوق.

في المقابل، شـــهدت تكلفة عقود الخيارات ارتفاعاً ملحوظاً نتيجة زيادة الطلب عليها، وهو ما انعكس في الارتفاع الحاد للتقلبات الضـمنية التي تعكس توقعات المسـتثمرين بشـأن المخاطر المسـتقبلية، لتتجاوز الزيادة الفعلية في تقلبات أسعار النفط، مما يدل على أن الأزمة لم تؤد فقط إلى ارتفاع أسعار النفط، بل دفعت العديد من المستثمرين إلى تحمل مبالغ أكبر مقابل الحصول على الحماية من المخاطر المحتملة، لا سيما تلك المرتبطة بالتطورات الجيوسياسية واضطرابات الإمدادات النفطية. وقد انعكس هذا التحول في الارتفاع الكبير لأحجام التداول في أسـواق الخيارات، حيث تضـاعفت تقريباً في كل من سـوق خام برنت وسـوق خام غرب تكساس الوسيط، مما يشير إلى تزايد الاعتماد على عقود الخيارات كأداة للتحوط وإدارة المخاطر والتعامل مع التطورات السريعة في السوق، رغم ارتفاع تكلفتها مقارنة ببعض الأدوات الأخرى.

وبالتزامن مع تزايد الاعتماد على عقود الخيارات، شـهدت أسـواق النفط تحولاً متزايداً نحو التداولات قريبة الأجل، لا سيما من خلال عقود الخيارات الأسبوعية التي توفر وسيلة أقل تكلفة للتحوط أو الاستفادة من التأثير السـريع للأخبار والتطورات اليومية على الأسـعار. وتسـارع هذا الاتجاه خلال الأزمة الجيوسـياسـية، حيث ارتفعت أحجام التداول في الخيارات الأسبوعية على خام غرب تكساس الوسيط بشكل ملحوظ، مع تركز متزايد للنشـاط في العقود القريبة جداً من تاريخ الاسـتحقاق. ويعكس ذلك توجه المسـتثمرين إلى اسـتخدام هذه العقود للتعامل السـريع مع الأخبار الجيوسـياسـية وإدارة المخاطر المرتبطة بالأحداث قريبة الأجل، بدلاً من الاحتفاظ بمراكز استثمارية بعيدة الأجل.

أخيراً، يبدو أن صـدمة مضـيق هرمز اسـتقطبت شـريحة أوسـع من المسـتثمرين إلى أسـواق النفط، بما في ذلك مسـتثمرين من أسـواق مالية أخرى يسـعون إلى حماية محافظهم الاسـتثمارية من حالة عدم اليقين الجيوســـياســـي المتزايدة، لا ســـيما وأن مراكز شـــراء النفط برزت كأداة فعالة للتحوط خلال تلك الفترة، ويتجلى ذلك الأمر في الارتفاع الحاد في الطلب على عقود خيارات الشـــراء مقارنة بعقود خيارات البيع، وهو أمر غير معتاد في أسواق النفط، حيث تكون عقود خيارات البيع أعلى تكلفة بسبب الطلب المستمر عليها من قبل المنتجين لاستخدامها في التحوط ضد انخفاض الأسعار.