

جامعة سعد دحلب بالبلدية

كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة ماجستير

التخصص : نقود ، مالية و بنوك

دور الصناديق السيادية في استثمار الفوائض المالية للدولة

- دراسة حالة الجزائر -

من طرف

بن عيشوبة رفيقة

أمام اللجنة المشكلة من

بن حمودة/ بن عبد العزيز فطيمة، أستاذة محاضرة "أ"، جامعة البلدية
رئيسا
رزيق كمال ، أستاذ محاضر "أ"، جامعة البلدية
مشرفا ومقررا
لسلوس أمبارك ، أستاذ محاضر "أ"، جامعة البلدية
عضوا مناقشا
بوخدوني وهيبة، أستاذة مساعدة "أ"، جامعة البلدية
عضوا مناقشا

البلدية ، ماي 2010

المخلص

مع ظهور الصدمة الأولى لأسعار النفط (1973 - 1974)، ظهر مصطلح جديد «البترو دولار» للدلالة على الثروة المالية العربية في الأسواق المالية الكبرى، والآن وبعد أكثر من ثلاثة عقود، تمّت صياغة المصطلح الجديدة « صناديق الثروة السيادية » للإشارة إلى الظاهرة الأساسية نفسها.

و أدى صعود صناديق الثروة السيادية (التي تمثل تجمّعات للأصول تسيطر عليها الحكومة وتهدف في المقام الأول إلى الانخراط في استثمارات أجنبية) إلى نقاش مكثف في أوروبا والولايات المتحدة على مدى العامين الماضيين ، و كان هذا النقاش يتمحور حول دور وتأثير صناديق الثروة السيادية على الاقتصاد العالمي .

Abstract

With the advent of the first oil price shock (1973–1974), a new term “petrodollars,” emerged to denote the Arab financial wealth placed in the major financial markets. Now, more than three decades later, the new term “sovereign wealth funds” (SWFs) has been coined to refer to the same essential phenomenon.

The rise of sovereign wealth funds (SWFs)—government-controlled pools of assets designed to engage primarily in foreign investment—and the transformation of SWFs into relevant players in the global economy have been driving an intense debate for the past two years in Europe and the United States about adequate policy responses. For the European and the American publics.

The debate regarding SWFs’ role in and impact on the global economy has been highly cyclical and tightly correlated to price developments in commodity markets, but also to the increasing economic strength of emerging economies.

شكر

الحمد والثناء والشكر لله العلي القدير على نعمه الظاهرة والباطنة، الذي بحمده تتم الصالحات.
واعترافا بالفضل وتقديرا بالجميل، لا يسعني وأنا أنتهي من هذا العمل، إلا أن أتقدم بالشكر
والامتنان إلى الأستاذ المشرف الدكتور كمال رزيق ، لقبوله الإشراف على هذا العمل، وتخصيصه
لجزء من وقته ومجهوده، للإشراف ومتابعة هذا العمل.
كما أتوجه بخالص شكري وتقديري إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على انجاز وإتمام
هذا العمل.
وأتوجه كذلك بخالص الشكر والتقدير إلى لجنة المناقشة التي قبلت وتحملت هذا الجهد.

بن عيشوية رفيقة

قائمة الجداول

الصفحة	الرقم
33	1. الفروق بين صناديق الثروة السيادية و الشركات المملوكة للدولة و صناديق المعاش التقاعدي العامة.
36	2. الأنواع الخمس للصناديق السيادية
53	3. ترتيب صناديق الثروة السيادية
69	4. استعراض تحليل سلطة أبو ظبي للاستثمار
72	5. استعراض تحليلي للصندوق العالمي للمعاشات التقاعدي
76	6. استعراض تحليلي لشركة سنغافورة للاستثمار
77	7. استعراض تحليل شركة تيمازسيك القابضة
80	8. استعراض تحليل الشركة الصينية للاستثمار
103	9. اكبر الخسائر من أزمة الرهن العقاري حتى بداية افريل 2008
129	10. بعض ملكيات الصناديق السيادية
132	11. تقديرات المكاسب و الخسائر لدول الخليج بالمليار دولار
137	12. حجم الصناديق السيادية خلال الفترة ما بين ديسمبر 2007 و مارس 2010
144	13. توزيع الناتج الداخلي الخام حسب القطاعات
145	14. تطور الجباية البترولية في الجزائر
147	15. أهمية صادرات المحروقات الجزائرية (1967-2008)
148	16. مساهمة قطاع الطاقة والمناجم في التشغيل
149	17. عدد الاكتشافات البترولية في الجزائر (2003- 2007)
153	18. تطور إنتاج الإيراني في الفترة ما بين أكتوبر 1978 و أكتوبر 1979
155	19. تطور الاحتياطي المالي للدولة الجزائرية (بملايين الدولارات الأمريكية)
160	20. الناتج المحلي الإجمالي خلال الطفرة النفطية الثالثة
161	21. الاحتياطات الخارجية الرسمية للجزائر (1998-2008)
162	22. تغطية الاحتياطيات الرسمية في الجزائر للواردات السلعية بالأشهر 1998 – 2008
167	23. الأحكام العامة التي تحكم صندوق ضبط الإيرادات
169	24. العمليات المنجزة على صندوق ضبط الإيرادات
178	25. مؤشرات اقتصادية تبين مدى ارتباط الاقتصاد الجزائري بقطاع المحروقات خلال الفترة (1996-2000)
181	26. أثر الدين الخارجي في الادخار المحلي للجزائر
183	27. خصائص صندوق ضبط الإيرادات
188	28. تدفقات النقدية للصندوق في الفترة ما بين (2000-2009)
192	29. المديونية الخارجية خلال الفترة 1974 – 1985
193	30. المديونية الخارجية خلال الفترة 1986-1991
195	31. تطور المديونية الخارجية خلال الفترة 1991-2000
199	32. تطور المديونية الخارجية في الفترة 2000-2008
201	33. تطور كل من الإيرادات العامة و النفقات العامة و العجز الموازنة العامة

قائمة الأشكال

الصفحة	الرقم
24	1. آلية إعادة البتر ودولار
31	2. نسبة عرض العملة الأجنبية و الديون
32	3. درجة تحمل المخاطر و أفاق (مدة) الاستثمار.
39	4. تصنيف 43 صندوقاً سيادياً عالمياً وفقاً لمؤشر لينابيرج- مادويل للشفافية
42	5. الصناديق السيادية حسب المصدر
42	6. أنواع صناديق الثروة السيادية
56	7. توزيع الصناديق السيادية حسب القارة
57	8. توزيع الصناديق في العالم (خريطة).
58	9. إجماع الصناديق السيادية ما بين العامين 2007-1997
60	10. تعداد صناديق الثروة السيادية
61	11. حجم الصناديق السيادية بالمقارنة مع الأصول الخاضعة للإدارة.
62	12. تقديرات " مورغان ستانلي " لحجم الصناديق السيادية إلى غاية 2015 .
63	13. زيادة أهمية الدول الآسيوية الغير نفطية.
70	14. تطور الصناديق السيادية في النرويج .
73	15. التطور التاريخي للصناديق السيادية في سنغافورة .
79	16. التطور التاريخي للصناديق السيادية في الصين .
92	17. مراحل الأزمات المالية حسب M.Bordo
124	18. درجة الامتثال لمبادئ سانتياغو
125	19. مؤشر الديمقراطية/الامتثال لمبادئ سانتياغو
151	20. تطور أسعار النفط بالدولار للبرميل في الفترة ما بين 1970 و 2003
157	21. أسعار النفط والغاز للفترة 2008-1998
170	22. تطور رصيد صندوق ضبط المداخيل (2008-2000)
184	23. أكبر الصناديق السيادية نظرة عامة إلى طريقة استثمارها وشفافيتها
186	24. آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري
188	25. يوضح تطوّر حجم صندوق ضبط الإيرادات 2008-2000
201	26. يوضح تطوّر رصيد الموازنة خلال الفترة 2000 -1989
204	27. يوضح تطوّر رصيد الموازنة خلال الفترة 2008-2000

الفهرس

ملخص

شكر

قائمة الجداول و الأشكال

الفهرس

11 مقدمة
21	1. مدخل لدراسة الصناديق السيادية
22	1.1. ماهية الصناديق السيادية
22	1.1.1. بروز فكرة الصناديق السيادية
22	1.1.1.1. الطفرات النفطية الثلاث
23	2.1.1.1. إعادة تدوير الفوائض النفطية
25	3.1.1.1. نشأة الصناديق السيادية
28	2.1.1. مفهوم صناديق الثروة السيادية
28	1.2.1.1. تعريف الصناديق السيادية
30	2.2.1.1. خصائص صناديق الثروة السيادية
35	3.1.1. أنواع الصناديق السيادية
35	1.3.1.1. أنواع صناديق الثروة السيادية وفقا لمعيار الهدف الأساسي من إنشائها
37	2.3.1.1. أنواع الصناديق وفقا لمعيار الشفافية
40	3.3.1.1. أنواع الصناديق وفقا لمعيار مصدر الأموال المشكلة للصندوق
43	2.1. دور الصناديق السيادية
43	1.2.1. الأدوار الأساسية للصناديق السيادية
43	1.1.2.1. دور الصناديق السيادية في الاستقرار الاقتصادي
46	2.1.2.1. التنمية الاجتماعية والاقتصادية في الأسواق المحلية والإقليمية
46	3.1.2.1. دور الاستثمار الطويل المدى
47	2.2.1. الأدوار الأخرى
49	3.2.1. دور صناديق الثروة السيادية في التأثير في قيمة الشركة
50	1.3.2.1. تأثير الصناديق على قيمة الشركة
51	2.3.2.1. دور الصناديق السيادية في حوكمة الشركات
51	3.3.2.1. دور الصناديق السيادية في توفير العلاقات
52	3.1. واقع الصناديق السيادية وأفاقها
52	1.3.1. اكبر الصناديق السيادية في العالم
52	1.1.3.1. اكبر الصناديق السيادية في العالم من حيث الحجم
56	2.1.3.1. التوزيع الجغرافي لهذه الصناديق
57	2.3.1. واقع الصناديق السيادية
57	1.2.3.1. نمو حجم الصناديق السيادية
59	2.2.3.1. النمو في عدد الصناديق السيادية

60	3.2.3.1. حجم الصناديق السيادية بالمقارنة مع الأصول الخاضعة للإدارة.....
61	1.3.3.1. التقديرات المتوقعة للصناديق السيادية إلى غاية 2015
62	2.3.3.1. تقديرات لنسبة الصناديق السيادية الممولة من غير السلع
63	3.3.3.1. التقديرات المتوقعة للنمو العددي للصناديق السيادية
64	4.1. نماذج عن الصناديق السيادية
65	1.4.1. الصناديق السيادية السلعية
65	1.1.4.1. نموذج أبوظبي
69	2.1.4.1. نموذج النرويج
73	2.4.1. الصناديق السيادية غير السلعية
73	1.2.4.1. نموذج سنغافورة
77	2.2.4.1. نموذج الصين
81	خلاصة الفصل
82	2. الصناديق السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008
83	1.2. مفاهيم حول الأزمة المالية
83	1.1.2. تعريف الأزمة المالية وأنواعها
83	1.1.1.2. تعريف الأزمة المالية
85	2.1.1.2. أنواع الأزمات
87	3.1.1.2. خصائص الأزمات
88	2.1.2. أسباب و مراحل الأزمات المالية
88	1.2.1.2. أسباب الأزمة المالية
91	2.2.1.2. مراحل الأزمة المالية
93	3.1.2. أهم الأزمات المالية العالمية
93	1.3.2.1. لمحة تاريخية
94	2.3.2.1. الأزمة اليابانية أسبابها وتفاصيلها
96	3.3.2.1. الأزمة الآسيوية
99	2.2. الأزمة المالية العالمية الحالية
99	1.2.2. حيثيات حول الأزمة المالية العالمية
100	1.1.2.2. تداعيات الأزمة على الاقتصاد الأمريكي
103	2.1.2.2. تداعيات الأزمة على الاقتصاد العالمي
105	3.1.2.2. حجم بعض المبالغ التي تم رصدها لمعالجة آثار هذه الأزمة
106	2.2.2. أسباب حدوثها و مراحلها
106	1.2.2.2. أسباب الأزمة المالية الحالية
109	2.2.2.2. مراحل الأزمة المالية الحالية
111	3.2.2. التوقعات بشأن التطورات المحتملة في الأزمة المالية الراهنة
111	1.3.2.2. التعافي الاقتصادي السريع (المتفائل)
112	2.3.2.2. الدخول في مرحلة من الركود غير القصيرة (الأقل تفاؤلاً)
112	3.3.2.2. الدخول في نفق الكساد المظلم (المتشائم)
114	3.2. الجدول بخصوص الصناديق السيادية
114	1.3.2. المخاوف الغربية حيال تنامي نفوذ الصناديق السيادية
114	1.1.3.2. ردة فعل الدول الغربية على نمو الصناديق السيادية
118	2.1.3.2. حقيقة المخاوف
119	2.3.2. الجهود الدولية و الصناديق السيادية
119	1.2.3.2. جهود صندوق النقد الدولي

122	2.2.3.2. جهود منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية
123	3.3.2. الامتثال لمبادئ سانتياغو (GAPP)
124	1.3.3.2. درجات الامتثال بمبادئ سانتياغو
125	2.3.3.2. الامتثال لمبادئ سانتياغو و علاقته بمؤشر الديمقراطية
127	4.2. الصناديق السيادية و الأزمة المالية العالمية
127	1.4.2. الدور الذي لعبته الصناديق السيادية في توفير السيولة
127	1.1.4.2. الاستثمارات الخارجية للصناديق السيادية
129	2.1.4.2. أداء الاستثمارات الخارجية لصناديق الثروة السيادية خلال الأزمة
133	2.4.2. تأثير الأزمة على النفاس حول الصناديق السيادية
133	1.2.4.2. هدوء النقاش الوطني في البلدان المستقبلية للاستثمارات
135	2.2.4.2. احتدام الجدل في الاقتصادات المستثمرة
137	3.4.2. استثمارات الصناديق السيادية في ظل انحصار الأزمة المالية
137	1.3.4.2. عودة النشاط للصناديق السيادية
139	2.3.4.2. التحول في استراتيجيات الاستثمار
141	خلاصة الفصل
142	3. دور صندوق ضبط الإيرادات في استثمار الفوائض المالية الجزائرية
143	1.3. الاقتصاد الجزائري و النفط
143	1.1.3. مكانة قطاع المحروقات في الاقتصاد الجزائري
143	1.1.1.3. موقع النفط في الاقتصاد الجزائري
148	2.1.1.3. مستقبل قطاع المحروقات في الجزائر
150	2.1.3. الطفرتين النفطيتين الأولى و الثانية
151	1.2.1.3. الطفرة النفطية الأولى
152	2.2.1.3. الطفرة النفطية الثانية
154	3.2.1.3. تعامل الجزائر مع الطفرتين الأولى و الثانية
157	3.1.3. الطفرة النفطية الثالثة و إمكانات استغلال الفوائض المالية
157	1.3.1.3. الطفرة النفطية الثالثة
159	2.3.1.3. تأثير الطفرة النفطية الثالثة على الاقتصاد الجزائري
162	3.3.1.3. الأسباب التي تستدعي استثمارا أفضل للطفرة النفطية الحالية
164	2.3. صندوق ضبط الإيرادات كأحد آليات إدارة عوائد المحروقات
164	1.2.3. صندوق ضبط الإيرادات
164	1.1.2.3. نشأة صندوق ضبط الإيرادات و الأطر القانونية التي تحكمه
167	2.1.2.3. الإجراءات التسييرية لصندوق ضبط الإيرادات
168	3.1.2.3. الأموال الجاهزة للصندوق من عام 2000 إلى 2008
171	2.2.3. الصندوق الوطني للاستثمار
171	1.2.2.3. نشأة و أهداف الصندوق الوطني للاستثمار
173	2.2.2.3. أهم محاور نشاط الصندوق الوطني للاستثمار
173	3.2.2.3. وسائل عمل الصندوق الوطني للاستثمار (البنك الجزائري للتنمية)
175	3.2.3. الاستعمالات الأخرى للفوائض المالية في الجزائر
175	1.3.2.3. صندوق وطني لاحتياطات التقاعد
176	2.3.2.3. استعمالات أخرى للفوائض المالية
178	3.3. دراسة تحليلية لصندوق ضبط الإيرادات
178	1.3.3. دوافع إنشاء صندوق ضبط الإيرادات
178	1.1.3.3. رغبة الحكومة استحداث آلية تعمل على ضبط الإيرادات العامة للدولة

180	2.1.3.3. استحداث آلية لتفادي الأزمات النفطية العكسية
182	2.3.3. ممارسات صندوق ضبط الإيرادات
182	1.2.3.3. هيكل الصندوق
184	2.2.3.3. شفافية صندوق ضبط الإيرادات وسلوك استثماره
185	3.2.3.3. الحكم
185	3.3.3. صندوق ضبط الإيرادات في ظل الأزمة المالية
185	1.3.3.3. تأثير الأزمة على الاقتصاد الجزائري
187	2.3.3.3. تأثير الأزمة المالية على نمو صندوق ضبط الإيرادات
189	3.3.3.3. أفاق نمو صندوق ضبط الإيرادات
191	4.3. دور صندوق ضبط الإيرادات في الاقتصاد الجزائري
191	1.4.3. دور صندوق ضبط الإيرادات في تخفيض المديونية
191	1.1.4.3. نشأة المديونية و تطورها
195	2.1.4.3. تعامل الجزائر مع مشكل المديونية قبل سنة 2000
199	3.1.4.3. تعامل الجزائر مع مشكل المديونية في ظل إنشاء صندوق ضبط الإيرادات
200	2.4.3. دور صندوق ضبط الإيرادات في تمويل عجز الموازنة العامة
201	1.2.4.3. رصيد الميزانية في الفترة التي سبقت إنشاء صندوق ضبط الإيرادات
203	2.2.4.3. تعامل الجزائر مع مشكل عجز الميزانية العامة في ظل إنشاء الصندوق
207	خلاصة الفصل
208	خاتمة
215	الملاحق
219	قائمة المراجع

مقدمة

شهدت السنوات الأخيرة ارتفاعاً ملحوظاً في أسعار النفط ما أدى إلى بروز العديد من الظواهر المستجدة في العلاقات الاقتصادية الدولية، و التي سيكون لها تأثيرات عميقة على العلاقات بين بلدان العالم في السنوات القادمة، و من بين هذه الظواهر المستجدة تنامي دور الصناديق السيادية و بالأخص في البلدان النفطية كدول مجلس التعاون الخليجي و روسيا و النرويج بالإضافة إلى بعض الاقتصاديات الناشئة كالصين و الهند ، و التي حققت معدلات نمو مرتفعة تجاوزت عشرين بالمائة سنويا في العقد الحالي ، و قد لعبت هذه الصناديق دورا مهما في الاقتصاد العالمي في الوقت الراهن ، رغم أن وجودها يعود إلى أوائل الخمسينيات إلا أن انتشارها و تنامي عددها يعتبر أمراً حديثاً ظهر نتيجة عدة عوامل أهمها ارتفاع أسعار النفط الذي يعتبر المصدر الطبيعي الرئيس للفوائض المالية ، و بالتالي زيادة في احتياطات العملات ، و يشير تقرير أصدره مصرف الإمارات إلى وجود نصف عدد هذه الصناديق تقريبا في البلدان المنتجة للنفط بما في ذلك أربع من دول مجلس التعاون الخليجي و من الأمثلة المهمة صندوق البترول الحكومي النرويجي وهيئة ابوظبي للاستثمار ، و التي تهدف أساسا لتجنيب جزء من عائدات مبيعات الطاقة للاستثمار للأجيال القادمة وكملاذ أمن في حالة تراجع عائدات البلاد التي تعتمد على صادرات سلعة الطاقة.

و تدبر الصناديق السيادية أصولا تقدر بأكثر من 3.3 تريليون (ألف مليار) دولار، كما يتوقع أن ترتفع إلى أكثر من 10 تريليون دولار في عام 2015، و ركزت هذه الصناديق معظم استثماراتها خارج دولها نظرا لزيادة حجم أصولها بالمقارنة بالقدرات الاستيعابية لاقتصاديات دول تلك الصناديق السيادية، و تمثلت تلك الاستثمارات في معظمها في الاستثمار في الأسواق المالية الدولية كالأسهم و السندات أو شراء حصص مباشرة في شركات كبيرة عالمية أو في مشاريع في أسواق الدول النامية ، و هو ما شكل ثقلا اقتصاديا و ماليا مؤثرا في الأسواق المحلية و العالمية ، و بالأخص في استقرار الأسواق المالية العالمية .

فليس مستغربا أن بعض المؤسسات المالية الغربية مثل: "بلاكستون"، و"سي تي غروب"، و"ميريل لينش"، "مورغان ستانلي"، اتجهت إلى الصناديق السيادية بوصفها مصدرا مهما من مصادر رأس المال الاستثماري المناسب عقب أزمة الائتمان، لكن هذا التحرك خلف

المزيد من الجدل الذي أدى إلى تصرف مضطرب دون مبرر حول التأثيرات أو التحكيمات المحتملة من قبل

الصناديق السيادية الآسيوية على تلك المؤسسات، حيث لم تثر استثمارات تلك الصناديق أي مشكلة طوال سنوات عملها الطويلة، بل على العكس كانت في الأغلب عاملاً من عوامل زيادة نمو الناتج المحلي الإجمالي في الدول التي تعمل بها، لكن دخول دول جديدة في دائرة الصناديق السيادية، بتخصيص جزء من فوائدها النقدية من ميزانها التجاري الإيجابي الهائل ومدخراتها من العملات الأجنبية، بدءاً بكوريا الجنوبية بعدة مليارات، و دخول سنغافورة عبر صندوق حكومة سنغافورة الذي يدير ما بين 200 و 350 مليار دولار، ثم الصين بشركة الاستثمارات الحكومية التي تدير 200 مليار دولار على الأقل أثار المخاوف الحمائية في الدول الغربية، وقد دفعت ردود الفعل السياسية إلى شن إطار تنظيمي حول القضايا ذات الصلة بشفافية الإدارة، حيث تصاعد الحديث حول هذه الصناديق، على الصعيدين الرسمي وغير الرسمي، داخل الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، بين مؤيد ومعارض إليها، وأثير جدل واسع النطاق وسط أجواء من القلق والحذر من نشاط هذه الصناديق، حول طبيعة الدور الذي تقوم به، وحقيقة الأهداف التي تسعى لها، مما أثار حفيظة الدول المالكة والمستثمرة لهذه الصناديق، ويتمثل أحد المخاوف الرئيسية في تأثير التواجد المتنامي لصناديق الثروة السيادية في نمط التدفقات الرأسمالية العالمية، وأسعار الأصول، والاستقرار المالي بوجه عام. ورغم هذه المخاوف، فإن الواقع يشير إلى أن هذه الصناديق قامت بضخ رؤوس أموال طائلة إلى المؤسسات المالية المؤثرة في النظام الاقتصادي أثناء فترة الاضطرابات الراهنة في الأسواق المالية، مما يشير أيضاً إلى قدرة هذه الصناديق على القيام بدور في تحقيق استقرار الأسواق المالية العالمية.

أما فيما يخص الجزائر فتحقيقها لفوائض مالية كبيرة في السنوات الأخيرة نظراً لزيادة أسعار البترول أدى إلى وضع آلية جديدة لتوظيف هذه الفوائض و المتمثلة في صندوق ضبط الإيرادات الذي يهدف إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي، كما تم إنشاء صندوقين آخرين هما صندوق احتياطي التقاعد و الصندوق الوطني للاستثمار، و يعبر إنشاء الصناديق السيادية في الجزائر عن رغبة الحكومة الوصول إلى الاستغلال الأمثل لمداخل الثروة النفطية واستخدامها لخدمة الاقتصاد الوطني باعتبارها ثروة زائلة وبالنظر للارتباط القوي للاقتصاد الجزائري بأداء قطاع المحروقات .

طرح الإشكالية :

من أجل الإحاطة بكل جوانب الموضوع نتساءل:

هل الصناديق السيادية أفضل بديل لاستثمار الفوائض المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الحالية بالرجوع إلى حالة الجزائر ؟

يقودنا هذا التساؤل الجوهري إلى طرح مجموعة من التساؤلات الفرعية التي نوجزها فيما يلي:

1. ما هو واقع و مكانة الصناديق السيادية في الاقتصاد العالمي في ظل الأزمة المالية العالمية ؟
2. ما مدى استفادة الجزائر من العوائد المحققة في الطفرات النفطية السابقة ؟
3. هل استفادت الجزائر من الطفرة النفطية الثالثة من خلال إنشائها لصندوق ضبط الإيرادات ؟

الفرضيات:

وفقا لطبيعة المشكل المطروح و الجوانب التي تركز عليها الدراسة في معالجتها للمشكلة و المتمثلة في دور الصناديق السيادية في استثمار الفوائض المالية، حالة الجزائر ، فإننا نضع الفروض التالية :

- . تحظى الصناديق السيادية بأهمية متنامية في الأسواق المالية العالمية باعتبارها من المساهمين الأساسيين فيها ، حيث لعبت دورا مهما في توفير السيولة للبنوك المتعثرة في ظل الأزمة المالية العالمية.
- . استطاعت الجزائر في ظل الطفرتين الأولى و الثانية للنفط من تكوين احتياطات معتبرة إلا أنها لم تستطع المحافظة عليها نتيجة عدم استثمارها .
- . للاستفادة من الفوائض المالية الناتجة عن الطفرة النفطية الثالثة قامت الجزائر بإنشائها لصندوق ضبط الإيرادات، و الذي يتمحور دوره في تسوية عجز الميزانية و تسديد المديونية العمومية منها و الخارجية.

أسباب اختيار الموضوع

لكل باحث أسباب تدفعه إلى اختيار موضوع معين قصد دراسته و كشف الحقائق حوله، ومن الأسباب التي جعلتنا نتخذ من دور الصناديق السيادية في استثمار الفوائض المالية موضوعاً للدراسة:

. الأسباب الذاتية:

- الميل إلى الخوض في المواضيع الحديثة التي تعرف تطورات وتحولات متلاحقة.
 - الاهتمام بالتغير الحاصل في أسعار النفط وأثره في الاقتصاد الجزائري و خاصة فيما يخص سبل الاستفادة من العوائد المالية الناتجة عن الطفرات النفطية.
 - رغبتنا في تسليط الضوء على كل ما يتعلق بماضي الصناديق السيادية و أفاقها المستقبلية في ظل التغيرات التي تشهدها العلاقات الاقتصادية الدولية .
 - لقد تم تناول موضوع العوائد النفطية من خلال دراسات كثيرة و متنوعة، و لكن في هذا البحث نريد أن نلقي الضوء على التغيرات التي شهدها الاقتصاد الجزائري و الدور الكبير الذي يقوم به صندوق ضبط الإيرادات في استثمار العوائد المالية .
- . الأسباب الموضوعية :

- ندرة الأبحاث حول الاستثمار الحكومي في الجزائر.
- تم التعرض لدراسة العوائد النفطية في رسائل كثيرة و لكن بحثنا يتطرق إلى دور الصناديق السيادية في استثمار هذه العوائد .
- نعتبر موضوع بحثنا ذا طبيعة صعبة و جذابة في آن واحد، إضافة إلى أنه حديث في مجال البحث العلمي و يتناول موضوعاً حساساً في الاقتصاد الجزائري لذلك سعينا إلى تسليط الضوء عليه من خلال بحثنا هذا لإثراء المكتبة الجامعية و البحث العلمي.

أهمية الدراسة

يندرج موضوع بحثنا ضمن الدراسات العلمية لتخصص النقود و المالية و بنوك تحت عنوان " الصناديق السيادية و دورها في استثمار الفوائض المالية ، حالة الجزائر "، و الذي أسعى من خلاله إلى تبيان المبادئ، و الأسس الاقتصادية التي تركز عليها الصناديق السيادية بصفة خاصة ، و الاقتصاد الجزائري بصفة عامة.

و باعتبار موضوع الصناديق السيادية من المواضيع الحديثة التي تحظى باهتمام الكثير من الاقتصاديين لتزايد نفوذها في العالم ، فتكمن أهمية بحثنا في توضيح دور الصناديق

السيادية في استثمار الفوائض المالية بشكل أكثر مردودية من الآليات الاستثمارية السابقة، و مدى تأثير المخاوف الغربية في فكرة إنشائها ، و دور الأزمة المالية العالمية في ذلك. كما تتجلى أهمية دراستنا هذه في الكشف عن الدور الكبير الذي قدمته الصناديق السيادية في ظل التغيرات التي شهدتها الاقتصاد العالمي عامة و الاقتصاد الجزائري بصفة خاصة.

أهداف البحث

إن غرض البحث العلمي هو تحقيق الأهداف، حيث لكل موضوع اقتصادي قابل للبحث و الدراسة أهمية كبيرة في تحليل وقائع اقتصادية و تفسيرها، وموضوعنا يندرج ضمن هذا السياق، وهذا رغبة منا إلى إبراز أهمية هذا الموضوع. و على هذا الأساس تتلخص أهداف بحثنا فيما يلي:

1. محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لكيفية استثمار الفوائض المالية من خلال إنشاء الصناديق السيادية في العالم ، حتى يمكن معرفة أوجه القصور في التجربة الجزائرية .
2. محاولة البحث في خصوصية الصناديق السيادية الناجحة في العالم من أجل معرفة عوامل نجاحها.
3. الكشف عن إيجابيات و سلبيات التجربة الجزائرية فيما يخص إنشاء الصناديق السيادية .

المنهج المتبع :

كل دراسة علمية في أي مجال تستدعي إتباع مناهج متكاملة للوصول إلى النتائج، فالمنهج هو الطريق الذي يتبعه الباحث للوصول إلى الحقائق العلمية، و من اجل ذلك فرضت علينا طبيعة الموضوع الاستعانة بالمنهج الوصفي التحليلي للاقتراب من الواقع فهو المناسب لوصف الظاهرة و تصنيفها و تحليلها و إخضاعها للدراسة الدقيقة .

حدود الدراسة :

- الإطار الزمني : اعتمدنا في بحثنا هذا دور الصناديق السيادية في استثمار الفوائض المالية انطلاقا من سنة 1953 إلى غاية 2009 ، فالسنوات الماضية بوصفها مراحل

تاريخية لها علاقة بالموضوع و أغلبية الدراسة ركزت على السنوات الأخيرة نظرا لزيادة أهمية هذه الصناديق في الاقتصاد العالمي نتيجة الطفرة النفطية الثالثة .

- الإطار المكاني : أخذنا بعين الاعتبار في دراستنا هذه، دور الصناديق السيادية في استثمار الفوائض المالية بمختلف مصادرها على المستوى الدولي وأخذنا أربعة نماذج دولية ، وهي نموذج أبوظبي و نموذج النرويج باعتبارهما دولتين تملكان صناديق سيادية السلعية ، و نموذجان من الدول ذات الصناديق غير سلعية و هما الصين و سنغافورة ، لنصل في الأخير إلى استعراض التجربة الجزائرية .

الدراسات السابقة

تعتمد كل الدراسات في علم الاقتصاد على الدراسات التي قام بها الباحثون من قبل، من أجل معرفة ما تم التوصل إليه من نتائج و الاعتماد عليها في بناء فرضيات البحوث اللاحقة ، و في هذا الإطار اعتمدت على دراسات عربية و جزائرية و أجنبية حول الصناديق السيادية و الفوائض المالية، لمعرفة الجوانب التي تم التطرق إليها و تكملة الجوانب التي لم تستطع الكشف عنها ، ومن بين الدراسات التي أتيج لي الإطلاع عليها ما يلي:

. الدراسة الأولى: الفائض المالي السعودي : مصادره و أوجه استخداماته المحتملة و آثاره في السياسة المالية الحكومية

و هي دراسة قام بها د.محمد الحوشان ، و د. جون كوالز، حيث حاولا من خلال الدراسة بناء تصور لحجم و استخدامات مجمع مفترض لفوائض الميزانية السعودية المستثمرة خارج المملكة، و قد قاما بتقدير إجمالي ذلك الفائض ، من خلال متابعة عدد من المؤشرات المالية بعد تحديد مصادر المعلومات التي اعتمدا عليها في تقدير إجمالي الفائض المالي السعودي المستثمر في الخارج .

ولقد خلصت الدراسة إلى كون صناديق الموازنة مهمة لتحقيق الاستقرار المالي على المدى القصير و المتوسط الأجل ، وعلى أن صناديق الأجيال المستقبلية لا بد من أن تكون أكبر بكثير من صناديق الموازنة ، مما يتطلب فرض المزيد من القيود المالية ، التي تتمثل في زيادة الضرائب أو خفض الإنفاق الحكومي ، و تخلص الدراسة إلى أن تراكم الأصول الأجنبية يعتبر مهما لاستخدامه في الأوقات اللازمة بغرض تحقيق استقرار الميزانية ، إضافة إلى تقاسم الثروة النفطية مع الأجيال القادمة ، كما تطرقت الدراسة إلى المساوئ المترتبة عن تلك الصناديق و التي تتمثل في انعدام الشفافية و المساءلة و الحوكمة ، بالإضافة إلى خطر تقلبات

أسعار العملات و التضخم العالمي ، بالإضافة إلى المخاطر الحمايية للدول الغربية فيما يخص الصناديق السيادية .

. الدراسة الثانية : واقع و آفاق صندوق ضبط الموارد في الجزائر، دراسة مقارنة مع دولة الكويت.

قامت بهذه الدراسة جلولي سهام وهي عن صندوق ضبط الإيرادات ، وقد استهدفت الباحثة من خلال الدراسة التعريف بالتجربة الجزائرية مع صناديق النفط و آفاق صندوق ضبط الموارد و دور قطاع المحروقات في الجزائر باعتباره القطاع الممول الوحيد لصندوق ضبط الموارد كما هدف البحث إلى دراسة و تحليل تطورات أسعار النفط و تطور عوائده في الجزائر ، و تحديد العوامل المؤثرة في كل منهما ، كما تم التطرق للتجربة الكويتية باعتباره دولة نفطية عربية و من الدول المنتجة للبتروول ، حيث تشبه إلى حد ما في اقتصادها إلى الاقتصاد الجزائري.

. الدراسة الثالثة : صناديق الثروة السيادية في حاجة إلى المزيد من الشفافية والإفصاح

قام بهذه الدراسة "Sven Behrendt" و الصادرة 25 فبراير 2009 ، وقد استهدف الباحث معرفة تطور الأزمة المالية العالمية، و أثر ذلك على المخاوف الغربية و القلق إزاء استقبال استثمارات صناديق الثروة السيادية العربية، رغم قدرة هذه الأخيرة على توفير سيولة مطلوبة بالحاح. وقد استنتجت هذه الدراسة لمركز كارنيغي للشرق الأوسط، في إطار سلسلة "استشرافات في السياسة"، أن اتباع هذه الصناديق مزيداً من الشفافية في ما يتعلق بأرصدها واستراتيجياتها الاستثمارية، من شأنه أن يساعدها على تبديد هذا القلق وعلى لعب دور في معالجة الأزمة الاقتصادية.

و من الاستنتاجات الرئيسية للبحث :

- أثرت الأزمة المالية بحدة على صناديق الثروة السيادية، وبالتالي باتت هذه الصناديق تستثمر الآن بحذر أكبر وتركز انتباهها على الاستثمارات صغيرة الحجم التي تساهم في تطوير اقتصاداتها الوطنية وتنويعها.

- يجب أن تخضع الصناديق إلى مساعلة أكبر من جانب الرأي العام في دولها الأم، إذ هي مسؤولة عن إدارة ثروة بلادها المالية، هذا إضافة إلى أن بعضها تعرّض إلى خسائر فادحة.

- يتعيّن على صناديق الثروة السيادية أن تطبق بجرأة "مبادئ سانتياغو"، الهادفة إلى زيادة مستوى الشفافية والمساءلة، والتي جرى التوافق عليها من قبل مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في أكتوبر 2008.

- في ضوء الاضطراب الراهن الذي يضرب الاقتصاد العالمي، يتوجّب على المجتمع الدولي العمل على بناء الأطر والمؤسسات الضرورية لدمج صناديق الثروة السيادية بفعالية أكبر في الهيكلية المالية العالمية، وعلى ضمان الوضوح الشديد لهذه العملية. ويخلص بيرينت إلى القول:

"إن الغموض الذي يحيط بصناديق الثروة السيادية العربية، فاقم من علو المخاطر السياسية والتنظيمية بالنسبة إلى كل المستثمرين الأجانب السياديين، كما عقد الجهود المبذولة لمعالجة الأزمة المالية العالمية. لذلك، يُعتبر تغيير السياسة المعتمدة إزاء مسألتي الشفافية والإفصاح في صميم مصلحة صناديق الثروة السيادية على وجه الخصوص، كما في مصلحة المجتمع الدولي ككل."

. الدراسة الرابعة: مخطط لأفضل ممارسات صناديق الثروة السيادية

و لقد قام بهذه الدراسة إدوين م ترومان "Edwin M.Truman" بالتعاون مع معهد بيترسون للاقتصاد الدولي ، و قدمت هذه الدراسة في مؤتمر سياسة سعر الصرف في الصين في 19 أكتوبر 2007 ، حيث تم في هذه الدراسة تقييم 32 صندوقاً سيادياً تابعاً لـ 28 بلداً و من بينها الجزائر من خلال دراسة صندوق ضبط الإيرادات ، حيث تم طرح 25 سؤالاً تتمحور حول أربع فئات أساسية وهي : 1- هيكل ، 2- الحكم ، 3- الشفافية و المساءلة ، 4- السلوك .

و داخل كل فئة مجموعة من الأسئلة تحتمل الإجابات نعم ولا ، ففي حالة الإجابة بنعم نضع 1، وفي حالة الإجابة بلا نضع 0 ، و في حالة ما إذا كان الجواب يحتمل درجات من الشدة نضع 0.25، 0.5، 0.75، و يتم الإجابة على الأسئلة انطلاقاً من المعلومات المتاحة من مختلف المصادر الرسمية .

و خلصت الدراسة إلى كون أفضل الممارسات في الصناديق السيادية على مستوى العالم هي صندوق التقاعد التابع لنيوزيلندا ، حيث حصل على 24 درجة ، يليه صندوق معاشات التقاعد النرويجي و الذي حصل على درجة 23 ، أما فيما يخص أسوء الممارسات فجاءت هيئة ابوظبي للاستثمار بدرجة 0.5 ، أما فيما يخص تقييم صندوق ضبط الإيرادات فحصل على

درجة 4.5 وهذا يضعه في خانة أسوء الممارسات ، فهو بعيد جدا عن المستوى المتوسط و هو
10.27.

مساهمة البحث :

إن هذا البحث كما سبق و أن اشرنا إليه ، هو تكملة و تعميق لبعض الدراسات التي سبقته في تناول الفوائض المالية عموما و في تناول دور الصناديق السيادية على الخصوص، غير أن هذا البحث له مساهمة خاصة تختلف عن البحوث الأخرى و تتمثل :

- دراسة الصناديق السيادية أثناء و بعد الأزمة المالية من اجل معرفة مدى قدرة هذه الصناديق في مواجهة الأزمات، وما يمكن أن تقدمه للاقتصاد العالمي و المحلي في هذه الظروف.
- يتناول البحث الأسباب الرئيسية التي جعلت الدولة الجزائرية تفكر في إنشاء الصناديق السيادية من اجل الاستفادة من الفوائض المالية المتوفرة خلال الطفرة النفطية الثالثة .
- الحكم على فعالية الاعتماد على الصناديق السيادية في بعض الدول من اجل إجراء المقارنة مع حالة الجزائر.
- يعطي صورة عن اثر إنشاء صندوق ضبط الإيرادات على الاقتصاد المحلي في مدة نشاطه و المتمثلة في الفترة ما بين 2000 و 2009.

و هكذا يحاول هذا البحث تجاوز جوانب القصور في الدراسات السابقة من خلال التطرق إلى أربع نماذج ناجحة في العالم ، وهي نموذج ابوظبي و نموذج النرويج كدولتين تملكان صناديق سيادية سلعية ، و سنغافورة و الصين كنموذجين من الدول ذات الصناديق غير السلعية ، لنتوصل في الأخير إلى فكرة شاملة عن أفضل الممارسات الاقتصادية للصناديق السيادية لتقييم التجربة الجزائرية .

صعوبات البحث :

- إن ابرز الصعوبات التي واجهتني و أنا بصدد القيام ببحتي ما يلي :
- باعتبار أن الموضوع حديث ولم يتم تناوله بشكل كبير في الكتب العربية و الأجنبية مما جعلني في الكثير من الحالات أقع في مشكل نقص المراجع .
- اختلاف المفهوم العلمي للصناديق السيادية باختلاف المراجع ، حيث أن الكثير منها لا يفرق بين الوجود المؤسسي للصندوق و وجود الفوائض المالية .

- تتسم التقديرات المتوفرة حول أحجام الصناديق السيادية بالتفاوت الشديد، وذلك نظراً لنقص المعايير فيما يتعلق بتعريف صناديق الثروة السيادية.
- كذلك و جدنا صعوبة في الحصول على معطيات من وزارة المالية و الخزينة العمومية تتعلق بكيفية تسيير صندوق ضبط الإيرادات، كما لم نتمكن من الحصول على معلومات كافية من الجهات المعنية بتسيير الصندوقين السياديين الآخرين و هما صندوق احتياطي التقاعد و الصندوق الوطني للاستثمار.

خطة البحث وهيكله:

بغية الإجابة عن إشكالية البحث وانطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول:

فالفصل الأول الذي جاء تحت عنوان مدخل لدراسة الصناديق السيادية ، تم تقسيمه إلى أربعة مباحث ، فالمبحث الأول تطرق إلى ماهية الصناديق السيادية من خلال تقديم مفهوم لها وأهم خصائصها ، كما تطرق المبحث الثاني إلى الأدوار التي تقوم بها الصناديق ، أما المبحث الثالث فتناول واقع الصناديق السيادية وآفاقها ، بينما خصص المبحث الرابع لدراسة نماذج عن الصناديق السيادية .

أما الفصل الثاني فتم تخصيصه لدراسة تأثيرات الأزمة المالية العالمية على الصناديق السيادية ، و تم تقسيمه إلى أربع مباحث ، فالمبحث الأول خصص لدراسة مفهوم الأزمة المالية ، أما المبحث الثاني خصص لدراسة الأزمة المالية العالمية الحالية ، بينما المبحث الثالث تناولنا فيه بالدراسة الجدل القائم بخصوص الصناديق السيادية، كما تم التطرق في المبحث الرابع لأثر الأزمة المالية العالمية على الصناديق السيادية.

أما الفصل الثالث فخصص لدراسة دور صندوق ضبط الإيرادات في استثمار الفوائض المالية الجزائرية ، و تم تقسيمه إلى أربع مباحث ، فالمبحث الأول تطرق إلى علاقة الاقتصاد الجزائري بالنفط، كما تطرق المبحث الثاني إلى صندوق ضبط الإيرادات كأحد آليات إدارة عوائد المحروقات، أما المبحث الثالث فقمنا بدراسة تحليلية لصندوق ضبط الإيرادات، بينما خصص المبحث الرابع لدراسة دور صندوق ضبط الإيرادات في الاقتصاد الجزائري.

الفصل 1

مدخل لدراسة الصناديق السيادية

تتكون الاحتياطات الدولية لدى الحكومات عندما تفوق المدخرات استثماراتها بشكل متواصل، فيتوافر لديها فائض في الحساب الجاري من ميزان مدفوعاتها مع العالم الخارج إلى الدرجة التي تتراكم عندها هذه الفوائض المتتالية على شكل احتياطات دولية تصل إلى مستويات تزيد على الاحتياجات التمويلية لأغراض آنية، وبالتالي يستطيع القائمون على إدارة هذا الاقتصاد إنشاء الصناديق السيادية بغرض إدارة تلك الأرصدة الإضافية من احتياطات الدولة، و نمت هذه الصناديق بشكل سريع خلال السنوات الأخيرة، من حيث الحجم و العدد، حيث أنشئت في البداية من قبل الدول المصدرة للنفط (استقرار الإيرادات النفطية)، و تم اعتمادها من عدد من اقتصاديات شرق آسيا، وأعربت الكثير من الدول عن اعتمادها في السنوات القادمة، و لقد تزايدت أهمية الصناديق السيادية، فأصبحت من اللاعبين الأساسيين في الأسواق المالية العالمية، واعتبرت وسيلة لتحقيق الاستقرار في النظام المالي الدولي، وفي ظل هذا التنامي لحجم و أهمية الصناديق السيادية زادت مخاوف الدول الغربية، وزادت معها المخاطر الحمائية، حيث أصبح الكثيرون يرون في الصناديق السيادية تهديدا مباشرا لاستقرار النظام المالي.

وكان لتدخل صندوق النقد الدولي من خلال اعتماده لمبادرة وضع مبادئ توجيهية دولية بشأن أفضل الممارسات لإدارة صناديق الثروة السيادية دورا كبيرا في تهدئة المخاوف بشأن تسييس صناديق الثروة السيادية.

وسنعالج هذا الفصل من خلال التطرق إلى:

- ماهية الصناديق السيادية .
- دور الصناديق السيادية .
- واقع الصناديق السيادية وآفاقها .
- نماذج عن الصناديق السيادية.

1.1. ماهية الصناديق السيادية

أصبح موضوع الصناديق السيادية يحظى باهتمام كبير من قبل المختصين، وقبل التطرق لأهم حيثيات الموضوع وجب الإشارة إلى أنها عبارة عن أدوات استثمارية حكومية، حيث أن الاستثمار الحكومي أو العام " يتمثل أساسا في ما تقوم به الحكومات والهيئات و المؤسسات و شركات القطاع العام من إنفاق استثماري" [1] ص 211، و إن كان مكمنا الاختلاف بين الاستثمار الخاص، و الاستثمار العام كون الأول يحكمه دافع الربح و تحقيق المصلحة الخاص و تعظيمها أكثر من أي اعتبار آخر، إلا أنه و مع تطور الاقتصاد و تنامي الفوائض المالية ظهر إلى الوجود استثمارات حكومية تنافس الاستثمارات الخاصة في البحث عن أكبر العوائد .

1.1.1 بروز فكرة الصناديق السيادية

على إثر تنامي الفوائض المالية و مرور العالم بثلاث طفرات نفطية، برزت إلى الوجود أنماط كثيرة من الاستثمارات الحكومية لهذه الفوائض من أهمها الصناديق السيادية.

1.1.1.1 الطفرات النفطية الثلاث

الطفرة في اللغة هي الوثبة و في لسان العرب " الطفرة وثبة في ارتفاع كما يطفر الإنسان حائطا أي يثبه" [2] ص 26، و مرادفات ترجمة كلمة طفرة في اللغة الانجليزية كثيرة و منها :
upturn ، rise ، upswing ، jump .

و الطفرات في أسعار النفط" هي قفزات تلقائية مفاجئة تبدأ في الأسعار الفورية، و تتأكد في الأسعار الرسمية للنفط " [2] ص 26، و وفقا لتعريف الطفرة النفطية فإن صناعة النفط العالمية مرت بثلاث طفرات نفطية، الأولى بدأت سنة 1973 و استمرت إلى غاية 1974، و الثانية سنة 1979، و الثالثة امتدت من سنة 2003 إلى غاية 2008 .

ففي الطفرتين النفطيتين اللتين حدثتا خلال القرن الماضي، " قفزت أسعار النفط بشكل سريع في أعقاب الحظر البترولي الذي فرضته دول " الأوبك" على الدول التي ساندت إسرائيل أثناء حرب أكتوبر 1973 ليرتفع متوسط سعر برميل النفط من 2,3 دولار في عام 1972 إلى نحو 10,7 دولار عام 1974، و سجلت أسعار النفط ارتفاعات واضحة على إثر قيام الثورة الإيرانية في عام 1979، و ما أعقبها من تخفيض حجم الإنتاج في منطقة الشرق الأوسط، ليرتفع متوسط

سعر برميل النفط من نحو 12,7 دولار في عام 1978 إلى نحو 28,6 دولاراً في عام 1980
" [3] ص 4.

و جاءت الطفرة النفطية الثالثة وهذا في السنوات الأخيرة ، حيث سجلت أسعار النفط العالمية ارتفاعات متوالية بصورة أكبر مما حدث خلال الطفرتين السابقتين وهذا كان بصورة تدريجية ، حيث ارتفع متوسط سعر برميل النفط من نحو 25 دولاراً في عام 2002 إلى نحو 65 دولاراً خلال 2006 ليتجاوز سعره في منتصف 2008 عقبة 140 دولاراً في الربع الأول من سنة 2008 .

و يلاحظ أن الطفرات النفطية الثلاث، التي مرت بها الدول النفطية، صاحبها ظواهر و قضايا عدة في دولها ، سواء لجهة إدارة المالية و الاقتصاد الوطني في مرحلة الطفرة و الاستعداد لانحسارها، أو عملية توزيع عوائدها على القطاعات المختلفة ، أو بين الأجيال ، و غير ذلك من قضايا ، و لقد صاحب الطفرات الثلاث ظواهر و قضايا ذات أبعاد عالمية مرتبطة بشكل أو بآخر بأشكال التصرف بالعوائد النفطية للدول، و من تلك القضايا ما عرف في الطفرتين الأولى و الثانية خلال الفترة (1973 – 1982) ب إعادة تدوير الفوائض النفطية ، أو البترودولار.

2.1.1.1. إعادة تدوير الفوائض النفطية

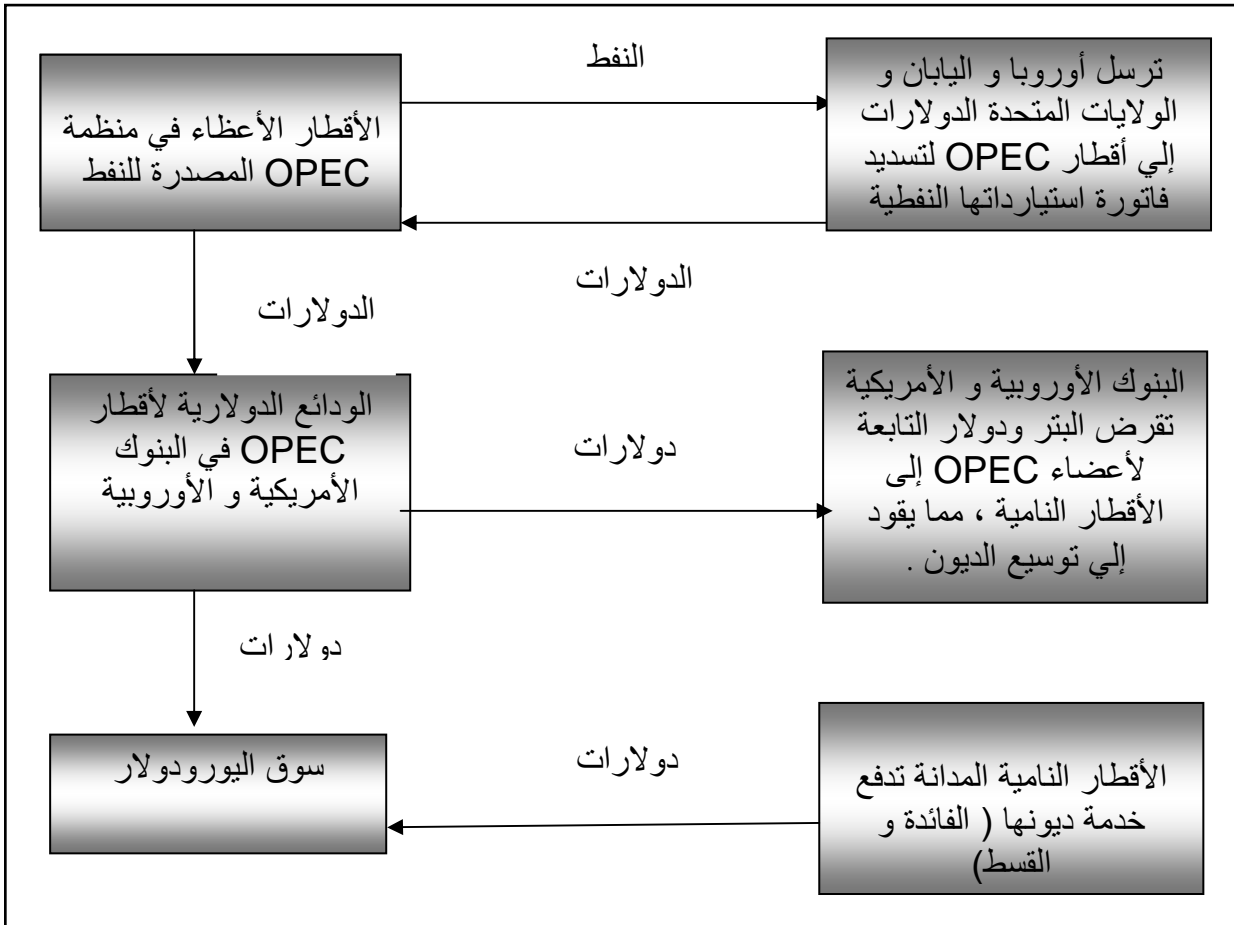
على إثر ارتفاع أسعار النفط في " الطفرتين الأولى في 1974/73، والثانية 1979 بقرار من منظمة أ ل OPEC، تحققت لدى الأقطار الأعضاء فوائض مالية ضخمة لم تستطع طاقاتها الاستيعابية من امتصاصها ، حيث ارتفعت هذه الفوائض من 5 بليون دولار في نهاية عام 1973 إلى 60 بليون دولار في عام 1974، وبعدها انخفضت ثم عاودت الارتفاع في عام 1979، حيث وصلت إلى 106 بليون دولار عام 1980 لتبلغ نسبة الارتفاع في الأسعار حوالي 150% " [4] ص 193.

اضطرت الأقطار إلى عرض هذه المبالغ الكبيرة على البنوك الأوروبية رغبة في تحقيق هامش ولو بسيط من الفوائد، حيث قامت هذه البنوك بإعادة تدويرها (recycling) ، وذلك بإقراضها إلى الأقطار المستوردة للنفط إضافة إلى استفادة العديد من الأقطار الصناعية من هذه الفوائض نظراً لارتفاع حالات العجز في حساباتها الجارية .

وبذلك يمكن حصر الآثار الناتجة عن هذه الودائع في ثلاث نقاط و هي:

- زيادة السيولة الدولية: يتضح الدور الفعال الذي لعبته منظمة الدول المصدرة للنفط خلال السبعينيات في توفير السيولة الدولية وتسهيل عملية التبادل، حيث قامت هذه المنظمة

- بإيداع فوائضها في شكل ودائع في السوق الأورو- دولار والتي تحولت بدورها إلى قروض تم منحها إلى الدول الصناعية والدول السائرة في طريق النمو [5] ص 19.
- عملت على زيادة درجة منافسة وكفاءة الأجهزة المصرفية المحلية والأوروبية و العالمية إجمالاً.
 - زيادة فرص الاستثمار على الصعيد العالمي [4] ص 194.
- و الشكل الموالي يوضح آلية تدوير الأموال المتأتية من تصدير النفط :



الشكل رقم (1): آلية إعادة البتر ودولار [4] ص 195

الشكل السابق يوضح آلية تدوير هذه الدولارات النفطية من خلال البنوك التجارية الأوروبية ونشأة سوق اليورو دولار ، حيث " يعتبر سوق لندن مركزاً رئيساً لسوق اليورو دولار، ويعرف اليورو دولار بكونه تلك التعاملات بالدولار الأمريكي خارج الولايات المتحدة الأمريكية" [6] ص

3.1.1.1. نشأة الصناديق السيادية

بعد مضي سنوات قليلة أثبتت طريقة " البترودولار " فشلها حيث تلاشت الفوائض المالية لدى الدول النفطية، و هذا مع تغير العلاقات في السوق النفطية ، و انخفاض الأسعار ، و انخفاض أو جمود الإنتاج ، و بالتالي انخفاض العوائد ، و تراكم عجوزات الميزانيات العامة للدول النفطية و زيادة أعباء الدين العام لدى معظمها، و هذا ما أثبت أن الفوائض المالية لم تكن مستغلة بشكل أفضل ، و مع تكرار الحال في طفرة (2003-2008)، و مرور الوقت و تطور الاقتصاد العالمي أصبحت الدول صاحبة الفوائض المالية تبحث عن بدائل جديدة من أجل استثمار فوائضها خاصة مع بقاء البيئة المحلية غير ملائمة لضخ هذه الفوائض المالية الضخمة في الأسواق المحلية لهذه الدول لعدم قدرتها على استيعابها ، لجأت هذه الدول إلى طريقة جديدة تقوم أساساً على السماح للحكومات بتوزيع منافع الإيرادات النفطية عبر الأجيال من خلال الاستثمار في الأصول المالية لكون النفط ليس بالموارد المتجدد، مما جعل هذه الدول توجه فوائضها إلى الخارج في شكل صورتين و هما: [3] ص 7

استثمارات مباشرة: في مشروعات صناعية و تجارية و سياحية و عقارية .

استثمارات غير مباشرة: في الأسهم والسندات وأذون الخزينة الحكومية .

ولقد اتخذت هذه الاستثمارات في الغالب شكل صناديق سيادية أو بمفهوم آخر مؤسسات

حكومية تقوم بإدارتها الدولة بصورة منفصلة عن احتياطات العملات الأجنبية لديها .

• تأسيس أول موجة للصناديق السيادية:

ومن خلال ما سبق يتجلى بوضوح دور الطفرات النفطية في نشأة الصناديق السيادية وكذلك

زيادة أعدادها حيث تأسست أول موجة من صناديق الثروات السيادية من قبل الدول المنتجة للنفط

بعد زيادة الأسعار في السبعينيات والثمانينيات، وهناك عشرة صناديق تزامن تأسيسها مع ارتفاع

أسعار النفط في السنوات الثلاث الماضية أي خلال الطفرة الثالثة للنفط، وهذا ضمن أربعين

صندوقاً للاستثمارات الوطنية التي تملكها حكومات دول و تكون نصفها تقريباً منذ سنوات طويلة

كوسيلة لتحوط الدول التي يعتمد اقتصادها على تصدير المواد الخام للمستقبل.

• أسباب إنشاء الصناديق السيادية من قبل الدول النفطية :

هناك عدة اعتبارات كانت وراء إنشاء صناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول النفطية أهمها: [7]

- الاعتبار الأول : هو النضوب الطبيعي للموارد ، و الحاجة إلى بناء أصول أخرى ، تدر

دخلاً للأجيال ، تعوض نضوب الأصل الحالي و استغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي ، و هو

ما اصطلح عليه بالعدالة بين الأجيال (Intergenerational Equity) ، و بمقتضى ذلك

الاعتبار فقط ، فإن الدول ذات العمر القصير لاحتياطي الأصل الناضب ، يكون لديها حافز أكبر للادخار ، من الدول ذات العمر الزمني الأطول لاحتياطها ، كدول الخليج مثلا ، التي يتراوح فيها عند مستويات الإنتاج الحالية بين عشرين ، إلى أكثر من مائة عام ، و بمتوسط 75 عاما لدول الخليج مجتمعة ، أما إذا أخذنا نظرة شاملة للنضوب (أي تقلص الطلب على النفط ، و بالتالي إنتاجه و صادراته ، بسبب البدائل بغض النظر عن النضوب) ، و أضفنا أن العمر الزمني للاحتياطي غير ثابت ، إذ يمكن أن يتسارع بالاستغلال المفرط ، و يمكن أن يرتفع بالتطور التقني و زيادة الاستثمار لتطوير الاحتياطي ، يصبح العمر الزمني للاحتياطي حينئذ غير ذي أهمية بالنسبة إلى قرار إنشاء الصندوق الادخاري من عدمه .

- الاعتبار الثاني : يتعلق بالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني و إمكانات تنويع قاعدته ، و هذه تعتمد على حجم الاحتياطي و الإنتاج ، و بالتالي العائدات للفرد ، و كذلك حجم الاقتصاد مقارنة بتلك العائدات ، و عوامل أخرى مرتبطة بالإمكانات الحالية و الممكنة لذلك الاقتصاد ، و هذا يعني أن الاقتصاد صغير الحجم قليل السكان ، و ذا إمكانات التنويع المحدودة ، لديه حافز أكبر لإنشاء صناديق ادخار العوائد النفطية .

و لكن حتى تلك الاعتبارات قد تتغير عبر الزمن، و نتيجة السياسات الاقتصادية فالطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني تتزايد و تتغير محدوداتها ، و إمكانات التنويع لها ديناميكية ، و تعتمد أيضا على السياسات الاقتصادية ، و هناك أمثلة كثيرة من منطقة الخليج و غيرها ، ساهمت فيه الإيرادات الآتية و السياسات ، إما في بناء هياكل و علاقات زادت من درجة التنويع الاقتصادي ، أو ثببت منه .

● الموجة الثانية لإنشاء الصناديق السيادية :

جاءت الموجة الثانية من صناديق الثروات السيادية" في أعقاب أزمة التسعينيات في شرقي آسيا، فبعد الأزمة عايشت معظم الأسواق الناشئة في المنطقة تجربة التحول من مدينة إلى دائنة، وتالياً بدأت المدخرات بالتراكم في صناديق الثروات السيادية"[8].

و كان الهدف في البداية قيام هذه الصناديق باستثمار عوائد بيع الثروات الناضبة بغرض توفير دخل سنوي مستقر لأطول مدة ممكنة وتخفيف التذبذب الحاصل في عوائد بيع هذه الثروات نتيجة لعوامل السوق، إلا أنّ المفهوم تطور وأصبحت هذه الصناديق تستخدم لإدارة الرصيد الفائض من العملات الأجنبية كما في حالات كل من الصين واليابان وكوريا الجنوبية وسنغافورة وغيرها من الدول، والتركيز الحالي حول الأنشطة الاستثمارية لهذه الصناديق يتناول فقط أنشطتها الاستثمارية خارج حدودها لكنه قد يتناول مستقبلاً أنشطتها في الداخل إذا ما قامت بتقديم حوافز للاستثمار تخالف تلك المتفق عليها في منظمة التجارة العالمية.

و إن كان للطفرات النفطية دور مهم في بروز فكرة إنشاء صناديق سيادية إلا أن إنشاء أول صندوق سيادي في العالم كان قبل وقوع الطفرة النفطية الأولى، حيث تم تأسيس أول صندوق سيادي في خمسينيات القرن الماضي و هو الهيئة العامة للاستثمار و الذي " تأسس سنة 1953 حيث قرر الشيخ عبد الله السالم الصباح أن عائدات النفط يمكن أن تستخدم لإنشاء صندوق للمستقبل وهذا للحد من اعتمادها على واحد من الموارد غير المتجددة " [9]، و كذلك "الصندوق الاحتياطي لمعادلة الإيرادات في كيرباتي، و مع ذلك يمكن أن يضم البعض مؤسسة النقد العربي السعودي بوصفها جزءا من الفوج الأولي من الصناديق ، إلا أن مؤسسة النقد العربي السعودي هي البنك المركزي للمملكة العربية السعودية ، و بالتالي فهي ليست صندوقاً مخصصاً لهذا الغرض " [10] ص 4 .

و خلال سبعينيات القرن الماضي ، تم تأسيس عدد من الصناديق السيادية الجديدة بما في ذلك هيئة أبو ظبي للاستثمار " الذي أنشئ في عام 1976 بأمر من الشيخ زايد بن سلطان آل نهيان الرئيس السابق لدولة الإمارات العربية المتحدة ، بهدف استثمار الفوائض المالية لإمارة أبو ظبي. ويقدر بنك مورغان ستانلي موجودات هذا الصندوق في حدود 875 مليار دولار في نهاية عام 2006. وهناك من يقول إنها تقل عن ذلك في حدود 200 مليار دولار " [10] ص 5. و لم يشهد عقدا الثمانينيات و التسعينيات نشاطاً يذكر في ما يتعلق بإنشاء الصناديق السيادية ، باستثناء شركة الاستثمارات البترولية الدولية في ابوظبي التي أنشئت في العام 1984 . و في مطلع القرن الحالي ازداد عدد الصناديق السيادية بشكل كبير، حيث تم إنشاء خلال هذه الفترة " أربعا و عشرين من صناديق الثروة السيادية غير التقاعدية الأربعة و الأربعين التي كانت موجودة بحلول العام 2007 " [11].

- و تنطوي صناديق الثروة السيادية على مجموعة من المنافع الاقتصادية و المالية المختلفة: [12]
- فهي تفيد في اجتناب دورات الرواج و الكساد في بلدانها المنشئة، و تسهل ادخار عائدات الفوائض التي تحققها المالية العامة من صادرات السلع و عمليات الخصخصة ثم تحويلها للأجيال التالية.
- و تسمح صناديق الثروة السيادية أيضا بمزيد من التنوع في أصول الحافظة و بزيادة التركيز على العائدات مقارنة بما يحدث عادة في حالة الأصول الاحتياطية التي يديرها البنك المركزي.
- الحد من تكاليف الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات .

ونجحت هذه الصناديق في تحقيق نقلة إستراتيجية مهمة في كيفية استثمار الأموال، حيث اعتادت الدول في السابق تحويل فوائضها إلى أصول مالية تحمل العديد من المخاطر. فعلى سبيل المثال، قدمت الصين دعماً للاقتصاد الأميركي وذلك من خلال شراء سندات حكومية، وتفضل صناديق الثروات السيادية اليوم الاستحواذ على حصص في شركات إستراتيجية تعمل في قطاعات أعمال مهمة لها من تأثير مباشر في اقتصاد الدول.

و الأساس القانوني في صناديق الثروة السيادية التي تنشأ يختلف حسب بلد الصندوق: [13]

- القانون التأسيسي.
- القانون الضريبي .
- الدستور .
- قانون الشركات.
- القوانين واللوائح الأخرى.

2.1.1. مفهوم صناديق الثروة السيادية

من أجل إعطاء صورة أوضح عن مفهوم الصناديق السيادية سوف أقوم باستعراض مختلف التعاريف من أجل إعطاء تعريف أفضل للصناديق الثروة السيادية SWFs .

1.2.1.1. تعريف الصناديق السيادية

مصطلح "صناديق الثروة السيادية Sovereign Wealth Funds " صيغ مؤخراً في سنة 2005 من قبل الصحفي أندرو روزانوف "Andrew Rozanov" [14]، في مقاله الشهير 'Who holds the wealth of nations?' (من يملك ثروة الأمم؟) المنشور في "Central Banking journal" مجلة المصارف المركزية، حيث كانت مقالة أندرو روزانوف نديراً بالنهاية الأولية للصعود الهادئ لصناديق الثروة السيادية، وهي حدّدت هذه الصناديق بصفتها فئة استثمارية عالمية فاعلة، صحيح أن صناديق الثروة السيادية كانت موجودة منذ وقت طويل، إلا أنها لم تنتقل من كونها لاعباً هامشياً إلى لاعب مركزي في التمويل العالمي سوى في منتصف العقد الحالي، حيث بدأ النظر إليها بهذه الصفة.

ولكون مصطلح الصناديق السيادية حديث الوجود لا يوجد إجماع على تعريف دقيق للصناديق السيادية ومن أهمها:

يعرف صندوق النقد الدولي الصناديق السيادية بأنها "صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية، وتنشأ صناديق الثروة السيادية في العادة معتمدة على فوائض ميزان المدفوعات، أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخصخصة، أو فوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد مجتمعة" ، و يضم صندوق النقد الدولي في تعريفه هذا " صناديق استقرار العائدات ، و صناديق الادخار ، و صناديق تمويل التنمية ، و صناديق التقاعد الحكومية التي ليست لديها التزامات "[15].

و بذلك فإن الأصول المستبعدة من صناديق الثروة السيادية تتضمن احتياطات النقد الأجنبي التي تحتفظ بها السلطات النقدية للأغراض التقليدية المتعلقة بميزان المدفوعات والسياسة النقدية، أو أصول المؤسسات المملوكة للدولة بمفهومها التقليدي، أو صناديق تقاعد موظفي الحكومة، أو الأصول التي تدار لصالح أفراد.

و تعرف وزارة الخزانة الأميركية الصناديق السيادية" بأنها صناديق استثمار حكومية تمويل من احتياطات العملات الأجنبية للدول المالكة ولكنها تدار بصورة منفصلة عن احتياطات العملات الأجنبية وتهدف إلى الربح من خلال الاستحواذ على حصص في أسهم الشركات الأجنبية " [16].

بينما يعرف نائب مكتب الشؤون الدولية "Clary Lowery" صناديق الثروة السيادية وهذا في خطابه يوم 21 جوان 2007 كما يلي: " صندوق الثروة السيادية هو عبارة عن آلية حكومية استثمارية وظفت لتبادل الممتلكات الأجنبية بمعزل عن الاحتياطات الرسمية" [17].

و يعطي كل من Bill Brummitt و Devlin Will تعريفين للصناديق السيادية وهما : [18]

- التعريف الواسع: عامة صندوق الثروة السيادية يعود على أي صندوق مسير من قبل الحكومة ،والذي يسير من خلاله المدخرات الحكومية بغض النظر عن مصدر العائدات.
- التعريف الضيق: ويركز هذا التعريف على الاستثمارات الحكومية التي تتم تمويلها من الموجودات من العملات الأجنبية، ولكن إدارة هذه الأصول تتم بمعزل عن الاحتياطات الرسمية.

أما ترومان ، من معهد الاقتصاديات الدولية في واشنطن ، فيعرف تلك الصناديق بأنها " قنوات من الأصول الدولية (و أحيانا أصول محلية) مملوكة و مدارة من حكومات لتحقيق أهداف

اقتصادية و مالية متنوعة ، و يعرفها معهد ماكينزي الدولي بأنها " تلك الممولة من احتياطات البنوك المركزية و تهدف إلى تعظيم العوائد المالية بمحددات مخاطر معينة " [7].

و يعرف صباح نعوش تلك الصناديق بأنها عبارة عن "مؤسسات تابعة للحكومات وتستخدم الأموال العامة في عمليات الاستثمار ذات الأمد الطويل خارج دول المنشأ"[19].

كما تعرف أيضا " بأنها عبارة عن صناديق مُكلفة بإدارة الاحتياطات الدولية لحكومات الدول التي لديها مدخرات تفوق استثماراتها بشكل متواصل (فوائض متتالية في الحساب الجاري) مما وفر ثروات تطلبت سياسة استثمارية مدروسة نتج عنها حيازة هذه الحكومات لأصول مالية أجنبية مقومة بعملة بلد آخر " [20].

من خلال تفحص التعاريف السابقة الذكر يظهر بوضوح أنها تجمع على مجموعة من النقاط و هذا بالرغم من اختلافها و عموميتها ، وهي:

- الجهة المالكة وهي الحكومات .
- مصدر الثروة المستثمرة وهي الفوائض المالية بمختلف مصادرها.
- الغرض منها هو تحقيق عوائد مالية للدول.

و بالرغم من استعراض هذه التعاريف يبقى هناك جانب مبهم خاصة وأن هذه التعاريف تنطبق على الكثير من آليات الاستثمار الحكومية الحديثة ، ومنه وجب تأطير أو بمعنى آخر البحث عن خصائص تميز صناديق الثروة السيادية عن باقي المفاهيم المشابهة .

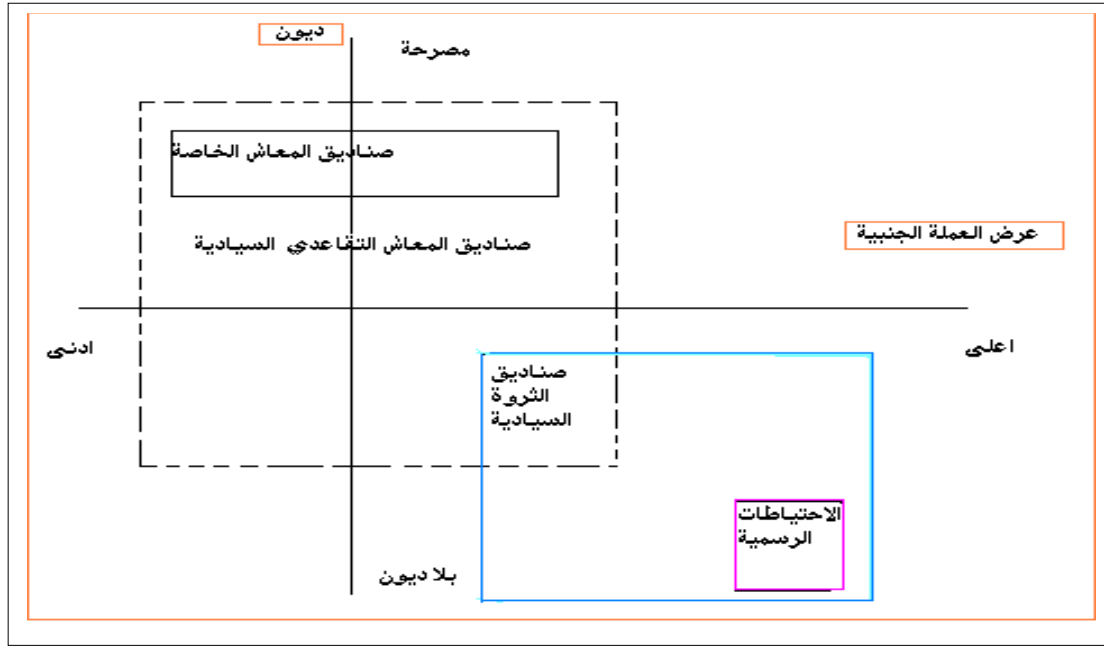
2.2.1.1. خصائص صناديق الثروة السيادية

يوجد الكثير من المفاهيم المتصلة بصناديق الثروة السيادية " SWFs " كـ"الاحتياطات الرسمية " Official Reserves " ، و صناديق المعاش التقاعدي السيادي " Sovereign Pension Funds (SPFs) " حيث هذه الأصناف من الأموال العامة تمتاز بخصائص مختلفة وهذا لا يعني أنها مختلفة.

و من أجل المقارنة بين هذه المفاهيم اعتمدت على دراسة لـ Stephen Jen من بنك مورغن ستانلي "Morgan Stanley" والذي استعان برسوم بيانية تظهر علاقة هذه الأصناف من الأموال العامة بنسبة النقد الأجنبي المكون لها و طبيعة الديون ومدة الاستثمار و قابلية تحمل كل صنف للمخاطر.

- المقارنة من خلال طبيعة الديون و عرض النقد الأجنبي :

يبين محورا الرسم أدناه مستوى عرض أو ارتفاع النقد الأجنبي و طبيعة الديون المصرح بها و التي تعود إلى الصندوق .



الشكل رقم (2): نسبة عرض العملة الأجنبية و الديون [17]

من خلال الشكل يظهر لنا أن الاحتياطات الرسمية "Official Reserves" موجودة في أسفل الزاوية اليمنى، و هذا يعني أنها مكونة 100% من النقود الأجنبية و كذلك خالية من الديون المصرح بها، و هذا يرجع لكون أنها تستعمل بطريقة غير مباشرة من قبل خزينة الحكومة لتمويل تعاملاتها مع الخارج .

وكذلك يتضح من الشكل البياني أن صناديق الثروة السيادية "SWFs" ليست بالضرورة تحتاج إلى أن تكون مكونة 100% من العملات الأجنبية لكن غالبا ما تكون تحتوي على نسبة معينة من العملات الأجنبية ومن أجل توضيح الفكرة نستعين بالأمثلة التالية: [17]

- شركة تماسيك السنغافورية: " Singapore's Temasek Holdings "
 - خزينة ماليزيا بهارد: " Malaysia's Khazanah Nasional BHD "
 - أموال الجالية الكندية (كيبك): " Canada's Fond des generations (Quebec) "
- ليست كل أموال هذه المؤسسات من العملة الأجنبية و لكن نعتبرها صناديق ثروة سيادية بسبب امتلاكها لعرض مرتفع من العملات الأجنبية .

من جهة أخرى صناديق المعاش التقاعدي السيادية "Sovereign Pension Funds (SPFs)" تظهر وهذا من خلال الشكل أنها تحوي على أدنى ضمان من العملة الأجنبية مثلا:

- صندوق المعاش التقاعدي الحكومي في اليابان " Japan's GPIF "

صناديق الضمان الاجتماعي للولايات المتحدة الأمريكية US Social Security Trust the Funds

" هذه الصناديق تملك على التوالي 0% و 13% من ضمان العملة الأجنبية" [17].

وتتميز صناديق المعاش التقاعدي السيادية بامتلاكها ديوناً مصرحاً بها أو غير مصرح بها حيث إن صناديق الثروة السيادية لا تقوم بهذا العمل ، ويظهر ذلك من الشكل حيث تحتل صناديق المعاش التقاعدي السيادية فضاءً أوسع بالمقارنة مع صناديق الثروة السيادية .

ومن خلال الرسم البياني يظهر أن هناك تقاطعاً بين الحيز الممثل لصناديق الثروة السيادية والحيز الممثل لصناديق المعاش التقاعدي السيادية و هذا ما يعني أن هناك تداخلاً أو بمعنى آخر توافقاً بينهما من حيث العمل أي أن هناك مؤسسات تنتمي إلى الصنفين من الأموال العامة وخير مثال على هذا التداخل بين المفهومين هما:

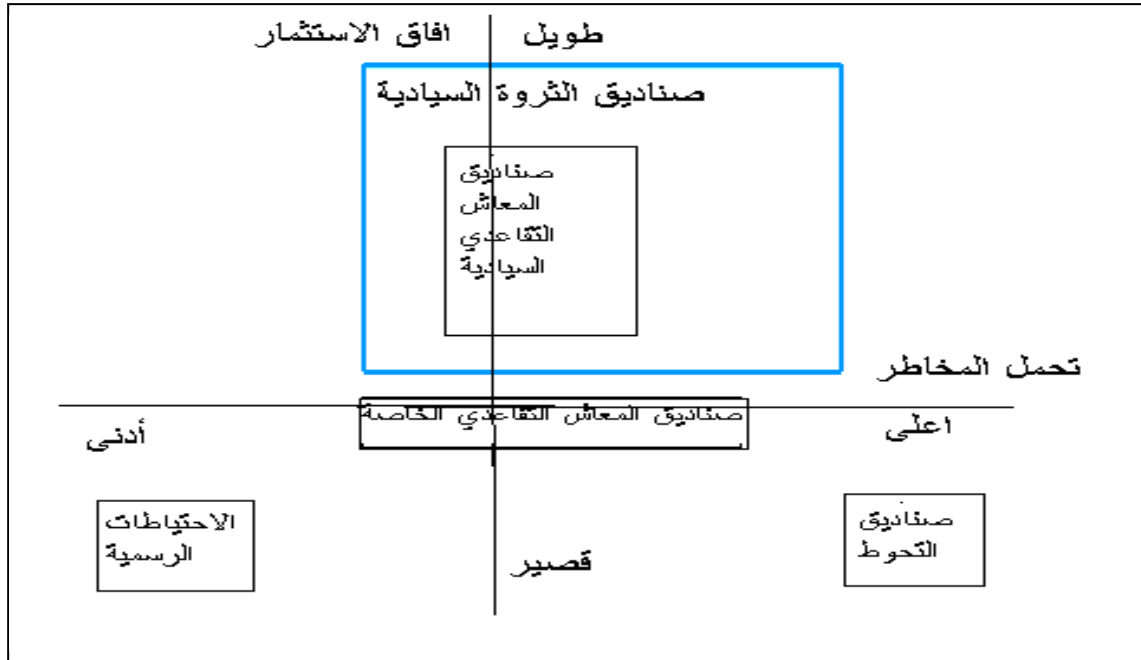
- شركة الاستثمار الحكومية بسنغافورة: " Singapore's GIC .

- وصندوق المعاش التقاعد الحكومي بالنرويج: " Norway's GPF .

حيث يعتبران من ضمن صناديق المعاش التقاعدي السيادية وفي الوقت نفسه ينتميان إلى صناديق الثروة السيادية وهذا لكونهما يتوافقان من حيث نسبة العملة الأجنبية و كذلك طبيعة الديون.

● المقارنة من خلال تحمل المخاطر و آفاق الاستثمار :

يبين محورا الرسم كلا من تحمل المخاطر و مدة الاستثمار و افاقه.



الشكل رقم (3): درجة تحمل المخاطر و آفاق (مدة) الاستثمار [17]

يظهر من الشكل أن الاحتياطات الرسمية الأجنبية تتميز بمدة استثمار قصيرة وانخفاض درجة تحمل المخاطر الائتمانية حيث تقع في الرسم في أسفل الزاوية اليسرى ويفسر هذا كون أغلب الاحتياطات الرسمية المحتفظة تكون على شكل سندات سيادية .

بينما صناديق التحوط فهي تتميز بأفاق استثمارية قصيرة و تحمل درجة كبيرة من المخاطر حيث تقع في الرسم أسفل الزاوية اليمنى .

صناديق الثروة السيادية و صناديق المعاش التقاعدي السيادية تتحمل أعلى درجة للمخاطرة كما أنها تتميز بطول أفاق استثمارهما .

ومن أجل تعميق الفهم أكثر فإن الجدول الموالي يوضح أهم الفروق بين صناديق الثروة السيادية و والشركات المملوكة للدولة ، و صناديق المعاشات العامة.

الجدول رقم (1): الفروق بين صناديق الثروة السيادية و الشركات المملوكة للدولة و صناديق

المعاش التقاعدي العامة [21]

صناديق المعاش التقاعدي العامة	الشركات المملوكة للدولة	صناديق الثروة السيادية	
معاشات المشتركين	الحكومة في المقام الأول	الحكومة	ملكية الأصول
تحقيق الأهداف المحددة للصندوق ودفع الالتزامات	متفاوت	متفاوت	الغرض الأساسي
اشتراكات المعاشات التقاعدية	الحكومة / أرباح الشركات	السلع / غير السلع الأساسية	مصدر التمويل
ضئيلة	كبير	كلية	سيطرة الحكومة
شفاف	متفاوت	متفاوت	الكشف
مستقر	مستقر	مرتفع	طبيعة نمو الاستثمار
-CalPERS -CalSTRS -NYSTRS -Teacher Retirement System of Texas.	-Chinalc. - Banco de Amazonia -Rosneft OJSC. -(EDF) Electricite de France SA	-ADIA -China Investment Corporation -Temasek Holdings -Kuwait Invesmtnet Authority	نماذج

من خلال استعراض أهم الفروق بين صناديق الثروة السيادية و صناديق المعاش التقاعدي و صناديق التحوط و الاحتياطات الرسمية من خلال الشكل الثالث و الرابع، و مقارنة صناديق الثروة السيادية مع الشركات المملوكة للدولة ، و صناديق المعاشات العامة .

نخلص لكون صناديق الثروة السيادية تتميز عن غيرها من الهيئات المالية الأخرى بـ: [22]

- تتميز عن البنوك المركزية من حيث أهدافها، فهي تسعى إلى الاستثمار وليس إلى إدارة السياسة النقدية وسياسة الصرف، ويغلب على محفظة أصولها الاستثمار في الأسهم في حين أن البنوك المركزية، وكونها ملزمة بالاحتفاظ بمستوى معين من السيولة لمواجهة التغيرات في أسعار الصرف، تستثمر أساسا في السندات. وهذا بالرغم من أن بعض الدول مثل الصين والنرويج توكل مهمة إدارة صناديقها السيادية إلى أقسام في البنوك المركزية لصالح وزارة المالية.

- تتميز عن صناديق المعاشات العمومية بكون موارد هذه الأخيرة تأتي أساسا من الاشتراكات من جهة، وهي تهدف إلى تمويل معاشات الأجيال القادمة من جهة ثانية.

- تتميز عن المؤسسات العمومية، حيث تأخذ المؤسسات العمومية شكل شركات تجارية وتخضع بموجب ذلك للقانون التجاري. والأمر ليس كذلك بالنسبة للصناديق السيادية التي هي عبارة عن صناديق استثمار، ووظيفة الشركات الأساسية هي إنتاج السلع والخدمات في حين أن الوظيفة الأساسية للصناديق السيادية هي استثمار الأصول المالية.

و أضيف إلى التعاريف الخاصة بصناديق الثروة السيادية مجموعة من الخصائص تتميز بها عن

باقي المفاهيم الأخرى و المتمثلة في: [17]

- السيادة.
- ارتفاع عرض العملات الأجنبية.
- عدم وجود ديون .
- تحمل المخاطر.
- آفاق الاستثمار الطويل .

3.1.1. أنواع الصناديق السيادية

يمكن تصنيف الصناديق السيادية وفقا لثلاثة معايير، وهي الهدف الأساسي من إنشائها ، درجة الشفافية ، وكذلك مصدر الأموال المشكلة لهذه الصناديق :

1.3.1.1. أنواع صناديق الثروة السيادية وفقا لمعيار الهدف الأساسي من إنشائها

تنشئ الحكومات صناديق الثروة السيادية لأسباب عديدة و تشير تحليلات صندوق النقد الدولي إلي وجود خمسة أنواع من هذه الصناديق يمكن التمييز بينها عموما وفقا لهدفها الأساسي:[12]

- صناديق الاستقرار: التي يتمثل هدفها الأساسي في حماية الميزانية و الاقتصاد ككل من تذبذبات أسعار السلع (النفط في العادة).
- صناديق الادخار للأجيال القادمة: التي تهدف إلي تحويل الأصول غير المتجددة إلي حافظة أصول أكثر تنوعا.
- شركات استثمار الاحتياطات: التي لا تزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية ويتم إنشاؤها لزيادة العائد على الاحتياطيات.
- صناديق التنمية: التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع الاجتماعية الاقتصادية أو تشجيع السياسات المتبعة في قطاعات النشاط والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في البلد المعني.
- صناديق احتياطيات طوارئ التقاعد: التي تغطي (من مصادر بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد) التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الميزانية العمومية للحكومة.

و من أجل التفريق بين الأنواع الخمسة السابقة الذكر الجدول الموالي يعطي صورة عن خصائص كل نوع و أمثلة عن كل نوع .

الجدول رقم (2): الأنواع الخمس للصناديق السيادية: [23] ص ص 9-10.

نماذج عن الصندوق	خصائص الصندوق	نوع الصندوق
- <i>Russian Reserve Fund</i>	الأفق الزمني للاستثمار قصيرة ومتوسطة الأجل	صناديق الاستقرار
- <i>KIA</i> - <i>GPIFG</i> (<i>Government Pension Fund Global</i>)	مستثمر على المدى الطويل	صناديق الادخار للأجيال القادمة
- <i>China Investment Corporation (CIC)</i> - <i>Government of Singapore Investment Corporation (GIC)</i>	المدى الطويل ، أكثر عدوانية في متطلبات العودة.	شركات استثمار الاحتياطات
- <i>Nordic Development Fund</i> - <i>European Development Fund</i>	يركز على الجوانب الاجتماعية، و أقل تركيزاً على العائدات.	صناديق التنمية
- <i>Australian Government Future Fund (AGFF)</i>	معظمها على المدى الطويل، الرغبة في المخاطرة والاستثمار، أفق زمني يعتمد على الاتجاهات والجدول الزمني للالتزامات المعاشات التقاعدية	صناديق احتياطات طوارئ التقاعد
- <i>Temasek Holdings (Temasek)</i>	مستثمر استراتيجي على المدى الطويل، حصص كبيرة	إدارة الأصول الحكومية

2.3.1.1. أنواع الصناديق وفقا لمعيار الشفافية

ويمكن تصنيف الصناديق السيادية التابعة للدول بالأخذ بمعيار مستوي الشفافية إلى نوعين:

- صناديق عالية الشفافية: وهي الصناديق التي تحصل على علامة 8 من 10 و فق معيار الشفافية و في الأغلب هي الصناديق التابعة للدول التالية: ماليزيا ، سنغافورة ، كوريا الجنوبية ، النرويج ، ألاسكا ، كندا.
- صناديق متدنية الشفافية: وهي الصناديق التي تحصل على أقل من 8 علامات و في الأغلب هي الصناديق التابعة للدول التالية : دبي ، أبو ظبي ، قطر ، عمان ،الصين، بروناي ، تايوان ، فنزويلا ، تشيلي ، كازاخستان ، روسيا.

فيما عدا استثناءات قليلة مثل الصندوق الحكومي النرويجي فإن الصناديق السيادية ذات سرية و ليس لها قدر من الشفافية ، والافتقار إلى الشفافية يشكل عبة كبيرة أمام مواطني البلدان ذات الصناديق السيادية السرية في تحديد ما إذا كانت تدفقات الأموال كافية و أن هذه الأموال تنفق بشكل جيد، وحتى التقديرات عن إجمالي أصول الصناديق السيادية يتعين التوصل إلى مقداره عن طريق التخمين ليس إلا.

حيث يعتمد هذا التصنيف على مؤشر " لينابورج-مادويل" للشفافية "Linaburg-Maduell Transparency Index" ، وهو مؤشر طورته مؤسسة الصناديق السيادية (SWFI) ، و وضعه كل من " Carl Linaburg " و " Michael Maduell " و يعتمد على عشرة مبادئ أساسية تعكس في مجملها مستوى الشفافية ليطلع عليها المستثمرون. وتشمل هذه المبادئ مايلي:[24].

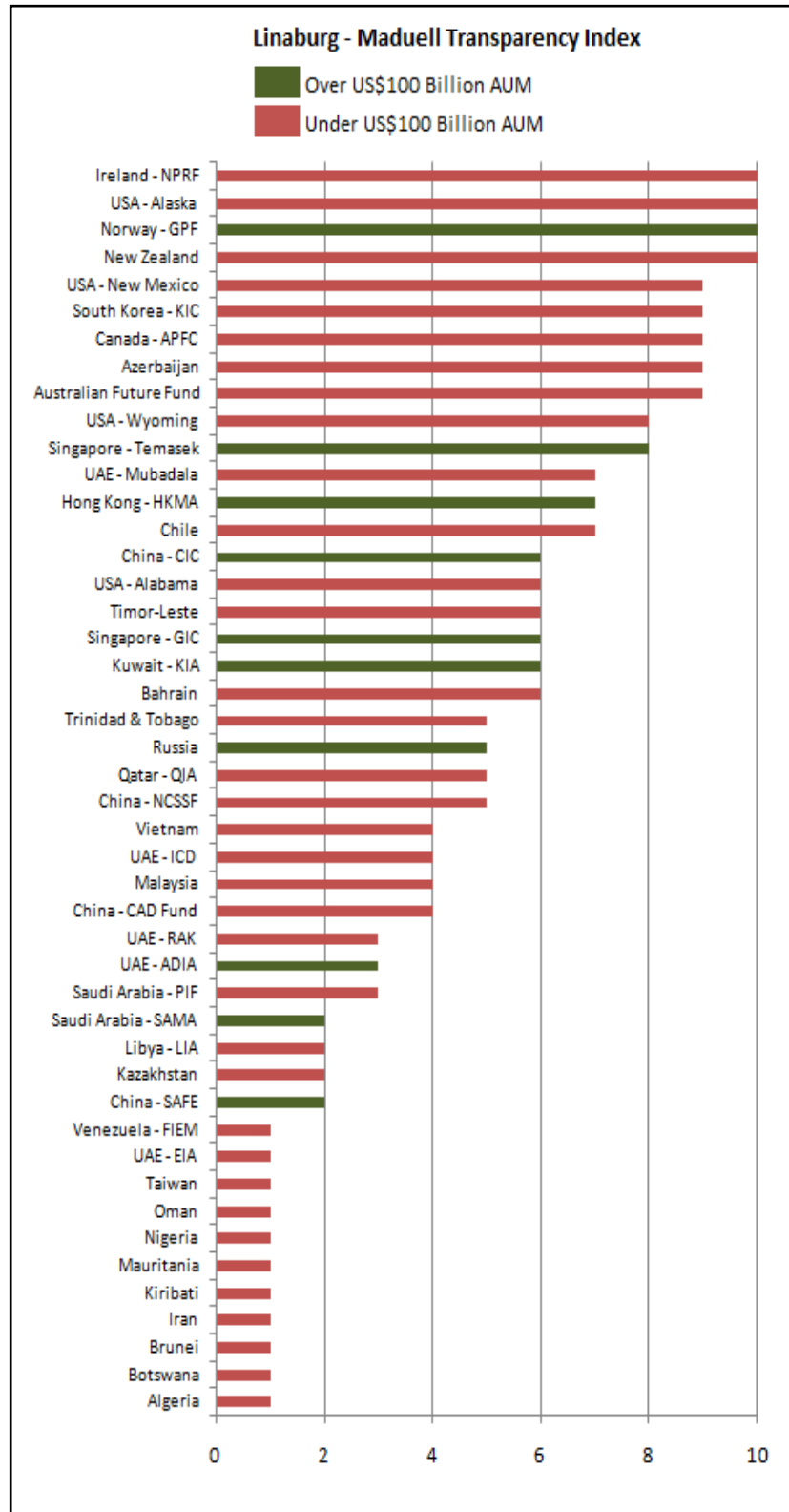
- بيان الصندوق لتاريخه، وأسباب إنشائه، ومصادر الثروة فيه، وهيكل ملكية الحكومة.
- التزام الصندوق السيادي بإصدار تقارير سنوية مدققة من خلال مكتب محاسبة خارجي.
- بيان الصندوق لنسب ملكيته في الشركات، والعوائد المالية، والتوزيع الجغرافي للملكية.
- بيان حجم ومكونات والعائد على احتياطي الصرف الأجنبي، إن وجد.
- توفير الصندوق لقواعد إرشادية بشأن المعايير الأخلاقية، وسياسات الاستثمار، والالتزامات المالية، ومدى تفعيل تلك القواعد.
- بيان الصندوق لاستراتيجيات وأهداف واضحة.
- التحديد الواضح من قبل الصندوق السيادي لمعلومات الاتصال وأي فروع له، إن وجدت.
- تحديد الصندوق للمديرين الخارجيين، إن وجدوا.
- قيام الصندوق بإدارة موقع الكتروني خاص به.
- بيان الصندوق لعنوان مقره الرئيس، ومعلومات الاتصال مثل الهاتف والفاكس.

و لا يقتصر هذا المؤشر على الصناديق السيادية بل يخص بالدراسة كذلك صناديق المعاش التقاعدي السيادية و صناديق التحوط ، حيث تعتبر 8 علامات ضرورية لتسجيل حسن الشفافية في الصندوق.

حيث صرح السيد فهد ماجد السالم، مدير إدارة الإستراتيجية والتخطيط بالهيئة العامة للاستثمار، بأن مؤسسة صناديق الثروة السيادية (Sovereign Wealth Fund Institute) ، "قامت في 2008/6/11 بتصنيف الهيئة العامة للاستثمار في المركز الأول عربياً، والمركز السادس عشر عالمياً بمؤشر الشفافية العالمي الذي أصدرته تلك المؤسسة مؤخراً. ويعتبر هذا الترتيب للهيئة العامة للاستثمار ترتيباً متقدماً في مقياس الشفافية وفي الموقع نفسه مع هيئة استثمار سنغافورة. وللعلم فإن مؤشر "لينابيرج- مادويل" للشفافية يضم 43 صندوق استثمار سيادي عالمياً، منهم عشرة صناديق سيادية تزيد قيمة أصول كل منها عن 100 بليون دولار أميركي" [25]، بينما يصنف صندوق ضبط الإيرادات و هو الصندوق السيادي الجزائري في المرتبة الأخيرة بدرجة شفافية هي 1 من 10 .

وتجدر الإشارة أن معهد صناديق الاستثمار السيادية هو مؤسسة مقرها كاليفورنيا بالولايات المتحدة الأمريكية ، وهدفها دراسة صناديق الاستثمار السيادية وتأثيرها في الاقتصاد والسياسة وأسواق المال العالمية والتجارة.

وفيما يلي شكل يوضح تصنيف 43 صندوق استثمار سيادي عالمي وفقاً لمؤشر لينابيرج- مادويل للشفافية شملتهم الدراسة:



الشكل رقم (4): تصنيف 43 صندوقاً سيادياً عالمياً وفقاً لمؤشر لينابيرج - مادويل للشفافية [24]

3.3.1.1. أنواع الصناديق وفقا لمعيار مصدر الأموال المشكلة للصندوق

تعتبر التفرقة بين صناديق الثروة السيادية ذات الأصل السلعي (و معظمها صناديق للدول النفطية) و غير السلعي أكثر دقة في تحليل أهداف تلك الصناديق و دورها ، و وفقا لهذا يمكن تعريف الفئتين كما يلي :

▪ صناديق سلعية: وهي " الصناديق التي أنشئت من العائدات المتأتية من صادرات السلع الأساسية المملوكة من قبل الحكومة أو من خلال الضرائب"[18]، و " ذلك أنه تطرح أمام هذه الدول إشكالية وتيرة استغلال هذه المواد التي يتسم معظمها بقابلية النضوب، وما إذا كان من الواجب إبقاء جزء منها في مكانها كحق للأجيال اللاحقة، ولقد وجدت هذه الدول في فكرة الصناديق حلا للمحافظة على نصيب الأجيال في هذه الثروات حيث يتم إحلال الموارد الطبيعية بشكل آخر من الأصول"[22] ص 1.

وتخدم هذه الصناديق أهدافا متعددة لاسيما تثبيت إيرادات الموازنة و الادخار للأجيال اللاحقة و دعم ميزان المدفوعات عند الحاجة ، لكن بالنظر إلى الارتفاع الحاد و المستمر في أسعار معظم المواد الأولية في السنوات الأخيرة ، تحول العديد من الصناديق المنشأة أساسا لتثبيت إيرادات الموازنة أو دعم ميزان المدفوعات إلى صناديق ادخار حيث يمكنها الاستثمار في نطاق أوسع بكثير من صناديق التثبيت أو الدعم المالي التي تركز عادة على التوظيف من موجودات سائلة و متدنية المخاطر.

▪ صناديق غير سلعية: و هي الصناديق التي أنشئت من خلال تحويل الأصول من احتياطات النقد الأجنبي الرسمية": [21].

و هناك ثلاثة مصادر لمثل هذه الصناديق : [22] ص ص 1-2.

- الصناديق الممولة بعوائد الخصوصية: دخلت الكثير من الدول في برامج واسعة الخصوصية القطاع العمومي أدت إلى حصولها على عوائد مالية ضخمة ، وتنبأين استعمالات الدول لهذه العوائد، فمنها من يوجهها مباشرة لتمويل الميزانية العمومية، وفي بعض الأحيان لتمويل برامج إعادة هيكلة الاقتصاد و سداد الديون، ونظرا لضخامة هذه العوائد وتخوفا من أن تقود إلى توسع كبير في الإنفاق العمومي يكون أكبر من الطاقة الاستيعابية للاقتصاد، والذي يمكن أن يؤدي إلى حالة من التضخم لا يمكن التحكم فيها، وانطلاقاً من كون المؤسسات الخصوصية هي ملك عام لجميع الأجيال يتم تحويل كل أو جزء من عوائد الخصوصية إلى صناديق سيادية .

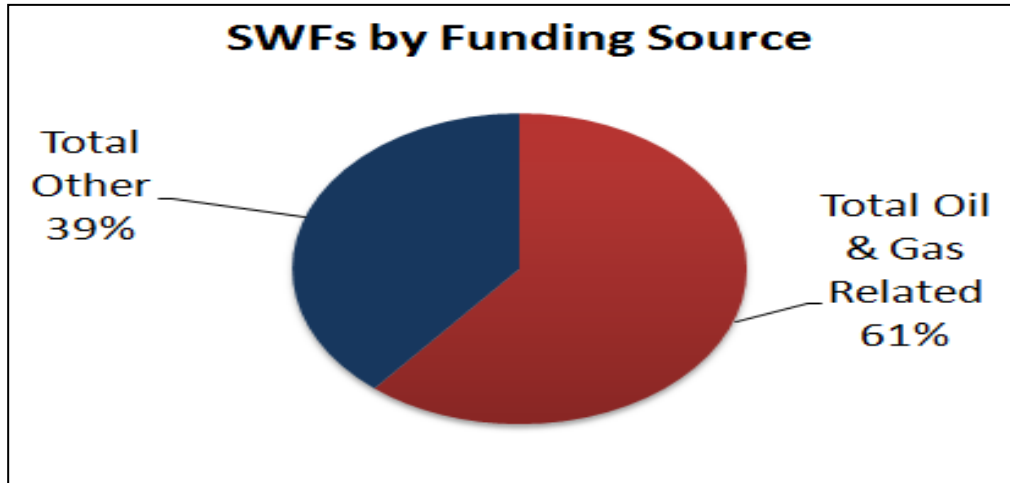
- الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية : ذلك أن الحجم الإجمالي العالمي من احتياطات العملات الأجنبية للبنوك المركزية ما فتئ تفي التعاضم بحيث تجاوز 07 تريليون دولار في سنة 2008 ، ولقد تزايد حجمها في سنة 2007 لوحدها ب 1 تريليون دولار، وتملك الدول النامية 5/4 هذا المبلغ، ولقد استطاعت الكثير من الدول غير النفطية تحقيق فوائض مالية هامة، خاصة في أمريكا اللاتينية، بفضل تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية بما يفيض عن احتياجات الاستثمار المحلي؛ مما دفعها إل تحويل جزء من هذه الفوائض إلى صناديق سيادية، بعد أن وازنت بين الاحتفاظ الاحتياطات نقدية أو استثمارها بما يحقق لها عوائد.

- الصناديق الممولة بفائض الميزانية: تلجأ بعض الحكومات مباشرة لما تحقق فائضا في الميزانية العامة للدولة إلى تحويل هذا الفائض لاستثماره في الأصول المالية قصد تحقيق عوائد من جهة، ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة ثانية. ولما يلاحظ توالى تحقيق هذه الفوائض وارتفاع مستواها يتم اللجوء إلى تكوين صناديق سيادية قصد استثمارها وتنميتها بشكل أفضل.

و للتوضيح ، الصناديق السيادية للدول المصدرة للسلع تبادل حصصا في الموارد الطبيعية مقابل أصول أجنبية ممولة بأرباح الشركات المملوكة للدولة .والتكلفة تكمن في قيمة الموارد غير المستكشفة، لذلك فإن الأمر يتخذ بعدا طويلا المدى.

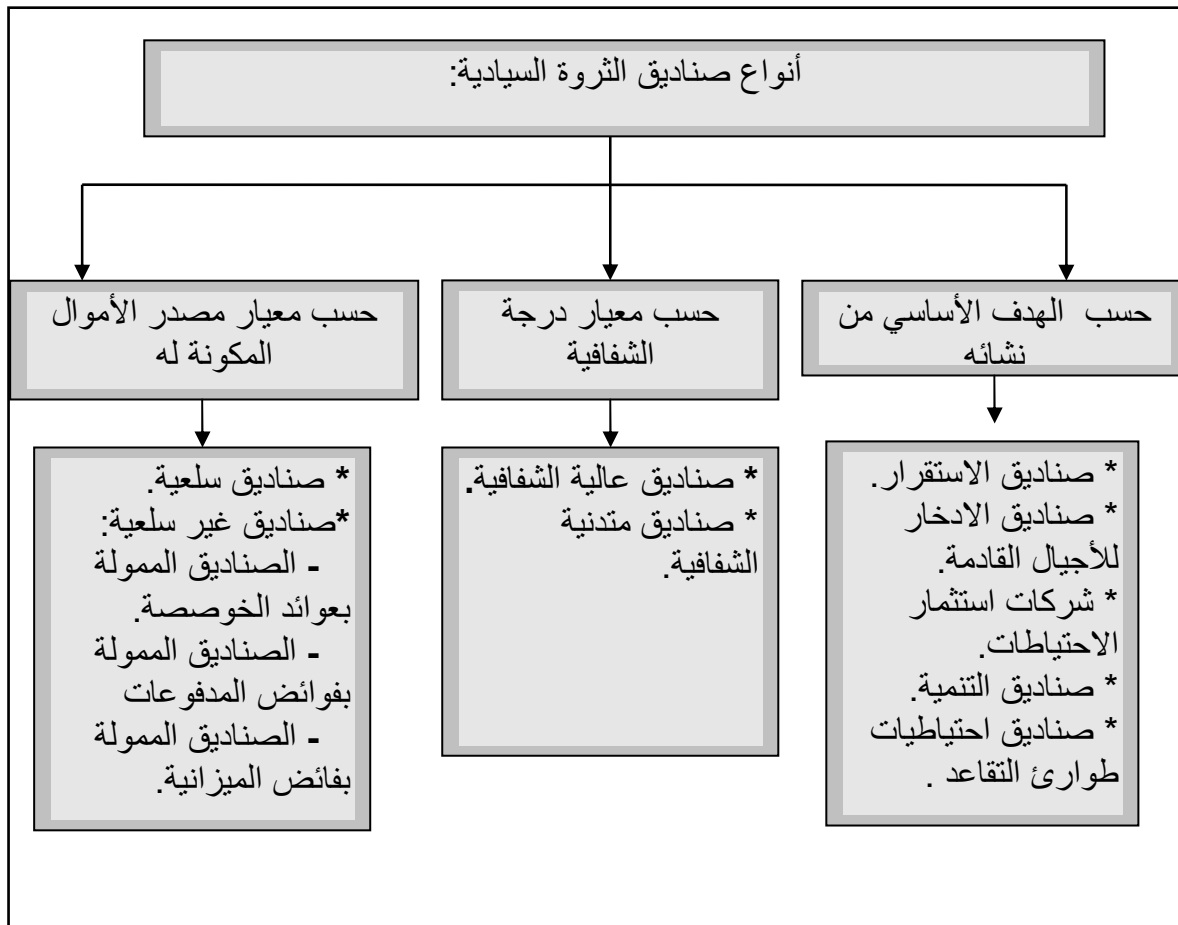
أما الصناديق السيادية للدول ذات المدخرات الكبيرة، فتقتصر الفوائض من السكان وعادة عبر عملات مقننة بسياسة وضوابط نقدية للبنوك المركزية، و تهيمن دول الشرق الأوسط على الفئة الأولى فيما تهيمن آسيا على الثانية .

ومن خلال آخر تحديث لمعهد الصناديق السيادية يظهر أن 61% من صناديق الثروة السيادية هي من مصدر سلعي (بترول و غاز) و هذا ما هو موضح في الشكل الموالي:[26].



الشكل رقم (5): الصناديق السيادية حسب المصدر [26].

والشكل الموالي يلخص أنواع صناديق الثروة السيادية :



الشكل رقم (6): أنواع صناديق الثروة السيادية

2.1. دور الصناديق السيادية

خلال الفترات السابقة و بسبب القيود التي فرضت على الاستثمار لم تلعب الصناديق السيادية SWFs دورا كبيرا كما هو الحال الآن .

1.2.1. الأدوار الأساسية للصناديق السيادية

صناديق الثروة السيادية نمط مستحدث في أعقاب الأسعار العالمية و المتقلبة للنفط مؤخرا و الاكتشافات الجديدة منه ، و في الأعوام الأخيرة أنشأ كثير من البلدان إما صناديق سيادية أو يفكر في إنشائها و لهذه الصناديق قواعد و أسماء مختلفة و لكن أهدافها متشابهة.

1.1.2.1. دور الصناديق السيادية في الاستقرار الاقتصادي.

نظرا لأن أسعار النفط متقلبة ولا يمكن التكهن بها فإن حال إيرادات النفط كذلك ، وهذا يعني أن الإيرادات الفعلية كثيرة ما تختلف إلى حد كبير عن إسقاطات الموازنة التي تتطلب في حالة حدوث عجز اللجوء إلى التصحيح المالي للتعويض أو التمويل إلى أن خفض الإنفاق بشدة خلال مدة قصيرة يكلف الدولة الكثير.

فتخفيض المصروفات الجارية يمكن أن يكون صعبا بصورة مدمومة ولا يحظى بتأييد شعبي ، كما أن خفض الإنفاق الرأسمالي قد يعني التخلي عن مشروعات قادرة على البقاء لها أهمية حاسمة في تنمية البلد ، " وفي وسع البلدان أن تقرر عدم خفض الإنفاق و أن تمول عجز الإيرادات بدلا من ذلك ، و لكن الكثير من البلدان ليس لديه أصول مالية كبيرة لاستغلالها و تواجه صعوبات في الاقتراض (و خاصة حين تكون إيراداتها منخفضة) ، و إذا كانت صدمة إيرادات النفط دائمة (التي تنشأ نتيجة هبوط حاد في أسعار النفط العالمية) فان تمويل العجز لا يكون مستداما" [27] ص 56 .

و هنا يظهر دور صناديق الثروة السيادية كحل لهذه المشكلة المتعلقة بالإيرادات النفط المتقلبة و التي لا يمكن التكهن بها ، و يتم ذلك من خلال أخذ جزءٍ من إيرادات النفط حين تكون مرتفعة ليوجه إلى صندوق سيادي و حين تكون الإيرادات منخفضة فان الصندوق يقوم بتمويل العجز و هذا يمكن من تحقيق استقرار إيرادات الميزانية و من ثم مصروفاتها .

فبالنسبة للبلدان المصدرة للموارد غير المتجدد ، فإن التحدي الرئيس هو تحويل هذه الموارد لتحقيق مستقبل مستقر ومستدام في الدخل ، والتعويض عن واقع تقلب أسعار السلع الأساسية والإمدادات المحدودة. وضع السلع الأساسية في عائدات صندوق الثروة السيادية هو وسيلة لتجنب

دورات الكساد ، مثل تلك التي شهدت خلال 1970م ، وتراكم الأصول الدولية الكافية. وعلاوة على ذلك ، وجود إدارة جيدة وفعالة لصناديق الثروة السيادية يمكن أن تساعد في حماية الاقتصاد وعدم زعزعة الاستقرار في قطاعات السلع الأساسية من تقلبات أسعار العملات في الوقت الذي يساعد على توزيع ثروات البلاد بشكل أكثر إنصافاً عبر الأجيال.

والواقع " أن 30 من 38 الصناديق السيادية الموجودة قد وضعتها البلدان المصدرة للسلع الأساسية لتحقيق الاستقرار و / أو لغرض الإنقاذ، فنندوق الاستقرار الاجتماعي والاقتصادي لحكومة الشيلي (فيس) و الذي تم إنشائه منذ فترة طويلة لإدارة بغرض تيسير الإنفاق الحكومي بتنحية الفوائض المالية التي تزيد على النفقات المستهدفة ، وذلك لاستخدامها في فترات ضعف معدلات التبادل التجاري"[28].

■ أهم الدراسات التي تناولت الموضوع :

ركزت معظم الدراسات على الآثار المالية و خاصة الدور الذي يمكن أن تلعبه تلك الصناديق في تقليص عدم الاستقرار المالي في وجه التذبذبات في الأسعار العالمية للنفط ليس ذلك فحسب، بل إن نتائج من هذه الدراسات كانت متناقضة،" ففي حين أشارت تلك النتائج إلى محدودية الآثار المالية لهذه الصناديق، خلصت تلك الدراسات إلى أن هذه الصناديق غير مفيدة إلى حد كبير كما أن المنافع منها يمكن تحقيقها من خلال تحسين السياسة المالية و طريقة إدارتها، إضافة إلى ما سبق، فقد وجدت تلك الدراسات صعوبة في التحقق من أثر البيئة العامة للسياسات أو أي صفات أخرى للأقطار المعنية في أثر تلك الصناديق على الاستقرار الاقتصادي"[29].

و قد لاحظت دراسة لباحثين من صندوق النقد الدولي، من خلال استعراض تجارب العديد من صناديق استقرار العائدات النفطية ، أن وجود تلك الصناديق بحد ذاته لا يساهم في الانضباط المالي و في تجنب الاقتصاد النفطي مصاعب تقلبات الإيرادات، و أن التجارب الناجحة (مثل الصندوق المعروف بصندوق التقاعد في النرويج) ، لا يعود إلى وجود الصندوق، و لكن إلى الانضباط المالي و وضوح السياسات المالية و النقدية و الشفافية في تلك الدولة.

و لكن في دراسة أخرى " شملت 9 دول نفطية لديها صناديق استقرار للعائدات ، و 6 دول نفطية أخرى ليس لديها صناديق مستقلة لإدارة المالية العامة ، تبين أن وجود الصناديق يساهم في الحد من التقلبات في مؤشرات الاقتصاد الكلي " [15].

و أظهرت دراسة أخرى لصندوق النقد الدولي، شملت دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا، "أن وجود صناديق لاستقرار العائدات لدى البعض منها ساهم في زيادة الانضباط المالي و تحسين إدارة الإيرادات النفطية "[7] ص 58.

■ معايير نجاح الصناديق السيادية في تحقيق الاستقرار المالي

بشكل عام إن وجود صندوق لاستقرار العائدات النفطية في الدولة ، لا يغني عن ضرورة وجود قواعد مالية واضحة ، و درجة من المساءلة و الشفافية في صياغة و إدارة المالية العامة عموما ، على أن نجاح تلك الصناديق ، إن وجدت ، في المساهمة في الاستقرار الاقتصادي و الانضباط المالي، يعتمد على معايير عدة أهمها: [7] ص 59

- درجة مرونة الإيداع و السحب و الاستثمار لتلك الصناديق : فقد لاحظت الدراسة السابق الإشارة إليها مثلا ، أن قواعد الإيداع و السحب من " صندوق ضبط الإيرادات " في الجزائر قامت على قاعدة سعر 19 دولارا للبرميل ، مثبتا من السلطة التشريعية ، في الفترة (2000-2005) لذلك ، قامت السلطات التنفيذية بإصدار أدوات للدين العام ، فتولى الصندوق دفع فوائد الدين العالية مقارنة بإيرادات استثمار إيداعات الصندوق الأقل، ما شكل عبئا على الحكومة .

- درجة ارتباط و تنسيق أعمال تلك الصناديق مع مسار المالية العامة: إذ أن تعدد مسؤوليات الإنفاق يؤثر في نجاح تلك الصناديق في تحقيق الاستقرار المالي و الاقتصادي ، فيلاحظ مثلا أن صندوقي كازاخستان و ليبيا ، لديهما صلاحية الإنفاق خارج إطار الميزانية العامة ، و بالمقابل فإن صندوق النرويج يمثل حسابا حكوميا لدى البنك المركزي ، يتلقى صافي إيداعات الحكومة من نشاط النفط ، و يحول إلى الميزانية العامة المبالغ اللازمة لتمويل العجز غير النفطي (إجمالي الإيرادات غير النفطية ناقصا النفقات على القطاعات غير النفطية) و ليس لدى ذلك الصندوق صلاحية الإنفاق ، إذ أن ذلك جزء من مسار المالية العامة .

و هذا المعيار يرتبط أيضا بموضوع أهم ، و هو ما إذا كان إصلاح المالية العامة في الدول النفطية يتم فقط من خلال إنشاء صندوق لهذا الغرض ، توفر له الموارد و الكفاءات و المرونة و الصلاحيات بينما مسار المالية العامة يبقى على وضعه ، أم أن إنشاء الصندوق يستلزم أن يكون جزءا من إصلاح مالي شامل ، أحد أركانه بالنسبة إلى تلك الدول ربط الميزانية العامة السنوية بإطار تخطيط مالي لأجلين المتوسط و الطويل ، يراعي تذبذب الإيرادات النفطية و مسارها ، و أولويات الإنفاق و مجالاته ، و قد يكون صندوق استقرار العائدات إحدى آليات ذلك الربط.

2.1.2.1. التنمية الاجتماعية والاقتصادية في الأسواق المحلية والإقليمية

خلال العقد الماضي، شهد دور الصناديق السيادية تطوراً ملحوظاً. وحسب ريتشارد شدياق، شريك في بوز أند كومباني: "مع عولمة الأسواق العالمية، اتخذت الصناديق السيادية دوراً استثمارياً ناشطاً يهدف إلى دعم الإستراتيجيات الاجتماعية والاقتصادية لبلادها". [31] ص 37 وعلى سبيل المثال: تقوم الصناديق السيادية في بلدان مثل ماليزيا وسنغافورة بأدوار فاعلة جداً في التنمية الاجتماعية والاقتصادية في الأسواق المحلية والإقليمية، فأحد أهم المبادئ الأساسية التي يتبناها صندوق "Khazanah Nasional Berhad" في ماليزيا هو النمو من خلال الاستثمار في تحسين مهارات الأشخاص وإنتاجيتهم، وتسعى هذه الصناديق إلى "نقل معرفة محدّدة من خلال الاستثمارات في الشركات الخاصة للتكنولوجيا والشركات الناشئة، وفي الأبحاث والتطوير، ومشاريع مشتركة مع شركات متعددة الجنسيات، وفي سنغافورة، استثمر صندوق Temasek Holdings حوالي 3.2 مليار دولار أميركي في قطاع التكنولوجيا في العام 2007، بالإضافة إلى استثمارات أخرى في العلوم الحية والاتصالات السلكية واللاسلكية، ويستثمر Temasek في شركات عريقة وناشئة في سليكون فالي، والتي تؤمن للولايات المتحدة سلعاً ذات تكنولوجيا عالية" [31] ص 37 ..

بالمثل : فإن بعض صناديق الثروة السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي تسعى إلى توسيع نطاق استثماراتها من خلال إدراج أهداف الإستراتيجية الاقتصادية والاجتماعية. على سبيل المثال ، دبي انترناشيونال كابيتال بالاستثمار في إنشاء وتطوير الأسواق الرئيسية ، ويمكن أن تسهم به في تحقيق النمو الاقتصادي و لا يمكن أن تتجاوز عائدات الاستثمار. على سبيل المثال ، فإن الاستثمارات في مرساة كرت مارين القابضة تتيح لها الفرصة لتطوير مرسى القوارب والقطاعات في المنطقة. استثمارات ثابتة أخرى من مدينة دبي للإنترنت في صناعة الطيران وخدمات المطارات ، والتعليم. وهذا يوفر وسيلة ل"استيراد" تكنولوجيا الفضاء وتشكل الشراكات الدولية التي تساهم في النمو في جميع أنحاء العالم.

3.1.2.1. دور الاستثمار الطويل المدى.

تحقيق عائد استثماري طويل المدى على الاحتياطات المالية المناطة إدارتها من قبل حكومة دولة ، بغرض توفير مصدر آخر للثروة بديلاً للاحتياطات النفطية بما يتيح للأجيال القادمة مواجهة المجهول القادم بمزيد من الثقة مع المحافظة على الهدف الأساسي من إنشاء الصناديق السيادية

وتتجلى أهمية الصناديق السيادية في حصول الدولة على دخول لتغطية عجزها المالي عندما تهبط إيراداتها وترتفع نفقاتها لسبب أو لآخر، فطيلة " الفترة الواقعة بين 1990 و2004 سجلت ميزانية الإمارات عجزاً وصل إلى ثمانية مليارات دولار عام 1999، وفي التسعينيات لم تسجل ميزانية الكويت فائضاً إلا في عام 1997، وحينذاك تم اللجوء إلى عدة وسائل لتغطية هذا العجز منها الاستفادة من أرباح الصناديق السيادية" [19].

أما إيجابيات الصناديق السيادية في الدول المتلقية فهي كثيرة، إذ إن استثمارات هذه الصناديق تؤدي مباشرة إلى تحريك الاقتصاد المتلقي وإنعاشه.

كما تساهم في معالجة بعض المشاكل الاقتصادية والاجتماعية كالبطالة، فعلى سبيل المثال أدت مساهمة صندوق مبادلة الإماراتي بنسبة 8.1% من شركة أي أم دي الأميركية إلى توفير 1400 فرصة عمل مباشرة ترتبط بقطاع الإلكترونيات في هذه الشركة وحوالي 5000 فرصة عمل ترتبط بالأنشطة الأخرى ذات العلاقة بهذا القطاع.

2.2.1. الأدوار الأخرى

تقوم الصناديق السيادية بأدوار أخرى إيجابية، بما في ذلك المساعدة في توفير الاستقرار الاقتصادي، والاستثمار الطويل المدى، والسعي وراء التنمية الاجتماعية والاقتصادية في الأسواق المحلية والإقليمية، ولكن هناك خطوات إضافية يمكن لهذه الصناديق اتخاذها بهدف تعزيز دورها، و"ينطوي ذلك على المساعدة في نقل المعرفة من خلال الاستثمارات، وتعزيز النشاطات الاقتصادية من خلال إدارة الشركات الحكومية ودعم المشاريع الإستراتيجية، وتعزيز التعاون الإقليمي والدولي، والقيام بإصلاحات هيكلية للوصول إلى أفضل الممارسات المتبعة عالمياً" [31] ص 37 .

■ نقل المعرفة من خلال الاستثمارات:

يمكن للصناديق السيادية أن " تدعم استراتيجيات النمو الاقتصادي المحلي من خلال استثماراتها الدولية والمحلية، فالاستثمارات الدولية مثلاً توفرّ سبلاً للتعاون مع إدارات الشركات المستثمر فيها والتعرف على نماذج عمل مختلفة، بالإضافة إلى إجراءات واستراتيجيات من شأنها أن تضيف إلى الخبرات المحلية.

كما تساعد الاستثمارات في الشركات المتعددة الجنسيات على كسب التكنولوجيات المهمة، والمعرفة من خلال توفير الحوافز لهذه الشركات والضغط عليها من أجل زيادة القيمة محلياً ونقل

المعرفة والخبرة. ومحليا يمكن للصناديق السيادية في مجلس التعاون الخليجي أن تبادر باستثمارات تستهدف القطاعات التي تكمل استثماراتها العالمية بهدف إطلاق عجلة النمو الاقتصادي" [32] ص 20 .

ومن المهم الإشارة إلى أن نقل المعرفة من خلال الاستثمارات يجب أن يكون مصحوبا بمقومات أساسية مثل رأس المال البشري المؤهل، والبنية التحتية، والمؤسسات الفعالة، وذلك بهدف تسهيل استيعاب المعرفة المنقولة وتطويرها

- تعزيز الشركات الحكومية:

تمثل الشركات الحكومية جزءا كبيرا من النشاطات الاقتصادية في الدولة ، مما قد يمثل فرصة لإدارة مجموعات من الشركات المملوكة من الدولة تحت مظلة شركة قابضة تعمل بأسس تجارية، و" سيمكن ذلك الحكومات من خلق تحالفات أعمال مهمة، بالإضافة إلى وفورات الحجم والنطاق" [31] ص 37.

- التخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية:

الصناديق السيادية تستخدم ثروتها في المراحل التي " تتميز بحركة اقتصادية ضعيفة بهدف إطلاق عجلة النمو الاقتصادي والحفاظ على تمويل الاستثمارات الإستراتيجية، صندوق النرويج السيادي، على سبيل المثال، راح يدعم مشاريع البنية التحتية غداة الأزمة الاقتصادية العالمية بهدف الحفاظ على النمو الاقتصادي للبلاد" [32] ص 21 .

- تعزيز التعاون الإقليمي والدولي:

على الصناديق السيادية في مجلس التعاون الخليجي تنظر في تأسيس صناديق مشتركة على المستويين الإقليمي والدولي، " فعلى الصعيد الإقليمي، تتضمن فوائد الصناديق المشتركة تشارك المخاطر، وزيادة الفرص الاستثمارية ، أما على الصعيد الدولي، يمكن للصناديق المشتركة أن تسهل دخول الأسواق وتعزز آليات نقل المعرفة، وخير مثال على ذلك صندوق الصين ودبي المشترك China Dubai Capital الذي أعلن في أبريل 2008، وينوي هذا الصندوق الاستثمار في البنية التحتية، وقطاع النفط، والرعاية الصحية، وغيرها من النشاطات التي من شأنها أن تخلق تحالفات مع اقتصاد الإمارات العربية المتحدة، مع تأمين الفرص الاستثمارية الناجحة للصين في المنطقة" [32] ص 21 .

بالإضافة إلى ذلك، تعزز الاستثمارات التي تخدم مجتمعات البلدان المضيفة (من دون التأثير على الربحية) التعاون الدولي، وتنعكس إيجاباً على الدور الاقتصادي والاجتماعي للصناديق السيادية.

■ تنفيذ الإصلاح وكسب الثقة:

لا شك أن التغييرات التدريجية بهدف تحسين الحوكمة والشفافية في الصناديق السيادية مهمة لمواجهة الإجراءات التنظيمية على الصعيد الدولي، و " يمكن تخفيف القلق بشأن تأثير الشفافية على الأداء المالي للصناديق السيادية عبر نشر تقارير متأخرة بهدف تفادي أي نشر للمعلومات الاستثمارية الدقيقة، و إلى جانب الثقة هنالك فوائد أخرى لهذه الإصلاحات، منها على سبيل المثال أنها تحفز إدارة الصناديق السيادية على تبني أفضل الممارسات العالمية، كما أنها تساعد في تبني المسؤولية تجاه النتائج المالية لهذه الصناديق" [32] ص 22 .

وعلى الرغم من أن الصناديق السيادية قد تأثرت بالأزمة الاقتصادية العالمية، فإن نشاطاتها الاستثمارية ستمضي قدما وخاصة مع تقدم الاقتصاد العالمي. وبذلك، ستبقى الصناديق السيادية بشكل عام، وتلك الخاصة بمجلس التعاون الخليجي بشكل خاص، قوة مالية نامية. والأهم من ذلك كله أن دورها في التنمية الاجتماعية والاقتصادية سيبقى مهماً على الرغم من الصعوبات الاقتصادية التي قد تواجه العالم من حين لآخر.

3.2.1. دور صناديق الثروة السيادية في التأثير في قيمة الشركة

إن هوية المستثمرين في شركة ما تحدد قيمتها السوقية، وإذا ما اتفقنا على ذلك، إلى حد ما، فإن القيم السوقية تقارب إلى حد بعيد القيمة الأساسية للشركة. وتشير النتائج إلى أن المستثمرين يمكن لهم أن يؤثروا في الأداء، إما من خلال لعب دور هيمنة مباشرة أو من خلال وضع شروط على السياسات المالية للشركة واستراتيجيتها التشغيلية، في نهاية الأمر.

وكما أظهر الباحثان في علم إدارة الأعمال ميغيل فيريرا وبيدرو ماتوس، فإن ملكية المؤسسات الاستثمارية (لا سيما الأجنبية منها) يصبها بشكل عام تقييم أعلى للشركة. وتتميز الصناديق السيادية بحجمها الكبير وبكونها أجنبية، لذلك، ومن حيث المبدأ فإنها ينبغي أن تضمن قيمة سوقية أعلى.

إن تأثير صناديق الثروات السيادية في التقييم كبير جداً، فالتحليل الاقتصادي يظهر أنه في السنة التي تستثمر فيها الصناديق السيادية في الشركة، فإن معدل القيمة السوقية للشركة مقابل قيمتها الدفترية يزداد بنسبة 15 %، و هذه النتيجة تشير إلى أن حملة الأسهم بشكل عام يستفيدون كثيرا من استثمار الصناديق السيادية في شركاتهم، فضلا عن أن تأثير الصناديق السيادية يتجاوز كثيرا آثار استثمارات المؤسسات الاستثمارية النمطية، فالسوق يدفع بالمتوسط للشركات التي تملك الصناديق السيادية حصة فيها، علاوة أكبر بكثير من تلك المملوكة من المؤسسات الاستثمارية

السائدة والعامّة الأخرى، وكل شيء آخر متعادل، فالأسواق تفضل الصناديق السيادية على أي من المؤسسات الاستثمارية الأخرى .

و يمكن أن نلخص فوائد صناديق الثروة السيادية في النقاط التالية : [33] ص 36

1.3.2.1. تأثير الصناديق على قيمة الشركة

يمكن لصناديق الثروات السيادية أن تكون نشطة في سوق الاستحواذ وتحول دون الاستحواذات التي تخفض من قيمة الشركات التي تستثمر فيها، فالصناديق السيادية بسبب مصلحتها في عائدات الأسهم تتجنب الاستراتيجيات التي تهدف بوضوح إلى تدمير قيمة وحجم الاندماج.

كما تزيد صناديق الثروات السيادية علاوات الاستحواذ في الشركات التي تستثمر فيها، ففي أواخر 2008 رفض صندوق التقاعد الحكومي للنرويج عرضاً من شركة ميد أميركان انيرجي (وحدة تابعة لشركة بير كشاير هيثأواي المملوكة لوارين بوفيت) لشراء كونستيليشين، التي يملك فيها صندوق التقاعد حصة نسبتها 4.8 %، وكان عرض ميد أميركان مدعوماً من قبل إدارة كونستيليشين، ومنذ ذلك الحين، رفع الصندوق قضية في المحاكم ضد ميد أميركان، وكما تظهر هذه الواقعة، فإن مساهمين ذوي نفوذ وقوة ومالكي حصة غير مسيطرة يمكن أن يشكلوا ضغطاً خارجياً.

تزيد الصناديق السيادية من قيمة الشركات لأنها تخفض من كلفة الرساميل عليها نتيجة لسعيها وراء مخاطر أقل، فتكلفة الفرصة البديلة للصناديق السيادية تكمن في الاستثمار في الأدوات الخالية من المخاطر كالسندات الأميركية كما كان شائعاً في الثمانينيات، فضلاً عن أنه نسبة إلى حجم الصندوق، فإن حصة الصندوق السيادي الواحد تمثل نسبة صغيرة من إجمالي أصولها بأي حال (الصندوق النموذجي في العينة يستثمر في أكثر من 100 سهم)، ويتسع نطاق عالمية الشركة التي هي بمنزلة مدير الصندوق للشركات التي تستثمر فيها الصناديق السيادية، كما تصبح أقل عزوفاً عن المخاطر.

2.3.2.1. دور الصناديق السيادية في حوكمة الشركات

يمكن لصناديق الثروات السيادية أن تتصرف كآليات داخلية لحوكمة الشركة حيث تعمل على جسر الهوة بين المساهمين والإدارة العليا، بديلاً للنظام القانوني، فإن المرء يتوقع أن يكون تأثير القيمة للصناديق السيادية أكبر عندما تستثمر تلك الصناديق في شركات من دول ذات نظام قانوني

ضعيف. لكن تحليلنا للسنوات الخمس الماضية أظهر أن علاوة الصناديق السيادية المذكورة سلفاً هي ذاتها بغض النظر عن مستوى الحماية التي يتمتع بها المستثمر في بلده الأصلي. و على عكس أنواع المؤسسات الاستثمارية الأخرى، توفر الصناديق السيادية رؤوس أموال مضمونة عند الحاجة إليها مستقبلاً وبالتالي تقلل من الغموض حيال مستقبل قدرة تمويل الشركة، وهناك خاصيتان أو ميزتان للصناديق السيادية تجعلها مرغوبة ومفضلة أكثر من المؤسسات الاستثمارية العادية: فهي أكبر ولا تستثمر بقوة في الأسهم، فكون الصناديق السيادية لها منفذ وقدرة على الوصول السهل إلى كميات هائلة من الأموال، فإن السوق يكافئ هذه الموارد غير المحدودة لرؤوس الأموال في الشركات التي تستثمر فيها. وتشير التقديرات الحالية إلى أن الصناديق السيادية لا تزال غير منكشفة بدرجة كبيرة على الأسهم، مقارنة مع صناديق التقاعد العادية والنظامية أو غيرها من المؤسسات الاستثمارية، وبالتالي فإن التوقعات هي أن الصناديق السيادية ستزيد من انكشافها بشكل تدريجي على الأسهم في السنوات المقبلة (إلى نحو 40 %).

3.3.2.1. دور الصناديق السيادية في توفير العلاقات

توفر الصناديق السيادية علاقات سياسية ثمينة وقيمة، فقد أسست البرازيل أخيراً صندوقاً سيادياً خاصاً بها بهدف حماية الدولة من الأزمة المالية العالمية ومساعدة الشركات البرازيلية على دعم التجارة والتوسع في الخارج، ومن المتوقع أن تدعم جاذبية الحكومة البرازيلية لدى الشركات المتعددة الجنسيات والأجهزة الرقابية ذلك التوسع. إن الجدل الذي يحيط بصناديق الثروات السيادية هو سياسي أكثر من كونه مالياً، فملكية الصناديق السيادية تلقى عادة تقييماً إيجابياً من الأسواق بزيادة تصل إلى نحو 15 % في قيمة الشركة، ويشير ذلك وعلى عكس الادعاءات التي تقول أن الصناديق السيادية تستغل استثماراتها وتتحرى أجندات سياسية، إلى أنها تساهم في الواقع في خلق قيمة طويلة المدى لحقوق المساهمين، وتحقق زيادات في القيمة أكبر من تلك التي تحققها المؤسسات الاستثمارية الأخرى.

3.1. واقع الصناديق السيادية وآفاقها

ارتفع عدد الصناديق السيادية في العالم وازدادت موجوداتها وتوسعت استثماراتها على إثر تطور الاقتصاد العالمي، و هذا في الفترة ما بين نهاية القرن العشرين وبدايات الألفية الثالثة حيث شهدت هذه الفترة تأسيس منظمة التجارة العالمية وإبرام اتفاقات متعددة الأطراف ترمي إلى تحرير التجارة الخارجية وحركات رأس المال الأجنبي.

1.3.1. اكبر الصناديق السيادية في العالم

تختلف أحجام الصناديق السيادية و هذا باختلاف الدولة المالكة لها وتباين مصادر رؤوس أموالها.

1.1.3.1. اكبر الصناديق السيادية في العالم من حيث الحجم

ليس من السهل إعداد جدول لأكبر الصناديق السيادية كون معظمها تحيط نفسها بسرية كبيرة ولا تنشر حجم محافظها الاستثمارية، ناهيك عن تفاصيل عائداتها أو استثماراتها، و يفسر ذلك التباين الكبير في الأرقام عند تقدير أصول الصناديق السيادية أو مدى سرعة نموها. وتتراوح التقديرات الحالية لحجم الصناديق السيادية الحالي ما بين أقل بقليل من 2000 مليار دولار إلى أكثر من 3000 مليار دولار.

كما تكمن مشكلة أخرى في التعريف، إذ لا تمتلك جميع الدول صناديق رسمية، فالاحتياطات المالية السعودية، على سبيل المثال، تدار من قبل مؤسسة النقد السعودية، ورغم ذلك فإن المصرفيين يرون أن السعودية تشكل واحدة من أكبر مصادر الثروات السيادية، وفي حين يبدو مناسباً للمستثمرين والسياسيين وضع جميع الصناديق في إطار واحد، لكن من الواضح أن الصناديق السيادية متنوعة بتنوع الدول التي ترعاها.

وفي مايلي قائمة لصناديق الثروة السيادية مرتبة حسب الحجم اعتمدت في إنجازها على آخر الإحصاءات لمعهد صناديق الثروة السيادية :

الجدول رقم (3): ترتيب صناديق الثروة السيادية [26]

الشفافية	نسبته من الاحتياطي الرسمية	الأصل	البدء	الأصول	اسم الصندوق	قطر
3	29.5	النفط	1976	627	هيئة الاستثمار في أبو ظبي	أبو ظبي
2	12.7	النفط	n/a	431	مؤسسة النقد العربي السعودي في الخارج	المملكة العربية السعودية
2	0.2	غير سلعية		347.1	أمن للاستثمار	الصين
10	7،1	النفط	1990	326	صندوق المعاشات التقاعدية الحكومي العالمي	النرويج
6	1.9	غير سلعية	1981	247.5	حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة
5	0.4	النفط	2008	219.9	الصندوق الوطني للرعاية	روسيا
6	12.7	النفط	1953	202.8	الهيئة العامة للاستثمار	الكويت
6	0.1	غير سلعية	2007	190	الصين للاستثمار	الصين
7	1.0	غير سلعية	1998	173	هيئة النقد في هونج كونج المحفظة الاستثمارية	الصين هونج كونج
10	0.8	غير سلعية	1974	85	تيماسيك القابضة	سنغافورة
4	2.8	النفط	2006	82	شركة دبي للاستثمار	دبي
5	لا شيء	غير سلعية	2000	77.9	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	الصين
2	0.8	النفط	2006	65	الهيئة العامة للاستثمار في ليبيا	ليبيا
5	8،6	النفط	2003	62	الهيئة العامة للاستثمار في قطر	قطر
1	0.3	النفط	2000	47	صندوق ضبط الإيرادات	الجزائر
9	1.8	غير سلعية	2004	42.2	صندوق المستقبل الاسترالية	أستراليا
2	1،1	النفط	2000	38	الصندوق الوطني كازاخستان	كازاخستان

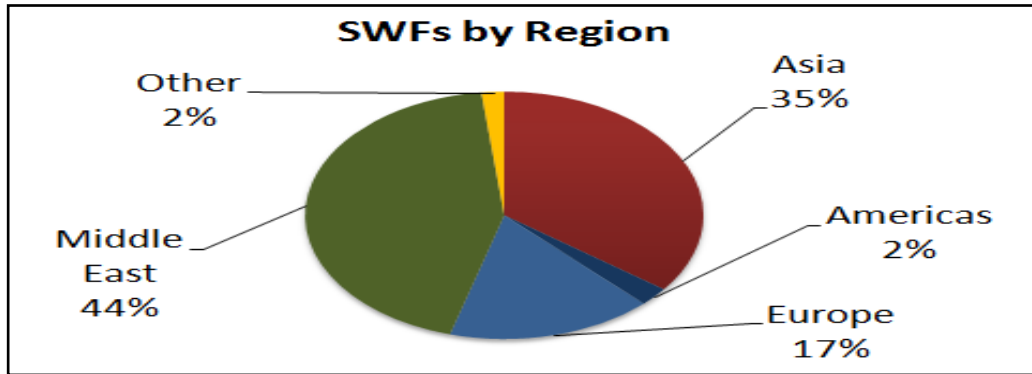
1		النفط	1983	30	وكالة الاستثمار في بروناي	بروناي
جديد	0.2	غير سلعية	2008	28	صندوق الاستثمارات الإستراتيجية	فرنسا
9	0.1	غير سلعية	2005	27	كوريا للاستثمار	كوريا الجنوبية
10	0.5	النفط	1976	26.7	صندوق أسكا الدائم	الولايات المتحدة - الاسكا
4	0.3	غير سلعية	1993	23.1	Nasional Khazanah	ماليزيا
10	36.6	غير سلعية	2001	22.8	الوطني للمعاشات والصندوق الاحتياطي	أيرلندا
7	0.9	النحاس	1985	21.8	المجلس الاقتصادي والاجتماعي وصندوق تثبيت الأسعار	شيلي
7	0.3	النفط	2002	14.7	شركة مبادلة للتنمية	أبو ظبي
7	2.9	النفط	2006	14	ممتلكات القابضة	البحرين
n/a	لا شيء	النفط	1984	14	الشركة الدولية للاستثمارات البترولية	أبو ظبي
1	0.2	النفط	1999	13	صندوق الاستقرار النفطي	إيران
9	0.4	النفط	1976	11.9	ألبرتا صندوق التراث	كندا
9	0.2	غير سلعية	1958	11.7	الدولة الجديدة المكسيك مكتب الاستثمار الاستئماني	الولايات المتحدة نيو مكسيكو
9	0.6	النفط	1999	10.8	الصندوق الحكومي للنفط	أذربيجان
1	0.2	النفط	2004	9.4	فائض الحساب الخام	نيجيريا
1	0.3	النفط والغاز	1980	8.2	صندوق الاحتياطي العام للدولة	سلطنة عمان
11	0.7	الماس والمعادن	1966	6.9	صندوق بولا	بتسوانا
10	0.8	غير سلعية	2003	6.9	صندوق التقاعد نيوزيلندا	نيوزيلندا
جديد	لا شيء	غير سلعية	2009	5.9	صندوق السيادة البرازيل	البرازيل

3	لا شيء	النفط	2008	5.3	صندوق الاستثمارات العامة	المملكة العربية السعودية
4	لا شيء	غير سلعية	2007	5	الصين وافريقيا وصندوق التنمية	الصين
6	غير متوفر	النفط والغاز	2005	4.2	صندوق النفط لتيمور الشرقية	تيمور الشرقية
9	لا شيء	المعادن	1974	3.6	وايومنغ المعدنية دائمة للصندوق الاستثماري	الولايات المتحدة- وايومنغ
6	لا شيء	الغاز	1986	3.1	الصندوق الاستثماري في الاباما	الولايات المتحدة -ألاباما
5	غير متوفر	النفط	2000	2.9	تراث وصندوق تثبيت الأسعار	ترينيداد وتوباغو
	جديد	النفط	2008	2.8	الهيئة العامة للاستثمار تيرينجانو	ماليزيا
3	X	النفط	2005	1.2	الهيئة العامة للاستثمار في رأس الخيمة	رأس الخيمة
1	لا شيء	النفط	1998	0.8	FIEM	فنزويلا
4	0.1	غير سلعية	2006	0.5	حالة رأس المال للاستثمار	فيتنام
1	لا شيء	الفوسفات	1956	0.4	معادلة إيرادات الصندوق الاحتياطي	كيريباس
X	X	غير سلعية	2006	0.3	حكومة وحدة الاستثمار	اندونيسيا
1	X	النفط والغاز	2006	0.3	الصندوق الوطني للاحتياطيات النفط	موريتانيا
2	X	النفط	2007	X	الهيئة العامة للاستثمار في الإمارات	الإمارات العربية المتحدة
n/a	X	النفط	2006	X	صندوق الاستثمار العماني	سلطنة عمان
n/a	X	النفط	2006	X	دبي العالمية	دبي
				\$2,203.1	مجموع ذات النفط والغاز	
				\$1,397.7	مجموعه أخرى	
				\$3,600.8	المجموع	

في ماي 2009 قام معهد الصناديق السيادية الدولي بتحديث لترتيب صناديق الثروة السيادية و هو الموضح في الجدول السابق ، فوفقا للمعهد فإن إجمالي استثمارات صناديق الثروة السيادية يصل إلى 3.6 تريليون دولار أميركي تمثل استثمارات 36 دولة، وعلى رأسها الصين، حيث بلغت استثمارات الصندوق السيادية الصينية حوالي 817.9 مليار دولار، تليها الإمارات التي تبلغ استثمارات صناديقها السيادية 738.5 مليار دولار، بينما تبلغ استثمارات صندوق الثروة السيادي للكويت 202.8 مليار دولار، وتشير البيانات إلى أن الدول العربية النفطية (دول مجلس التعاون بالإضافة إلى ليبيا والجزائر) تملك صناديق ثروة سيادية تبلغ استثماراتها 1.574 تريليون دولار أميركي، أي بنسبة تقارب 44% من إجمالي رأسمال صناديق الثروة السيادية الدولية.

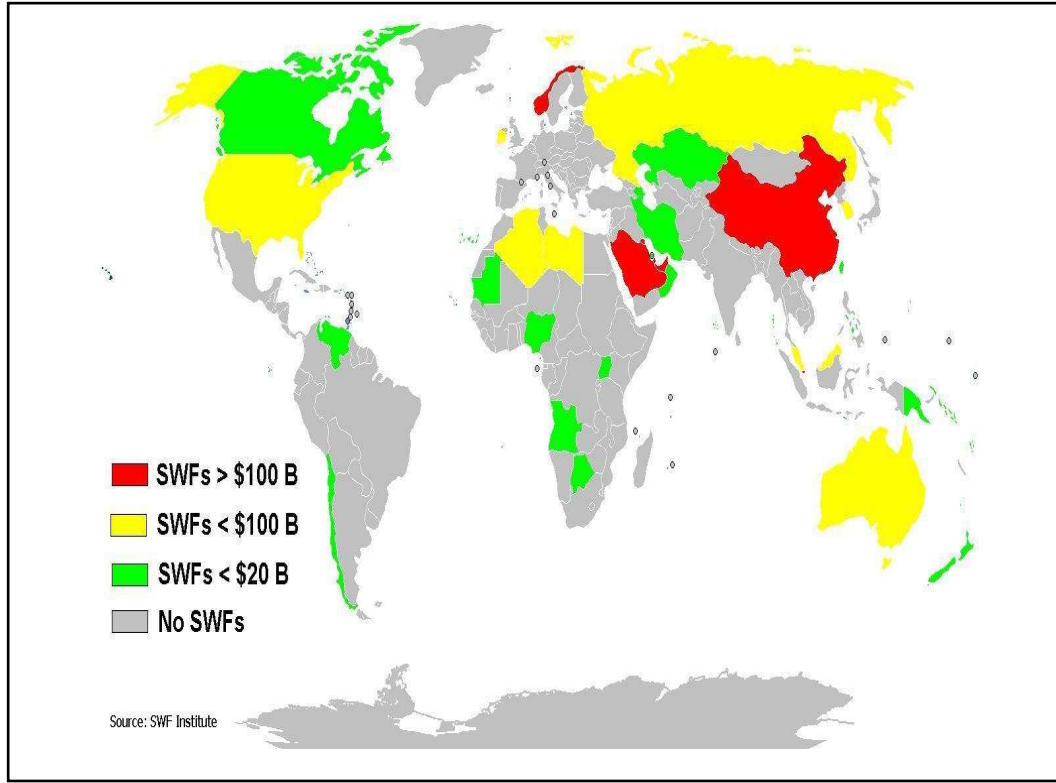
2.1.3.1. التوزيع الجغرافي لهذه الصناديق.

في تحديث لمعهد الصناديق السيادية في مارس 2009 يظهر جليا أن الصناديق السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي تمثل 44 % من إجمالي أصول الصناديق السيادية التي تبلغ 1.5 تريليون دولار .ومن الصناديق السيادية الرائدة في المنطقة : صندوق أبو ظبي للاستثمار، وصندوق الهيئة العامة للاستثمار بالكويت. بينما تمثل الصناديق السيادية الآسيوية 35 في المائة من إجمالي أصول الصناديق السيادية ومن أهم الصناديق التابعة لهذه المنطقة مؤسسة سنغافورة الحكومية للاستثمار، أما باقي العالم فيمثل 21 في المائة .



الشكل رقم (7): توزيع الصناديق السيادية حسب القارة. [26]

والخريطة الموائية توضح توزيع الصناديق في العالم



الشكل رقم (8) : توزيع الصناديق في العالم [24]

2.3.1. واقع الصناديق السيادية

تتفاوت الأرقام التي تحدد موجودات تلك الصناديق بشكل واسع، لاسيما أن عدداً كبيراً منها لا يعلن عن حجم أمواله، ولكن تشير دراسة لمؤسسة "مورغان ستانلي" أن تلك الصناديق تملك مجتمعة 3.5 تريليون دولار.

أما "ستاندرد تشارترد" فتقدر أن حجم موجودات تلك الصناديق يعادل 12% من إجمالي القيم المتداولة في بورصة نيويورك، أو 42% من إجمالي القيم المتداولة في بورصة طوكيو. و لدراستي لواقع الصناديق السيادية اعتمدت على الإحصاءات التي قدمتها مؤسسة "انترناشونال فاينانشيال سيرفيس" لندن، "IFSL Research" في افريل 2008.

1.2.3.1. نمو حجم الصناديق السيادية.

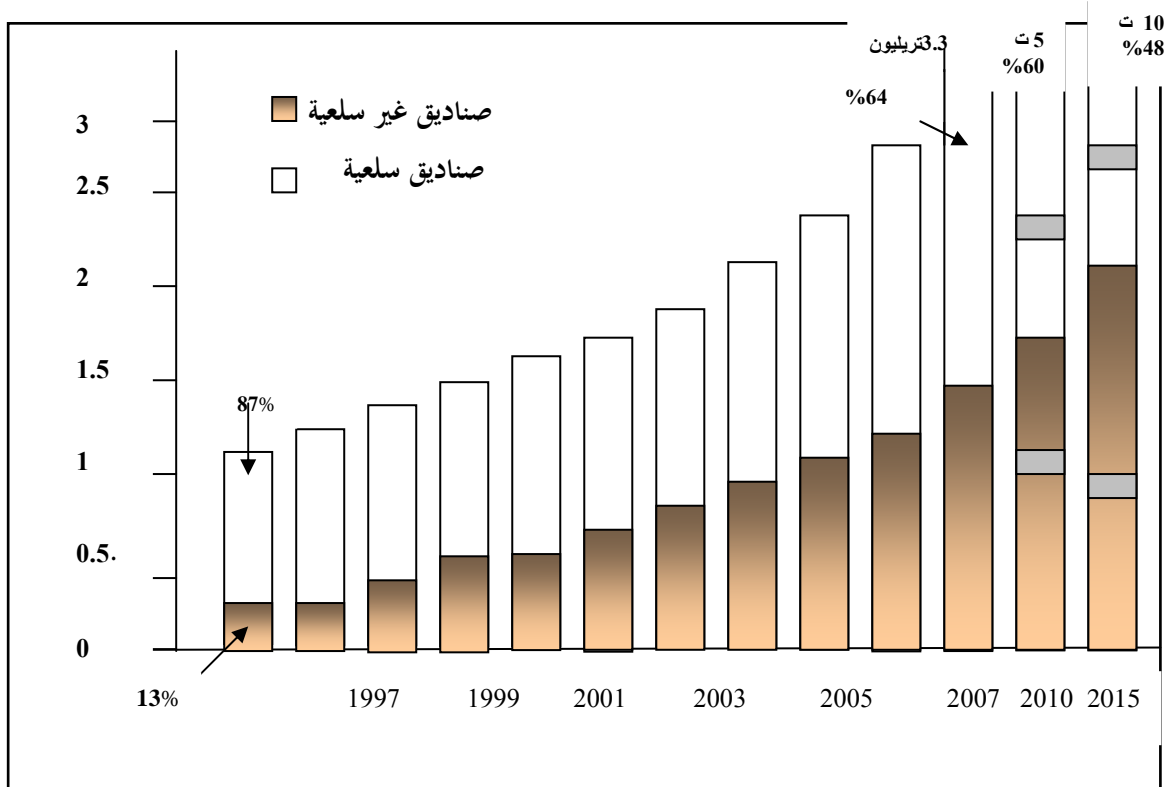
بالرغم من أن نشأة الصناديق السيادية تعود إلى عقد الخمسينيات من القرن الماضي، حيث يرجع تاريخ بعضها إلى العام 1953، إلا أنها بدأت تنشط بصورة مفرطة أخيراً باستحواذها،

ضمن القطاع المالي وحده على حصص في مؤسسات عملاقة مثل: " مورغان ستانلي " و " بيرستيرن " و " ميريل لينش " و " سيتي غروب " و " UBS . "

حيث أن حجمها الإجمالي على النطاق العالمي زاد بصورة" مثيرة على مدى من 10 إلى 15 سنة ماضية ، و ربما كانت في عام 1990 حازت على أقصى تقدير 500 مليار دولار ، و لكن إجمالي قيمتها يقدر الآن بما يتراوح بين 3 تريليونات دولار، و استناداً على المسار المرجح للحسابات الجارية قد تصل إلى 10 تريليونات دولار بحلول عام 2015 " [34] ص 56.

وفي تقديرات أخرى لمؤسسة أنترناشونال فاينانشيال سيرفيس لندن "Research IFSL" تشير إلى أن الحجم الإجمالي لصناديق الثروة السيادية يقدر بالتقريب بـ 3.3 تريليون دولار في نهاية عام 2007.

و الشكل الموالي يبين نمو الصناديق السيادية و هذا في الفترة ما بين 1997 و 2007،، وهذا حسب التقرير وتقدر مؤسسة " إنترناشونال فاينانشيال سيرفيس " لندن " IFSL " Research " ، وهذا التقرير نشر في افريل 2008.



الشكل رقم (9): إجمام الصناديق السيادية ما بين العامين 1997-2007 [35]

لقد حدثت زيادة في نفوذ الصناديق السيادية على صعيد الأسواق المالية العالمية ، حيث يظهر بوضوح من خلال الشكل تضاعف الأصول التي يديرها في الفترة ما بين 2001 و 2007، وهذا راجع إلي نمو احتياطي النقد الأجنبي بسبب ارتفاع الفائض التجاري لبعض البلدان ، حيث قدرة مؤسسة IFSL الأصول التي تحت إدارة الصناديق السيادية تقدر " بـ 3.3 تريليون دولار حسب الشكل بزيادة مقدرة بـ 18%، ونتج هذا النمو لزيادة احتياطات النقد الأجنبي الرسمية في بعض الدول الآسيوية ، و ارتفاع العائدات الناتجة عن تصدير النفط" [35] .

و يظهر من خلال الشكل أيضا أن الصناديق السيادية الممولة من صادرات السلع الأساسية ، وبصورة رئيسية من تصدير النفط و الغاز ، يقدر حجمها بـ 2.1 تريليون دولار في نهاية عام 2007، أي ما يعادل نسبة 64% من إجمالي حجم أصول الصناديق السيادية.

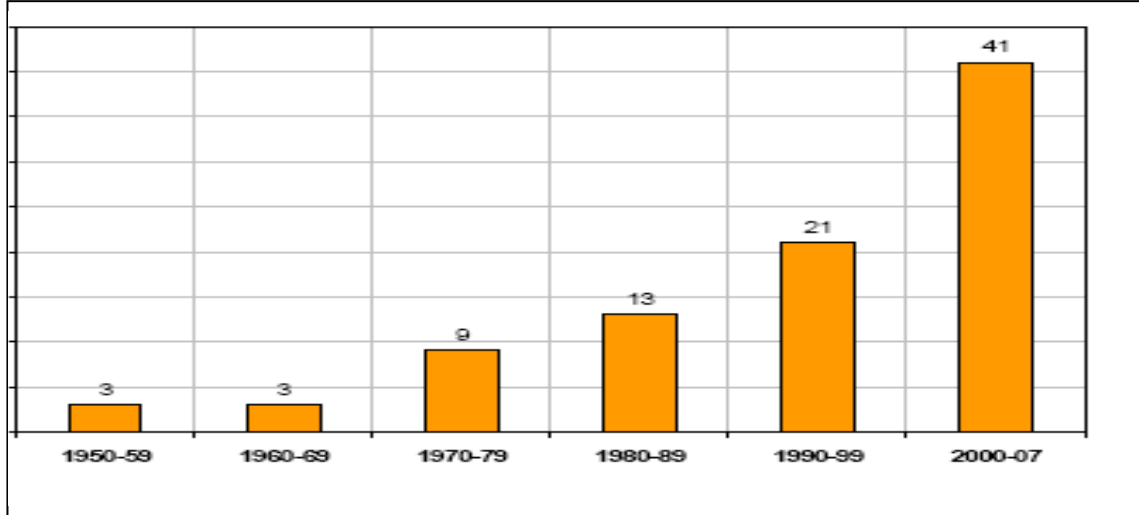
بينما الصناديق السيادية الممولة من غير السلع ، أي الممولة من نقل الأصول من احتياطات النقد الأجنبي الرسمية ، و في بعض الحالات من ميزانية الحكومة ، و المعاش التقاعدي، والاحتياطات و عائدات الخصخصة يبلغ حجم أصولها بـ 1.2 تريليون دولار في نهاية عام 2007، أي ضعف ما حققته قبل ثلاث سنوات .

كما يلاحظ أن هذه الأخيرة (الصناديق السيادية الممولة من غير السلع) تحوز على نصيب متزايد من حجم صناديق الثروة السيادية الكلي، حيث كانت تبلغ نسبتها في عام 1997 ما يقارب 13% ، و تضاعفت سنة 2007 لتبلغ نسبتها 36% .

2.2.3.1. النمو في عدد الصناديق السيادية.

الشكل الموالي سوف يوضح النمو في عدد الصناديق السيادية منذ سنة 1950 إلى غاية

2007.

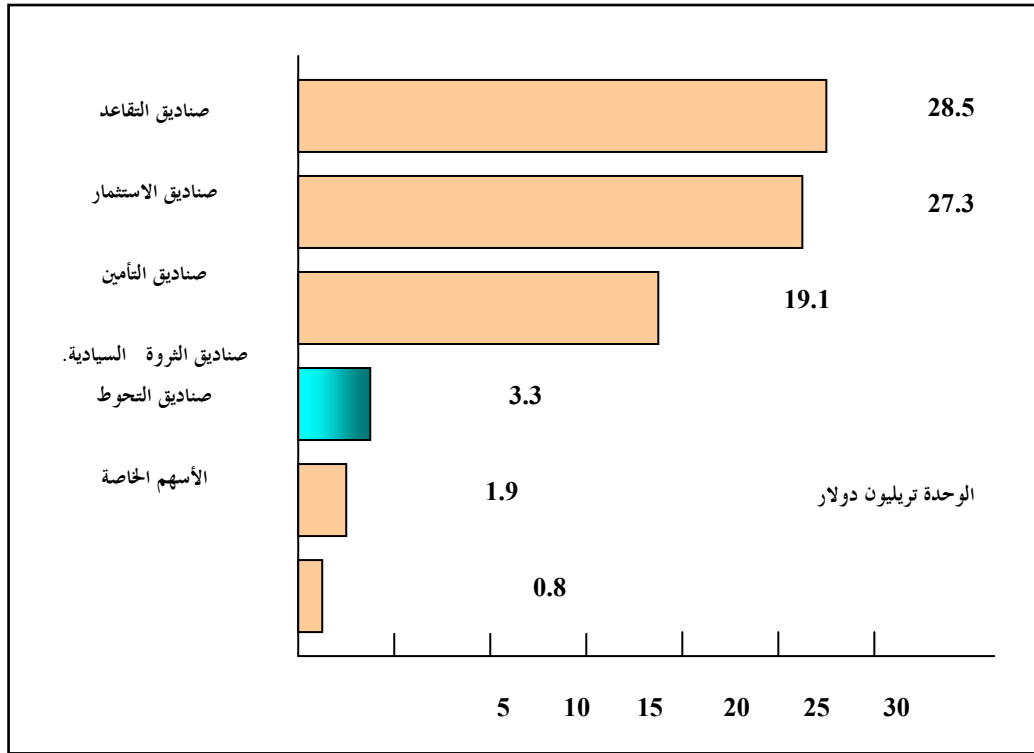


الشكل رقم (10): تعداد صناديق الثروة السيادية [36] ص 1 .

من خلال الشكل يتضح أن الصناديق السيادية ازدادت بشكل كبير في الفترة ما بين 2000 و2007 وهذا يرجع إلى الأسباب المذكورة نفسها (أي النمو في الفوائض المالية للدول بغض النظر عن مصادرها)، بالإضافة إلى ما سبق إن هذه الصناديق حققت نجاحا في تحقيق عوائد كبيرة مما شجع الكثير من الدول إلى القيام بإنشاء صناديق سيادية بديلاً عن الأشكال الاستثمارية الحكومية السابقة، كما يعود سبب هذا التزايد في أعداد الصناديق السيادية خاصة بعد فترة الثمانينيات هو انفتاح الكثير من الاقتصاديات الآسيوية على الغرب .

3.2.3.1. حجم الصناديق السيادية بالمقارنة مع الأصول الخاضعة للإدارة

الشكل الموالي يوضح حجم صناديق الثروة السيادية بالمقارنة مع كل من صناديق التقاعد صناديق الاستثمار، صناديق التحوط، صناديق التأمين، و الأسهم الخاصة.



الشكل رقم (11) : حجم الصناديق السيادية بالمقارنة مع الأصول الخاضعة للإدارة. [36]

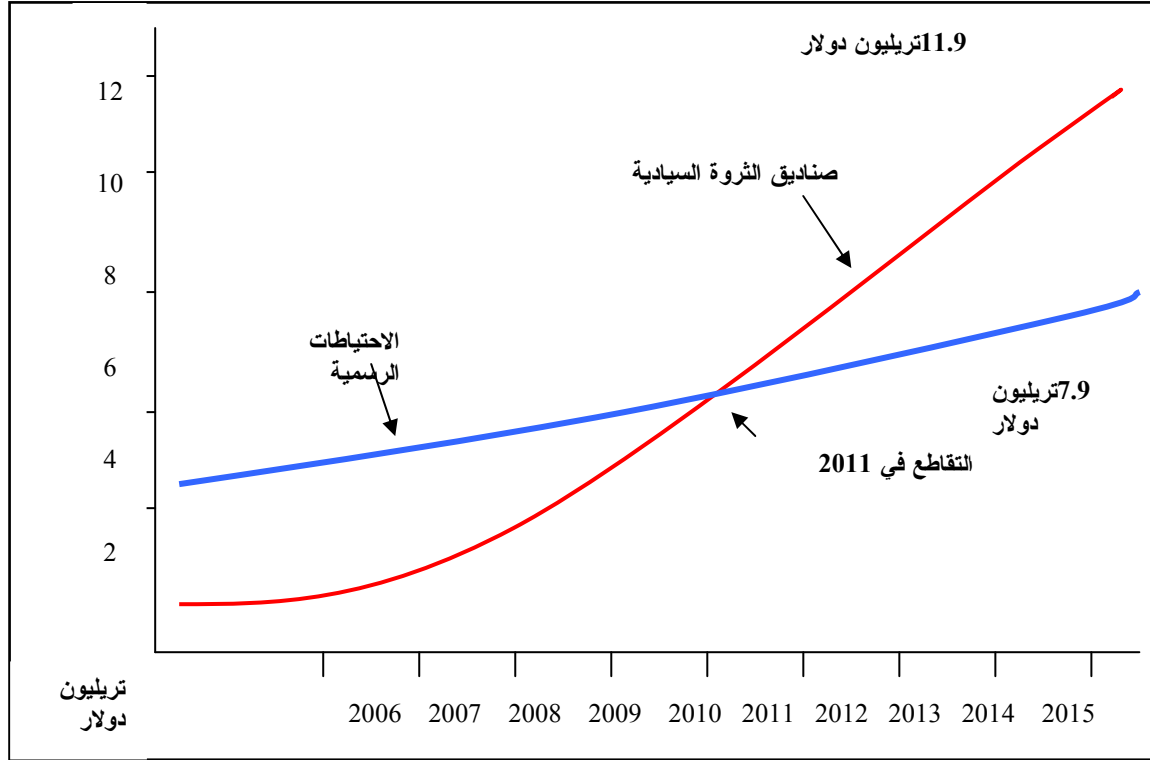
كما يبدو من الشكل أصول الصناديق السيادية تمثل بالتقريب الضعف من تلك التي لصناديق التحوط ، بينما أصول الصناديق السيادية أقل من صناديق التأمين و صناديق الاستثمار و صناديق التقاعد ، حيث " يمثل حجم الصناديق السيادية ما يقارب 1 / 6 من حجم صناديق التأمين ، ويمثل بالتقريب 1/8 من حجم كل من صناديق التقاعد و صناديق الاستثمار وهذا حسب تقديرات سنة 2007" [35]، و هذا يعني أن " الصناديق السيادية ليست أهم جهات الاستثمار المؤسساتية العاملة في الأسواق المالية العالمية ، إذ كانت و ستظل صناديق التقاعد و صناديق الاستثمار المشتركة ، و كذلك شركات التأمين ، الجهات العالمية الرئيسية الفاعلة " [37] ص 43 .

3.3.1. التوقعات المستقبلية لهذه الصناديق

وفي هذا الإطار سوف أعتمد عل دراستين، وهما الدراسة التي قامت بها مؤسسة IFSL ، و الدراسة التي قام بها ستفن جون من مؤسسة "مورغان ستانلي".

1.3.3.1. التقديرات المتوقعة للصناديق السيادية إلى غاية 2015.

هناك اختلاف بين تقديرات كل من مؤسسة مورغان ستانلي و مؤسسة IFSL، فالشكل التاسع يبين تقديرات مؤسسة IFSL والتي تنص على أن حجم صناديق الثروة السيادية سيرتفع إلى 5 تريليون دولار في عام 2010، و إلى أكثر من 10 تريليون دولار في عام 2015 [35]. بينما الشكل الموالي يبين تقديرات بنك "مورغان ستانلي" للفترة ما بين 2006 و 2015 كون هذه التقديرات نشرت قبل تقديرات مؤسسة IFSL أي في 3 ماي 2007 .



الشكل رقم (12): تقديرات "مورغان ستانلي" لحجم الصناديق السيادية إلى غاية 2015 [38]

ص1

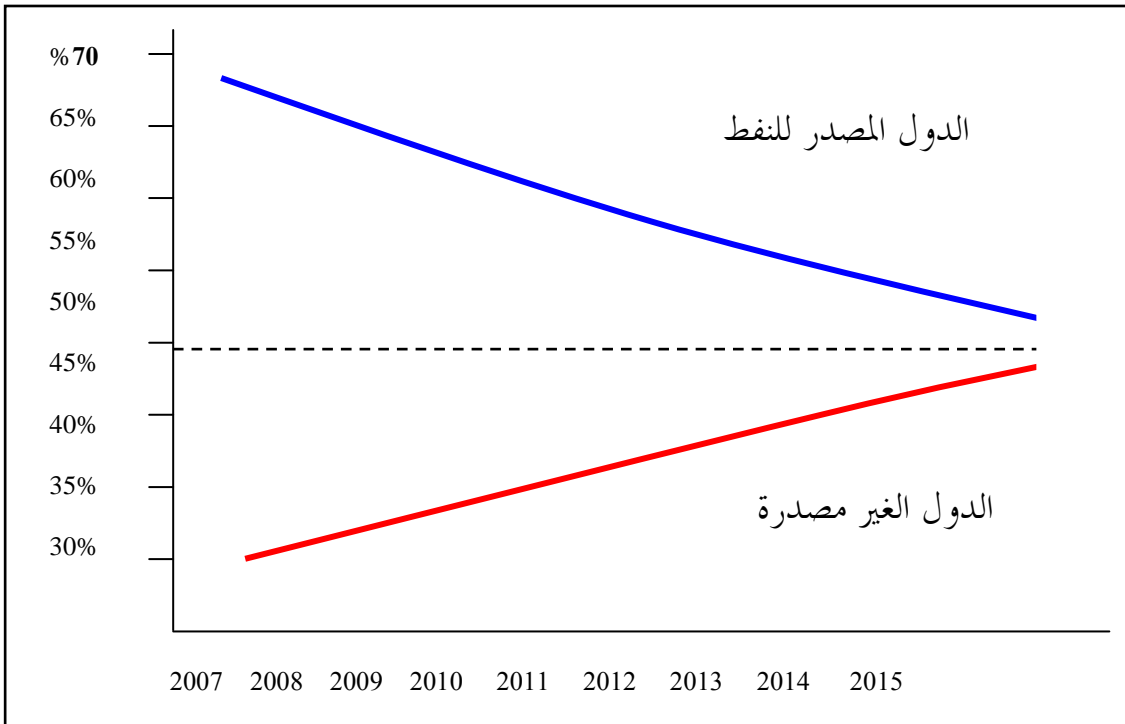
" يظهر من خلاله أن الحجم المتوقع للصناديق السيادية لعام 2015 يقدر بالتقريب 12 تريليون دولار، و أن هناك إمكانية أن تتجاوز إجمالي حجم الاحتياطات الرسمية للعالم بحلول نهاية عام 2011" [38] ص 1.

وترجع مؤسسة IFSL هذا النمو المتوقع يعتمد إلى حد كبير على مستوى عالٍ للبحث عن البترول، وغيرها من أسعار السلع الأساسية، ويرجع إلى النمو السريع في احتياطات النقد الأجنبي الرسمية، وكذلك التنمية المستدامة للاقتصاد العالمي، و أيضا يرجع إلى العائدات التي ستحققها الصناديق السيادية من استثماراتها في المستقبل.

وخفض بنك " مورغان ستانل توقعاته لنمو أصول هذه الصناديق إلى 10 تريليون دولار بحلول عام 2015 فيما يشير إلى أثر التقلبات الهائلة في الأسواق حتى على كبار المستثمرين" [35] ص6.

2.3.3.1. تقديرات لنسبة الصناديق السيادية الممولة من غير السلع

من أجل شرح هذه النقطة اعتمدت على تحليل الشكل السادس و الشكل الموالي الذي يخص زيادة أهمية آسيا وعموما الدول غير المصدرة للنفط.



الشكل رقم (13) : زيادة أهمية الدول الآسيوية الغير نفطية [38] ص1

كما هو مبين في الشكل البياني رقم (9) و الشكل رقم (13) سوف تلعب الدول الآسيوية غير مصدرة للنفط دورا أكثر أهمية في المستقبل.

فحسب الشكل 9 الزيادة في صناديق الثروة السيادية الممولة من غير السلع سوف تزداد نسبتها من حجم الصناديق السيادية إلى 40% في عام 2010 مقارنة بـ 36% في نهاية عام 2007، وتصل إلى حوالي النصف عام 2015.

و النتيجة نفسها من الشكل 13 ويعود ذلك إلى استمرار نمو الدول غير المصدرة للنفط و ذات الفوائض المالية الكبيرة مثل الصين و سنغافورة و كوريا الجنوبية بزيادة استثماراتها من خلال الصناديق السيادية في المستقبل.

إن هذه التوقعات تبقى غير دقيقة وهذا يرجع إلى عدة أسباب من أهمها أنه لا يمكن التنبؤ بالسياسات الحمائية للدول التي سوف تستثمر فيها هذه الصناديق في المستقبل ، وكذلك ليس من الممكن أيضا أن نقدر حجم الصناديق السيادية في المستقبل في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة و تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية .

و أهم سبب أن التقديرات الحالية لحجم الصناديق السيادية هو أساسا مبني على التخمينات ، وهذا يعود إلى عدم شفافية معظم هذه الصناديق ، وفي الأغلب سوف تبقى هذه الصناديق معتمدة على سياسة عدم الشفافية في المستقبل ، مما يزيد من المخاوف الغربية منها و بالتالي من الممكن أن يسبب مشاكل في المستقبل .

3.3.3.1. التقديرات المتوقعة للنمو العددي للصناديق السيادية.

من المتوقع أن ينمو عدد الصناديق السيادية بحلول 2015 إلى ما يقارب 50 صندوقاً سيادياً وهذا راجع للنجاح الكبير الذي حققته الصناديق السيادية وبالأخص في دولة الإمارات، فإنه من المرجح أن تسعى كل من المملكة العربية السعودية ومملكة البحرين إلى تأسيس مثل هذه الصناديق للاستفادة من الفوائض النفطية مثلما عمدت إلى ذلك كل من دولة قطر وسلطنة عمان في السنوات القليلة الماضية، إذ أصبح من المهم بمرور الأثر القانونية والإدارية والتنظيمية التي تسمح باستغلال فوائض النفط واستثمارها بصورة مؤسسية يتم من خلالها تحقيق عوائد جيدة من الاستثمارات الخارجية.

وتعمل " الصناديق السيادية في كل من السعودية والبحرين في الوقت الحاضر من خلال مؤسسة النقد العربي السعودي (البنك المركزي) ووزارة المالية في البحرين " [39] .

و يفسر هذا النمو في عدد الصناديق وأحجامها ب : [22]ص 3.

- ارتفاع أسعار البترول ابتداء من تسعينيات القرن العشرين بوتيرة غير مسبوقه.
- تباطؤ النمو العالمي وانعكاساته على الحساب الجاري للولايات المتحدة الأمريكية وشركائها التجاريين الرئيسيين الآسيويين.
- تزايد تخصيصات الاحتياطات وتحويلات الفوائض الميزانية لصالح هذه الصناديق.
- ظهور صناديق سيادية جديدة (تايوان، البرازيل، الصين، اليابان.....إلخ).

4.1. نماذج عن الصناديق السيادية

تعتبر التفرقة بين صناديق الثروة السيادية ذات الأصل السلعي (و معظمها صناديق للدول النفطية) و غير السلعي أكثر دقة في تحليل أهداف تلك الصناديق و دورها ، لذلك اعتمدت على هذا المعيار من أجل دراسة أهم النماذج العالمية في مجال الصناديق السيادية .

1.4.1. الصناديق السيادية السلعية

تمثل الصناديق السيادية السلعية حالياً حوالي 61 % من الصناديق السيادية في العالم و النسبة مرشحة للانخفاض إلى حوالي النصف مع حلول سنة 2015 ، و من أهم النماذج الدولية النفطية التي قامت بإنشاء الصناديق السيادية هي إمارة أبوظبي باعتبارها تملك أكبر صندوق سيادي في العالم في الوقت الراهن ، و دولة النرويج التي تمثل النموذج المثالي لأفضل الممارسات الاستثمارية.

1.1.4.1. نموذج أبوظبي.

تسيطر إمارة أبوظبي على ثلاثة صناديق ثروة سيادية مهمة، وهي هيئة أبوظبي للاستثمار (AIDA) و شركة مبادلة للتنمية (Mubadala) ، وهو صندوق أصغر حجماً لكنه أكثر جرأة على صعيد المغامرة، و شركة أبو ظبي العالمية للاستثمارات البترولية (IPIC)، وعلى مدى عقود عدة تم تأسيس الصناديق الثلاثة لإدارة عائدات الإمارة من النفط والغاز، وتعزيز موقعها في أسواق النفط الإقليمية والعالمية، والإسهام في تنويع اقتصاد أبو ظبي بعيداً عن المخاطر التي تمثل أسواق النفط المتقلبة.

■ نشأة:

في العام 1976، تم تأسيس هيئة أبو ظبي للاستثمار AIDA التي تعد صندوق الثروة السيادية الثاني من حيث الأهمية في منطقة الخليج العربي ومن بين أكبر الصناديق في العالم وذلك استجابة لارتفاع أسعار النفط في السبعينيات، وتمثلت مهمة الهيئة في ضمان ازدهار أبوظبي والحفاظ عليه، عبر إدارة الأصول المالية لإمارة بحكمة وحصافة.

أصبحت هيئة أبوظبي للاستثمار على مدار السنوات أكبر صندوق ثروة سيادية في العالم، على الرغم من أنها حافظت على وضعية علنية منخفضة، إذ لا يعرف سوى القدر اليسير عن أسلوب إدارتها وإستراتيجيتها الاستثمارية و أصولها،" وقد تكهن الخبراء الماليون الدوليون في عامي 2007 و 2008 أن أصولها تتراوح بين 500 و 875 بليون دولار أميركي، ويعد الفرق بين

هذين الرقمين مؤشراً حاداً على الغموض الذي ميّز الصندوق" [40] ص 10 ، كما أن سياسة الهيئة المتمثلة في الاحتفاظ بحصص أسهم عادية صغيرة أقل مما تتطلبه متطلبات الإفصاح، يزيد من صعوبة الحصول على معلومات عنها. يضاف إلى ذلك أنها تصدّر نسبة 80 % من أموالها إلى شركات خارجية.

لم تظهر هيئة أبو ظبي للاستثمار في دائرة الضوء في العالم إلا في أواخر شتاء 2007 و أوائل 2008، وذلك بسبب الاضطراب الذي أصاب الأسواق المالية، وربما كان استحواذ الهيئة على نسبة 4.9 % في سيتي غروب " City group " أهم حدث في تلك الفترة، فهو نقل الجدل في شأن صناديق الثروة السيادية من دائرة ضيقة تشمل الخبراء فقط إلى مستوى أوسع وهو المجتمع الدولي.

■ الأداء :

بلغت نسبة العائد على استثمارات " هيئة أبو ظبي للاستثمار خلال 30 عاماً نحو 8%، في حين بلغت نسبة عائداته خلال 20 عاماً نحو 6.5% في 31 ديسمبر من عام 2009، والتي تمثل نمواً مقارنة بعائداته المسجلة في نهاية عام 2008 والتي بلغت 7.6% خلال 30 عاماً و 6.1% في 20 عاماً ، وتعتبر الأرقام المعلنة أول نسب مالية يتم الإفصاح عنها بشكل رسمي من قبل " أديا" منذ تأسيسه عام 1976 " [41] ص 3.

وتأتي هذه التطورات على صعيد الهيئة بالنظر إلى دوره الريادي بوصفه رئيساً مشاركاً لمجموعة العمل الدولية لصناديق الثروات السيادية، ودلالة على التزام الجهاز ودعمه التطوعي لتطبيق مبادئ سانتياغو ، وتعتبر دولة الإمارات جزءاً رئيسياً من اتفاق مبادئ سانتياغو ، والذي يشكل اتفاقية المبادئ لمجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية التي وقع عليها أعضاء المجموعة الـ 25 في العاصمة التشيلية" سانتياغو" ، خلال سبتمبر من عام 2008.

أما عن توزيع الأصول فهي على النحو التالي : " وتبلغ نسبة الأصول التي أوكل جهاز أبوظبي مديري صناديق خارجيين حول العالم بإدارتها 80%، في حين تمثل نسبة استثمارات الجهاز المرتبطة بمؤشرات مالية استراتيجية نحو 60% " [41] ص 3، " وتتنوع استثمارات الجهاز وأصوله في خمسة أنواع، وهي المنتجات المهيكلة، والأسهم الخاصة، والخزينة والدخل الثابت، والأسهم الداخلية، والأسهم الخارجية، وتحل فئة الأسهم المتقدمة نصيب الأسد من استثمارات الجهاز بأكثر من الثلث، وبنسبة تتراوح بين 35 و 45%، وتليها فئة أسهم الأسواق الناشئة بنسبة تتراوح بين 10 و 20%، وبعد ذلك تأتي الاستثمارات في أسهم رؤوس الأموال الصغيرة بنسب تتراوح بين 1 و 5%، وتليها فئة السندات الحكومية بنسبة تتراوح بين 10 و 20% "، وتشكل الاستثمارات " في أدوات الائتمان 5 إلى 10% من محفظة استثمارات

الجهاز، وتليها الاستثمارات البديلة بنسبة 5 إلى 10%، وتليها فئة العقارات بنسبة 5 إلى 10%، ثم الأسهم الخاصة بنسبة 2 إلى 8%، والمنتجات المهيكلة بنسبة 1 إلى 5%، وتليها النقد المتوافر بنسبة 0 إلى 10% [41] ص 11.

من جانب آخر، " تتوزع استثمارات هيئة أبو ظبي للاستثمار في أربع مناطق على مستوى العالم، تتركز بشكل خاص في قارة أميركا الشمالية بنسبة تتراوح بين 35 و50%، ثم القارة الأوروبية بنسبة 25 إلى 35%، وتليها أسواق آسيا المتطورة بنسبة 10 إلى 20%، وتليها الأسواق الناشئة بنسبة تتراوح بين 15 إلى 25% [41] ص 11 .

وأظهر التقرير أن " نسبة التوطين في هيئة أبوظبي للاستثمار في نهاية العام الماضي بلغت 31% بين 1200 موظف يعملون لديه، وتعتبر الجنسية الإماراتية ثاني أعلى جنسية من حيث العدد في الجهاز بعد الآسيويين الذين بلغت نسبتهم في الجهاز نحو 36%، وجاء في المركز الثالث الأوروبيون بنسبة 12%، ويليهم موظفون من الشرق الأوسط بنسبة 11%، والأميركيون بنسبة 8%، والأستراليون والنيوزلنديون بنسبة 2% [41] ص 23 .

ويصل عدد الموظفين الحاصلين على درجات متقدمة في شهادة CFA المالية، والتي تعتبر من أعلى الشهادات التي يتم منحها في القطاع المالي على مستوى العالم نحو 127 موظفاً. وبلغ عدد الموظفين الحاصلين على الشهادة بالكامل 80 موظفاً، و7 موظفين حاصلين على المستوى الثاني، و40 موظفاً حاصلين على المستوى الأول.

■ الخصائص:

وجاء في التقرير الذي أصدرت هيئة أبوظبي للاستثمار في 15 مارس 2010 و الذي يعد أول تقرير سنوي له ، أن الإستراتيجية الاستثمارية للهيئة تبدأ بالتعرف على مستوى مقبول من المخاطر، ومن ثم إضافة سلسلة واسعة من أنواع الأصول المختلفة لتساعد في زيادة العائدات، ويعمل استراتيجيو الوحدة الاستراتيجية، وخبراء الأصول، بمساعدة محلي الكميات، على التعرف على التوجهات التي تحدث على صعيد الاقتصاد العالمي، ومن ثم مقارنة المخاطر المحتملة وعائدات الأصول، وفقاً للتقرير.

و ينتج عن ذلك مزيج من المحافظ التي تحتوي على أكثر من عشرة أنواع من الأصول والفروع والتي تكون في مجموعها نظرة AIDA المستقبلية للعالم ، وتراجع الوحدة الاستراتيجية في AIDA باستمرار المؤشرات المحايدة وتقتصر التغييرات الضرورية للأصول الجديدة أو الموجودة وأوزانها، كما تبحث وتقتصر الاستراتيجيات طويلة الأجل بغرض تعزيز العائدات.

وقال التقرير " تتطلب استراتيجيتنا الاستثمارية توازناً حذراً بين المرونة والنظام، حيث يضمن النظام الارتباط الوثيق بين المحفظة والرؤية طويلة المدى، أما المرونة فتعني التفاعل مع

التغييرات الرئيسية مثل القرار الخاص ببدء الاستثمار في الطاقة البديلة في 1986 وفي الأسهم الخاصة في 1989 " [41] ص 23 .

وجاء في التقرير السنوي لجهاز أبوظبي للاستثمار أن الجهاز يعمل على تنفيذ برامجه الاستثمارية باستقلالية تامة دون الرجوع إلى حكومة إمارة أبوظبي أو إلى الهيئات الأخرى التي تستثمر نيابة عن الحكومة، كما أن مدير AIDA الإداري، مخول بموجب القانون بمسؤولية تنفيذ سياسة AIDA، وإدارة شؤونه، بما في ذلك القرارات المتعلقة بالاستثمارات، كما يعمل ممثله القانوني في التعامل مع أي طرف ثالث.

وأشار التقرير إلى أن الجهاز لا يعتبر طرفاً، كما أنه ليست له أية رؤية فيما يتعلق بمتطلبات صرف حكومة إمارة أبوظبي، إضافة إلى أن أصوله لا يتم تصنيفها كاحتياطات عالمية. وأشار التقرير إلى أن حكومة أبوظبي وبصورة دورية، تقوم بتمويل الجهاز بالصناديق الفائضة عن متطلبات ميزانيتها، وبيع بعض الالتزامات الخاصة بالصناديق.

كما ينبغي على AIDA توفير المصادر المالية لحكومة أبوظبي عند الضرورة، وذلك لتأمين المصلحة المستقبلية للإمارة، وفي الواقع لا تحدث هذه السحوبات بصورة دائمة، بل في الأوقات التي يحدث فيها تراجع حاد في أسعار البضائع.

و هيئة ابوظبي تقوم بادارة محفظتها " بالطريقة التي تضمن توافر مستوى كافٍ من السيولة قصيرة الأجل للإيفاء بمتطلبات التمويل المتوقعة من قبل الحكومة، مما يوفر اللجوء لتسييل الاستثمارات الأخرى".

■ تحليل للصندوق

و الجدول الموالي يستعرض تحليلاً مفصلاً لهيئة أبو ظبي للاستثمار AIDA

الجدول رقم (4): استعراض تحليل سلطة أبو ظبي للاستثمار" [23] ص 63

الحكم	تأثير حكومي عالٍ على مستوى الرؤساء القائمين بالتسيير
القدرات	فريق استثمار كبير وراسخ (عدم وجود أية معلومات عن استعانة الصندوق بمصادر خارجية قوة الاتصالات الدولية وفريق علاقات عامة)
سلوك الاستثمار	مستثمر على المدى الطويل مستثمر سلبي لا تفصح عن أي معلومات بشأن مشاركتها
التعامل	ثمة عدد محدود جدا من المعلومات المتاحة بشأن إستراتيجية تعاملها لا تنتشر السجلات المتعلقة بالتصويت بالوكالة / أو إستراتيجية التصويت بالوكالة لا تكشف عن أية معلومات بشأن محافظتها
الحكم البيئي والاجتماعي	لا يوجد دليل على أي سياسات أو أنشطة تتعلق بالحكم البيئي والاجتماعي
الكشف	كشف محدود جدا

2.1.4.1. نموذج النرويج

تعد النرويج من الدول القلائل النفطية التي استطاعت بفضل إدارتها الرشيدة لفوائدها المالية من كسب نعمة النفط و تجنبته ، و تحقق ذلك بفضل الإجماع السياسي المبكر حول مبدئين أساسيين : "أولهما تجنب زيادة الاستهلاك المحلي لعائدات النفط بصورة قد تضر بالصناعات القائمة و الاقتصاد الوطني ، و ثانيهما مشاركة عائدات النفط مع الأجيال القادمة ، و

حفظ نصيبها مستثمرا "" [42] ص 72

■ التاريخ والأهداف

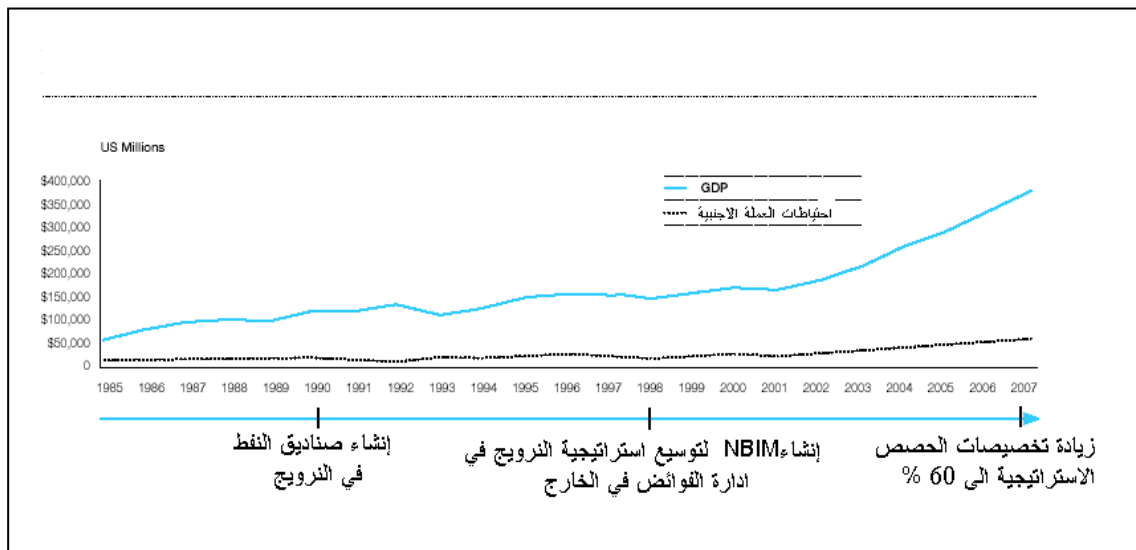
تُعتبر النرويج كغيرها من الدول الاسكندنافية من أكبر مصدري النفط في العالم، وخلافا للدول الاسكندنافية الأخرى، فإن الاقتصاد النرويجي يعتمد اعتمادا كبيرا على الصناعات المتعلقة بالنفط ، معرضا بذلك البلد لعدم الاستقرار الاقتصادي.

في عام 1990 تمت المصادقة على صندوق الحكومة للبتروك كإداة سياسة مالية تعمل على المساعدة في التسيير الطويل الأمد لعائدات النفط (انظر الرسم البياني رقم 14)، وقد تم إنشاء الصندوق من أجل المساعدة في توفير النفقات للعدد المتزايد للمتقاعدين ، وللتكيف مع انخفاض

الدخل القومي. وعلى هذا النحو كان الصندوق وسيلة للادخار وتحقيق الاستقرار. وعندما بدأت عائدات النفط في الارتفاع وأصبحت الأسواق العالمية أكثر توحداً، اتسع عالم استثمار الصندوق ليشمل الأسهم والسندات غير الحكومية.

وفي عام 1998 تم إنشاء وحدة استثمار للبنك المركزي النرويجي تسمى بنك نرجيز لتسيير الاستثمارات " Norges Bank Investment Management (NBIM) " من أجل تسيير الثروة المالية النرويجية تسييراً كلياً معتمدة في ذلك على خبرتها، وقد تم هيكلة عمليات بنك نرجيز لتسيير الاستثمارات على أسس تجارية مع أهم المكاتب المالية في العالم، والهدف منه هو تنفيذ إستراتيجية الاستثمار التي وضعتها وزارة المالية، وتهدف هذه الإستراتيجية بدورها إلى حماية المصالح المالية للصندوق واحتلال مكانة في المؤسسات التي تستثمر فيها وتوسيع عالم الاستثمار والتشاور مع وزارة المالية عن التوجهات الجديدة المتعلقة بإستراتيجية الاستثمار " [43] يمثل نموذج النرويج أداة استثمارية تقليدية ، وإستراتيجية استثمار تقليدية، و ثمة نوعان من الاعتبارات الدافعة لاستثماراتها و هي: [32] ص 14 .

- الاعتبار الأول : يتمثل في تحسين مداخيلها المالية الدولية وتعزيز استقرار الاقتصاديات الصغيرة، وقد تم هذا بتعزيز خبرة الاستثمار والانضمام إلى القواعد التشريعية والاستراتيجيات المهيمنة.
- الاعتبار الثاني: توفير مبادئ توجيهية أخلاقية للاستثمار عن طريق تحديد الشركات التي ستستثمر، وأهم من ذلك تحديد الشركات التي لن تستثمر، وهذا ما سيساعد على تعزيز سمعة الصندوق باعتباره عاملاً اجتماعياً ذا مسؤولية عالمية.



الشكل البياني رقم (14): تطور الصناديق السيادية في النرويج. [32] ص 12

■ الأداء

على الرغم من الأداء الضعيف للربع الأول من عام 2008 ، وتراجع أسواق الأسهم العالمية بين عامي 2000 و 2002 (عندما تم تخصيص 40 في المئة من الأوراق التجارية للأسهم)، إلا أن الصندوق قد " حقق نجاحا نظرا للإستراتيجية الطويلة الأمد الذي تمثلت نتائجه في عوائد كلية صلبة على الاستثمار. وقد فُدر العائد الضئيل من سنة 1997 إلى الربع الأول من سنة 2008 بخمسة فاصل ستة في المائة سنويا" [44]..

شكل النموذج النرويجي أيضا نجاحا كبيرا في دعم أهداف الحكومة المتعلقة بتجميع المدخرات للشيوخوخة، وفي تعزيز انتقال الموارد بين الأجيال، ودعم نشاطات الاقتصاد. بعد حدوث الأزمة العالمية وانهار عائدات البترول، أعلن الصندوق على سبيل المثال أنه سيدعم بعض مشاريع البنى التحتية التي تُعتبر أمرا ضروريا بالنسبة للنمو الاقتصادي النرويجي.

و يؤكد ذلك أن تأسيس صندوق التقاعد تحت إشراف وزارة المالية ، من أجل تحقيق العدالة بين الأجيال في ما يخص الموارد النفطية و عائداتها ، قد أدى إلى تحقيق مايلي: [42] ص 72 .

- فصل عائدات النفط عن الاستهلاك المحلي ، و حماية الاقتصاد الوطني من نقمة النفط .
- حماية الميزانية من الصدمات الاقتصادية الناتجة عن التذبذبات العنيفة في أسعار النفط .
- تمويل تقاعد الأجيال القادمة .

■ الخصائص

يمكن أن نعزو نجاح صناديق الثروة السيادية في النرويج إلى الإنشاء المؤسستي وهيكلي الحكم، " تساعد القواعد الصارمة على توفير المنهج المالي اللازم لتسيير الدورات المضادة في الاقتصاد حينما ترتفع أسعار النفط، تساعد سياسة مالية متشددة على إبطال مفعول ارتفاع الدخل على الطلب المحلي وتخفيف تثمين أسعار الصرف والتضخم، و عندما تنخفض أسعار النفط، فإن الثروة المجمعنة تُستعمل لتخفيض الاستهلاك الذي يعتبر أمرا ضروريا لاستمرار النشاط الاقتصادي والنمو، هذه القواعد تعكس طريقة تسيير الصندوق، حيث يتم معالجة مكاسب المخصصات الإستراتيجية من ناحية أخطارها المحتملة، والبنك المركزي مع قدراته المعول عليها مكلف بتنفيذ هذه الإستراتيجية" [32] ص 13 .

يعتمد الصندوق في نهاية المطاف على الشعب النرويجي من خلال البرلمان الذي يضبط مخاطرة الصندوق ويحرص على رفاهية الشعب، بضمان التزام الصندوق باتخاذ إستراتيجية استثمار بعيدا عن التداخل السياسي، وقد وضع البرلمان أيضا توجيهات أخلاقية، في حين أن البنك المركزي في النرويج هو من يعالج العمليات من يوم لآخر.

بالإضافة لذلك ثمة تقسيم واضح للمسؤوليات بين أصحاب الصندوق، أي الشعب النرويجي الذي تمثله وزارة المالية والبرلمان والبنك المركزي، أما دور كل مؤسسة من هذه المؤسسات المتمثل في إدارة الصندوق فهو جد محدد وتتم متابعته بشكل جيد أيضاً، مما يسمح بالقيام بمساءلة جد واضحة أيضاً. توفر الاستراتيجيات الواضحة والتوجيهات والتقارير المنشورة المتعلقة بحيازات الصندوق، والنقاشات المتعلقة بعمليات الصندوق وسيلة لتقييم كفاءة الصندوق من أجل القيام بأية إجراءات تحسينية.

■ تحليل للصندوق العالمي للمعاشات التقاعدي

و الجدول الموالي يستعرض تحليلاً مفصلاً للصندوق العالمي للمعاشات التقاعدي :

الجدول رقم (5): استعراض تحليلي للصندوق العالمي للمعاشات التقاعدي [23] ص 67

الحكم	مُدْرَج ضمن وزارة المالية ولكن من الناحية الوظيفية يديره بنك نورجيس للإدارة والاستثمار ويستخدم المراجعة الخارجية لإعداد تقاريره المالية
القدرات	يمتلك بنك نورجيس للإدارة و الاستثمار قوة عاملة دولية متنوعة و التي تدير صندوق منح التقاعد الحكومي العام. مكاتب خارجية في لندن ونيويورك وسانغهاي.
سلوك الاستثمار	سلوك الاستثمار الموجه على المدى الطويل . تتكون المحفظة الحالية من الدخل الثابت وحيازة أسهم صغيرة و متنوعة. يطلب المعونة في إدارة جزء من أصوله. لا يكشف معدل العائد المطلوب / أو المستهدف.
التعامل	يمارس بكل حيوية حقوقه في التصويت مع إستراتيجية تعامل واضحة المعالم. يتعامل مع عدد صغير من الشركات التي هي خارج محفظته. يتعامل مع شركات استثمار في مجال تحسين الحكم البيئي والاجتماعي.
استثمارات الحكم البيئي والاجتماعي	يكشف عن مبادئ توجيهية أخلاقية ويمتلك لجنة أخلاقية. لا يستخدم الفحص الايجابي. يستخدم الفحص السلبي القائم على القضايا البيئية والاجتماعية. لا يقوم بعملية الإحصاء الممنهج لنتائج حافظته . قد أعلن عن خطط لتوسيع استثمارات الحكم البيئي والاجتماعي.
الكشف	التقارير الفصلية والسنوية. لا ينتج تقارير عن الاستدامة المنفصلة أو تقارير معادلة. الكشف الكامل للحيازات. الكشف الكامل لسجلات الناخبين. الكشف الكامل لممارسات الاستعانة بمصادر خارجية ومديري الأصول الخارجية. يكشف عن إستراتيجية الاستثمار والمخاطرة.

يمكن أن تكون صناديق الثروة السيادية ناجحة وشفافة ، كما تثبتته تجربة النرويج.

2.4.1. الصناديق السيادية غير السلعية

تحتفظ الصناديق السيادية غير السلعية بنصيب متزايد من الصناديق السيادية العالمية، ومن المحتمل أن يرتفع نصيبها، الذي بلغ 35 في المائة في نهاية عام 2007 بحوالي النصف بحلول عام 2015، وتعد الدول الآسيوية هي الرائدة في هذا المجال ، حيث تعد الصين و سنغافورة من أكبر و أحسن النماذج فيما يخص الصناديق السيادية غير السلعية .

1.2.4.1. نموذج سنغافورة

رغم صغر حجم سنغافورة نسبيًا وقلة عدد سكانها وندرة مواردها الطبيعية، إلا أنها من أكثر قصص النجاح حديثًا في مجال التفوق الاقتصادي في عصرنا الحديث، مع نمو الناتج المحلي الإجمالي المقدر في المتوسط بنحو 9 في المائة سنويًا على مدى العقود الأربعة الماضية.

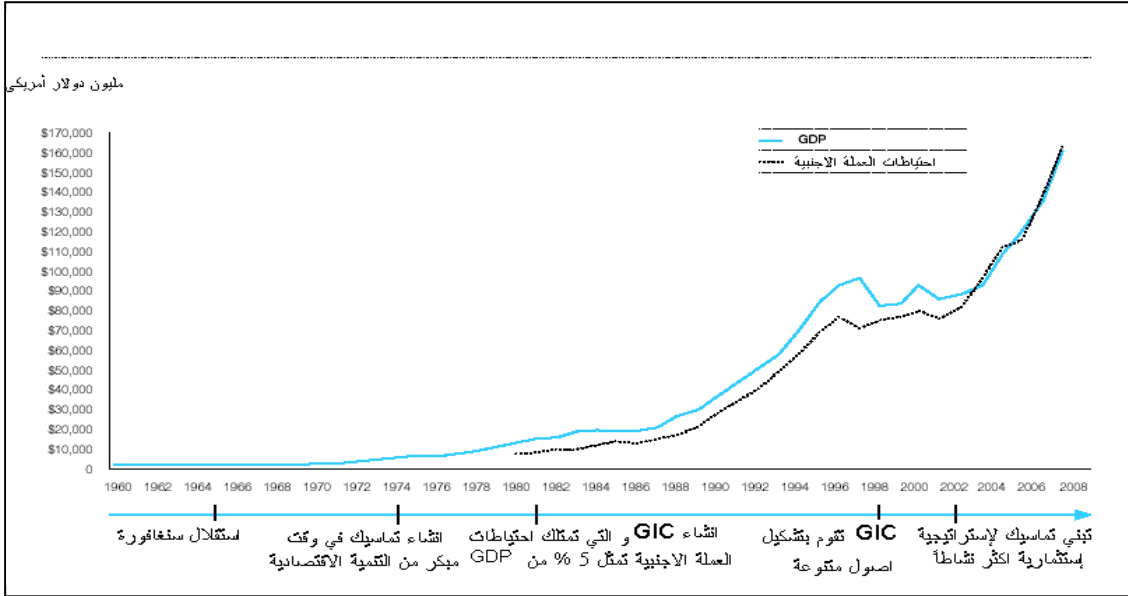
▪ التاريخ والأهداف

خلال المرحلة المبكرة من التنمية في سنغافورة في 1960، كانت المدخرات الوطنية توجه لمشاريع البنية التحتية مثل السكن. وكان تراكم احتياطات النقد الأجنبي يوجه لأغراض الطوارئ الأساسية.

في بداية " سنة 1970 وسنة 1980 ، أنشئت شركة تيماسيك القابضة وحكومة شركة سنغافورة للاستثمار ، حيث تتمثل مسؤولية المؤسسة الأولى في تسيير الشركات الحكومية الموحدة على أساس تجاري، أما المؤسسة الثانية، فكان الهدف من تأسيسها هو تسيير ثروات سنغافورة في استثمارات عالية المردودية " [32] ص 14 (انظر الشكل البياني 15).

كانت توقعات سنغافورة الدولية مهيمنة في وقت مبكر على مسارها التنموي، تحت رئاسة الوزير الأول غو، فقد بدأت الحكومة بتنحية نسب مالية قليلة من احتياطياتها في مشاريع البنى التحتية الخارجية لتسهيل جهودية المؤسسات السنغافورية، وبازدهار اقتصاد سنغافورة نما دور شركة تيماسيك القابضة من مراقبة الشركات الحكومية الموحدة إلى تسيير أموالها من أجل توفير مداخل عالية من الناحية الاقتصادية والاجتماعية على الاستثمارات،" وقد انعكس هذا ليس فقط في الاستثمارات الكبيرة لشركة تيماسيك القابضة في المؤسسات المالية العالمية كمؤسسة ميريل لينش " Merrill Lynch " ، وفي حيازتها لأغلبية الأسهم في المؤسسات التكنولوجية، بل أيضا في الاستثمار في مجال الأبحاث الابتكارية بالشراكة مع المؤسسات العلمية والشركات العالمية، فعلى سبيل المثال أنشئ في عام 2002 مختبر تيماسيك لعلوم الحياة بالشراكة مع جامعة

سنغافورة الوطنية، من أجل القيام بأبحاث ابتكارية في مجال علم الأحياء الجزيئية وعلم الوراثة" .
[32] ص15.



الشكل رقم (15): التطور التاريخي للصناديق السيادية في سنغافورة . [32] ص15.

وفي عام 2005 كانت "شركة تيماسيك القابضة طرفا في اتحاد الشركات السنغافورية الذي وقع اتفاقا مع شركة رولز رويس "Rolls-Royce" للاستثمار في خلايا الوقود كمصدر للكهرباء"
[32] ص14.

تبنّت صناديق الثروة السيادية شركة تيماسيك القابضة والشركات الحكومية الموحدة إستراتيجية استثمار طويلة الأمد، وتبحث الشركات الحكومية الموحدة عن الشركات التي تسير بشكل جيد مع وجود اختلاف في الإستراتيجية المستدامة أو منافذ للأسواق وإمكانية أن تكون رائدة الصناعة على الأمد البعيد، وهي ترى أن دورها يكمن في التكملة وزيادة قيم إضافية من خلال المشورة وتقديم المساعدة لفريق إدارة الشركة.

■ الأداء

كان نموذج صناديق الثروة السيادية في سنغافورة من أنجح النماذج، وعلى مدى السنوات الثلاثين الماضية قدر عائد الاستثمار بنحو 18 في المائة متضاعفة سنويا، أما السنة المالية التي انتهت في 31 مارس 2008 فقد ذكرت شركة تيماسيك القابضة أن فوائدها قد قدرت بأربعة عشرة مليار دولار أي أكثر من الضعف خلال سنة 2007.

كما نجحت في جمع الشركات الحكومية الموحدة التي تغطي مختلف القطاعات وتعمل في إطار واحد كمؤسسة خاصة مستفيدة من الشركات الحكومية الموحدة من حيث الحجم والنطاق، وقد مكنتها تجميع هذه الموارد من تقليص المخاطر التجارية وتمويل أرخص.

كما نجحت الشركات الحكومية الموحدة في تحقيق أهدافها المتمثلة في زيادة أرباحها، وخلال فترة تقدر بحوالي 25 عاما منذ إنشائها عام 1981 تراوحت نسبة عائدات التضخم المعدلة للشركات الحكومية الموحدة بخمسة بالمائة سنويا.

■ الخصائص

يمكن القول أن نجاح نموذج سنغافورة يعود إلى تبني منهج الاستباقية في الاستثمار المنبثق من موازاة إستراتيجية الاستثمار مع إستراتيجيتها الاجتماعية الاقتصادية، فعلى سبيل المثال بعد استقلالها في عام 1965 اتبعت حكومة سنغافورة مقاربة ذات محورين لتحفيز تنمية اقتصادية طويلة المدى وخلق مناصب شغل و هما : [32] ص 16.

- المقاربة الأولى : تتمثل في توفير حوافز للشركات المتعددة الجنسيات لإنشاء عمليات تصنيع ومقرات إقليمية في سنغافورة،
- المقاربة الثانية : تتمثل في تسيير الشركات الحكومية الموحدة من أجل تنمية طويلة الأمد للقطاعات الاقتصادية المفتوحة.

ومن أهم خصائص الشركات الحكومية الموحدة في سنغافورة هو أنها تدار على أساس تجاري ولا تتلقى أية امتيازات خاصة لأنها ملك للدولة، تُمارس ملكية الحكومة من خلال شركة تيماسيك القابضة وهي شركة وطنية حيث تعين الحكومة أعضائها ورئيسها على أساس الأداء والكفاءة، والأهم من ذلك شركة تيماسيك القابضة التي تسييرها الدولة تحصي حاليا نحو 60 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي لسنغافورة، وهذا الأمر لا يعكس فحسب قوة الشركة، بل إنه يعكس أيضا مسؤولية سنغافورة عن التنمية الاجتماعية الاقتصادية، وفي الحقيقة لقد أدركت شركة تيماسيك القابضة أن استثماراتها لا تنعكس فحسب على الاقتصاد المحلي وإنما تنعكس أيضا على رفاهية المجتمع، و ترى شركة تيماسيك القابضة باعتبارها مستثمراً للأمد البعيد أنه لديها مصلحة في حياة ورفاه رجالها، وتعترف أن العوامل الحكيمة والبيئية والاجتماعية يمكن أن تؤثر على مجتمعات كبيرة وعلى الاستدامة الطويلة الأمد للشركات والتجارة.

وعلى الرغم من الأداء المالي الممتاز والشبكة الواسعة عبر القارات، إلا أن صناديق الثروة السيادية التابعة لسنغافورة لا يعطى لها أي شيء، ومع تزايد القلق في الدول الغربية وعلى رأسها الولايات المتحدة بشأن تأثير صناديق الثروة السيادية على اقتصادياتها، إلا أن سنغافورة تبذل قصارى جهدها من أجل اتباع أفضل السبل.

في عام 2004 نشرت شركة تيماسيك القابضة تقارير الاستعراض السنوي وأصدرت سندات عالمية.[45]، وعلى النحو نفسه من المتوقع أن تنشر شركة سنغافورة للاستثمار وثائقها وتبين وجود مستوى عالٍ من الشفافية، كما تتجلى هذه الاستباقية أيضاً في الحوار مع المعنيين بالأمر كالمنظمين في البلدان المتلقية التي انخرطت فيها كل من شركة تيماسيك القابضة وشركة سنغافورة للاستثمار من أجل إيجاد حلول عملية للاستثمار في مجال صناديق الثروة السيادية والمساعدة في وضع القوانين التنظيمية ذات الصلة.

■ تحليل لأهم الصناديق السيادية في سنغافورة :

و الجدول الموالي يستعرض تحليلاً مفصلاً لشركة سنغافورة للاستثمار ، كما يليه آخر يستعرض تحليلاً مفصلاً لشركة تيماسيك القابضة.

الجدول رقم (6): استعراض تحليلي لشركة سنغافورة للاستثمار [23] ص 77

الحكم	امتلاك حكومة سنغافورة لكل الهيئة المدمجة يتكون المجلس من ستة مسؤولين حكوميين وأناس من ذوي الخلفيات المستقلة يتكون المجلس في الغالب من المواطنين السنغافوريين
القدرات	فريق كبير نسبياً مكون من جنسيات مختلفة يدير مكاتب دولية
سلوك الاستثمار	سلوك الاستثمار الموجه على المدى الطويل (مشهود لها في هذا الأمر بتوجهها في الاستثمار على المدى الطويل) هي في الغالب مستثمر سلبي (على الرغم من وجود لبعض حالات الاستثمار الإيجابي في دراستنا) تمتلك الكثير من الأصول التي تتضمن أسهماً عمومية و دخلاً ثابتاً و أسهماً خاصة وصناديق التحوط وغير ذلك.
التعامل	كشف محدودة في ما يتعلق بإستراتيجية التعامل والتصويت بالوكالة، مع وجود لآثار الاستثمار المباشر.
سياسات الاستثمار في مجال الحكم البيئي والاجتماعي	المحدودية مطردة السياسات أو إستراتيجيات بيئية واجتماعية لا يبدو أنها تملك أية إستراتيجية عن النشاطات البيئية والاجتماعية.
الكشف	تنشر وثيقة استعراض سنوية تتضمن معلومات مالية ومحفظية ضئيلة لا وجود لأي كشف عن تفاصيل المحفظة، وعن التصويت بالوكالة وغيرهما لا تنشر الحجم الحقيقي لأصولها التي تتم إدارتها.

الجدول رقم(7): استعراض تحليل شركة تيماسيك القابضة [23] ص 67

الحكم	مدرجة كشركة منفصلة مع لجنة مستقلة من المديرين لجنة إدارية مستقلة مع وجود خلفية للقطاع الخاص
القدرات	فريق كبير ينتمي لجنسيات متعددة وجود عدد من مواقع المكاتب في جميع أنحاء آسيا ، فضلا عن المكاتب الموجودة في المكسيك والبرازيل لا توفر أية معلومات عن استخدام مديري الأصول الخارجية
سلوك الاستثمار	تملك أكثر من (25 %) من الحصص في العديد من استثماراتها. سلوك استثمار موجه إلى المدى الطويل.
التعامل	تكشف عن سياسات تعامل واسعة تركز في معظمها على الحكم. تمارس حقوقها كمساهم - بما في ذلك التصويت بالوكالة وجود أدلة تتعلق باستعمال آليات تعامل مختلفة بما في ذلك تعيين أعضاء المجلس والتصويت وغير ذلك.
سياسات الاستثمار في المجال البيئي والاجتماعي	ليس لديها أية سياسات بيئية أو اجتماعية أو استراتيجيات موضوعية مطردة وقد استثمرت الأموال في التكنولوجيا النظيفة تعمل مع العديد من الشركات والمنظمات غير الربحية في عدد من المجالات
الكشف	تنشر الاستعراض السنوي منذ 2004 كم هائل من المعلومات متاح على الانترنت لا تنشر تقرير الأداء المالي تتم مراجعة التقارير المالية خارجيا

2.2.4.1. نموذج الصين

أصبح الاقتصاد الصيني على مدى العقدين الماضيين واحدا من أكبر الاقتصاديات في العالم، يعتمد تقدم الاقتصاد الصيني على اكتساب التكنولوجيا والاستمرار في تصدير سلعها المصنعة مع التوسع في الصادرات ذات التكنولوجيا العالية، كما يعتمد على ضمان النفط والمواد الأولية الأخرى لدعم نموها الاقتصادي.

■ التاريخ والأهداف

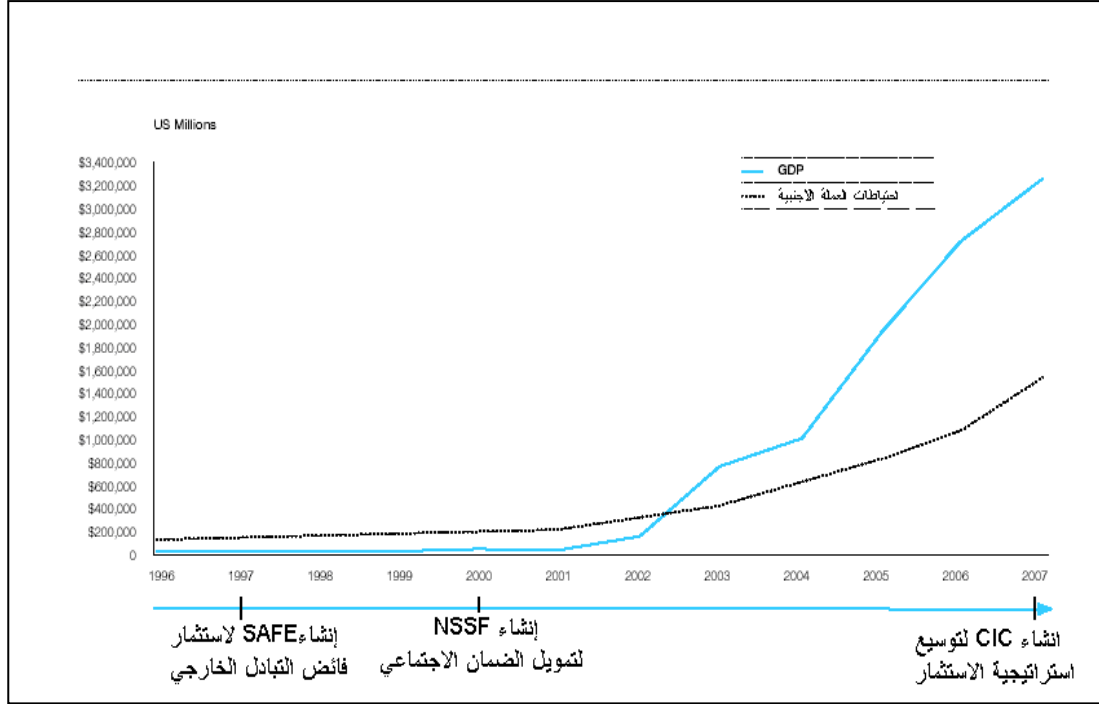
" ودعما لنموها أنشأت الصين العديد من الصناديق على مدى العقد الماضي، و تعتبر الشركة الصينية للاستثمار "The China Investment Corporation (CIC) " التي أنشئت سنة 2007 أحدث صناديق الثروة السيادية وأدقها التي تشير إلى قطيعة واضحة من قبل الصين لتاريخ الاستثمار المحافظ انفصلت الشركة الصينية للاستثمار عن البنك الشعبي الصيني من أجل

إستراتيجية استثمار أوسع وتسيير أحسن، والهدف من إنشاء الشركة الصينية للاستثمار هو ضمان إستراتيجية استثمار طويلة الأجل وذات عوائد مرتفعة، وذلك من خلال": [32] ص 16

- استثمار مبالغ ضخمة من احتياطي الصين من النقد الأجنبي في الخارج .
- الاستثمار محليا في الأسواق الصينية المالية والشركات.
- توفير رؤوس الأموال للبنوك المحلية .
- وإضافة إلى ذلك، تعمل الشركة الصينية للاستثمار جنبا إلى جنب مع الصناديق الصينية الأخرى، لتوفر مدخلا خاصا لإستراتيجية الصين الاجتماعية والاقتصادية وذلك عن طريق:
- حماية الصادرات الصينية من خلال تخفيف الضغوط على سعر صرف عملتها .
- تقليص الضغوط التضخمية بإخراج فائض السيولة .
- عولمة خدماتها المالية واكتساب الخبرة المالية.
- الاستثمار في مصادر الطاقة لدعم الطلب المتزايد على الطاقة.
- إغلاق الفجوة التكنولوجية بين الصين والبلدان المتقدمة.

أنشأت الصين في عام 1997 مؤسسة إدارة الدولة للتبادل الخارجي (SAFE) و التي تم تعيينها من أجل إدارة فائض التبادل الخارجي المتنامي المتأتي من نمو صادراتها التي يسبق لها مثال (انظر الرسم البياني 16)، الكثير من استثمارات مؤسسة إدارة الدولة للتبادل الخارجي موجودة في قسم الأوراق المالية الخارجية، غير أن فرعها المتمثل في شركة الاستثمار بهونغ كونغ يملك مشتريات في الأسهم الخارجية تضم واحد بالمائة من أسهم شركة بريتيش بتروليوم " British Petroleum " و 1.3 بالمائة من أسهم فرونس توتال " France's Total " ، وهما تحتلان على التوالي المرتبة الثالثة والرابعة عالميا في شركات النفط المتكاملة.

وفي أواخر سنة 2000 تم إنشاء الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي (NSSF) بأموال أسهم الشركات التي تملكها الدولة وبأموال الخزانة الوطنية ومصادر دخل أخرى، والهدف الأساسي من إنشاء هذا الصندوق هو زيادة الأموال من مصادر متعددة والاستثمار من خلال قنوات مختلفة بغية المساعدة في تمويل نظام الضمان الاجتماعي في الصين، وهذا الصندوق يستثمر على الصعيدين المحلي والدولي، وتتركز الاستثمارات المحلية بشكل أساسي على الودائع المصرفية والأوراق المالية الحكومية، في حين أن الاستثمارات الدولية تفوض لشركات تسيير الأموال المشهورة وتخصص ضمن الأسهم وسندات الشركات والأوراق النقدية الحكومية، وقد طرح المجلس الوطني للضمان الاجتماعي مخططا لمبادئ إدارة الصندوق وموارده وطرق الاستثمار فيه.



الشكل رقم (16): التطور التاريخي للصناديق السيادية في الصين [23] ص 17

■ الأداء

وباعتبار أن تكلفة أمواله جد مرتفعة (باعتبار أن الأموال تُقترض من بنك الصين المركزي وبنك الصين الشعبي ويتطلب تعديل فروق سعر الصرف بين الرمينبي (عملة الصين) والعملة الأجنبية المهيمنة على الاستثمار)، تمتلك الشركة الصينية للاستثمار (CIC) نسبة عالية نسبياً من العائدات بالمقارنة مع صناديق الثروة السيادية النرويجية، وهذا يمثل أهداف الأداء العالي، ولكن في الوقت نفسه يمثل حافزاً للمضي قدماً نحو منهج تسيير متطور وفعال.

تكبدت الشركة الصينية للاستثمار خسائر معتبرة في استثمارات عالية المستوى في بلاكستون "Blackstone" تقدر بـ3 مليار دولار، وفي مورغان ستانلي "Morgan Stanley" تقدر بـ5 مليار دولار، وترجع هذه الخسائر نوعاً ما إلى الأزمة المالية الاقتصادية، غير أنه بالنظر إلى أن الشركة الصينية للاستثمار (CIC) مستثمر طويل الأمد، فإنه من السابق لأوانه الحكم على أدائه.

■ الخصائص

يمثل تأسيس الشركة الصينية للاستثمار (CIC) مع إستراتيجية استثمار ذات عوائد جد مرتفعة تراجعاً عن نمط الاستثمار الصيني المحافظ والتقليدي للبنك المركزي، ويمهد لنمط استثمار جديد مسؤول واستباقي.

" أعطت الشركة الصينية للاستثمار (CIC) من خلال التصريحات الأخيرة ضمانات تعمل ضمن المبادئ التجارية التي تعكس انشغالات الدول الغربية بشأن الاستثمارات الحكومية المتنامية في أسواقها، وتعترف إدارة الشركة الصينية للاستثمار (CIC) من خلال تصريحاتها المتكررة بأن إعادة صياغة تركيبة الصندوق ولو تدريجياً ستكون شرطاً ضرورياً في المضي قدماً في أهداف استثماراتها" [46].

▪ تحليل لأهم صندوق سيادي في الصين

الجدول الموالي يستعرض تحليلاً مفصلاً للشركة الصينية للاستثمار :

الجدول رقم(8): استعراض تحليل الشركة الصينية للاستثمار [46] ص 93.

الحكم	الشركة الصينية للاستثمار كيان قانوني مستقل. لا أحد من أعضاء اللجنة التنفيذية يشغل في مناصب حكومة حالية. خمسة من المدراء الأعضاء غير التنفيذيين يشغلون في مناصب حكومية حالية. عن خلفية الحاكمين والمدراء التنفيذيين. يتمتع مجلس الدولة بسلطة مطلقة في تعيين المدراء الأعضاء وإقالتهم.
القدرات	الاستعانة بمصادر خارجية في إدارة جزء كبير من أصولها ثلاثة وسبعون موظفاً يملكون تجربة العمل في الخارج معظم مديريها لديهم خلفيات سياسية تستأجر مستشارين في الاستثمار الخارجي ليس لديها مكاتب دولية في الوقت الراهن، لكن قد تفتح مكتباً في لندن لا وجود لدليل جدول أعمال سياسي
سلوك الاستثمار	مستثمر سلبي على المدى الطويل ذكر يبدو أنها ستستثمر في استثمارات بديلة ، بما في ذلك الأسهم الخاصة خمس في المئة معدل العائد السنوي المستهدف محفظة متنوعة تصفي (بدلاً من أن تشارك) في حالات الخلاف مع إدارة شركة محفظة
التعامل	مستثمر سلبي مما أدى إلى إضعاف سلطة حكم المساهمين لا وجود لأي تركيز في تحسين الحكم في المحفظة لا توجد سجلات التصويت بالوكالة
سياسات الاستثمار في مجال الحكم البيئي والاجتماعي	لا وجود لأية استراتيجية ممنهجة في مجال الحكم البيئي والاجتماعي التوقيع على مشروع الكشف عن الكربون سنة 2008 مع إيقاف العضوية سنة 2009 عدم تخصيص أموال للاستثمار في المجال البيئي أو الاجتماعي
الكشف	عدم وجود حدود للانسحاب الحكومي نقص في الكشف عن تفاصيل المحفظة نشر التقرير السنوي الأول في أوت 2009 بما في ذلك مجاميع الأداء المالي وهيكل المحفظة الكشف عن الحكم. لا تفصح عن سياسات التصويت بالوكالة والسجلات.

خلاصة الفصل:

مرت صناديق الثروة السيادية بمرحلة تحوّل عميق بفعل التدفق المالي الهائل الناجم عن ارتفاع أسعار الموارد الطبيعية، وهذا ما دفعها إلى استكشاف فرص الاستثمار خارج أنساق الاستثمارات التقليدية و أنماطها ، و إلى توزيع المخاطر على فئات أصول مختلفة، وقطاعات صناعية، ومناطق جغرافية متباينة، وخلال السنوات الأخيرة أصبحت الصناديق أكثر نشاطاً كمستثمرين استراتيجيين عبر محاولة تنويع اقتصادياتها الوطنية بعيداً عن النفط والغاز الطبيعي بوصفها مصدرين رئيسين للدخل.

ويبدو أن الخطوة التالية بالنسبة إلى صناديق الثروة السيادية لكي تصبح لاعباً عالياً في أسواق المال العالمية، هي توسيع ملاءة مصالحها في الاقتصاديات العالمية والناشئة و إبرام شراكات جديدة مع أسواق ناشئة في شرق آسيا و أفريقيا و أميركا اللاتينية، و لقد كانت أسواق العالم الصناعي منذ أمد هي القبلة المفضلة للاستثمارات العربية، وقد مكّنت العلاقات التاريخية مع الغرب المستثمرين العرب من امتلاك قاعدة معرفية عميقة حيال أنشطة الأسواق المالية المتطورة، بالتالي هي في حاجة الآن إلى بناء قاعدة معلوماتية مماثلة كي تحقق نجاحاً في مساعيها للدخول إلى الاقتصاديات الناشئة، و لقد قذف النمو الكبير وتنوّع المحافظ بالصناديق السيادية إلى مركز الأسواق المالية العالمية.

و الآن حتى لو شاءت هذه الصناديق أن تلعب دوراً استثمارياً هادئاً فإن ظهورها الجديد على الساحة الدولية سيمنعها من ذلك لأن مهماتها التي تزداد تنوعاً وتعقد استراتيجياتها الاستثمارية سيعرضانها أكثر إلى جمهور عالمي يزداد تسييساً، وهذا الانكشاف أضاف تعقيداً جديداً إلى إستراتيجياتها الاستثمارية العامة.

الفصل 2

الصناديق السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية 2008.

تعتبر الأزمة المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي حالياً من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ الثلاثينيات بل وتعتبر الأخطر، خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من أثارها بشكل سريع وفعال، وتأتي خطورة هذه الأزمة من كون أن انطلاقها كان من اقتصاد الولايات المتحدة الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، فاقصادها هو الأكبر في العالم بحجم يبلغ حوالي 14 تريليون دولار، وتشكل التجارة الخارجية لها أكثر من 10 % من إجمالي التجارة العالمية، ومن ناحية أخرى تحتل السوق المالية الأمريكية موقع القيادة للأسواق المالية العالمية، لذا فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر أثارها إلى باقي الأسواق المالية الأخرى بسرعة كبيرة.

حيث تطورت الأزمة المالية الحالية من أزمة الرهون العقارية التي تفجرت في أوت 2007 في أمريكا إلى أزمة مالية عالمية وهذا بسبب توسع نطاق تأثيرها في العالم أجمع، حيث انعكست الأزمة المالية على معظم اقتصاديات دول العالم، وبما أن صناديق الثروة السيادية جزء مهم من منظومة الاقتصاد العالمي فإنها تأثرت بهذه الأزمة، حيث خسرت الصناديق السيادية مبالغ كبيرة جداً، وهذا ما دفع بالعديد من محلي المؤسسات المالية العالمية إلى القول بأن صناديق الثروة السيادية في دول الخليج العربية وغيرها تلقت ضربات قوية مما يعني نهاية هذا النموذج للاستثمار الحكومي، فقيمة استثماراتها تقلصت و بشكل كبير.

و هذا ما سنعالجه في هذا الفصل من خلال التطرق إلى:

- مفاهيم حول الأزمة المالية
- الأزمة المالية العالمية الحالية.
- الجدل بخصوص الصناديق السيادية
- الصناديق السيادية و الأزمة المالية العالمية.

1.2. مفاهيم حول الأزمة المالية

منذ عدة سنوات خلت، كثيرا ما سجلت العديد من الدول جملة من الأحداث تعرف في العادة بلفظ الأزمة المالية.

1.1.2. تعاريف الأزمة المالية وأنواعها

تعتبر الأزمة اصطلاحا بغض النظر عن نوعها "عن أحداث مفاجئة في أي نظام أو كيان إداري تتطوي على تهديد واضح لإستقرار هذا النظام أو الكيان في ظروف ضيقة الوقت" [47] ص ص 1-4 ، و الأزمة من الناحية الإجتماعية بصفة عامة هي "توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن لتكوين عادات جديدة أكثر ملاءمة " [48] ص 13 ، أما من الناحية الاقتصادية يمكن إعتبار الأزمة "ظاهرة و هي بهذا المعنى تعرف بنتائجها أو مظاهرها : إنهيار بورصة ، مضاربات نقدية كبيرة و متقاربة أو بطالة دائمة مثلا ، هذا النوع من التعريف يحمل في طياته نقصا لا يمكن تجاهله ، فهو يضمن تحليل الأزمات ضبابية مصطنعة برد الأزمة إلى أسبابها المحتملة " [49] ص 11 ، و تعرف الأزمة الاقتصادية "بأنها فترة إنقطاع مسار النمو الاقتصادي السابق، لا بل حتى إنخفاض الإنتاج فترة فيها النمو الفعلي أدنى من النمو الاحتمالي " [49] ص 12.

1.1.1.2. تعريف الأزمة المالية.

إن صياغة تعريف دقيق للأزمة المالية ليس بالأمر الهين وبالرغم من أن العديد من المؤلفين قد حاولوا وصف النتائج الوخيمة لمثل هذه الأزمات لكن نجد أن القليل منهم قد حاولوا إعطاء تعريف دقيق ، محدد ومضبوط لهذه الظاهرة وتبيان طبيعتها، حيث أن الأزمة من المصطلحات المستحدثة رغم كونها موجودة من بدء الخليقة عموماً، و من بين تعاريف الأزمة المالية مايلي :

تعرف الأزمة المالية على أنها عبارة "عن تذبذب أو تغير كبير تعرفه كل أو بعض قيم المتغيرات المالية التالية: عرض السندات والأسهم وأسعارها، الطلب على القروض، حجم الودائع البنكية وسعر الصرف" [50] ص 1 .

ومن ثم فمصطلح الأزمة المالية يقترن بإنخفاض معتبر لقيم هذه المتغيرات المذكورة آنفا، إن هذه الأزمة (والتي تعني الانخفاض السريع والشديد للكميات والأسعار التي تقيس النشاط البنكي

والمالي) تتميز بظهور الميل نحو التهرب، والتخلي عن الأصول المملوكة آنفا وذلك في محاولة لتغيير طبيعتها وتحويلها.

و في الحقيقة فإن مثل هذا التصرف يعكس رغبة المستثمرين في الحصول على أصول جديدة يعتبرون أنها تحتوي على ميزتين غير موجودتين في الأصول القديمة التي في حوزتهم من قبل: [51] ص 2.

- **القبول والقدرة على التفاوض:** أي إمكانية استبدالها بسرعة ودون أي قيد أو أجل.

- **السيولة:** أو بمعنى آخر القدرة على استبدالها دون تكبيد خسارة في رأس المال .

و يعرف " E.BARTHOLON " الأزمة المالية على أنها عبارة " عن ارتفاع شديد

وسريع في الطلب على النقود لغرض الاحتياط" [50] ص 1.

فعلا فإذا راود المستثمرين شكوك حول قيمة الأسهم و السندات (سعر الأسهم و السندات) فإنهم يلجؤون لتحويل هذه الأصول التي يمتلكونها و جعلها على شكل ودائع بنكية، أما إذا كانت الثقة في ملاءة هذه البنوك هي محل الشكوك، فسيعمد المستثمرون لتحويل ودائعهم البنكية إلى سيولة (أي تحويل طبيعة أصولهم من ودائع إلى سيولة)، وفي حالة ما فقدت العملة الوطنية مصداقيتها (أي الثقة في قيمتها) فسيميل المستثمرون لاستبدال ممتلكاتهم بهذه العملة مقابل العملة الأجنبية، وفي الأخير إذا كانت قيمة النقود الائتمانية بشكل عام محل الشكوك فسيبتادر للمستثمرين إستبدالها مقابل الذهب أو أي عملة (سلعة ما أي يتحول الطلب على النقود نحو الذهب أو أي عملة أو سلعة).

كما تعرف الأزمة المالية على أنها " التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، و التي من ابرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية و الذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة و في أسعار الأسهم ، و بالتالي الآثار السلبية في قطاع الإنتاج و العمالة و ما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل و الثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية " [4] ص 200.

و قدم المؤلفان " Pertes " و " Eichengren " تعريفاً للأزمة المالية، و هو التعريف الذي يعتبر الأكثر دقة و مصداقية و المتمثل في " الأزمة المالية اضطراب أو اختلال يصيب الأسواق المالية و يتميز بانخفاض معتبر في الأصول و عدم الملاءة أو عدم قدرة المدينين و الوسطاء على الدفع " [52] ص 59.

من خلال تحليل هذه التعاريف يمكن الخروج بتعريف يلخص ، و يشمل كافة هذه

الاقتراحات:

الأزمة المالية هي اضطراب يصيب النظام المالي ويتميز بانخفاض أسعار الأصول المالية، القروض، الودائع البنكية، وسعر الصرف، ويقترن كل هذا بإفلاس الوسطاء الماليين والمدنيين، ويميل المستثمرون للبحث عن السيولة أكثر فأكثر، وذلك من خلال التهرب والتخلي عن الأصول الموجودة آنفا لديهم واستبدالها بأصول أخرى، و إن هذه الأزمة تنتشر عبر النظام المالي وتؤدي إلى تثبيط قدرة هذا النظام على تخصيص رؤوس الأموال بشكل فعال في الاقتصاد، وقد تأخذ الأزمة المالية بعدا دوليا إذا تعدى الاضطراب الحدود الوطنية، الأمر الذي يعيق القدرة على التخصيص الدولي لرؤوس الأموال .

2.1.1.2. أنواع الأزمات.

من خلال ما سبق نلاحظ أن ضمن الأزمة المالية هناك أزمة سعر الصرف ، و أزمة مصرفية و أزمة البورصة و أزمة مديونية .

■ أزمة سعر الصرف:

تعرف أزمة سعر الصرف بأنها " فقدان قدر كبير من الاحتياطات الدولية للدولة نتيجة تغيير قيمة العملة (الصعبة) المرتبطة بها العملة الوطنية أو عندما تتغير قيمة عملة الدولة بالتخفيض" [53].

كما يقال أن هناك أزمة سعر الصرف " في حالة حصول انخفاض كبير في قيمة الصرف و/ أو إجبار السلطات النقدية للتدخل من خلال بيع العملات الأجنبية لحماية سعر الصرف او من خلال رفع كبير في سعر الفائدة " [54].

و هناك مدرستان تفسران أسباب نشوء أزمات سعر الصرف : [54]

مدرسة الجيل الأول: التركيز على عدم الاتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي (Macro Fundamentals) و سعر الصرف .

مدرسة الجيل الثالث : يمكن للازمة أن تنتش حتى في حالة الاتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي و سعر الصرف و هنا يدخل دور التوقعات في حصول الأزمات .

■ الأزمة مصرفية :

وتسمى أيضا الذعر المالي أو الاضطراب و هي تعبر عن اختلالات النظام المصرفي و عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته أمام مودعيه ، حيث يقوم الدائنون أصحاب القروض قصيرة الأجل (المودعون) بسحب قروضهم (ودائعهم) بأسلوب مفاجئ من مدين يتسم بالملاءة، كما تعبر عن الحالة التي تصبح فيها البنوك في حالة إفسار مالي، حيث يتحتم تدخل الحكومة أو السلطة النقدية المسؤولة (البنك المركزي) لتقديم المساعدة من خلال منح أموال للبنوك المتعثرة ، أو

إعادة هيكلة النظام المصرفي، و تقديم الحماية الكافية لبقية الجهاز بما يضمن عدم انهياره بشكل تام.

و تظهر أزمة مصرفية في دولة ما عندما تكون الالتزامات الموجودة في المؤسسات المالية والتي تُكون الجزء الأكبر من النظام المصرفي تفوق قيمة الأصول المقابلة لها، لدرجة يصبح فيها دخل النظام المصرفي غير كاف لتغطية نفقاته.

وتنقسم الأزمة المصرفية إلى إعسار و أزمة سيولة "Insolvency and illiquidity": [53].

- أزمة السيولة : يكون البنك غير قادر على الوفاء بالتزاماته العاجلة تجاه دائنيه حتى لو كانت القيمة الحالية لأصوله موجبة بمعنى أنه لا يملك الأموال الكافية لمواجهة طلبات سحب المودعين في لحظة ما، على الرغم من أنه يمكنه القيام بذلك في أوقات أخرى.
- الإعسار : هو أشد خطورة فالتزامات البنك تفوق القيمة الحالية للأصول ويكاد يكون البنك في حالة إفلاس فعلي.

■ أزمة البورصة:

وتعرف بكونها ذلك" الانخفاض الحاد في قيمة الأصول المالية، وهذا بعد أن سجل في فترات سابقة ارتفاع في قيمتها نتيجة للشعور التفاولي لدى جميع الأطراف من أن شراء الأصل اليوم و انتظار فترة لارتفاع أسعاره بنسبة اكبر و بيعها لتحقيق مكاسب هو أفضل استثمار، مما دفع كثير من الشركات إلى الاستثمار في هذا الأصل لان عائده مرتفع ، غير أن هذا الجنون الذي تعيشه أسواق المال لا يمكن أن يدوم و لابد أن تحصل صدمة أخرى تنقض مساره، أي تدفع الأسعار و كمية السيولة إلى التراجع و معها يتراجع الاقتصاد بالضبط فتحدث الأزمة البورصي" [52] ص 108.

و تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" "bubble"، حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل – كالأسهم على سبيل المثال – هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، و" في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو في القطاعات الأخرى" [55].

■ أزمة المديونية:

تحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث و من ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، و يحاولون تصفية

القروض القائمة، و يمكن أن ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام)، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، و إلى أزمة في الصرف الأجنبي، كما تعبر " أزمة الدين الخارجي عن الحالة التي تعجز فيها الدولة عن خدمة ديونها الخارجية" [56] ص 261 .

3.1.1.2. خصائص الأزمات.

- مهما كانت طبيعة الأزمات فإنها تشترك في الخصائص التالية: [48] ص 155 .
- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة أو المعارضة لها.
 - المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد.
 - نقص المعلومات وعدم دقتها.
 - إن مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابهة ومتصاعدة.
 - إنها تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من التوتر، مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمجابهتها.
 - إن تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عال، وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها.
 - بما أن الأزمة تمثل تهديدا لحياة الفرد وممتلكاته ومقومات بيئته فإن مجابهتها تعد واجبا مصيريا.
 - إن مواجهتها تستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة واحتكار النظم أو النشاطات يمكن من استيعاب الظروف الجديدة المترتبة عن التغيرات الفجائية ومواجهتها.
 - إن مواجهة الأزمات تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانات وحسن توظيفها في إطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.

2.1.2. أسباب و مراحل الأزمات المالية.

تتعدد النظريات المفسرة لظهور الأزمات المالية وتختلف من حيث نوع هذه الأزمات كما تختلف أيضا في حدتها و تأثيرها ومداهما الزمني و مراحلها .

1.2.1.2. أسباب الأزمة المالية

ليس من المبالغة القول أن الأزمة المالية حالة حدوثها تسبب في شلل الاقتصاد الكلي ليس فقط في الدول محل الأزمة، و إنما قد يمتد أثرها لعدد من الدول المجاورة أو المرتبطة بها اقتصاديا أو تجاريا بشكل وثيق ، و إذا قرأنا الأسباب التي عادة ما تتوافر قبيل اندلاع الأزمة المالية فسندج أنها متعددة و شاملة لأفرع كثيرة في الاقتصاد المالي و النقدي ، حيث لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، وإنما هناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية، ويمكن تلخيص هذه الأسباب فيما يلي:

- الاختلالات الهيكلية في الاقتصاد الكلي : " إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصا خدمة الديون، وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي حدثت بها أزمة مالية، شهدت انخفاضا في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة، وشكل انخفاض شروط التجارة سببا رئيسا للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والإكوادور، حيث الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه" [57] ص ص 4-8.
- عدم تلاؤم أصول المصارف وخصومها: إذ يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف، خصوصا من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتا، مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج، وقد يتعرض زبائن المصارف كذلك إلى عدم التلاؤم بالنسبة للعملة الأجنبية وعدم التلاؤم أيضا بالنسبة لفترات الاستحقاق.
- تحرر مالي غير وقائي: إن تحرير السوق المالي إن لم يكن مبنيا على أساس هيكلي سليم و مصاحباً بما يعرف بإجراءات منظمة و لوائح رقابية واضحة ، قد يصيب النشاط المالي و النقدي بعض الاختلالات التي قد تؤدي إلى حدوث أزمة.

■ ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي: تعاني معظم الدول التي تعرض لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات، خصوصا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف الائتمانية.

■ تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان: " من المظاهر المشتركة للأزمات المالية في العديد من الدول النامية كان الدور الكبير للدولة في العمليات المصرفية خصوصا في عملية تخصيص القروض الائتمانية ، وفي كثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة على قطاعات اقتصادية أو أقاليم جغرافية بعينها في إطار خطة لتنمية تلك الأقاليم والقطاعات أو لخدمة أغراض أخرى قد تكون سياسية بالدرجة الأولى وليست اقتصادية" [57] ص 7.

■ تشوه نظام الحوافز: إن ملاك المصارف والإدارات العليا فيها لا يتأثرون ماليا من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلا إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصا عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن مقدرته، كما حدث مثلا في كوريا وكولومبيا والأرجنتين وسنغافورة وهونج كونج، ومن ناحية أخرى فقد دلت التجارب العالمية أيضا على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية، وأن عملية تعديل هيكل المصرف، وتدوير المناصب الإدارية لم ينجح في تفادي حدوث الأزمات، أو في الحد من آثارها، لان نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرارات، بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة، وفي طريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان، ودلت التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المعدومة للمصرف لسنوات، وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية، وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها.

■ سياسات سعر الصرف: تكون الدول التي تنتهج سياسة سعر الصرف الثابت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، وتفقد السلطات النقدية قدرتها على لعب دور مصرف الملاذ الأخير للاقتراض. ، وفي المقابل عند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فورا إلى تخفيض قيمة العملة، والى زيادة في الأسعار المحلية، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقا مع متطلبات الأمان المصرفي.

▪ المضاربات : طبيعة رأس المال المراهن أو المضارب كما يطلق عليه في أسواق المال اليوم سواء المحلي أو الدولي لا يساهم في الاستثمارات المنتجة حيث انه لا يتعدى كونه رأس مال مراهن يبحث عن مكاسب سريعة بغض النظر عن آثاره على الاقتصاد المحلي أو الدولي .
و" المضارب هو من يستغل ظروفًا معينة لصالحه ، و المضاربة هي استغلال حركات غير متوقعة في السوق تساعد على تحقيق أرباح طائلة من عمل غير منتج ، عبر تحريك أسعار العملات بقوة في اتجاهات يراهن عليها ، بغض النظر عن قيمة تلك العملات و عن الوسائل التي يتم من خلالها تحريك أسعارها ، مثل الشائعات و إثارة الموجات المنظمة من البيع أو الشراء لقيادة السوق في الاتجاه الذي يحقق أرباحًا طائلة" [58] ص 39 .

و يقول " اللورد كينز" وهو مؤسس الاقتصاد الكلي الحديث في هذا الشأن " بأن المضاربين قد لا يؤثرن على الاقتصاد إذا كانوا فقاعة بسيطة في اقتصاد قائم على مشروعات منتجة وناجحة أما إذا سيطرت هذه المراهنات على رأس مال الاقتصاد فان الأمر يصبح خطرا حيث أن الاقتصاد يصبح ككازينو القمار ونفس هذا الرأي يؤكد احد أساتذة الاقتصاد المعروفين بقوله أن أغلب الأموال التي تتحرك بين الدول اليوم ليست لشراء وبيع السلع والخدمات أو للاستثمار المنتج وبعيد المدى وإنما هي أموال مضاربة تبحث عن مكاسب سريعة وتخرج من البلد بنفس السرعة التي دخلت بها " [58] ص 98 .

أما " جوزيف ستيجلتز" الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 2001 فانه يؤكد على أن تحرير أسواق المال في الدول النامية في السنوات الأخيرة قد استفادت منه بنوك الدول الصناعية بينما أدى دخول الأموال المراهنة على أسعار العملات إلى الدول النامية وخروجها منها في فترة قصيرة إلى انهيار العملات وإضعاف النظام المصرفي مؤكدا أن هذه الأموال لا يمكن أن يستفاد منها في تأسيس مصانع ومشاريع بعيدة المدى لأن أصحابها يدخلونها ويخرجونها في فترة قصيرة .

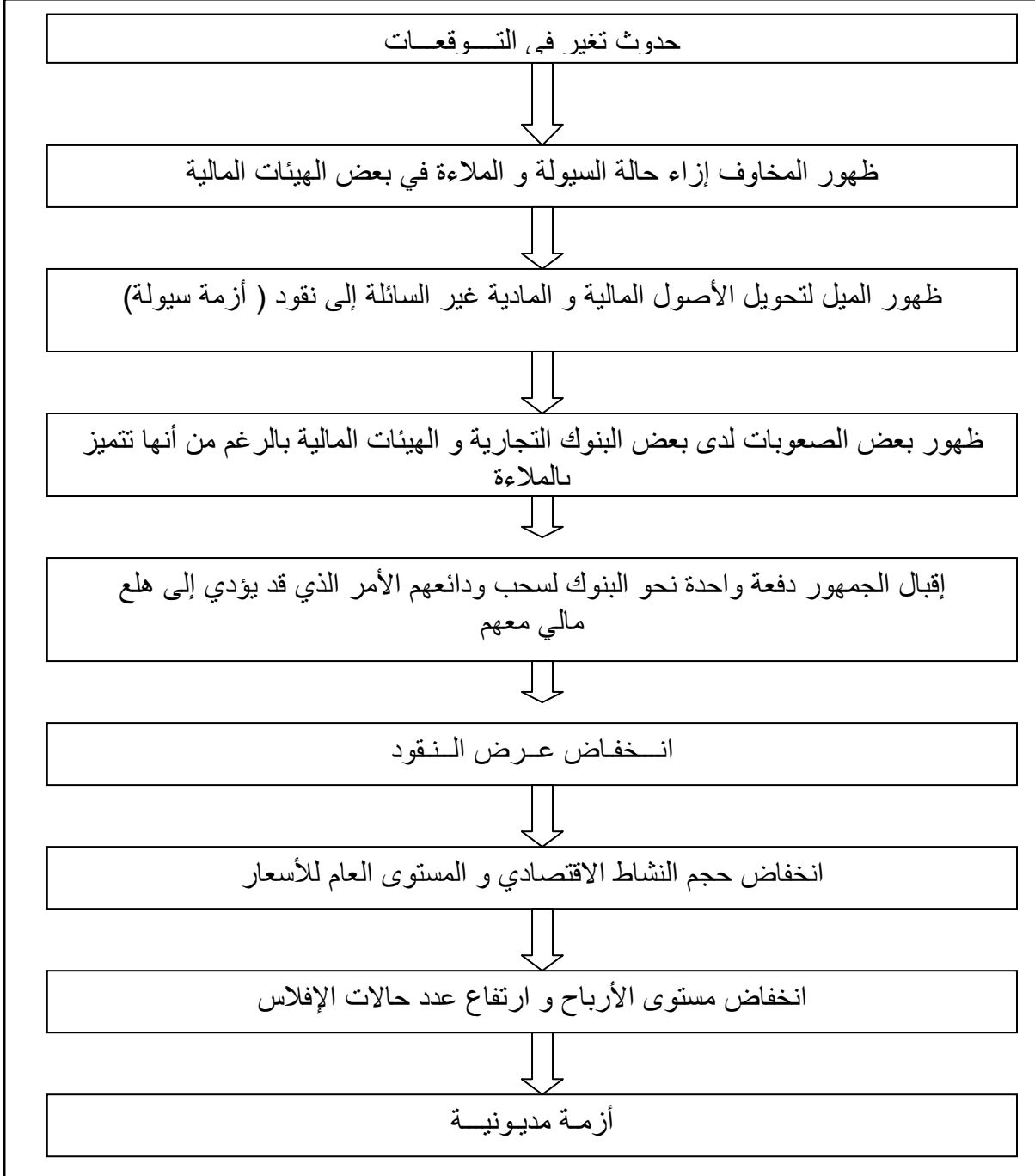
و لقد نوقش دور المضاربة على العملات في سنة 1997 خلال أزمة العملة الآسيوية و كانت المناقشة حادة إلى درجة كبيرة ، "فقد وجه رئيس وزراء ماليزيا "Mahathir" اللوم إلى صناديق الاستثمار الأجنبية و كذلك إلى مدير صندوق الاستثمار جورج سورس" و ذلك بسبب الهجمات التي تعرضت لها الأسواق المالية بهدف تحقيق أرباح لأنفسهم دون مراعاة لمصلحة الشعب الماليزي" [59] ص 98 .

2.2.1.2. مراحل الأزمة المالية .

حاول (M.Bordo) أن يعدد تسع مراحل تصف تسلسل وقوع الأزمة المالية وهي على التوالي: [51] ص ص 5-6.

- المرحلة الأولى: ظهور تغير في التوقعات بشكل عام، والذي عادة ما يصطحب بظهور مخاوف حول الوضع الاقتصادي ففي القديم كان هذا التغير قد ينجر من أحداث واقعية أو فعلية (كالحرب أو قلة المحصول أو الغلة... الخ) أو ظواهر نقدية (كارتفاع أسعار الفائدة.. الخ)
- المرحلة الثانية: ظهور المخاوف حول ملاءة بعض الهيئات المالية، وقد تكون حالة عدم القدرة على الدفع هذه، ناتجة عن سوء التسيير، أخطاء في التنبؤ، مخاطرة مبالغ فيها، أو نقص في السيولة الموجودة في جل النظام بشكل عام.
- المرحلة الثالثة: ظهور الميل لتحويل الأصول الحقيقية والأصول المالية غير السائدة لجعلها على شكل نقود (تحويل طبيعة الأصول التي سبقت الإشارة إليه)، الأمر الذي ينجر عنه انخفاض في أسعار الأصول وارتفاع في أسعار الفائدة (أزمة سيولة)
- المرحلة الرابعة: تصبح بعض البنوك التجارية والهيئات الأخرى، والتي كانت قادرة على الدفع أنفأ، في حالة عدم الملاءة ويعزى هذا إلى انخفاض قيمة حوافظها المالية، الراجع بدوره إلى ارتفاع مبيعات الأصول، وتعتبر هذه النقطة غاية في الأهمية حيث يعتبر عجز البنوك والوسطاء الماليين الآخرين مرحلة أساسية في الأزمة المالية وانتشارها.
- المرحلة الخامسة: يتولد عن حالة عدم الملاءة في النقطة السابقة ظهور إقبال كبير وسريع أو اندفاع المودعين نحو البنوك كذلك فالإقبال الكبير والسريع للمودعين نحو بنوك معينة قد يؤدي إلى ظهور هلع بنكي فالمودعون بشكل عام يتخوفون من تكبد خسائر معتبرة في ودائعهم البنكية لاسيما في حالة إفلاس البنوك و من ثم فهم يحاولون تحويل ودايعهم إلى نقود قانونية.
- المرحلة السادسة: يؤدي الهلع البنكي إلى ارتفاع الطلب على النقود، فنسبة الودائع على النقدية الموجودة لدى الجمهور تقل، كما نجد أن البنوك تخفض من نسبة الودائع إلى الاحتياطات وذلك بتخفيض حجم القروض التي تقدمها قصد تحسين مستوى سيولتها، ومن جهة أخرى إفلاس البنوك يؤدي في حد ذاته إلى التقليل من الودائع.
- المرحلة السابعة: ويعرف النشاط الاقتصادي الحقيقي (الإنتاج) انخفاضا، الشيء نفسه يقال عن الاستثمار والمستوى العام للأسعار وذلك من جراء انخفاض عرض النقود.

- المرحلة الثامنة: انخفاض مستوى الأرباح وقيم صافي الأصول والذي يتزامن مع ارتفاع عدد حالات الإفلاس.
- المرحلة التاسعة: ظهور أزمة مديونية ناتجة عن انخفاض أسعار الأصول أثناء عمليات التصفية من جهة، وانخفاض المستوى العام للأسعار من جهة أخرى.



الشكل رقم (17): مراحل الأزمات المالية حسب M.Bordo [51] ص 9

3.1.2. أهم الأزمات المالية العالمية.

يخضع " الاقتصاد الرأسمالي لما يعرف بالدورة الاقتصادية، وهي الشكل العادي لوجوده، فهو ينتقل من الانتعاش إلى الركود عبر الأزمة ثم يعود فينهض من الركود إلى الانتعاش" [60] ص 91. ، حيث شهد العالم وبصورة أساسية الاقتصاد الرأسمالي العديد من الأزمات منذ أواخر القرن التاسع عشر.

1.3.2.1. لمحة تاريخية.

لقد شهد العالم موجات متتالية من الأزمات المالية الكثير منها كان مرتبطاً بالدورات الاقتصادية ، و من أشهر هذه الأزمات ما يلي :

- أزمة عام 1866: حيث تعرضت عدد من البنوك الإنجليزية للإفلاس، مما أدى إلى أزمة مالية عصفت باستقرار النظام المالي البريطاني، باعتباره المركز المالي الأساس للعالم آنذاك، وتعد هذه الأزمة أقدم الأزمات المالية التي شهدها الاقتصاد الرأسمالي.
- حدثت أزمات مالية حادة في أوروبا في بداية القرن العشرين ترتبت عليها الحرب العالمية الأولى.
- أزمة الركود الكبير 1929: و" التي تعد أشهر الأزمات المالية التي شهدها الاقتصاد العالمي وأقواها أثراً. إذ هبطت أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكية بنسبة 13%" [55] ثم توالى الانهيارات في أسواق المال الدولية، حيث استمر أثرها عشر سنوات.
- أزمة الديون البولندية: وقعت عدة أزمات في ستينيات القرن العشرين منها أزمة الديون البولندية ثم أزمات أخرى متعددة ومتشابهة.
- أزمة الديون العالمية مع بداية الثمانينيات من القرن العشرين،" ففي ظل تحرير القطاع المالي والمصرفي وحرية حركة رؤوس الأموال، توسعت البنوك التجارية العالمية في الإقراض لحكومات دول العالم الثالث. وقد اقترنت حركة التوسع في الإقراض بتعثر تلك الحكومات وإعلان الدول المدينة عدم قدرتها على الوفاء بأعباء الديون وخدمتها، كما فعلت المكسيك في العام 1982 وتبعها عدد من الدول" [55].
- انهيار بورصة لندن في أكتوبر 1987.
- أزمة النمر الآسيوية التي عصفت ببلدان شرق آسيا في النصف الثاني من التسعينيات.
- سنة 2000 انتهت ثورة الانترنت، وتراجعت المخاوف المحيطة بقيمة الأسهم المالية المرتبطة بالانترنت و التقنيات الجديدة و سجل مؤشر ساندك رقما قياسيا بلغ 504862 نقطة في العاشر من مارس، و يضم هذا المؤشر أبرز أسهم الانترنت و التكنولوجيا، إلا

انه عاد و تراجع بنسبة % خلال الأسبوعين الأولين من شهر افريل و بنسبة 39,3% على مدى سنة، و انعكس هذا الهبوط على كل الأسواق المتصلة بالاقتصاد الجديد.

- أقلت بورصة نيويورك لمدة أسبوع بعد اعتداءات 11 سبتمبر 2001 التي تسببت بمقتل حوالي ثلاثة آلاف شخص ، وتعرض مؤشر داو جونز لأكبر تراجع في تاريخه في عدد النقاط حيث بلغ 68481 نقطة (7,3 %) .

و أخيراً الأزمة المالية التي يعيشها العالم حالياً، ولقد اخترت للدراسة الأزمة اليابانية التي حدثت في الفترة ما بين 1985 و 1990 لدراستها لمشابهتها بشكل كبير للأزمة الحالية في كون أن كلاهما نتجتا عن القطاع العقاري ثم انتقلتا لقطاع البنوك ليتوسع بعد ذلك التأثير ليشمل كل القطاعات ومن ثم التأثير في العالم ككل ، " حيث كانت الفقاعة العقارية الأمريكية هي نقطة البداية للأزمة و قد جاءت تطوراتها على النسق نفسه الذي شهدته اليابان خلال عقد التسعينيات ، الذي اصطلح على تسميته بالعقد المفقود " [61] ص 91.

و درست الأزمة المالية الآسيوية كونها تمثل الشكل الكلاسيكي للأزمات المالية، التي تتطور لتمس جميع دول العالم .

2.3.2.1. الأزمة اليابانية أسبابها وتفصيلها

شهدت اليابان في منتصف الثمانينيات تحريراً للقطاع المالي بسبب الضغوط الأمريكية ، ولقد أدى هذا التحرير إلى تدفق مبالغ كبيرة إلى اليابان من الخارج ، و إلى تمكين المصارف من زيادة قروضها للأفراد الراغبين في شراء العقارات مما أدى بدوره إلى زيادة في أسعار العقارات، وقد فاقم من حجم السيولة تدخل بنك اليابان المركزي في النصف الثاني من الثمانينيات لتخفيف حدة زيادة سعر صرف الين الياباني في سوق الصرف الأجنبي .

وبما أن " الكثير من الشركات المدرجة في سوق طوكيو للأسهم هي مرتبطة بقطاع العقارات بصورة مباشرة أو غير مباشرة فإن هذا الارتفاع في أسعار العقارات انعكس على شكل ارتفاع في أسعار الأسهم كذلك ، فالقيمة السوقية للأسهم اليابانية أصبحت ضعف القيمة السوقية للأسهم الأمريكية مع أن الناتج المحلي لليابان كان اقل من نصف الناتج المحلي الأمريكي خلال تلك الفترة، والقيمة السوقية للقطاع العقاري في اليابان وصلت إلى ضعف القيمة السوقية للقطاع العقاري في الولايات المتحدة علماً أن مساحة الأراضي في اليابان لا تزيد على 5% من مساحة الأراضي في الولايات المتحدة حيث أن 80% من أراضي اليابان هي أراض جبلية " [62]

حتى أن من النواذر التي كانت سائدة في اليابان في أواخر الثمانينيات أن القيمة السوقية للأرض التي يقع عليها قصر الإمبراطور كانت أكبر من القيمة السوقية لكل الأراضي العقارية في

ولاية كاليفورنيا بالولايات المتحدة وهذه ليست مبالغة بل أنها حسبت فعلا وهي تعبيراً عن درجة الازدهار الذي حصل في قطاع العقارات في اليابان ، كذلك بما أن كثيراً من المصارف اليابانية كانت تمتلك كثيراً من العقارات ومن الأسهم فان الزيادة في أسعارهما قد ساعدت على زيادة رأس مال هذه المصارف وهذا بدوره أدى إلى مزيد من القروض المقدمة .

إذن الزيادة في أسعار العقارات الحقيقية أدت إلى زيادة في أسعار الأسهم والزيادة في أسعار العقارات والأسهم أدت بدورها إلى زيادة رأس مال المصارف ، هذه الزيادة في رأس مال المصارف وفي ظل تحرير القطاع ساعدت على زيادة حجم القروض إلى فئات كانت مقيدة في حجم القروض التي يمكن أن تقدم لها ، و كذلك أدت زيادة أسعار العقارات إلى زيادة ربحية الشركات التي تعمل في هذا القطاع مما أدى إلى زيادة طلبها على القروض للتوسع وتحقيق أرباح أكثر، طبعاً هذا الارتفاع المستمر في أسعار الأسهم والعقارات كان نتيجة للشعور التفاؤلي لدى جميع الأطراف من أن شراء العقار أو الأسهم اليوم وانتظار فترة لارتفاع أسعارها بنسبة أكبر وبيعها لتحقيق مكاسب هو أفضل استثمار مما دفع كثيراً من المؤسسات ذات الاستثمارات الصناعية المنتجة لكشركات السيارات والحديد والالكترونيات إلى الاستثمار في العقارات والأسهم لأن عائدها مرتفع مقارنة بعائد صناعاتها.

غير أن هذا الوضع الذي تعيشه أسواق المال و أسواق العقارات لا يمكن أن يدوم ولا بد أن تحصل صدمة أخرى تنقض مساره أي تدفع الأسعار وكمية السيولة إلى التراجع ومعها يتراجع الاقتصاد بالضبط كالصدمة التي بدأت بها هذه الفورة وهنا تتفاوت كذلك الاقتصاديات في نوع الصدمة أو منعطف التراجع ودرجة الانحدار الذي يحصل في الاقتصاد.

والشرارة الأولى في انهيار أسواق المال والعقارات ومعها الاقتصاد الياباني في منتصف الثمانينيات هو " عندما وصلت الطفرة في أسعار العقارات والأسهم في اليابان مستويات عالية مع نهاية عام 1989 مما أدى بمحافظ البنك المصرفي الجديد إلى التصريح بأن هذا الارتفاع في أسعار العقارات أصبح يهدد النسيج الاجتماعي مما أدى بالبنك المركزي إلى إصدار قرار يقيد معدل نمو حجم القروض المقدمة للقطاع العقاري ، وهذا القرار جعل المستثمرين الذين اشتروا عقارات حديثاً أمام إشكالية حيث أن إيجارات هذه العقارات لازالت أقل من الفوائد المستحقة على قروضهم السكنية وليس بإمكانهم أن يقترضوا قروضا جديدة مما أدى بشريحة من هؤلاء المستثمرين إلى بيع عقاراتهم ، هذا البيع للعقارات مع تقييد معدل نمو قروض العقارات أدى إلى تراجع أسعار العقارات ومعها بدأ تراجع أسعار الأسهم ، و الانخفاض في أسعار الأسهم والعقارات نتج عنه حالات كبيرة من الإفلاس وخسارة المصارف لكثير من قروضها مما أدى إلى

بيع أصولها وبالتالي انخفاض أسعارها" [62]

إذن العجلة الاقتصادية التي دارت صعودا منذ بداية الثمانينيات في اليابان بدأت في التراجع مع نهاية الحقبة ، فبيع العقارات نتيجة لارتفاع تكاليفها مقارنة بعائدها أدى إلى انخفاض أسعارها ومن ثم إلى انخفاض في أسعار الأسهم مما يعني أن رأس مال المصارف بدأ في التراجع كذلك وهذا بدوره قلل من قدرة هذه المصارف على تقديم القروض، و كل هذه التطورات دفعت بكثير من المستثمرين المحليين والدوليين إلى تحويل استثماراتهم إلى خارج اليابان كما دفعت بالقطاع المنزلي لتقليل الاستهلاك وهذان الأثران نتج عنهما تراجع في معدل النمو الاقتصادي و واكتهما كثير من حالات الإفلاس وتزايدت خسائر القطاع المصرفي وبدأت الأموال بعد ذلك تهاجر إلى دول شرق آسيا لتتضم إلى أموال أخرى من الدول الأوروبية والولايات المتحدة لتمهد لوفرة 1997 في تايلاند وماليزيا واندونيسيا وبقية هذه المجموعة.

3.3.2.1. الأزمة الآسيوية

في صائفة 1997 عرفت دول جنوب شرق آسيا ظهور أزمة مالية بدءاً من تايلاند مروراً بماليزيا، اندونيسيا، تاوان كوريا، وأخيراً هونج كونج والتي انتقلت بعد ذلك بتأثيرات متباينة إلى الأسواق العالمية.

حيث شكل النموذج التنموي الآسيوي "مثالاً نال إعجاب الكثير من الاقتصاديين، وهو ما شجعهم على الاستثمار فيها، وقد عرفت دول جنوب شرق آسيا أزمت مالية قبل عام 1997 كأزمة اندونيسيا عام 1978، وكوريا عام 1980 ، إلا أن أزمة 1997 كانت من أخطرها" [63] ص 7، وتراوحت التفسيرات ما بين نظرية المؤامرة، والمضاربات، والعوامل الداخلية لتفسير أسباب وقوع الأزمة وهذا طبقاً لمايلي :

- نظرية المؤامرة: وتفسر ما حدث بأنه درس مقصود" اتخذته مراكز القرار العالمية لترويع دول منظمة الآسيان، وصورته إحدى الصحف العالمية بأنه التبحر الذي مارسه هذه الدول بالقول بان العالم سيتحول إلى آسيا و ستكون آسيا هي محور القرن القادم ، يؤيد أنصار هذا الرأي أقوالهم بما حدث للمكسيك في مجال هيمنة الولايات الأمريكية وما قد تصوره البعض من حدوث نهضة في أمريكا اللاتينية تقودها المكسيك" [64] ص 20.
- نظرية المضاربات: لا تتعد كثيرا عن تفسير نظرية المؤامرة وان كانت "لا يحرصها في واضعي القرار الكبار، وان كان يربط هذا بتحركات المضاربين" [64] ص 20، وبجدر الإشارة في هذا الصدد إلى الاتهامات التي وجهت إلى رجل الأعمال الأمريكي "سورس " احد كبار المضاربين في أسواق العملات بأنه وراء الانهيار الذي حدث في تايلاند و الانهيار الذي حدث في ماليزيا.

- العوامل الداخلية: وينطلق من أن الأمر بدأ واستمر لفترة بتأثير عوامل داخلية في الدول و ليست عوامل خارجية، وفي استعراض موجز لأسباب هذه الأزمة وتحليلها يمكن أن تلخيصها في مايلي: [64] ص ص 21-22-23 .
- أحد الأسباب الموضوعية لازمة هو العجز الشديد في موازين المدفوعات لهذه الدول وهذا بسبب نوعية الاستثمارات التي تمت في هذه الدول.
- لأن الميزان التجاري و ميزان المعاملات الجارية لا يرتبط فقط بالصادرات وإنما يرتبط بالواردات، و في جانب آخر كان التزايد السريع في الواردات الترفيهية و الاستهلاكية لعديد من الدول، و توجيه جانب كبير من الإنفاق إلى استثمارات بالغة الترف.
- انخفاض العملات الذي حدث و كان تدريجيا في بعض الدول.
- تزامن هذا مع الإنفاق الخاص و العام على حد سواء في هذه الدول الذي كان مبنيا على توسع كبير و متزامن في الاقتراض الداخلي و الخارجي.
- النمو السريع في الائتمان الممنوح داخليا ، و الاقتراض الخارجي الذي وجه جانب كبير منه إلى استثمارات غير منتجة.
- الجانب الآخر الذي يفسر به البعض ما حدث هو سرعة انفتاح هذه الأسواق على الأسواق العالمية.

ولعله من المفيد في هذا السياق رصد ما جاء في الأزمة الآسيوية طبقا لتقرير صندوق النقد الدولي حول مراحل الأزمة و انتشارها: [65] ص 236.

• المرحلة الأولى: بروز الأزمة التايلاندية: (جانفي - افريل 1997)

انخفضت قيمة العملة التايلاندية (البات) أواخر يناير 1997 بسبب عجز المدفوعات ، و ارتفاع المديونية قصيرة الأجل ، و انهيار سوق العقارات و التشكك في سياسة تثبيت سعر الصرف، و لكن الحكومة استطاعت أن تقلل من ضغوط العملة عن طريق رفع سعر الفائدة قليلا في السوق هذا الإجراء لم يستطع أن يصحح الاختلالات الهيكلية الموجودة في القطاع المالي ، و من ثم بداية اشتعال الأزمة ، بل و الانتقال للدول الأربع المجاورة (ماليزيا ، الفلبين ، كوريا ، اندونيسيا) و لكن جدير بالذكر أن شدة الأزمة اختلفت من دولة لأخرى حسب الوضع المالي فيها ، فعلى سبيل المثال ، لم تتأثر كوريا كثيرا ، لأنها كانت تطبق سياسات مرنة لسعر الصرف مما سمح لعملتها أن تنخفض أمام الدولار في بدايات عام 1997، و من ثم لم تتعرض كثيرا للمضاربات .

• المرحلة الثانية: تفاقم الأزمة التايلاندية : (ماي – جويلية 1997)

تدخل البنك المركزي في منتصف مايو للعام نفسه و قام بفرض قيود على حركة رؤوس الأموال و أسعار الصرف ، و لكن تلك الإجراءات لم تكف لاستعادة الثقة في القطاع المالي ، ومرة أخرى ازداد الضغط على دول المنطقة ، و بالرغم من محاولتهم جميعا احتواء الأزمة ، إلا أن الهروب الكبير لرؤوس الأموال لم يمكنهم من ذلك و خاصة عندما قررت الحكومة التايلاندية تعويم عملتها و ترك سياسات التثبيت ، و من ثم انخفض البات بحوالي 10% و استمر في الانخفاض ، مما أثار الشكوك حول السياسات المالية في المنطقة بأسرها .

• المرحلة الثالثة: توغل الأزمة في الدول الأربع : (جويلية – أكتوبر 1997)

اختلفت تداعيات الأزمة ما بين الدول حسب النظم المطبقة فيها ، و لكن الفلبين كانت من أولى الدول تأثرا بما حدث في تايلاند بسبب تشابه نظم تثبيت أسعار الصرف ، و عليه ، فقد اتبعت الفلبين سياسة التقويم للبيزو (العملة الوطنية) أيضا على أمل أن تخفض المضاربات حول العملة.

و انتقلت الأزمة بعد ذلك إلى ماليزيا التي انخفضت العملة المحلية فيها بعد رفع أسعار الفائدة ، أما اندونيسيا ، فقد خفضت أيضا " الروبيه " ثم تركتها للتقويم في منتصف أغسطس في نفس الفترة ، و استمر البات التايلاندي في الانخفاض بحوالي 18% بالنسبة للدولار ، مما عكس عجز الحكومة عن تبني سياسات فعالة لتخطي الأزمة و تصحيح الاختلالات الهيكلية الموجودة بها .

و في أكتوبر 1997 ، شهدت العملات الآسيوية أعلى معدل انخفاض لها حيث وصل إلى 30% في تايلاند و اندونيسيا ، و 20% في ماليزيا و الفلبين .

• المرحلة الرابعة : أصداء الأزمة في السوق العالمي (منتصف أكتوبر – منتصف ديسمبر

1997)

استمرت العملات الآسيوية في الانخفاض بشكل عام ، و بدأت أسواق السندات و الأسهم في الانهيار بتتابعاً ، و ازداد عبء الدين الخارجي ، و تأثرت بعض الدول خارج النطاق الآسيوي مثل الولايات المتحدة و اليابان و بسبب زيادة حجم استثماراتها في آسيا .

تم انتقال تأثير هذه الأزمة إلى باقي العالم نتيجة ارتباط اقتصاديات الدول فعلى سبيل المثال "أمريكا توجه من صادراتها و طبقا للإحصائيات لعام 1996-1997 إلى منطقة جنوب شرق آسيا و 20% و اليابان توجه 44% من صادراتها إلى عموم دول جنوب شرق آسيا، حيث 4/3 من النمو في الصادرات اليابانية مرتبط بالنمو في جنوب شرق آسيا" : [64] ص 29.

فضلا عن تراجع كبير في الاستثمارات المالية التي دخلت إلى قطاع الأسهم و السندات و البورصات في جنوب شرق آسيا كانت أموالا أمريكية و يابانية و أوروبية.

ثم هاجرت هذه الأموال بعد انهيار شرق آسيا وانخفاض أسعار عملات هذه الدول" بأكثر من 30% وهبوط أسعار الأسهم فيها بنسب متفاوتة بين 30% و60% لتعيد الكرة في الولايات المتحدة الأمريكية وتنتهي بانهيار أسواق الولايات المتحدة عام 2000 وما نتج عنه من انخفاض قدره 80% في قيمة الأسهم المتداولة في "النازدك" وهو سوق الأموال الأمريكي": [62]، وجدير بالذكر هنا أن بعض هذه الانهيارات ترافقها خسائر في المصارف، وبعضها يرافقها انخفاض في سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأخرى وبعضها الآخر يكون مزيج من أزمة مصارف و أزمة عملة كما حصل في المكسيك ودول شرق آسيا بينما كانت الأزمة في اليابان هي أزمة في المصارف فقط، وقد تتمكن الدول من إطالة فترة الفورة الاقتصادية ولكنها لا بد وان تنتهي بهبوط.

2.2. الأزمة المالية العالمية الحالية.

تعتبر الأزمة المالية التي يشهدها الاقتصاد العالمي منذ أغسطس 2007 م من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينيات، بل وتعتبر الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، خاصة بعدما ثبت عجز النظام الاقتصادي العالمي عن احتوائها والتخفيف من آثارها بشكل سريع وفعال، وتأتي خطورة هذه الأزمة من كون انطلاقها كان من اقتصاد الولايات المتحدة الذي يشكل قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي، فاقتصادها هو الأكبر في العالم بحجم يبلغ حوالي 14 تريليون دولار، وتشكل لها التجارة الخارجية أكثر من 10% من إجمالي التجارة العالمية. ومن ناحية أخرى تحتل السوق المالية الأمريكية موقع القيادة للأسواق المالية العالمية، لذا فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر آثارها إلى باقي الأسواق المالية الأخرى بسرعة كبيرة.

1.2.2.2. حثيات حول الأزمة المالية العالمية.

لقد أخذت تداعيات هذه الأزمة تتفاقم منذ أغسطس 2007 م بشكل سريع، وتشير الأرقام المتاحة إلى أن الأسوأ في هذه الأزمة كان خلال الربع الأول ونهاية الربع الثالث وبداية الربع الرابع من عام 2008 م، وما زالت الأزمة مستمرة مع وجود اختلاف بين المؤسسات الاقتصادية العالمية بين كون الأسوأ في هذه الأزمة قد مضى أو أن الأسوأ فيها لم يأت بعد، وتتمثل أهم تداعيات الأزمة على الاقتصاد الأمريكي والعالمي فيما يلي:

1.1.2.2. تداعيات الأزمة على الاقتصاد الأمريكي

من اجل إعطاء صورة عما حدث في الأزمة المالية العالمية إتمدت على نظرية أحجار

الدومينو: [66]

فقد عبر العالم الفرنسي "توماس غينولي" عن سلسلة الانهيارات هذه بتساقط أحجار الدومينو وهذا التعبير على بساطته يوضح التبعية التي ربطت إليها مراحل الأزمة عندما يسقط كل حجر الذي بعده وهكذا نتخيل بان هنالك صفيين من الدومينو تم وضعهما إلى جانب بعضهما وهنالك صف آخر من الدومينو تم وضعه خلفهما ، فإذا فرضنا أن الصفيين الأماميين يقعان وكرد فعل تتابعي يسقط البقية.

في الولايات المتحدة تقوم مؤسسات الإقراض بتمويل قروض لشراء أصول وعقارات وممتلكات وبضائع لأناس يكون واضحا من الأول أنهم ليسو قادرين على الوفاء بالتزاماتهم المالية، وينبغي على هؤلاء خلال سنتين الأوليتين دفع فوائد تلك القروض وفي السنة الثالثة يقومون بدفع القرض مع فوائده. ولكن هنالك حاليا الكثير من هؤلاء الذين لا يقدررون على الدفع وهو ما يعني أن قيمة القروض قد ضعفت وهذا هو أول دومينو في الصفيين الأولين في الولايات المتحدة .

أيضا هنالك مؤسسات إقراض توافق على ديون تمنح بموجبها أموالا لأناس يملكون عقارا يتم استخدامه ككفالة او ولذلك تبدأ تلك المؤسسات في المعاناة من اجل الحفاظ على قيمة القروض والديون وهو ما يضعف قيمتها في السوق والتعاملات المالية وهذا هو الدومينو الثاني .

وهذه المؤسسات المالية قامت بتحويل تلك القروض إلى أصول أي حولتها إلى منتج جديد يمكن بيعه وشراؤه في البورصة أي مثل أن تدين لشخص بالمال ويقوم هذا الشخص ببيع دينك لشخص آخر ونظرا كون الأرباح الناتجة من هذه العملية كانت مرتفعة فقد أقدمت صناديق الاستثمار على شراء هذه الأصول في البورصة ، ولكن مع بدأ هذه الأصول بفقدان قيمتها أرادت صناديق الاستثمار التخلص منها وبيعها ولكن المشكلة بان ليس هنالك مشتري لهذه العقارات باستثناء راغبين بالشراء في أسعار متدنية وهذا هو الدومينو الثالث، ولتجنب الصناديق انعدام السيولة تقوم ببيع أصول أخرى في البورصة ليس لها علاقة بهذه القروض وبفعل ذلك تهبط قيمة هذه الأصول وزيادة على هذا فان البنوك التي اشترت منها الصناديق تلك الأصول تخسر الكثير من الأموال وهذا هو الدومينو الرابع .

هذه البنوك التي فقدت الكثير من الأموال وتعاني من نقص بالسيولة ستحاول الحصول على الأموال من الاقتراض من بنوك أخرى وهو أمر يومي في الأسواق ويعرف بالسوق بين البنوك . ولكن الآن كل بنك مجهل حقيقة وعمق المشاكل المالية الذي يعاني من البنك الآخر فإنه يرفض

بالتالي إقراضه وذلك يعني تزداد عدد البنوك التي تعاني من مشكلة السيولة حتى لو كان وضعها جيداً وغير مشمولة بالأزمة وهذا هو **الديمنو الخامس**.

وبطبيعة الحال إذا كان هنالك عدد كبير من البنوك تعاني مشاكل السيولة فإن النشاط المالي سيتأثر ككل ولذلك فإن البنوك المركزية (الأمريكية والأوروبية) تقرض تلك البنوك أموالاً والهدف هو الحفاظ على التوازن على المدى المتوسط ، وهذا هو **الدومينو السادس** .

والعاملون في البورصة يحتاجون دائماً إلى سيولة تحت أيديهم حتى لا يكونوا مضطرين إلى بيع أصول كل مرة يطلب فيها احد مستثمريهم مالا يستحقه عليهم ،ولان الكثير من أصول البورصة والأسهم تنخفض فأنهم يبيعونها سواء للحصول على السيولة أو بفعل الذعر من الوضع الذي تمر به السوق ويؤدي ذلك إلى مزيد من هبوط في قيمة تلك الأصول وهذا هو **الدومينو السابع**، وهذا ما يفسر لماذا تهبط قيمة الأصول والأسهم ولماذا تعاني البنوك من نقصاً في السيولة.

و لقد زادت هذه الأزمة من معاناة الاقتصاد الأمريكي، الذي يعاني بالفعل منذ سنوات النمو المتباطئ نتيجة العجز التجاري، وظهرت أعراض هذه الأزمة على كافة مؤشرات الأداء الاقتصادي الكلي للولايات المتحدة على النحو التالي: [67]

- تفاقم العجز في الميزانية، والذي وصل لأقصاه في الربع الأول من عام 2008 م، حيث أصبح يمثل حوالي 2.9 % من الناتج المحلي الإجمالي مع وجود توقعات بارتفاع عجز الموازنة في نهاية عام 2008 م من حوالي 155 مليار دولار لحوالي 258 مليار دولار من دون تكاليف خطة إنعاش الاقتصاد مقابل 163 مليار دولار عام 2007 م.

- ارتفاع حجم المديونية ليصل إلى 36 تريليون دولار (حسب إحصاءات وزارة الخزانة الأمريكية)، فقد ارتفعت الديون الحكومية لتشكّل حوالي 64 % من الناتج المحلي الإجمالي، هذا إلى جانب ارتفاع مديونيات الأفراد والشركات لتصل إلى 27.6 تريليون دولار، منها حوالي 9.2 تريليون دولار تمثل ديون أفراد نتيجة التمويل العقاري، وحوالي 18.4 تريليون دولار ديوناً على الشركات.

- تباطؤ نمو الاقتصاد الأمريكي منذ شهر يناير 2008م، حيث شهدت قطاعات الإسكان والتصنيع وحركة البيع والشراء ضعفاً في أنشطتها نتيجة لارتفاع أسعار المواد والسلع الأولية والطاقة.

- ارتفاع معدلات التضخم التي تجاوزت 4.5 %، علاوة على ارتفاع معدلات البطالة إلى 5.1%، وفقدان أكثر من 3 مليون شخص لوظائفهم بمعدل 80000 وظيفة

شهريًا ليصل إجمالي من فقدوا وظائفهم في الاقتصاد الأمريكي بسبب أزمة الرهن العقاري حتى ماي 2008 م إلى أكثر من نصف مليون شخص.

- انخفاض المؤشر العام لثقة المستهلكين إلى أدنى مستوى له منذ عام 1992 م نتيجة تخوف المستثمرين، حيث تراجع كل من مؤشر النشاط الصناعي في نيويورك، ومؤشر الطلب على الاستهلاك إلى أدنى قيم لهما منذ أكتوبر 2001 م، كما انخفض معدل استخدام الطاقة الإنتاجية لأدنى مستوى له.

- تراجع تحويل رؤوس الأموال إلى الولايات المتحدة الأمريكية بحوالي 50 %، لدرجة أن تحويل رؤوس الأموال أصبح كافيًا فقط لمجرد سد العجز في الميزان التجاري الأمريكي، الذي بلغ حوالي 60 مليار دولار.

- تراجعت عمليات بناء المساكن بنسبة 0.6 % لتصل إلى 1.065 مليون وحدة سنويًا، مقارنة بالمعدل السنوي المسجل وهو 1.071 مليون وحدة، كما تراجع عدد تصاريح البناء إلى 978 ألف وحدة مقابل 1.61 مليون وحدة. وتراجعت أسعار المساكن بحوالي 10 %، مع وجود توقعات بتراجعها بنسبة 10 % أخرى بنهاية عام 2008م.

- الهبوط السريع في سعر العملة الأمريكية مقابل العملات الرئيسية الأخرى في العالم، حيث وصل الدولار إلى مستوى 100 ين ياباني وهو أدنى سعر له منذ التسعينيات، كما وصل اليورو إلى ما بعد حاجز الدولار والنصف لأول مرة منذ صدور اليورو، وهو ما أدى لتزايد التحول عن التعامل بالدولار الضعيف سواء من الأفراد أو الدول.

- تراجع أرباح البنوك الأمريكية، وذلك بعد إعدام مبالغ كبيرة من الديون العقارية التي لم تتمكن من تحصيلها، وتوالي إعلان انهيار صناديق التحوط التابعة لعدد من البنوك، بسبب القروض العقارية الرديئة، وحدثت عمليات بيع واستحواذ في الجهاز المصرفي بأسعار متدنية جدًا، بعد تراجع أسعار أسهم المصارف بشكل كبير.

- زيادة مشتريات الأجانب لحصص في الشركات والمصانع الأمريكية، وذلك بسبب تراجع أسعار الأسهم وتراجع قيمة الدولار، حيث بلغت هذه المشتريات حوالي 414 مليار دولار في نهاية الربع الأول من عام 2008 م، وذلك بنسبة زيادة حوالي 90 % مقارنة بالفترة نفسها من عام 2006 م.

وبالإضافة إلى ما سبق قدرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية إجمالي الخسائر الاقتصادية الأمريكية بسبب أزمة الرهن العقاري بحوالي 350 إلى 540 مليار دولار، بينما قدر صندوق النقد الدولي هذه الخسائر بحوالي 945 مليار دولار، ومهما كانت درجة الدقة في هذه الأرقام فإنها تبين مدى خطورة الأزمة التي يمر بها الاقتصاد الأمريكي من حيث حجمها، ولكننا نود

التأكيد هنا على نوعية الأزمة أكثر من التأكيد على حجمها، حيث تكمن خطورة هذه الأزمة في كونها ناجمة عن تراجع الاستهلاك الفردي وليس عن ارتفاع أسعار الفائدة كما كان الأمر في الأزمات السابقة، وهو ما يجعلها أزمة ديناميكية قد تطول بعض الوقت.

2.1.2.2. تداعيات الأزمة على الاقتصاد العالمي

أكدت العديد من المؤسسات المالية الدولية وفي مقدمتها صندوق النقد الدولي أن أزمة الاقتصاد الأمريكي بسبب الرهن العقاري لن تنجو منها أي دولة من دول العالم، وأنها ستطال اقتصاد جميع الدول ولكن بنسب متفاوتة، وقد ظهرت تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي بوضوح خلال الفترة المنقضية من عام 2008 م، بشكل يؤكد أن العالم سيدفع ثمن التعافي من هذه الأزمة مع الولايات المتحدة الأمريكية، وتمثلت أهم تداعيات هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي في الآتي:

[67]

- تراجع التوقعات بشأن النمو في الاقتصاد العالمي عام 2008 م ليصل إلى حوالي 1.5 وهو نمو يراه البعض صدى لنمو عام 2007 م، وأنه لن يكون هناك نمو فعلي في عام 2008 م.
- تعرض العديد من البنوك حول العالم وخاصة في آسيا وأوروبا لخسائر من جراء هذه الأزمة، الأمر الذي أدى إلى انتشار المخاوف بين البنوك من الإقراض، وتراجعت معدلات تقديم الائتمان في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع البنوك المركزية لضخ المزيد من الأموال في أسواق المال لتقليل حدة هذه الأزمة.

الجدول رقم (9): أكبر الخسائر من أزمة الرهن العقاري حتى بداية أبريل 2008 [68]

اسم المؤسسة	بلد المنشأ	خسائر الرهن العقاري (بالمليار)	
1	سويسرا	\$ 37.10	(UBS)
2	الولايات المتحدة الأمريكية	\$ 24.40	Merrill Lynch))
3	الولايات المتحدة الأمريكية	\$ 23.90	(Citigroup)
4	الولايات المتحدة الأمريكية	\$ 16.60	(Carlyle Capital)
5	الولايات المتحدة الأمريكية	\$ 9.40	(Morgan Stanley)

- أدت هذه الأزمة إلى إيجاد نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية العالمية، وإلى وجود حالة من الخوف الشديد في أوساط المستثمرين بشأن مستقبل الاقتصاد والاستثمار، دفعت بالكثيرين منهم إلى عدم الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى، بل ودفعت البعض منهم للمطالبة بعلاوات عن المخاطر تفوق ما تقدمه الحكومات، علاوة على ما أحاط بعمليات الاندماج والاستحواذ من شكوك وغموض حيال الصفقات التي تتضمن مبالغ جديدة من أدوات الدين.
- أدت الأزمة إلى شطب عدد من البنوك الكبرى في العالم (حوالي 25 بنكا) لأكثر من 300 مليار دولار من قيمة أصولها، نتيجة انخفاض قيمة الأوراق المالية المضمونة بقروض عقارية منذ 2007 م، الأمر الذي أدى إلى تراجع السيولة النقدية المتاحة لدى البنوك لإقراضها للمستهلكين، وهناك تقديرات بأن تصل القيمة إلى حوالي 400 مليار دولار بنهاية هذا العام.

وتشير الأرقام إلى أن الأزمة قد امتدت إلى مناطق مختلفة من العالم، ففي دول الاتحاد الأوروبي، وبرغم التوقعات التي سادت بعدم تأثرها بالأزمة إلا أن الواقع الفعلي أثبت مدى خطأ هذه التوقعات، خاصة مع انخفاض أسعار العقارات وتراجعها في أوروبا وخاصة في اسبانيا. كما تراجع معدل النمو، حيث خفضت مفوضية الاتحاد الأوروبي توقعاتها للنمو الاقتصادي في منطقة اليورو إلى 1.8 % هذا العام نتيجة للشكوك حول مصير الاقتصاد العالمي، كما حذر وزراء مالية دول منطقة اليورو والبنك المركزي الأوروبي من ارتفاع معدلات التضخم، والتي وصلت إلى 3.5 نتيجة لاقتران ارتفاع أسعار النفط والمواد الغذائية مع التباطؤ الاقتصادي وانخفاض ثقة المستهلكين.

من ناحية أخرى أطلقت العديد من الشركات الأوروبية الكبرى مثل "سيمنز" و"مينشلان" إشارات تحذيرية من تأثير الأزمة الأمريكية عليها، كما أثرت الأزمة على الشركات الأوروبية التي تعمل في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تحملت شركة بي إم دبليو لصناعة السيارات خسائر بقيمة 236 مليون دولار نتيجة تزايد الديون المعدومة وتراجع نشاط تأجير السيارات، واتساع تأثير الأزمة ليشمل قطاعات مثل الصناعات الدوائية وصناعات البناء.

أما في الصين والهند فبرغم التفاؤل لدى بعض الشركات المتواجدة في أسواقها بأن يكون تأثير الأزمة على الأسواق الصينية ضئيلاً، إلا أن الواقع يؤكد حتمية تأثر الصين بهذه الأزمة بشكل واضح، وذلك لأن الصين تصدر حوالي 21 % من صادراتها إلى الولايات المتحدة الأمريكية. على صعيد آخر أثرت هذه الأزمة على الاقتصاد الياباني الذي شهد تراجعاً في النمو الاقتصادي، وعدم استقرار أسواق الأسهم، مما دفع البنك المركزي للإبقاء على معدل الفائدة

منخفضاً عند 0.5 %، كما تراجع مبيعات الشركات المصدرة نتيجة لانخفاض الدولار، وانخفض إنتاج المصانع لأدنى مستوياته منذ خمس سنوات بمعدل 3%.

3.1.2.2. حجم بعض المبالغ التي تم رصدتها لمعالجة آثار هذه الأزمة

من أجل معالجة آثار الأزمة المالية تم رصد مبالغ كبيرة لذلك ، و الغرض من رصد هذه المبالغ هو تبيان حجم هذه الأزمة التي أصابت الاقتصاد العالمي وضخامتها، و من هذه المبالغ مايلي : [69]

- عشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحاً.

- الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤمما بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم " أي أي جي" المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار.

- تعرض مجموعة فورتس المالية العالمية لعملية تأمين عاجلة من قبل ثلاث حكومات بقيمة 16.4 مليار دولار.

- الحكومة البريطانية تأمم مصرف "براد فورد اندبينغلي" العقاري بقيمة 50 مليار دولار.
- أسرعت بلجيكا وفرنسا ولوكسمبروج لتوفير نحو 9.2 مليار دولار لإنقاذ بنك ديكسيا الفرنسي البلجيكي.

- شراء الحكومة الايسلندية حصة الأغلبية في بنك جلينتر مقابل 815 مليون دولار.
- أعلنت الحكومة البريطانية عن خطة حكومية غير مسبوقه بقيمة 88 مليار دولار لإنقاذ بنوكها.

- قدمت الحكومة البريطانية ضماناً بقيمة 438 مليار دولار لمساعدة البنوك على إعادة تمويل الديون.

- أعلنت بريطانيا أنها ستفق 63.3 مليار دولار لشراء أسهم عدد من كبرى المصارف البريطانية.

- أعلنت فرنسا أنها ستوفر ضمانات للقروض بين المصارف تصل قيمتها 320 مليار يورو إضافة إلى 40 مليار يورو أخرى لإعادة رسملة البنوك التي تواجه صعوبات.

- أعلنت ألمانيا عن خطة واسعة لمساعدة القطاع المصرفي تصل قيمتها إلى 480 مليار يورو.
- هولندا رصدت 20 مليار يورو، وأعلنت كل من النمسا وأسبانيا أيضاً اعتماد 10 مليارات يورو لبنوكها كضمانات.

- منح صندوق النقد الدولي إسلاندا قرضاً بقيمة 2.1 مليار دولار لمساعدتها على تجاوز الأزمة.

- قال صندوق النقد الدولي أن الصندوق والاتحاد الأوروبي والبنك الدولي اتفقوا على صفقة إنفاذ اقتصادي قيمتها 25.1 مليار دولار للمجر لمساعدتها على التغلب على آثار الأزمة المالية.
- أعلنت الحكومة النمساوية أنها ضخت مبلغ 100 مليار يورو إلى السوق المالية.
- أعلنت الصين أنها وافقت على خطة تحفيز كبيرة تقارب 600 مليار دولار.
- أعلنت الحكومة البريطانية عن خطة تصل إلى 875 مليار دولار للحيلولة دون انهيار البنوك.
- قال البنك المركزي الأوروبي أنه سيضخ 95 مليار دولار في أسواق المال للإقراض بين البنوك.
- خطة الإنقاذ الثانية في عهد الرئيس أوباما بمبلغ 819 مليار دولار.
- دولة الإمارات العربية المتحدة تصدر سندات بقيمة 20 مليار دولار.
- الكويت تصدر قانون الاستقرار المالي بقيمة 4.5 مليار دينار.

2.2.2. أسباب حدوثها و مراحلها

إن المجتمع الأمريكي مجتمع قائم في جوهره على الاقتراض ، فإن أراد أي مواطن أمريكي أن يشتري منزلاً ، أو جهاز تلفزيون ، أو سيارة فليس هناك أدنى صعوبة في الحصول على هذه الأشياء ، حتى ولو لم يتوافر له المال اللازم لشرائها ، و يكفي في هذه الحالة بطاقة الائتمان التي لديه ، لكي يشتري ما يريد فالعائلة الواحدة في الولايات المتحدة الأمريكية تملك 13 بطاقة ائتمان 40% منها لشراء السلع ، و مع ازدياد الرغبات في الاقتناء ازدادت الديون العائلية ، فبلغت 680 مليار دولار عام 1974 ، حتى و صلت حالياً إلى 14 تريليون دولار ، و لا شك أن هذا الرقم الأخير ، ينبئ إلى أي مدى يعتمد الأمريكيون على الاقتراض لإشباع حاجاتهم ، و تلبية رغباتهم.

1.2.2.2. أسباب الأزمة المالية الحالية

نجمت الأزمة المالية المعاصرة بالدرجة الأولى عن التوسع الكبير في الأصول المالية على نحو مستقل إلى حد كبير عما يحدث في الاقتصاد العيني ، ويرجع ذلك إلى المؤسسات المالية التي أسرفت في إصدار الأصول المالية وخاصة أصول المديونيات بأكثر من حاجة الاقتصاد العيني ، ومع هذا التوسع الكبير في إصدار الأصول المالية ، زاد عدد المدينين وزاد بالتالي حجم المخاطر إذا عجز أحدهم عن السداد ، وهناك ثلاثة عناصر متكاملة يمكن الإشارة إليها أدناه : [70] ص ص

■ زيادة أحجام المديونية:

أو ما يطلق عليه اسم الرافعة المالية، فقد بالغت المؤسسات المالية في التوسع في المديونية ، وهي ليست مجرد مديونيات فردية وإنما تأخذ عادة شكل مديونيات قابلة للتداول في الأسواق المالية، وبالتالي فهي أشبه بالمديونيات العامة، فقد ازدادت الأصول المصرفية للبنوك الأمريكية بمقدار 1915 مليار دولار خلال الفترة يناير 2007 إلى نهاية سبتمبر 2008، مقابل زيادة بلغت فقط 785 مليار دولار في الودائع المصرفية، أما في منطقة اليورو، فقد ازدادت الأصول للبنوك الأوروبية خلال الفترة نفسها بمقدار 4639 مليار يورو مقابل زيادة فقط 2426 مليار يورو لودائع هذه البنوك خلال الفترة نفسها، وهي الحالة التي تعكس بوضوح التوسع في الإقراض لهذه البنوك.

وكانت التجارب التاريخية السابقة قد تطلبت ضرورة وضع الحدود على هذا التوسع في الإقراض، فالمدين يجب أن يمتلك حداً أدنى من الثروة حتى يستدين خاصة من المؤسسات المالية، ولذلك حددت لجنة بازل في اتفاقياتها حدود التوسع في الإقراض - وبالتالي الاقتراض - للبنوك بألا يتجاوز نسبة من رأس المال المملوك لها، ورغم أن البنوك المركزية تراقب البنوك التجارية في ضرورة احترام هذه النسب فإن ما يعرف باسم بنوك الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية لا يخضع لرقابة البنك المركزي، ومن هنا توسعت بعض هذه البنوك في الإقراض لأكثر من ستين ضعف حجم رؤوس أموالها كما في حالة بنك USB، ولكن التوسع في الإقراض لا يرجع فقط إلى تجاهل اعتبارات الحدود المعقولة للرافعة المالية لكل مؤسسة، بل إن النظام المالي في الدول الصناعية قد اكتشف وسيلة جديدة لزيادة حجم الإقراض عن المشتقات المالية التي تسمح بتوليد موجات متتالية من الأصول المالية بناءً على أصل واحد.

■ أزمة الرهون العقارية:

أو ما يدخل في إطار تركيز الإقراض على قطاع معين، فقد ولدت الأزمة المالية الحالية نتيجة لما أطلق عليه أزمة الرهون العقارية، فالعقارات في أمريكا هي أكبر مصدر للإقراض والاقتراض، فالأزمة بدأت فيما يعرف بالرهون العقارية الأقل جودة، فيشتري المواطن بيته بالدين مقابل رهن هذا العقار، ثم ترتفع قيمة العقار في السوق، فيحاول صاحب العقار الحصول على قرض جديد مقابل ارتفاع قيمة العقار وذلك عن طريق رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا التسمية بأنها الرهون الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، وبالتالي فإنها معرضة أكثر للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقارات، وقد بلغت قيمة الرهون العقارية من الدرجة الثانية حوالي 1.2 تريليون دولار في نهاية عام 2001، وارتفعت في نهاية عام 2006 إلى أكثر من 4 تريليون دولار.

ولم تكتف البنوك بالتوسع في هذه القروض الأقل جودة بل استخدمت "المشتقات المالية" لتوليد مصادر جديدة للتمويل وبالتالي التوسع في الإقراض، فتم استخدام هذه المحفظة من رهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة وهو ما يطلق عليه بالتوريق، وهكذا أدى تركيز الإقراض في قطاع واحد (العقارات) على زيادة المخاطر، وساعدت المشتقات على تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الإقراض.

■ نقص الرقابة والإشراف على المؤسسات والأدوات المالية أو انعدامها:

إذا كانت البنوك التجارية في معظم الدول تخضع لرقابة دقيقة من البنوك المركزية ومؤسسات الرقابة، ولكن هذه الرقابة تضعف أو حتى تنعدم بالنسبة لمؤسسات مالية أخرى مثل بنوك الاستثمار وسماسرة الرهون العقارية، فضلاً عن نقص الرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية والتي تشجع المستثمرين على الإقبال على الأوراق المالية.

لقد نشأت الأزمة بسبب تضافر العديد من العوامل والأدوار التي لعبتها العديد من الجهات، ويمكن تلخيص هذه الأدوار كما يلي: [71] ص ص 4-5

- دور المؤسسات المالية المانحة للقروض الإسكانية وتجاهل المخاطر الائتمانية من قبل هذه المؤسسات وذلك يعود لسببين : الأول، استعداد الحكومات للتدخل لنجدة المؤسسات الفاشلة، و الثاني ، تحويل القروض إلى أوراق مالية وبذلك إزالة المخاطر الائتمانية من دفاتر هذه المؤسسات، إلا أن المثير للسخرية أن هذه المؤسسات احتفظت بأرصدة من هذه الأوراق المالية أو قامت بتمويل عمليات شراء الأوراق من قبل المستثمرين ، وبذلك تحولت المخاطر الائتمانية إلى مخاطر سوقية.

- دور وكالات التصنيف التي منحت الأوراق المالية درجات عالية، على أساس أن هذه الأوراق قليلة المخاطر الائتمانية، وفي هذا تضارب واضح في المصالح إذ أن وكالات التصنيف تحصل على رسومها من المؤسسات المصدرة للأوراق المالية.

- دور صانعي السياسة الاقتصادية والمنظمين، حيث أن أحد الأسباب الرئيسة للإفراط في تقديم القروض الإسكانية هو السياسة المالية الانكماشية التي اتبعتها بنك الاحتياطي الفيدرالي في أعقاب الركود الاقتصادي عام 2001، والتي أدت إلى هبوط معدلات الفائدة إلى مستويات متدنية لفترة طويلة ، كما لعبت السياسات الإشرافية والتنظيمية المستندة إلى مبدأ السوق الحر دوراً في هذا الصدد ، ومن الأمثلة على ذلك التخلي عن قانون جلاس - ستيجال الذي كان ينص على الفصل بين عمليات البنوك التجارية والبنوك الاستثمارية. إضافة إلى ذلك لعبت عمليات التنظيم ، المستندة على رأس المال كما تنص عليه اتفاقيات

بازل الأولى وبازل الثانية دورا سلبيا ، إذ أن من الأفضل تنظيم نسب المديونية بدلاً من رأس المال، فعلى سبيل المثال، عندما انهيار بنك بيرن ستيرن كانت نسبة المديونية 1/32.

- دور التوريد ، وهي العملية التي أنتجت العديد من الفوائد منذ بداية الثمانينيات ، إلا أن الإفراط في هذه العملية أدى إلى الكثير من السلبيات ، منها ظهور أدوات مالية غاية في التعقيد ومن الصعب تسعيرها.
- دور العولمة ، أو بالأحرى المغالاة في العولمة وهذا ما أدى إلى انتقال الأزمة بشكل سريع للغاية من الولايات المتحدة إلى دول العالم الأخرى.

2.2.2.2. مراحل الأزمة المالية الحالية.

- المراحل الكبرى للأزمة المالية العالمية والتي اندلعت بداية من عام 2008 بالولايات المتحدة وامتدت لتطال دول أوروبا كانت على النحو التالي:[72] ص ص 82-83-84
- فبراير/ 2007: زيادة عدم سداد قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة يتسبب بأولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.
- أغسطس/ 2007: تدهور البورصات أمام مخاطر اتساع الأزمة، وتدخل المصارف المركزية لدعم سوق السيولة.
- أكتوبر إلى ديسمبر /2007: إعلان عدة مصارف كبرى انخفاض أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- 22 يناير 2008: تخفيض الاحتياطي الاتحادي الأميركي (البنك المركزي) معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3,50% وهو إجراء ذو حجم استثنائي ، ثم تخفيضها تدريجياً إلى 2% بين يناير ونهاية ابريل.
- 17 فبراير 2008: تأميم الحكومة البريطانية بنك (Northern Rock) .
- 11 مارس /2008: تصافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق القروض العقارية.
- 16 مارس /2008 (J.P.Morgan) يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي (Bear Sterns) بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي.
- 7 سبتمبر/2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقين في مجال قروض الرهن العقاري (Freddie Mac & Fannie Mea) تحت الوصاية.

- 15 سبتمبر /2008: إفلاس بنك الأعمال (Lehman Brothers) ، وإعلان أحد أبرز المصارف الأمريكية وهو (Bank of America) شراء بنك آخر للأعمال في (Wall St) هو (Merrill Lynch).
- عشرة مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة احتياجاته الملحة في حين توافق المصارف المركزية على فتح مجالات القروض العقارية، إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.
- 16 سبتمبر /2008 : الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية تؤمnan بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم (AIG) المهدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9,79 % من رأسمالها.
- 17 سبتمبر 2008: البورصات العالمية تواصل تدهورها وقيام المصارف المركزية بالعمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- 18 سبتمبر 2008: البنك البريطاني (Lloyd TSB) يشتري منافسه (Hbos) المهده بالإفلاس.
- السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.
- 19 سبتمبر 2008: الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء (بالتحرك فوراً) بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة المالية في الولايات المتحدة.
- 23 سبتمبر 2008: الأزمة المالية تطغى على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة .
- الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماطلة حيال الخطة الأمريكية.
- 26 سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية (Fortis) في البورصة بسبب شكوك قدرتها بالتزامها، وفي الولايات المتحدة يشتري (J.P.Morgan) منافسه (Washington Mutual) بمساعدة السلطات الفدرالية.
- 28 سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأميركية موضع إنفاق في الكونغرس ، وفي أوروبا جرى تعويم (Fortis) من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ ، وفي بريطانيا جرى تأمين بنك (Bradford & Bingley Biding Society).
- 29 سبتمبر 2008: مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة لإنقاذ (Wall St) من الانهيار. في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها.
- إعلان بنك (Citi Corp) الأميركي شراء منافسة (Wachovia) بمساعدة السلطات الفدرالية.
- الأول من أكتوبر 2008: مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

3.2.2. التوقعات بشأن التطورات المحتملة في الأزمة المالية الراهنة

تفاوتت التوقعات بشأن التطورات المحتملة في الأزمة المالية الراهنة، فهناك من يرى أن المرحلة الصعبة فيها قد انتهت، وأن الاقتصاد العالمي سيتعافى في نهاية هذا العام، وهناك من يرى أن هذه الأزمة ستطول بعض الوقت، وقد تمتد حتى عام 2010 م، وأن بوادر تعافي الاقتصاد الأمريكي ومن ثم العالمي ستكون في النصف الثاني من عام 2009 م على الأقل. ولذلك فإن وضع سيناريو معين لمستقبل الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي في ظل هذه الأزمة يتوقف على طبيعة المرحلة التي يمر بها، وعلى مدى الاستقرار أو التغير في أسعار المساكن وقدرتها على تخفيف الضغط على شركات التمويل لشطب الخسائر المرتبطة بالرهون العقارية، ومن ثم فإنه قد يكون من الصعب في هذا الوقت تحديد العمق أو المدة لهذا التباطؤ أو الركود، إلا أنه بشكل عام يمكن وضع ثلاثة سيناريوهات لما يمكن أن يكون عليه وضع الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي في المرحلة القادمة:

1.3.2.2. التعافي الاقتصادي السريع (المتفائل).

وهذا الاحتمال هو الأكثر تفاؤلاً، ويقوم على توقع أن تكون مرحلة التباطؤ التي يمر بها الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي قصيرة ومؤقتة، وسيليهما مرحلة من الانتعاش السريع في نهاية عام 2008 م، وذلك للأسباب الآتية: [67]

- الأثر الفعال المنتظر من الإجراءات السريعة التي اتخذتها الولايات المتحدة الأمريكية ودول العالم الأخرى بعد ظهور الأزمة، والتي سعت لإنعاش الإنفاق الاستهلاكي، وإجراء المزيد من التخفيضات الضريبية، والتي يتوقع لها أن تختصر فترة التباطؤ، وتعيد الانتعاش إلى الاقتصاد الأمريكي ومن ثم الاقتصاد العالمي.
- أن معدل التخلّص من الوظائف في الولايات المتحدة بلغ 80000 وظيفة شهرياً منذ ديسمبر 2007 م، ويعتبر هذا أمراً بسيطاً، وذلك لأن المعدل الطبيعي للتخلّص من الوظائف في معظم فترات الركود كان من 150000 إلى 200000 وظيفة شهرياً وهو ما لم يصل إليه الاقتصاد الأمريكي بعد.
- أن السياسات النقدية والمالية المرنة التي تتبعها الولايات المتحدة كفيلة بأن تساهم في إنهاء حالة الركود، وتعتبر عملية إنقاذ المصارف من الإفلاس مثلاً على سرعة التحرك إزاء السياسات المالية والنقدية ومرونتها لاحتواء هذه الأزمة.

- زيادة التوقعات بقدرة الدول النامية الغنية ومنها الدول النفطية والخليجية على المساهمة بشكل فعال في انتشار الاقتصاد الأمريكي والعالمي من مستتق الركود، وذلك من خلال ضخ المزيد من الأموال لامتصاص هذه الأزمة، وفي هذا المجال يشار إلى قيام حكومات سنغافورة والكويت وكوريا الجنوبية بضخ أكثر من 21 مليار دولار لإنعاش "سيتي جروب" و"ميرل لنش"، و ضخ صناديق الاستثمار بالدول النامية لحوالي 96 مليار دولار بأكبر بنوك العالم منذ بدء الأزمة.

2.3.2.2. الدخل في مرحلة من الركود غير القصيرة (الأقل تفاؤلاً)

وهذا السيناريو أقل تفاؤلاً، ويقوم على "أن الجزء الأسوأ من الأزمة المالية العالمية قد انتهى، وأنه على الرغم من عدم وجود توقعات بالمزيد من الانهيارات وأزمات السيولة في مؤسسات مالية ومصرفية جديدة، إلا أن الاقتصاد الأمريكي ومن ثم العالمي لن يعود لوضعه الطبيعي في المستقبل القريب، وستكون هناك مرحلة من الركود يتوقع أن تستمر حوالي 12 شهراً على أقل تقدير إن لم تمتد إلى 18 شهراً، ويعزز هذه السيناريو ما أعلنه صندوق النقد الدولي بانخفاض توقعاته لنمو الاقتصاد العالمي ليصل إلى 1.5 % عام 2008 م، وكذلك الضعف المستمر للدولار الأمريكي، وضعف المؤشرات الاقتصادية، وارتفاع معدلات التضخم، هذا إلى جانب تدهور المؤشرات الخاصة بسوق الإسكان، وما هو معروف من أن دورات الإسكان طويلة، حيث تستمر فترات التراجع فيها لمدة غير قصيرة" [67]

3.3.2.2. الدخل في نفق الكساد المظلم (المتشائم)

وهذا السيناريو متشائم، واحتمالات حدوثه منخفضة، ويقوم على أن الاقتصاد الأمريكي، ومن ثم العالمي على مشارف الدخل لنفق مظلم من الركود سيؤدي بالتبعية إلى حالة من الكساد الاقتصادي طويل الأمد، وذلك عبر حدوث تداعيات أكثر سوءاً سيكون تأثيرها سلبي وكبير في العالم، ويستند التشاؤم في هذا السيناريو على الآتي: [67]

- ارتفاع معدلات التضخم، التي ستزيد من الضغوط المفروضة على مالكي الرهونات العقارية، ومن ثم تنخفض معدلات تكوين مدخرات، سواء على مستوى الأفراد أو على مستوى الدول، والتي ستحتاج لوقت طويل لتجديد مدخراتها مرة أخرى.
- إن كل الجهود المبذولة من قبل الحكومة الأمريكية بالتعاون مع البنوك المركزية العالمية لحل هذه الأزمة هي مجرد مسكنات لامتصاص الأثر النفسي عن طريق تأمين السيولة، ومنع انهيار أسعار الأسهم والسندات والأصول الأخرى، خاصة في

ظل استمرار التأثير السلبي لمشكلات قطاع الإسكان، والتي حتمًا ستأخذ وقتًا أطول لحلها قد يصل لسنتين.

- وصول سياسة تخفيض سعر الفائدة من أجل توفير السيولة لنهايتها دون أن تنتهي الأزمة، مع بقاء الصعوبة في سداد الديون الناجمة عن أزمة الرهن العقاري، وهو ما سيقود لمرحلة من الركود القوي في الاقتصاد الأمريكي ومن ثم العالمي. وأيًا كان ما سيحدث لهذه الأزمة خلال الشهور والسنوات القادمة، فإنه يبدو أن معدل النمو في الاقتصاد العالمي سيظل منخفضًا لفترة غير قصيرة حتى ولو لم يتحول لنمو سلبي فسيبقى أقل مما كان عليه عام 2007 م، كما أن الخسائر التي تكبدها الاقتصاد الأمريكي والعالمي ستحتاج لفترة لتعويضها، الأمر الذي يشير إلى استمرارية ضعف الاقتصاد العالمي لفترة زمنية طويلة قد تستغرق بعض الوقت.

وأهم الدروس التي يمكن استنتاجها من هذه الأزمة، على سبيل المثال لا الحصر تتلخص في التالي: [73] ص ص 3-4.

أولاً: عدم الاستهانة أبداً بأهمية التقييم السليم لدرجة المخاطر، فمن أهم أسباب هذه الأزمة هو التورط في مشكلة قروض الرهن العقاري التي نتجت عن الاستخفاف بالمبادئ الأساسية في إدارة المخاطر كتوخي الحذر والحرص على توافر الجدارة الائتمانية كشرطاً رئيساً للإقراض وغيره.

ثانياً: ضرورة عدم السماح بنسب عالية للمديونية في المراكز المالية للمؤسسات أو صناديق الاستثمار، إن المديونية أصبحت في الاقتصاد الأمريكي حسبما يبدو عملية إدمان سواء على صعيد الاقتصاد ككل أو على صعيد الأفراد أو المؤسسات التي وصلت المديونية في بعضها إلى 30 ضعفاً.

ثالثاً: ضرورة الحذر من المبالغة في التعامل بالمنتجات المالية المعقدة مثل المشتقات وغيرها، فالإشكالية التي نتجت عن هذا النوع من المنتجات ليس فقط كون كثير من المتعاملين بها لا يفهمون ولا يقدرّون درجة خطورة هذه المنتجات بل لكونها كذلك تصل في بعض الحالات إلى مستويات خارجة عن السيطرة.

رابعاً: الحاجة إلى مزيد من الإفصاح والشفافية، للاعتقاد بأن نقص الشفافية هي من سمات الدول المتخلفة، وإذا بنا نكتشف من خلال هذه الأزمة بأن ضعف مستوى الشفافية هو أخطر لدى الاقتصاديات المتقدمة حيث إن وقوع هذه الكارثة كشفت عن كون السلطات الرقابية ليست على علم بكامل التزامات المؤسسات المالية ومديونياتها .

خامساً: ضرورة أن تعكس ميزانيات المؤسسات جميع التزاماتها حيث إن تمويل حجم متزايد من أنشطة المؤسسات من خارج الميزانية من شأنه عدم كشف الحجم الحقيقي للمشاكل التي تتعرض لها المؤسسات الأمر الذي لا يسمح بالتحكم بها أو معالجتها.

هناك ممارسات أخرى تخضع الآن على إثر ما حصل إلى تساؤلات ومراجعات نأمل بأن تساعد على تصحيح وضع القطاع المالي في أمريكا وفي دول العالم وممارساته .

3.2. الجدول بخصوص الصناديق السيادية

مع تزايد نفوذ الصناديق السيادية في العالم في الفترة التي سبقت الأزمة و دامت إلى غاية بداية الأزمة المالية ، زادت معه مخاوف الدول الغربية من ظهور قوة اقتصادية جديدة تهدد كلاً من الولايات المتحدة الأمريكية و الدول الأوروبية ، وفي ظل هذه الأوضاع قام صندوق النقد الدولي باتخاذ مجموعة من الإجراءات، و من أهمها إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية.

1.3.2. المخاوف الغربية حيال تنامي نفوذ الصناديق السيادية

سلّطت الأضواء بطريقة غير مسبوقة على الصناديق السيادية بعد أن تعاضمت أصولها في الأسواق الغربية على وجه الخصوص قبل الأزمة العالمية، وزاد التركيز عليها بعد الأزمة بوصفها منقذاً رئيساً لكثير من الشركات الغربية.

1.1.3.2. ردة فعل الدول الغربية على نمو الصناديق السيادية

ومع تنامي الصناديق السيادية تزايد الزخم حول نشاطها والمخاوف من قبل الدول الغربية، حيث ظهر الجدل واضحاً في منتدى الاقتصاد العالمي الذي استضافه منتج دافوس السويسري حول الصناديق السيادية الاستثمارية إذ أظهر عدد من الحضور قلقاً حيال أن تمتلك الحكومات المالكة لتلك الصناديق نفوذاً اقتصادياً وسياسياً على مفاصل القرار في الدول المستقبلية للاستثمارات و إجمالاً تتمحور المخاوف الغربية فيما يلي: [74]

- مخاوف تتعلق بالأمن القومي.
- كون هذه الصناديق مملوكة للدولة يعيد دور "الدولة الرأسمالية" وهو مخالف لما هو سائد في العالم الغربي من رأسمالية الأفراد والمؤسسات.

- أن تستخدم هذه الصناديق كورقة ضغط على الغرب من قبل أصحابها، في ظل مطالبة الغرب للدول صاحبة هذه الصناديق باتباع نظم ديمقراطية.
 - أن هذه الصناديق سوف تولد نوعية جديدة من المديرين الذين قد يخضعون أنشطة هذه الصناديق لقواعد الشريعة الإسلامية.
 - أن يكون لهذه الصناديق دورٌ سياسيٌ في ظل استمرار الصراع العربي الإسرائيلي، بدليل وجود عدد من الدول العربية ما زالت تصر على مقاطعة إسرائيل.
- وفيما حرص عدد من السياسيين والاقتصاديين الغربيين خلال المنتدى على إظهار هواجسهم حيال تحرك تلك الصناديق التي تدير مليارات الدولارات، شدد مسؤولون خليجيون على عدم صحة تلك الانتقادات.

و من أبرز المواقف الغربية مايلي :

■ الموقف الفرنسي :

كان الرئيس الفرنسي " نيكولا ساركوزي " قد أرسل إشارات سلبية نحو الصناديق السيادية، وقال إن حكومته ستحمي المرتكزات الأساسية للاقتصاد الوطني بمواجهة تلك المؤسسات، فالسلطة الفرنسية ترغب في جذب الصناديق السيادية و لكن " في الوقت نفسه تحرص على أن لا يؤثر أصحاب هذه الصناديق في القرار وبخاصة في مجال القطاعات الصناعية الإستراتيجية " [75] ص ص 111- 112، كما قال الرئيس الفرنسي " نيكولا ساركوزي" أيضا في 8 يناير 2008 على فرنسا " أن تتحمل الخيار السياسي الإستراتيجي لحماية شركاتها، وإعطائها الوسائل لكي تدافع عن نفسها وتنمو"، لكنه صرح بعد ذلك بأيام في الرياض بأن فرنسا "منفتحة على الصناديق السيادية" بشرط أن تكون نواياهم "خالية من اللبس" وحوكمتهم "شفافة" [76] ص 37.

وقال أيضا: " إنه سوف يكلف أحد البنوك التي تسيطر عليها الحكومة الفرنسية بالدفاع عن الصناعة الفرنسية ضد أي عملية استحواذ يمكن أن تقوم بها صناديق الثروات السيادية، وذلك رغم أن فرنسا أقل الدول الصناعية اجتذاباً لهذا النوع من الاستثمار" [77]

واقترح "ساركوزي" يوم 21 أكتوبر 2008 ، أمام البرلمان الأوروبي " إنشاء صناديق أوروبية تمنع سيطرة غير الأوروبيين على شركاتهم ومؤسساتهم بأسعار زهيدة، حتى لا يستيقظ المواطن الأوروبي ليجد شركاته خاضعة لسيطرة عواصم غير أوروبية (المقصود هنا العواصم العربية) [78] .

■ الموقف السويسري:

" اتخذ المجلس الفدرالي السويسري في 30 يناير 2008 قرارا بالمراقبة الدقيقة لنمو الصناديق السيادية، وقدر بأنه ليس من المستعجل وضع تدابير تشريعية خاصة بها، ونصح المصالح الفدرالية بالمساهمة في المناقشات الجارية على المستوى الدولي والمتعلقة بوضع معايير الشفافية والممارسات التجارية لهذه الصناديق" [22] ص 5.

■ الموقف الايطالي:

" أعلن وزير الخارجية الايطالي بعد عودته من رحلة إلى الإمارات العربية المتحدة، بأنه يرحب بمشاركة الصناديق السيادية العربية والأجنبية بحصة لا تتجاوز 5% من رأسمال الشركات أو البنوك الايطالية بشرط ألا تكون تلك المؤسسات مدرجة ضمن لائحة المؤسسات الإستراتيجية للدولة، وفي سياق ذلك شكلت إيطاليا لجنة مكونة من وزارة الاقتصاد والمالية ووزارة الخارجية والهيئات الأخرى المهتمة بالاستثمار والسوق المالية لدراسة الطلبات المتعلقة باستثمارات الصناديق والحرص على شفافيتها" [22] ص 7.

■ الموقف الأوربي:

في فبراير 2008 " جادلت المفوضية الأوروبية في أن مقارنة الاتحاد الأوروبي المشتركة في التعامل مع صناديق الثروة السيادية يجب أن تؤكد مجدداً على التزامه بفتح الأسواق أمام رأس المال الأجنبي وتهيئة مناخ استثماري مواتٍ، ولاحظ المجلس الأوروبي ببروكسل في مارس 2008 أن ظهور لاعبين جدداً ذوي قدر محدود من الشفافية فيما يخص استراتيجياتهم الاستثمارية و أهدافهم، أثار بعض المخاوف إزاء احتمال حدوث ممارسات غير تجارية " [40] ص 20.

وبناءً على هذا التقييم أعلن المجلس الأوروبي عن تطوير مقارنة أوروبية مشتركة مع نهاية العام 2008 ، و التي تقوم على : [22] ص 6.

- السعي المشترك لتحديد القطاعات الحساسة والإستراتيجية المحمية واعتماد مفهوم موحد للأمن الاقتصادي.
- دعم دور صناديق رأسمال المخاطرة الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإستراتيجية، وتوفير الظروف الملائمة لتعبئة متزايدة للادخار الوطني لتمويل المؤسسات.
- اعتماد مبدأ المعاملة بالمثل بالضغط على الدول المالكة للصناديق السيادية لانتفاخ أكبر أمام استثمارات الدول الأخرى.
- إجبار الصناديق السيادية على التزام مجموعة من قواعد السلوك (شفافية، حوكمة... إلخ).
- إجبار الصناديق السيادية على أن تكون مسؤولة أمام الهيئات الدولية.

و من المهم الإشارة هنا إلى أن أنشطة الاستثمار الأجنبي المباشر لا تخضع بالضرورة إلى ضوابط الاتحاد الأوروبي وتنظيماته، بل يسمح الاتحاد للدول الأعضاء فيه بإبرام اتفاقات استثمارية مع بلدان أخرى كطرف ثالث، وتبعاً لذلك بدأت الدول الأعضاء في خلال العام 2008 بمراجعة أنظمة الاستثمار الأجنبي فيها.

■ الموقف الأمريكي :

وكما هو الحال في أوروبا برز دور صناديق الثروة السيادية كبند رئيس في الخطاب السياسي في الولايات المتحدة، " واعتباراً من نوفمبر 2007 عقد الكونغرس عدداً من جلسات الاستماع للوصول إلى فهم أعمق للمضامين الإستراتيجية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية على نطاق واسع في الأصول الأمريكية" [40] ص 21، وذلك بعد ضجة شراء شركة (موانى دبي) لشركة بريطانية تدير موانى أمريكية رئيسية.

كما أعربت لجنة الاستثمارات الأجنبية الأمريكية التابعة لوزارة الخزانة، عن خشيتها من أن يؤدي تزايد عدد الصناديق السيادية ، وتضخم حجم الأصول التي تديرها إلى فرض سيطرة الدول الأجنبية على المؤسسات المالية والبنوك وشركات السمسرة، وشركات التكنولوجيا الحساسة والتأثير في أسعار الطاقة بالأسواق المحلية، وقدرة الحكومات الغربية على اتخاذ القرارات بعيداً عن التأثيرات السياسية .

وقد عبّر وكيل وزارة الخزانة الأمريكية، روبرت كوميت، عن هذه المخاوف بقوله إن الصناديق السيادية تضخمت إلى مرحلة تتطلب اليقظة التامة، والكلام نفسه عبر عنه رئيس لجنة البورصات والأوراق المالية الأمريكية كريستوفر كوكس الذي شكى من أن هذه الصناديق ليست لديها الشفافية الكافية عندما يتعلق الأمر بدوافع شراء الأصول أو حجمها أو كيفية إدارتها.

و أعلن في الولايات المتحدة عن تحالف رجال أعمال أمريكيين في 2008/4/22 أسموه (ربط الاستثمارات الأجنبية بالأمن الوطني) تأييداً لقانون أصدره الرئيس الأمريكي بوش قبله بيوم واحد، وهذا التحالف يشمل مؤسسات اقتصادية رئيسة مثل الغرفة التجارية الأمريكية، ومنظمة الاستثمار الدولية ومنبر الخدمات الاقتصادية و(بزنيس رواند تيبيل) الذي يجمع رؤساء ومديري شركات أمريكية كبيرة، ويتضمن بيان التحالف (قدم القانون الجديد إرشادات لطرق مراقبة الاستثمارات الأجنبية، ولصلة ذلك بالأمن الوطني، والتي كانت تحتاج لإعادة نظر).

كما يشهد موضوع الصناديق السيادية قلقاً عاماً في الأوساط الشعبية للدول الغربية حيث أظهر استطلاع للرأي أجرته مؤسسة " بابلبيك استراتيجيز انكوربورشن" وشمل 1000 ناخب أميركي، قلق غالبية الأميركيين من قيام صناديق الاستثمار السيادية بشراء المؤسسات المالية وشركات التكنولوجيا: [79]

وقال اثنان من بين كل ثلاثة شملهم الاستطلاع إن سيطرة الصناديق السيادية على الشركات الأمريكية ستكون لها آثار سلبية، ويعتقد واحد من بين كل خمسة أمريكيين ممن شملهم الاستطلاع أن هذا النوع من الصناديق يشكل خطراً على الأمن القومي الأمريكي .

وقالت نسبة 68% من المستطلعين إن السماح للشركات الأجنبية بتملك حصص أغلبية في الشركات الأمريكية يعطيهم الكثير من السيطرة على الأسواق الأمريكية، وجاءت صناديق الاستثمار السعودية على رأس قائمة الصناديق التي يخشى منها الأمريكيون بنسبة 68% من إجمالي عدد الناخبين الذين شملهم الاستطلاع ، بينما و الصناديق التابعة لحكومة أبوظبي 62 % ، و الكويت بنسبة 59 %، كما غالبية أن الناخبين الأمريكيين يعارضون أيضا الاستثمار من جانب الصين بنسبة 65 % ، فضلا عن حكومات روسيا بنسبة 61 % ، وهونغ كونغ بنسبة 51 %.

2.1.3.2. حقيقة المخاوف

حسبما يبدو بان مخاوف الدول الغربية من صناديق الثروة السيادية لا تستند إلى مبررات عقلانية بل في اغلب الأحيان تبدو متأثرة بنزعات سياسية حمائية ، و الدليل على ذلك انه لم يسجل إلى الآن أي ممارسات سلبية للصناديق السيادية منذ نشأتها ، و هذا دليل على أن هذه المخاوف مبنية في الأغلب على تخمينات أكثر منها على أحداث فعلية.

وفي المبدأ تستثمر الصناديق في الأسهم بهدف تضخيم عائدات احتياطات الدولة، ومن خلال الاستحواذ على حصص كبيرة في الشركات تلعب الصناديق دورا في حوكمتها ينبغي الترحيب به من قبل باقي المساهمين، وعلى عكس المساهمين الآخرين الذين يمتلكون حصة مسيطرة، فإن صناديق الثروات السيادية لا تسعى وراء أي شيء سوى تعظيم عائدات السهم، " فضلا عن إنها عادة ما تكون مستثمرا طويل الأجل وجيد الإدارة، وبالتالي يشعر المديرون بضغط حيال ضرورة الأداء الجيد حتى وان ترددت الصناديق السيادية، حتى الوقت الراهن، في الجلوس على مقاعد مجلس الإدارة ، ومن جهة أخرى تمثل هذه الصناديق في الوقت الحاضر أكثر من 2% فقط من حوالي 165 تريليون دولار حجم الأسهم المتداولة عالميا" [80] ، أي إنه حتى ولو افترضنا بان هذه الصناديق أرادت أن تحرك استثماراتها بشكل مفاجئ فإن ذلك لن يكون له تأثير يذكر و بالتالي فان المخاوف من مثل هذا التحرك مبالغ فيها إلى حد كبير.

كذلك إن الدول الغربية لديها مسبقا قوانين ولوائح تحكم عمل الاستثمارات الأجنبية، فمثلا هناك حدود للتملك في المصارف وهذا يرجع لكون الدولة الضامن الوحيد على الودائع، وهذا التحديد ينطبق على باقي القطاعات، و منه ليس من الضروري وضع لوائح جديدة تخص الصناديق السيادية .

2.3.2. الجهود الدولية و الصناديق السيادية

ومع ارتفاع عدد الصناديق السيادية وتوسع استثماراتها المالية ، علت أصوات في البلدان المضيفة (وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية) مطالبة بتنظيم هذه الصناديق، خشية من نتائج سلبية محتملة للاستثمارات الأجنبية على أسواقها ومن سيطرة المستثمر الأجنبي على قطاعاتها الإستراتيجية، وقد أدى ذلك إلى اتخاذ إجراءات تضمّ خطوات أولية يمكن للبلدان المضيفة انتهاجها بهدف التأثير على استثمار الصناديق السيادية ، ومنها تلك الخطوات التي أشارت إليها المؤسسات العالمية مثل صندوق النقد الدولي و منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية .

1.2.3.2. جهود صندوق النقد الدولي

مع تزايد المخاوف من وجود دوافع سياسية وراء نشاط هذه الصناديق و تصدي الكثير من الدول لها، واجهت بعض هذه الصناديق والشركات مقاومة من جانب دول أخرى عند محاولاتها شراء شركات معينة تعتبرها تلك الدول مهمة لأمنها الوطني، في المقابل فإن هذه الصناديق تمتلك السيولة النقدية الهائلة التي تحتاج إليها الشركات والمؤسسات المالية العالمية بشدة.

ومع إثارة مسألة كيفية إدخال صناديق الثروة السيادية " ضمن السياسة المحلية القطرية، وفي الوقت نفسه تشعر البلدان التي لديها صناديق من هذا النوع بالقلق إزاء الإجراءات الحمائية المفروضة على استثماراتها، وهو ما يمكن أن يعيق تدفق رؤوس الأموال الدولية" [12]

ونتيجة لذلك قام صندوق النقد الدولي بتشكيل مجموعة عمل لمراجعة أساليب عمل صناديق الثروة السيادية التي بدأت تستحوذ على حصص متزايدة من المؤسسات المالية و الشركات الكبرى في مختلف أنحاء العالم.

وقد جمع صندوق النقد الدولي في " أول ماي ممثلي 25 من الدول الأعضاء لوضع مدونة سلوك ترمي إلى تحديد إطار الصناديق السيادية التي تشكل أدوات استثمار حكومية ويثير ازدهارها مخاوف متنامية في الدول الغربية، بحلول أكتوبر 2008" [81] .

تضم اللجنة الجديدة ممثلين عن الحكومات و الشركات من مختلف أنحاء العالم ، حيث ستقدم تقريراً في أكتوبر 2008 خلال الاجتماع نصف السنوي لصندوق النقد و البنك الدوليين بهدف وضع مجموعة من الضوابط العالمية التي تنظم أداء صناديق الاستثمار السيادية، وهي صناديق خاضعة للدولة، ويشترك في رئاسة هذه المجموعة مدير دائرة الأسواق المالية في صندوق النقد الدولي " خايمي كاروانا" ، وحمد الحر السويدي وكيل دائرة المالية بإمارة أبو ظبي.

ومن بين الدول الخمس والعشرين المشاركة: استراليا و أندريجان و البحرين و الصين وإيران و النرويج و قطر و روسيا وسنغافورة و الولايات المتحدة و الإمارات.

و جاء تشكيل مجموعة العمل الدولية من جانب صندوق النقد الدولي في أعقاب اجتماعات استمرت يومين للممثلين الحكوميين و صناديق الاستثمار السيادية في واشنطن .

وأعلن الصندوق في بيان له : " انه يأمل في التوصل إلى مجموعة من المبادئ التي تعكس بصورة صحيحة الأساليب الاستثمارية لهذه الصناديق و أهدافها."

■ الانجازات المحققة:

حيث وفي السياق نفسه حقق صندوق النقد الدولي تقدما في العمل المعني بهذه الصناديق على

عدد من الأصعدة و هي : [12]

- تعميق التحليلات: سعيا لتعميق الفهم الحالي لعمل صناديق الثروة السيادية ، ينظم صندوق النقد الدولي مسحا حولها يساعد في تحديد أهدافها الاستثمارية و ممارساتها المتعلقة بإدارة المخاطر ، فضلا على أطرها المؤسسية مثل هياكل الحكومة المسائلة.
- تيسير التواصل : نظم صندوق النقد الدولي في نوفمبر 2007 اجتماع المائدة المستديرة لمديري الأصول والاحتياطيات السيادية و الذي تضمن جلسة تمهيدية مع القائمين على أهم صناديق الثروة السيادية في 28 بلد عضوا، وساعد عقد هذا الاجتماع على إعطاء دفعة للمناقشات المعنية بقضايا السياسات و القضايا المؤسسية والتشغيلية التي تواجه صناديق الثروة السيادية ، كما ساعدت الأطراف المعنية على التعلم من تجاربهم وتبادل الآراء فيما بينهم ، وتم الاتفاق في الاجتماع على مواصلة الحوار مع صناديق الثروة السيادية.
- متابعة الحوار : يتابع صندوق النقد الدولي الحوار عن طريق مزيد من الاتصالات مع صناديق الثروة السيادية في إطار عملية تعاونية تستهدف التوصل إلى رؤية متفق عليها بشأن أفضل الممارسات، وحول هذه المسألة يقول المدير المساعد في إدارة السياسات تطويرها و مراجعتها و الذي شارك في المناقشات عن كذب : " لقد بدأنا حواراً مبدئياً مع صناديق الثروة السيادية بهدف تحديد ممارساتها الحالية في أمور كهياكل الحكومة و المسائلة ، حتى يتسنى التوصل إلى توافق في الآراء بشأن أفضل الممارسات "
- التنسيق مع المؤسسات الدولية: ينسق صندوق النقد الدولي ما يبذله من جهود بشأن صناديق الثروة السيادية مع منظمة التعاون و التنمية في الميدان الاقتصادي الواقع مقرها في باريس ، كما يجري اتصالات وثيقة مع المفوضية الأوروبية ، البنك الدولي و غيرها ، وتقود منظمة التعاون و التنمية في الميدان الاقتصادي الجهود المتعلقة بالسياسات و القواعد التنظيمية للاستثمار في البلدان المتلقية.

- تحديد القضايا الأساسية : حيث تم مناقشة في نهاية مارس تقرير يتناول برنامج عمل الصندوق بشأن صناديق الثروة السيادية .

كما تم إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية و التي تعني بإعداد مجموعة الممارسات أفضل في إدارة صناديق الثروة السيادية حيث تعاون الصندوق مع صناديق الثروة السيادية وغيرها من الأطراف ذات الصلة لإعداد بيان بأفضل الممارسات ، و تم عرض مسودة على المجلس التنفيذي في موعد الاجتماعات السنوية لصندوق النقد الدولي في أكتوبر 2008 .

■ إنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية

قام صندوق النقد بإنشاء مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية ، و التي أصدرت مدونة سلوك طوعية " المبادئ و الممارسات المقبولة عموما (GAAP) "، و المعروفة أيضا بـ"مبادئ سانتياغو " نسبة لمكان انعقاد الاجتماع الثالث و الأخير لمجموعة العمل الدولية .

تأسست مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في الأول من ماي 2008 لتحديد مجموعة مشتركة من المبادئ الطوعية تسمح بفهم أوضح للإطار المؤسسي الذي تركز عليه صناديق الثروة السيادية ونظام حوكمتها وعملياتها الاستثمارية، بما يدعم الحفاظ على مناخ استثماري عالمي منفتح ومستقر. وقد عقدت مجموعة العمل الدولية جلسات عمل في كل من العاصمة واشنطن، وسنغافورة، وسانتياغو في شيلي ، حيث توصلت إلى اتفاق مبدئي حول مبادئها في 2 سبتمبر 2008.

و البلدان الأعضاء في مجموعة العمل الدولية هي : " النمسا و استراليا و أذربيجان و البحرين و بوتسوانا و كندا و شيلي و الصين و غينيا الاستوائية و إيران و أيرلندا و كوريا الجنوبية و الكويت و ليبيا و المكسيك و نيوزيلندا و النرويج و قطر و روسيا و سنغافورة و تيمور-ليشي، و ترينيداد و توباغو، و الإمارات العربية المتحدة و الولايات المتحدة و فيتنام ، و يشارك كل من المملكة العربية السعودية و"منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي "والبنك الدولي بصفة مراقب دائم" [82] .

كما وقعت مجموعة العمل الدولية للصناديق السيادية اتفاق مبادئ بين أعضائها الـ 25 في سانتياغو عاصمة شيلي، واتفقت الصناديق السيادية على 24 مبدأ حمل اسم مبادئ سانتياغو وتتخصص في إتباع المبادئ الخاصة بالاستثمار التجاري حول العالم بهدف توجيه سلوكياتها في إطار عام وطوعي يركز على طمأنة الدول المستهدفة من قبل الصناديق السيادية.

تمثل مبادئ سانتياغو المبادئ والممارسات المتعارف عليها والتي تعبر تعبيراً دقيقاً عن ممارسات وأهداف الاستثمار في صناديق الثروة السيادية، وهي مبادئ طوعية يدعمها الأعضاء في مجموعة العمل الدولية وإما يطبقونها بالفعل أو يطمحون إلى تطبيقها.

وتغطي مبادئ سانتياغو المجالات الرئيسية التالية:[83]

- الإطار القانوني والأهداف والاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية.
- الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة.
- إطار الاستثمار وإدارة المخاطر.

ويتمثل الغرض الإرشادي لهذه المبادئ فيما يلي:[83]

- إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.
- ضمان الالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المرعية في البلدان التي تستثمر فيها صناديق الثروة السيادية.
- التأكد من أن استثمارات صناديق الثروة السيادية تراعي المخاطر الاقتصادية والمالية واعتبارات العائد.
- المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات.

2.2.3.2. جهود منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية

وفي حين ركزت جهود صندوق النقد الدولي في شكل رئيس على إيجاد معايير خاصة بالمستثمرين، فقد طلب وزراء المالية في الدول السبع الصناعية الكبرى والدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) من هذه الأخيرة وضع خطوات إرشادية في شأن سياسات الدول المستقبلية للاستثمارات تجاه صناديق الثروة السيادية، و تعد المبادرة التي قامت بها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية اشمل مبادرة سياسية دولية، حيث سعت إلى تطوير مقارنة سياسية أكثر تنسيقاً للدول الأعضاء في المنظمة، في مقارنة صناديق الثروة السيادية و الهادفة إلى تعزيز التزامها بالسياسات الاستثمارية الدولية المفتوحة، و قد استكملت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية عملها بتبني توجيه خاص بالمنظمة في 8 أكتوبر 2008، و الذي تم تقديمه بعد ثلاثة أيام إلى اللجنة النقدية و المالية الدولية في واشنطن .

يتألف توجيه منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية من ثلاثة أقسام :

القسم الأول : يتضمن " إعلان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادي والتنمية في شأن صناديق الثروة السيادية و سياسات البلدان المستقبلية " الصادر يونيو 2008، و هو ينص على تقديم الدعم السياسي لتوجيه منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية و زيادة ثقله بوصفه مصدراً لقانون الاستثمار الدولي، و من بين النقاط الأخرى، يعترف التوجيه بأنه إذا ما كانت الأهداف السياسية

لا التجارية هي الدافع وراء استثمارات صناديق الثروة السيادية ، فقد تكون مصدرا للقلق ، خصوصا في سياق الحفاظ على الأمن القومي [40] ص 4.

القسم الثاني: حول " المبادئ العامة لسياسة الاستثمار في منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية " التأكيد على أهمية الالتزامات بمبادئ الاستثمار في منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية (تم تبنيتها في العام 1961م، و من المفيد الإشارة إلى أن هذه المبادئ تم وضعها للشركات متعددة الجنسيات)، و المتمثلة في: [22] ص 9 .

- **عدم التمييز:** بحيث يجب ألا يتم إخضاع المستثمرين الأجانب إلى أنظمة مزايا أقل من تلك الممنوحة للمستثمرين الوطنيين ، في الظروف نفسها ، و بما أن منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية تحمي مباشرة استثمارات الصناديق السيادية في الدول الأعضاء تكون ملزمة بتوسيع حرية الاستثمار إلى كل دولة عضو في صندوق النقد الدولي .

- **الشفافية:** بحيث يجب أن تكون المعلومات حول قيود الاستثمار الأجنبي كاملة و متاحة للجميع.

- **التحرير التدريجي:** تلتزم الدول الأعضاء بالإلغاء التدريجي للقيود على حرية انتقال رؤوس الأموال على أراضيها.

- **المحافظة على الوضع القائم:** تلتزم الدول الأعضاء بعدم وضع قيود جديدة.

- **التحرير من جانب واحد:** تلتزم كل دولة عضو بتمكين كل الدول الأعضاء من تدابير التحرير التي تباشرها و عدم ربطها بالتدابير المعتمدة من الدول الأخرى.

القسم الثالث : تنص توجيهات منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية لسياسات الاستثمار في البلدان المستقبلية المتعلقة بالأمن القومي " على حق الحكومات في الحفاظ على المصالح الأمنية الأساسية ، و تنص على وجوب استخدام إجراءات مفيدة ، كملاذأ أخيراً عندما لا يكون بالإمكان استخدام سياسات أخرى لتبديد المخاوف المتعلقة بالأمن " [84] .

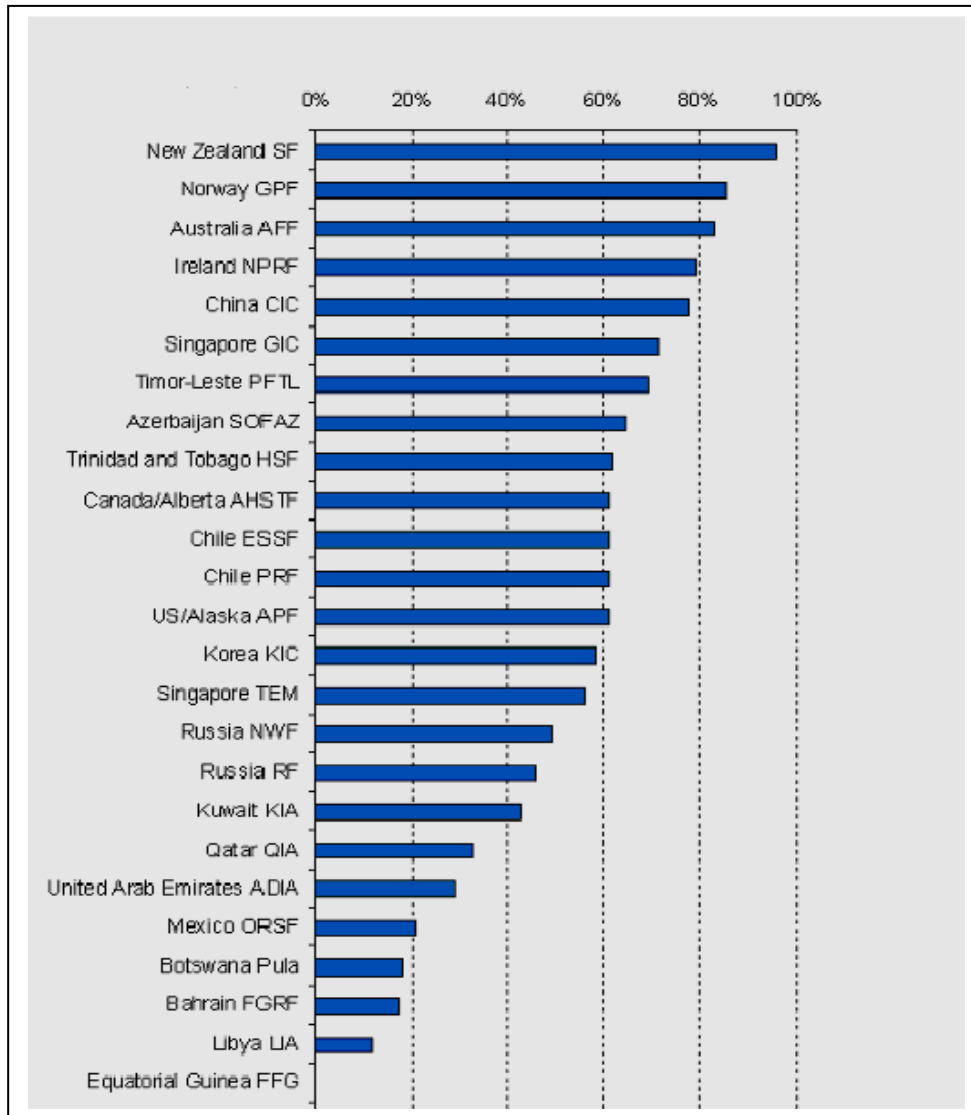
3.3.2. الامتثال لمبادئ سانتيافو (GAPP)

في سبيل مواجهة النزعات الحمائية و تهدئة مخاوف الحكومات الغربية بصورة أساسية، وضعت مجموعة من الصناديق السيادية مبادئ سانتيافو (24 مبدأً) " [85] ، و التي تلتزم الدول الموقعة الـ 26 على الشفافية الطوعية و الحكم الرشيد و معايير المساءلة - في العام 2008، و قد أعطت المبادئ العديد من صناديق الثروة السيادية حافزاً لمزيد من الانخراط مع بقية العالم بشكل استباقي، و الإفصاح عن مبررات وجودها، فضلاً عن الجوانب المختلفة لفلسفتها الاستثمارية.

1.3.3.2. درجات الامتثال لمبادئ سانتياغو

كان الامتثال في الصناديق السيادية متفاوتاً إلى حد بعيد، فبعض تلك الصناديق كانت قريبة من الامتثال الكامل، في حين أن مجموعة كبيرة لا تمثل حتى بنسبة 50 % من مبادئ سانتياغو، وهذا ما يعني أن التوقيع على المبادئ الطوعية شيء، وتنفيذها في الواقع شيء آخر مختلف تماماً، فمؤشر سانتياغو للامتثال رقم (1) يستخدم مواد متاحة للجمهور لتقييم مدى امتثال كل دولة موقعة على كل مبدأ من المبادئ الـ 24، والنتائج الأولية مثيرة للقلق، إذ هي تكشف عن درجة عالية من التفاوت في الامتثال لدى صناديق الثروة السيادية، فبعض صناديق الثروة السيادية قريبة من الامتثال الكامل، في حين أن مجموعة كبيرة لا تمثل حتى بنسبة 50 % من هذه المبادئ" [86].

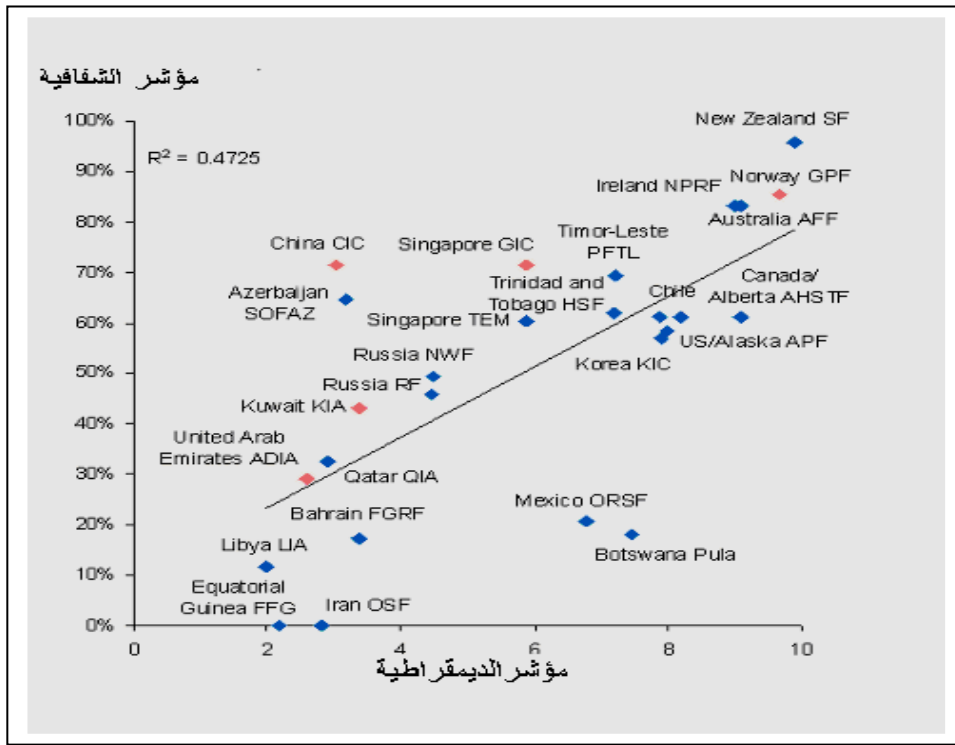
و الشكل الموالي يبين درجات امتثال الدول الموقع على مبادئ سانتياغو :



الشكل رقم (18): درجة الامتثال لمبادئ سانتياغو. [86]

2.3.3.2. الامتثال لمبادئ سانتياغو و علاقته بمؤشر الديمقراطية

المنطق يوحي بأن الحوكمة والمساءلة والتزامات الشفافية لصناديق الثروة السيادية (أي امتثالها لمبادئ سانتياغو) يُرَجَّح أن تكون وفقاً لمعايير الحوكمة السياسية الشاملة للبلدان التي تمتلكها، وفي الواقع فإن امتثال الصناديق السيادية لهذه المبادئ مرتبط ارتباطاً قوياً بأداء الحكومة التي تمتلكها في المؤشرات العالمية للحوكمة الخاصة بالبنك الدولي ومؤشر الشفافية في منظمة الشفافية الدولية، ومع ذلك إن امتثال صناديق الثروة السيادية مرتبط أكثر بمؤشر الديمقراطية في وحدة الاستخبارات الاقتصادية، والذي يأخذ بعين الاعتبار العمليات الانتخابية والتعددية والحريات المدنية وأداء الحكومة والمشاركة السياسية والثقافة السياسية في بلد ما.



الشكل رقم (19) : مؤشر الديمقراطية/الامتثال لمبادئ سانتياغو [86]

من خلال الشكل يمكن تحديد ثلاث مجموعات في مؤشر الديمقراطية/الامتثال لمبادئ سانتياغو:

[86]

المجموعة الأولى: صناديق الثروة السيادية المتوافقة بدرجة عالية، والذي يعرض نسبة امتثال بواقع 80 في المائة أو أكثر، ومعظمها من البلدان الديمقراطية. وهذه تشمل صندوق التقاعد من نيوزيلندا، وصندوق معاشات التقاعد الحكومي من النرويج وصندوق المستقبل الأسترالي، والصندوق الوطني الأيرلندي لاحتياطي المعاشات التقاعدية.

المجموعة الثانية : و هي الصناديق التي تحتل خط الوسط و هي في الغالب صناديق سيادية متوافقة نسبياً من بلدان ذات معدلات ديمقراطية منخفضة، مثل مؤسسة الاستثمار الحكومية السنغافورية و"تيماسك القابضة – Temasek Holdings"، ومؤسسة الاستثمار الصينية في الصين، والصندوق الاقتصادي والاجتماعي في تشيلي وصندوق احتياطي المعاشات التقاعدية التابع له، وصندوقا الثروة الوطنية والاحتياط في روسيا، ومؤسسة الاستثمار الكورية في كوريا الجنوبية، والصناديق الأصغر حجماً من تيمور الشرقية وترينيداد وتوباغو وأذربيجان ، وكذلك الصناديق شبه الوطنية من ألبرتا/كندا وألاسكا/الولايات المتحدة.

و من المرجح أن يكون إحراز أي تقدم ملموس بشأن امتثال صناديق الثروة السيادية في الاقتصادات الناشئة، ولاسيما في العالم العربي مرتبطاً ارتباطاً وثيقاً بتوسيع نطاق الإصلاحات الديمقراطية.

المجموعة الثالثة : و هي مجموعة الصناديق ضعيفة التوافق، و تتألف أساساً من صناديق ثروة سيادية كبيرة عديدة من دول الخليج وليبيا، وتشمل مجموعة الصناديق البعيدة بشكل واضح في نسبة امتثالها عن الصناديق الأخرى مثل صناديق الثروة السيادية من بوتسوانا والمكسيك وإيران وغينيا الاستوائية، والتي تتيح علانية قدرأ محدوداً من البيانات فقط أو لا تنتجه أبداً.

4.2. الصناديق السيادية و الأزمة المالية العالمية

عندما تندلع أزمة مالية يصبح من الصعب معالجتها بسرعة دون تمويل خارجي ، و " يهدف هذا التمويل إلى تعويض نقص السيولة الناجمة عن هروب رؤوس الأموال و إلى إيقاف انهيار العملة ، كلما اشتدت الأزمة كلما وجب زيادة الأموال لمعالجتها " [87] ص 6 ، و في هذا الإطار قامت صناديق الثروة السيادية بدور كبير في توفير السيولة إلى جانب المؤسسات الدولية في حالة الأزمة المالية العالمية منذ بدايتها .

1.4.2. الدور الذي لعبته الصناديق السيادية في توفير السيولة

أدى انعدام الثقة في الأسواق المالية إلى إبتعاد المستثمرين عن الشركات والاستثمار فيها، ومع تداعي الميزانيات فإن الشركات في حاجة ماسة إلى الكثير من رؤوس الأموال التي لا يرغب المستثمرون في توفيرها، وفي هذا السياق تبرز صناديق الثروات السيادية مصدر تمويل في السنوات القليلة المقبلة.

1.1.4.2. الاستثمارات الخارجية للصناديق السيادية

و مع أن الوضع الطبيعي هو في انتقال رؤوس الأموال و الاستثمارات من الدول الغنية و ذات معدلات النمو المنخفضة إلى الدول النامية ذات معدلات النمو الأعلى ، إلا أن استثمارات الصناديق السيادية للدول النفطية و غيرها (و معظمها في أسواق الدول المتقدمة) تخالف تلك القاعدة ، فيلاحظ مثلا أن التدفقات الرأسمالية من الدول النامية إلى الدول الصناعية ارتفع من "حوالي مائة مليار دولار عام 2001 ، إلى أكثر من 700 مليار دولار عام 2007، كان معظمها تدفقات من دول مجلس التعاون و الصين ، و يقارن ذلك بزيادة في الاستثمارات المباشرة (FDI) من الدول الصناعية إلى النامية من 150 مليار دولار ، إلى 300 مليار دولار ، في العامين المشار إليهما " [88] .

و تستثمر صناديق الثروات السيادية في جميع دول العالم المتقدم وبعض اقتصادات الأسواق الناشئة، وبوصفها لاعبا في السوق فإنها من دون شك تمثل قوة دفع وتملك حصصا في نحو خمس الشركات في أنحاء العالم، والحصة النموذجية التي تشتريها الصناديق السيادية ليست حصة مسيطرة،" فمتوسط ما تمتلكه الصناديق السيادية يبلغ 0.74 ٪ من الأسهم الممتازة في الشركة، وبحسابها بالدولار، فان متوسط ملكيتها يصل إلى 46.3 مليون دولار، أي أن مستوى سيطرتها يصل فقط إلى 50 ٪ في أقل من 1 ٪ من استثماراتها" [33] .

ويبلغ متوسط إجمالي الأصول للشركة التي تمتلك فيها الصناديق السيادية " 229 مليون دولار ونمو مبيعات سنوي يبلغ 15 ٪ ومعدل اقتراض يعادل 24 ٪، وبموجب المؤشرات المنظورة، فإن الشركة يتابعها بالمتوسط 13 محلا و 32 ٪ من مبيعاتها عالمية، وبالمقارنة مع الشركات النمطية في الأسواق العالمية، فإن الشركات المملوكة من الصناديق السيادية أكبر بكثير وأصولها أكثر قابلية للتسييل ولديها سجل مثبت وحقيقي لنمو أرباحها" [33] .

كما أن الشركات التي تمتلك فيها الصناديق السيادية تميل إلى وجود ملكيات أكبر بكثير للمؤسسات الاستثمارية فيها ولديها تغطية من المحللين أكبر مما لدى الشركات الأخرى. وتنتهج الصناديق السيادية دوما مبدأ اقتناص الفرص، فهي تتحرك باتجاه الشركات عندما تتراجع أسعار أسهمها، كما أنها تميل إلى الاستثمار في الدول التي تكون فيها الحماية القانونية للمستثمرين قوية، أي أنها قد تجلب معها حوكمة جيدة لكن إلى الحد الذي يضمن فيه النظام القانوني حماية دنيا لاستثماراتها، وكما هي الحال بالنسبة للصناديق غير السيادية (صندوق تقاعد على سبيل المثال)، فإن اعتبارات حوكمة الشركة لها تأثير مهم في تحديد استراتيجيات الاستثمار لصناديق الثروات السيادية .

ورغم تفضيلها الشركات المنظورة والبيئة وسعيها وراء الأسهم ذات التغطية التحليلية العالية فإن الصناديق السيادية لا تكشف عن طلب قوي للشركات التي تنتمي إلى مؤشرات الأسهم الرئيسية، مثل مؤشر مورغان ستانلي المركب، وعلى عكس الصناديق الاستثمارية المشتركة الأخرى، فإن صناديق الثروات السيادية لا يعترها الفلق لجهة الأداء والتدفقات النقدية، فالأموال التي تتدفق على الصناديق السيادية مستقلة عن أدائها (أو أي مقياس آخر) وتعتمد بقوة على صحة وسلامة الاقتصادات المحلية لدولها، ويدور جدال حول استثمار الصناديق السيادية في الشركات الغربية باعتبارها وسيلة لكسب المعرفة، لكن الصناديق السيادية لم تظهر أي مؤشر على تفضيلها لشركات التكنولوجيا المتطورة أو الأبحاث أو الشركات عالية التطوير، " وعندما ظهرت حاجة البنوك الأوروبية والأمريكية في بداية الأزمة للأموال والاستثمارات بما يزيد 200 مليار دولار" [89] ، و بدأت بعض أسهم الشركات الكبرى بالانخفاض ، و جدت الصناديق السيادية الفرصة سانحة لتحقيق الربح فقامت بضخ أموال كبيرة في الاقتصاد الأمريكي والأوروبي من خلال تملك حصص ضخمة في أسهم شركات عالمية، فمثلاً" قام جهاز ابوظبي للاستثمار بشراء حصة 4,9 ٪ من مجموعة " Citigroup " مقابل 7.6 مليار دولار ، وهي التي تعد أكبر صفقة لشراء حصة غير مسيطرة في بنك غربي، وقامت هيئة الاستثمار الكويتية بشراء حصص في بنك Merrill Lynch بما يقدر قيمته بـ 3.4 مليار دولار، أما هيئة الاستثمار في دبي استثمرت في حصص في سوق لندن للأوراق المالية بما يقدر بـ 3 مليار دولار " [90] ص 12.

و الجدول الموالي يوضح أهم استثمارات الصناديق السيادية في القطاع المالي :

الجدول رقم (10): بعض ملكيات الصناديق السيادية [23] ص 19.

نسبة الحصة	الشركات	الصندوق
4.9%	Citigroup	هيئة ابوظبي للاستثمار
8.65%	EFG-Hermes	
12.5%	Blackstone	مؤسسة الصين للاستثمار
9.9%	Morgan Stanley	
>10%	Beijing Capital International Airport	مؤسسة سنغافورة للاستثمار
11.1%	Citigroup	
4.81%	Great Portland Estate	
4.97%	Liberty International	
1.75%	Citigroup	الهيئة العامة للاستثمار الكويت
6.9%	Daimler	
3.68%	EIIB	
8.2%	GEA Group	
23.8%	Victoria Jungfrau Collection	
5.82%	Barclays	هيئة الاستثمار القطرية
8.9%	Credit Suisse	
15.1%	London Stock Exchange	
27.3%	J Sainsbury	
62.3%	Global Crossing	تيماسيك
51.75%	SP AusNet	
14.14%	Standard Chartered	

2.1.4.2. أداء الاستثمارات الخارجية لصناديق الثروة السيادية خلال الأزمة

على غرار الصناديق المشاركة الأخرى ، تضررت صناديق الثروة السيادية في أنحاء العالم بالأزمة المالية العالمية ، حيث منيت بخسائر كبيرة جدا سواء في أمريكا أو أوروبا، بعد أن كانت أداة مهمة في توفير رأس المال لبنوك الاستثمار المتعثرة في أوروبا و الولايات المتحدة في أوائل أزمة الرهن العقاري .

وتقدر مؤسسة مورغان ستانلي أن الصناديق السيادية تعرضت إلى خسائر " تتراوح بين 500 و 750 مليار دولار ، حيث تقلص إجمالي الموجودات الخالية التي تديرها من 3 تريليون دولار إلى ما بين 2.3 و 2.5 تريليون دولار في مدة اثني عشر شهرا" [37] ص 2

كما تمت مراجعة "خطط النمو طويل الأمد باتجاه خفضها، إذ تقدر مؤسسة مورغان ستانلي الآن أن تصل قيمة موجودات صناديق الثروة السيادية الي 9.7 تريليون دولار في عام 2015" [37] ص2 ، بدلا من " 12 تريليون دولار حسب توقعاتها في بداية 2007" [38] .

وتتوقع مؤسسة ميلل لينش أن تنمو موجودات صناديق الثروة السيادية إلى ما بين 5 و 8.5 تريليون دولار بحلول العام 2012 .

ولم تكن الصناديق السيادية العربية بمعزل عن هذا المنحى ، إذ تشير تقديرات مجلس العلاقات الخارجية الأميركي إلى أن المحفظة المالية الخليجية الخارجية انخفضت من حوالي 1.3 تريليون دولار في العام 2007 إلى 1.2 تريليون دولار في العام 2008. [91] ص2 .

و أظهرت تقارير لمجلس العلاقات الخارجية الأميركي عن قيمة الخسائر خلال السنة الماضية في دول الخليج العربي جراء الأزمة" أن الكويت تأتي في المرتبة الثانية من حيث الخسائر حسب التقرير الذي يستند إلى المصارف المركزية" [92] .

وأظهرت بيانات المجلس الذي يقارن قيمة الأصول بقيمة الخسائر، أن " خسائر الاستثمارات الكويتية بلغت 94 مليار دولار، أي بنسبة 36 %، مقارنة بـ2007، رغم ضخ تدفقات مالية جديدة بلغت 57 مليارات، لتراجع أصول هيئة الاستثمار إلى 228 مليار دولار في ديسمبر 2008، من 262 مليار دولار في أواخر 2007، بينما تصدر ابوظبي الخسائر الخليجية حيث بلغت قيمة خسائرها 183 مليار دولار لتهدب أصولها المالية إلى 328 مليار دولار في ديسمبر 2008 من 453 للفترة ذاتها من عام 2007، في حين بلغت قيمتها 328 مليارات في عام 2008، فيما انخفضت موجودات الهيئة العامة للاستثمار من 65 مليار دولار إلى 58 مليار دولار في الفترة نفسها " [37] ص2.

على الجانب الآخر وحدها الهيئة المالية السعودية حققت نتائج ايجابية العام الماضي بقيمة الأصول الخارجية في المملكة "تزايدت بما يقارب 150 مليار دولار، حيث احتسبت الهيئة الأصول الخارجية التابعة للرواتب التقاعدية الحكومية والتي تتولى الهيئة تنظيمها، وارتفعت قيمة الأصول الخارجية للهيئة من 363 مليار دولار إلى 513 مليار دولار في نهاية شهر نوفمبر الماضي " . [91] ص2.

غير أنه من الواضح أن الهيئة احتسبت القيمة النظرية لأصولها الخارجية دون احتساب قيمتها السوقية، فإذا توجهت 20 % من شراء الأوراق المالية الجديدة نحو الأسهم فستكون قيمة الأرباح حوالي 385 مليارات في نهاية 2007، أي أكثر مما يظهره تقرير الهيئة، و501 مليار دولار أواخر 2008، أي أقل مما يظهره تقرير الهيئة، وعلى أي حال لا تبدو السعودية بمنأى

عن الأزمة رغم كونها الأقل تضرراً بين دول الخليج الأربع الكبرى (السعودية، الكويت، قطر، الإمارات).

وفي كل الأحوال فقد فاقت التدفقات الصافية الكبيرة المكاسب الرأسمالية السلبية، نظراً إلى متوسط سعر برميل النفط الخام بلغ 100 دولار أمريكي في عام 2008، وقدرت الخسائر العربية بحوالي 450 مليار دولار قد تزيد إذا حاولت الصناديق تسهيل الأصول السامة التي استثمرت فيها خارجياً إلى 600 مليار دولار.

وشهد قطاع الصناديق السيادية الذي يبلغ حجمه نحو ثلاثة تريليونات دولار والذي يستثمر ثروات الدول للأجيال القادمة تقلبات حادة خلال الأزمة وخسر عشرات المليارات من الدولارات بسبب تراجع الأسهم العالمية، "وتقدر الصناديق أن نحو 80 مليار دولار من استثماراتها في البنوك انخفضت قيمتها" [93] ص 2 .

ولقد تباطأ " معدل النمو السنوي للصناديق السيادية بسبب انخفاض أسعار النفط واستمرار معدل الإنفاق الحكومي بشكل مرتفع، وبلغ معدل النمو في السنوات الثلاث الماضية 18 في المائة". [94] ص 54.

و هناك احتمال أن يدخل إلى هذه الصناديق نحو " 100 مليار دولار إذا وصلت أسعار النفط 75 دولاراً للبرميل، ولكن إذا ثبتت على معدلها الحالي فستضطر بعض الدول الخليجية إلى سحب الأموال من صناديقها للمحافظة على معدل إنفاقها الحكومي ". [94] ص 54.

وتجدر الإشارة إلى أن خطط الإنقاذ الأمريكية ركزت على تأمين وحماية المواطنين الأمريكيين بالدرجة الأولى، وتغاضت بصورة شبه كاملة عن تأمين حقوق الأجانب، ونصت صراحة على عدم ضمان أموال الدول الأخرى ، سواء كانت أموالاً تخص السيادية العربية المملوكة للحكومات أو ذا كانت لغيرها.

و الجدول الموالي يعطي صورة عن حجم الخسائر في بعض من الصناديق السيادية :

الجدول رقم (11): تقديرات المكاسب و الخسائر لدول الخليج بالمليار دولار. [95]

الأرباح / الخسائر نسبة من حافضة ديسمبر 2007	الإضافة إلى الأصول	المكاسب خسائر	تقديرات الأصول ديسمبر 2008	تقدير الأصول ديسمبر 2007	
-40%	59	-183	328	453	صندوق أبو ظبي للاستثمار
36%	57	-94	228	262	الهيئة العامة للاستثمار (الكويتية)
41%	28	-27	58	65	الهيئة العامة للاستثمار في (QIA قطر)
-12%	162	-46	501	385	مؤسسة النقد العربي السعودي (مؤسسة النقد العربي السعودي) + الأصول المدارة لغيرها من المؤسسات الحكومية 5 (وتقدر القيمة السوقية)
0%	-33	0	84	116	البنوك المركزية الأخرى في دول مجلس التعاون الخليجي
-27%	273	-350	1200	1282	المجموع في دول مجلس التعاون الخليجي
-30%	306	-350	1116	1165	دول مجلس التعاون الخليجي "الكبرى (4)"
-30%	64	-111	325	371	للمقارنة : الحكومة النرويجية المعاش التقاعدي من الصندوق العالمي

2.4.2. تأثير الأزمة على النفاس حول الصناديق السيادية

لقد ساهم الأداء الضعيف للصناديق السيادية خلال الأزمة ، إضافة إلى انخفاض أسعار النفط مع توقعات في استمراره عند مستويات متدنية، و تأثر اقتصاديات الأسواق المالية في الدول النفطية بالأزمة المالية من نواح عدة في الحد من نمو الصناديق إن لم يقلص أحجامها، في انتقال الاهتمام بها من الدوائر الغربية كما حدث خلال الفترة ما بين 2007 و 2008 ، إلى الدوائر المحلية في الدول النفطية ذاتها، حيث كان وضع تلك الصناديق و نشاطها عموما غائبا أو مغيبا عن الرأي العام في العديد من تلك الدول باستثناء بعض الحالات مثل الكويت و النرويج بسبب تاريخ إنشاء صناديقها ووضعها القانوني و المؤسسي.

1.2.4.2. هدوء النقاش الوطني في البلدان المستقبلية للاستثمارات

هدأت حدة الجدل العام في الاقتصادات المستقبلية للاستثمارات و المتعلقة بالتحديات الاقتصادية و الأمنية التي قد تمثلها صناديق الثروة السيادية ، بشكل كبير مع نهاية العام 2008، و على الرغم من ذلك ، اتخذت حكومات الاقتصادات المستقبلية للاستثمارات مواقف مختلفة جدا ، استجبت للمناقشات الهائجة في ربيع العام 2008 ، و قد حركت الحكومات الأوروبية نفسها المناقشات ، فيها كانت الولايات المتحدة منغمسة في حملة انتخابات الرئاسة ، حيث لم تظهر صناديق الثروة السيادية بشكل بارز .

و في أوروبا " مثلت مواقف بريطانيا و فرنسا قطبين متنافرين لجهة تقبل استثمارات صناديق الثروة السيادية ، أما الاقتصاديات الأوروبية الأخرى فكانت محتارة بين الموقفين " [37] ص 5. و قد " واصلت بريطانيا بشكل نشط دعوة المستثمرين من منطقة الخليج و مناطق أخرى إلى الاستثمار في اقتصادها ، و هو ما أكدت عليه زيارة رئيس الوزراء "غوردون براون" لمنطقة الخليج في نوفمبر/ تشرين الثاني ، و اعترافه بمساهمتها في توظيف رأس المال بشكل يتسم بالكفاءة" [37] ص 5، و على النقيض من ذلك كان موقف فرنسا ، و إيطاليا .

و قد " عمدت الحكومة الألمانية إلى تعديل قانون التجارة الخارجية و اقترحت نسخة مخففة من عملية المراجعة التي قامت بها " لجنة الاستثمار الأجنبي في الولايات المتحدة CFIUS " [37] ص 5 .

حيث لا تمثل مستويات التعقيد التي لا بد أن يواجهها المستثمرون السياديون مستقبلا في ان الحكومات الأوروبية منقسمة إزاء أفضل السبل للتعامل مع الاستثمارات الأجنبية فقط ، بل لان

على هذه الحكومات أن تضع في اعتبارها الجمهور المحلي الذي يظل متشككا إزاء المستثمرين الأجانب .

و على سبيل المثال ، و وفقا لاستطلاع للرأي أجرته أسبوعية ألمانية في أكتوبر 2008 ، فإن أغلبية كبيرة من الألمان تؤيد فكرة وجوب حماية الصناعات الرئيسية مثل الطاقة و الخدمات المالية و الطيران ، و الصناعات اللوجستية من جانب الدولة في مواجهة استيلاء الأجانب عليها ، و قد تردد هذا الشعور في تعليقات "هارتمون مهدورن" الرئيس التنفيذي لشركة "دويتش بان ايه جي" ، خلال زيارة إلى ابوظبي في أكتوبر 2008، و التي قال فيها انه على الرغم من رغبته في رؤية مستثمرين سياديين عرب يشاركون في الطرح الأولي للاكتتاب العام في شركته ، فإنه قلق من النقاشات السياسية التي ستتعقب ذلك بشكل حتمي .

و هناك أمثلة عديدة تؤكد انه و بعد الهدوء النسبي للنقاشات الدولية حول الصناديق السيادية من قبل الحكومات ، ظهر إلى الوجود مخاطر جديدة تواجه الاستثمارات السيادية و المتمثلة في موقف الجمهور المحلي للدول المستقبلة للاستثمارات ، و الذي قد يكون اشد خطورة على الصناديق السيادية في المستقبل .

و هناك سببان رئيسيان لحماس الشركات الأوروبية المستجد لاستدراج عروض الشراكة من الصناديق السيادية أو شركات الاستثمار في الخليج و هما : [96] ص 38.

السبب الأول و البديهي هو الحصول على أموال تدعم سيولة الشركات التي تعرض الكثير منها إلى خسائر كبيرة ، أو يواجه في وقت قريب تراجعاً كبيراً في المبيعات يمكن أن يستهلك احتياطياتها المالية اللازمة للاستمرار في السوق ، و تنطبق تلك الحالة بصورة خاصة على شركات تصنيع السيارات التي تعرضت بسبب الأزمة لواحدة من أصعب أزمتها في التاريخ الطويل للصناعة ، و أدى التراجع الكبير في أسعار أسهمها إلى اعتبارها من قبل " غولدمان ساكس " بين أفضل فرص الاستثمار و أكثرها إغراء في الوقت الحاضر ، و قام برفع تصنيفه لقطاع السياسات من محايد إلى جذاب .

السبب الثاني فهو الحماية التي توفرها السيولة التي يقدمها المستثمرون لتلك الشركات و التي قد يؤدي ضعفها المالي إلى تعرضها لهجمات من الداخل عبر مساهمين كبار يسعون للسيطرة عليها أو من الخارج عبر شركات منافسة أو مجموعات استثمارية غير صديقة تستغل ضعفها و حاجتها للسيولة للسيطرة عليها ، و تنطبق هذه الحالة بصورة خاصة على الشركات الألمانية نظرا لكون قسم كبير منها شركات مساهمة مفتوحة ، أي يتم التداول بالقسم الأكبر من أسهمها في السوق من دون أن يكون هناك في تلك الشركات عائلات ذات حصص مهيمنة ما يمكنها بالتالي من توفير الحماية ضد هجمات خارجية ،

و هذا الوضع يجعل بعض الشركات الألمانية قلقة بالفعل و يدفعها للتحرك بقوة اكبر للبحث عن شركاء ماليين يؤمنون جانبهم و يكونون عوناً لها على اجتباب الظروف الصعبة الحالية .

2.2.4.2. احتدام الجدل في الاقتصادات المستثمرة

يعد الخطر السياسي المحلي بالنسبة إلى صناديق الثروة السيادية الأكثر تأثيراً حالياً خاصة بعد الخسائر الكبيرة التي منيت بها استثمارات هذه الأخيرة ، و هذا بعد تقلص المخاطر التي يتعرض إليها صناديق الثروة السيادية في البلدان المستقبلية للاستثمارات ، و بذلك فان الضغط من جانب الدوائر المحلية ازداد بصورة كبيرة جداً في بعض الحالات .

و تعد الكويت مثلاً بارزاً في هذا السياق، فاستثمارات الهيئة العامة للاستثمار الكويتية" ذات المخاطر المرتفعة في سيتي غروب و ميريل لينش لم تكشفها أمام الجمهور العالمي في ذلك الحين و حسب ، بل كشفتها أيضاً أمام الجمهور المحلي بعد حوالي اثني عشر شهراً ، و الحال أن استثمارات الهيئة العامة للاستثمار الكويتية لم تكن تعتبر مثيرة للمشاكل طالما أن الزيادة الكبيرة في سعر النفط و قرت درجة من الأمن الاقتصادي لمواطني الكويت و أبقّت سوق الأسهم الكويتية قادرة على مواصلة التداول غير أن الهيئة أسهمت في أزمة سياسية عندما انخفضت أسعار النفط و فقدت سوق الأسهم 40 % من قيمتها منذ العام 2008 " [37] ص6، و قد أرغم المستثمرون المحليون سوق الأسهم الكويتية على الإغلاق بأمر من المحكمة ، كما طلب من الهيئة العامة للاستثمار توفير السيولة للأسواق المحلية في محاولة لإعادة طمأنة المستثمرين ، و على استثمار ما لا يقل عن 4,5 بليون دولار أمريكي في الأسهم الكويتية في ديسمبر 2008.

و جاء في تقرير مجلس العلاقات الخارجية الأميركي أن الصناديق الاستثمارية في الكويت وقطر ودبي و أبوظبي بدأت تغير استراتيجياتها الاستثمارية بعد أن خسرت مليارات الدولارات جراء شراء أسهم في شركات غربية، في وقت أصبح فيه عدد من البنوك في الخليج يعتمد على الاستثمار الحكومي، بينما انهارت الأسواق المالية المحلية وحوّلت بعض الصناديق أصولها إلى أسهم محلية في محاولة لتعزيز الثقة.

ويقول " المجلس الأميركي أن أسباب خسائر أصول هيئة أبو ظبي للاستثمار والهيئة العامة للاستثمار وهيئة الاستثمار القطرية هي سياستها في وضع جزء كبير من استثماراتها في أسواق الأسهم وصناديق الأسواق الناشئة والملكية الخاصة. وتقدر نسبة استثمارات محافظة هيئة أبو ظبي 50 % إلى 60 % في الملكية الخاصة و 14 % في الأسواق الناشئة" [94] .

في حين شرعت الهيئة القطرية للاستثمار في خطة لدعم البنوك المحلية، أما مؤسسة "دبي إنترناشيونال كابيتل" ، فقد بدأت التركيز على الأسواق الصاعدة، في حين سرت شائعات بأن هيئة أبوظبي للاستثمار بدأت في العودة للأسواق المحلية، وانتهجت معظم الدول الخليجية هذه السياسة بعدما تبين أن الاستثمار في بنوك من قبيل مجموعة سيتي غروب وميريل لينش كلف الصناديق الخليجية ثمنا باهظا.

و كشفت هيئة الاستثمار القطرية و التي تعد من أكبر صناديق الاستثمار في العالم أنها لا تخطط لأي مشاريع استثمارية خلال الأشهر الستة المقبلة، وأنها ستعمل على تعديل إستراتيجيتها بعد ذلك للتركيز أكثر على السلع الأولية والطاقة والأغذية والمياه ، " وبرر المدير التنفيذي للهيئة حسين علي العبد الله التوجه الجديد نحو هذه السلع بأنها هامة، مشيرا إلى توقعات بارتفاع أسعارها في المستقبل" [97] .

كما بدأ العديد من هذه الصناديق بالاتجاه نحو أسواقها المحلية، وعلى السبيل المثال الهيئة العامة للاستثمار الكويتية " قامت بضخ ما يقارب من 7.5 مليارات دولار في البورصة المحلية منذ شهر سبتمبر الماضي، وذلك في سبيل تعويض السوق عن خسائره، وقامت « ساما » بضخ 14.4 مليار ريال سعودي في البنوك السعودية في شهر ديسمبر الماضي، واستحوذت هيئة أبو ظبي للاستثمار على حصة لم يعلن عنها في صندوق مجلس أبو ظبي للاستثمار " [94] .

وعلى الرغم من الضغوط التي تتعرض لها هذه الصناديق من أجل استثمار مواردها في أسواقها المحلية يسعى البعض منها إلى إيجاد فرص استثمارية رخيصة في الخارج ومنها على سبيل المثال ليبيا والسعودية وأبو ظبي.

لكن توجيه الصناديق السيادية لأموالها نحو الأسواق المحلية والصاعدة يثير قلق المسؤولين الغربيين، ، الذين كانوا يعولون على هذه المؤسسات الاستثمارية الخليجية في عمليات إنقاذ مؤسساتهم المتضررة من الأزمة المالية، فقد قام رئيس الوزراء البريطاني غوردن براون في السابق بجولة في الخليج لحث الصناديق السيادية على الاستثمار في الاقتصاد البريطاني ودعم المؤسسات المالية الدولية لمواجهة الأزمة المالية.

وتجدر الإشارة إلى أن خطط الإنقاذ الأمريكية ركزت على تأمين وحماية المواطنين الأمريكيين بالدرجة الأولى، وتغاضت بصورة شبه كاملة عن تأمين حقوق الأجانب، ونصت صراحة على عدم ضمان أموال الدول الأخرى، سواء كانت أموالاً تخص السيادية العربية المملوكة للحكومات أو اذا كانت لغيرها.

3.4.2. استثمارات الصناديق السيادية في ظل انحصار الأزمة المالية

على الرغم من الخسائر التي منيت بها الصناديق السيادية الخليجية أثناء الأزمة المالية العالمية، والتي دفعتها إلى التوجه نحو الداخل لمساعدة الاقتصادات المحلية ومحاولة انتشار الأسواق المالية من أزمته، فإن هذه الصناديق عادت إلى الوجهة الخارجية بقوة متسلحة بما استفادت منه من دروس الأزمة المالية ومحاولة مراجعة استراتيجيتها الاستثمارية بما يخدم مصالحها ويعود بالنفع عليها وعلى اقتصادات البلدان التي تنتمي إليها.

1.3.4.2. عودة النشاط للصناديق السيادية

تشير التقديرات الصادرة مؤخراً عن معهد الصناديق السيادية أن حجم الصناديق السيادية عاد للنمو من جديد حيث بلغ في " مارس 2010 حوالي 3.839 تريليون دولار مقارنة بحجمها في مارس 2008 حين كان يبلغ 3.3 تريليون دولار " [98] ، و الجدول الموالي يبين حجم الصناديق السيادية خلال الفترة ديسمبر 2007 إلى غاية مارس 2010 .

الجدول رقم (12): حجم الصناديق السيادية خلال الفترة ما بين ديسمبر 2007 و مارس 2010

الوحدة : تريليون دولار أمريكي [98]

Dec 2007	Mar 2008	Jun 2008	Sep 2008	Dec 2008	Mar 2009	Jun 2009	Sep 2009	Dec 2009	Mar 2010
3,130	3,300	3,789	3,927	3,976	3,587	3,628	3,752	3,809	3,839

من خلال الجدول يتبين أن حجم الصناديق السيادية عاد إلى النمو بعد أن حقق انخفاضاً ملحوظاً في مارس 2008 جراء الأزمة و تحقيق الكثير من الصناديق السيادية لخسائر كبيرة في استثماراتها الخارجية خاصة في القطاع المالي ، و يمكن إرجاع هذا النمو لعدة عوامل و منها:

1. ارتفاع أسعار النفط عن الحد الأدنى الذي كانت وصلت إليه في الأزمة، و عودة الحديث

عن إمكان تحقيق فوائض مالية بالنسبة للدولة النفطية مع وصول السعر إلى حدود 75 دولاراً و أكثر ، خاصة أن الفوائض النفطية تعد الممول الأساسي والرئيسي للصناديق السيادية في الخليج العربي.

2. تفاؤل العديد من الأوساط الاقتصادية العالمية بقرب عودة النشاط إلى الوضع الاقتصادي

العالمي على اعتبار أن الأسوأ قد مر، وأن الخروج من حالة الكساد الذي يلف الدول الصناعية الكبرى أصبح وشيكاً في ظل الحديث عن المؤشرات الاقتصادية الإيجابية

المتتالية المحققة مؤخراً في عدد من الاقتصاديات العالمية الكبرى لا سيما اليابان والصين والولايات المتحدة الأمريكية.

3. الاستفادة من الدروس والتجارب التي مرت بها الصناديق السيادية خلال مرحلة الأزمة المالية العالمية وما قبلها ، ومنها بطبيعة الحال ضرورة تنويع أماكن وطبيعة الاستثمارات التي تقوم بها الصناديق السيادية في الخارج وتأمين المنافع والخبرات الناجمة عن هذه الاستثمارات من أجل توظيفها في الداخل.

و مع النمو الذي يشهده حجم الصناديق السيادية عاد النشاط الخارجي لها، فبعد فترة سكون أعقبت انهيار الأسواق العالمية وتكبدها خسائر من بعض الاستثمارات الكبرى في الشركات الأميركية، فإن الصناديق السيادية بدأت من جديد تعقد صفقات حيث خطت " مؤسسة الاستثمار الصينية لاستثمار 500 مليون دولار في صناديق بلاكستون للتحوط، كما أنها شاركت في اكتتاب لدى مورغان ستانلي في الفترة الأخيرة، وتدرس هيئة الاستثمار القطرية استثماراً في «بورشه» [99] ' وتأتي هذه التحركات في وقت تعتبر الاستثمارات الجديدة للصناديق السيادية على الأرض ضعيفة،" وبحسب ارقام لـ «ديلوغيك» فإن قيمة الاستثمارات العابرة للحدود في الملكيات الخاصة من جانب هذه الصناديق بلغت منذ بداية العام 2009 حوالي 21.1 مليار دولار، ويشمل الرقم تحويل ما قيمته 12.5 مليار دولار من الأسهم التفضيلية في سيتي غروب تملكها الهيئة العامة للاستثمار وهيئة استثمار سنغافورة إلى أسهم عادية، وفي العام 2008 بلغت استثمارات الصناديق السيادية 46.9 مليار دولار بينما كانت تبلغ في العام 2007 حوالي 55 مليار دولار، لكن مع استعادة الصناديق السيادية شهيتها للمخاطر، والتي تدعمها بلا الشك الصفقات الناجحة مثل الأرباح التي حققتها أخيراً مؤسسة أبوظبي العالمية للبتترول من خلال بيع معظم حصتها البالغة 5.6 مليار دولار في بنك «باركليز» البريطاني " [99] .

و مع ازدياد ثقة الصناديق السيادية فإن الاستثمارات الخارجية ستبقى حيوية بالنسبة لها، فالشركات الغربية التي تعاني نقصاً في السيولة حالياً تحتاج إلى مستثمرين ذوي إمكانيات مالية كبيرة، و لذلك فإن المعارضة الغربية لصفقات الصناديق السيادية والتي ظهرت في فترة من الفترات ستخف ، وسيكون ذلك صحيحاً خصوصاً إذا كانت الصناديق السيادية اذكي في تقديم استثماراتها كشراكات إستراتيجية، بالإضافة إلى ذلك ورغم الاحتجاجات على أن الصناديق السيادية تريد التركيز على فرص آسيوية، أو على استثمارات قريبة من بلادها، إلا أنه لا توجد فرص كافية في هذه المناطق لاستيعاب كل هذه الأموال، وبالتالي فإن الأسواق الغربية ستستعيد على الأرجح جاذبيتها .

2.3.4.2. التحول في استراتيجيات الاستثمار

بعد الانتقادات المحلية الحادة والعنيفة التي تعرضت لها صناديق الثروات السيادية جراء الخسائر التي تكبدتها بسبب أزمة الائتمان وتراجع أسعار النفط أصبحت تلك الصناديق تسعى الآن وراء الاستثمارات الآمنة، و هذا بعد" الانتقادات الشديدة التي وجهتها وسائل الإعلام المحلية للخسائر الكبيرة والعالية المستوى ربما تقوض قدرة الصناديق السيادية على تكوين مراكز استثمارية طويلة الأجل كانت تمنحها ميزة نسبية " [100] ، فأصبحت الصناديق السيادية تبتعد عن الأسهم وتتجه للسندات المحمية من التضخم والتي تعتبر أكثر أماناً، و هذا الاتجاه للاستثمار في أدوات الدخل الثابت سيستمر لعدة سنوات، و رغم أن صناديق الثروة السيادية تأسست في الأصل للاستثمار في الأسهم إلى أنها أصبحت تشعر بعدم ارتياح بسبب تقلص الأصول التي تديرها مما عزز من رغبتها في استثمارات أكثر أمناً، فهناك إقبال أكبر من جانب المؤسسات الرسمية ومنها الصناديق السيادية على الأصول المحمية من التضخم مثل السندات، كما زاد الإقبال على الاستثمار في أدوات الدخل الثابت، بالإضافة إلى ذلك عادت الصناديق إلى هدفها الأساسي وهو تحقيق الاستقرار في الاقتصاد المحلي ، و يمكن تفسير هذا التحول " بإعطاء الأولوية للاستقرار الاقتصادي ولن نشهد عودة نسبة الاستثمارات في أدوات الدخل الثابت إلى ما كانت عليه قبل أزمة الائتمان " [101] .

" وفي المراحل الأولى من الأزمة المالية، استثمر العديد من صناديق الثروات السيادية بما فيها صناديق أبوظبي وقطر وسنغافورة بصورة كبيرة في أسهم البنوك، غير أنها تضررت كثيراً في بعض الحالات، وتشهد هيئة أبوظبي حالياً خلافاً مع سيتي غروب حول استثمارها في البنك عام 2007، ومع فتور الشهية على المخاطر خلال 2008 و2009، زادت صناديق الثروات السيادية من ملكيتها في السندات الحكومية في موازاة التوسع في حجم الإصدارات.

ومن غير الممكن معرفة حجم الأموال التي تستثمرها الصناديق السيادية في تلك السندات، اذ على الرغم من أن هيئة أبوظبي في تقريرها السنوي الأول الذي أصدرته أخيراً ذكرت فيه أن مقياس مخصصات الأصول للسندات الحكومية تراوح بين 10 % و 20% " [102] .

و في الأخير يمكن القول أن الصناديق السيادية من العالم العربي ومناطق أخرى ستصبح أكثر انتقائية في حيازتهم للأصول، " وعلى الأرجح لن تعاود الاستثمارات العربية التركيز مستقبلاً على الأصول المالية في المقام الأول، وربما يكون السعي وراء فكرة الاستعاضة عن الإيجار النفطي بإيجار مالي في غضون عقدين من الآن مخاطرة كبيرة" [37] ص 10.

وبالتالي، من المرجح أن تستند استراتيجيات الاستثمار الخاصة بصناديق الثروة السيادية العربية إلى نهج أكثر شمولية. وهذا يشمل، من الناحية المثالية، مراعاة الاحتياجات المالية طويلة الأمد لمجتمعاتها، واستراتيجيات التنمية وتنويع اقتصاداتها على المدى الطويل، وعمليات نقل المعرفة والتكنولوجيا، وكذلك الفرص طويلة الأمد في صناعات مختارة كي تخدم في الأسواق العالمية التي تمر بمرحلة انتقالية.

خلاصة الفصل :

شهدت الأشهر الماضية نقاشاً هامياً في شأن الدور المستقبلي لصناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي و مكانتها المتنامية ، و رغم أن الصناديق السيادية كانت لها مساهمة كبيرة أثناء الأزمة من خلال ضخها لمبالغ كبيرة في البنوك الأمريكية و الأوروبية المتضررة من الأزمة إلى أنها مازالت تثير المخاوف الغربية تجاهها .

لذلك فإن مستقبل استثمار الصناديق السيادية مرهون بقدرتها على الإفصاح والشفافية ونشر أهدافها واستراتيجياتها الاستثمارية بوضوح، لأن ذلك سيسهم في قدرتها على مواصلة الاستثمار عالمياً وتبديد مخاوف السياسيين الغربيين، فالاقتصاديون الغربيون والشركات الغربية ترحب حالياً بتلك الاستثمارات لأنها أثبتت أنها المنقذ الأصيل والحقيقي في أوقات الأزمات، فهي لا تطلب مقاعد في مجالس الإدارات لتلك الشركات رغم حجم الاستثمارات الكبيرة، فلم تطلب هيئة أبو ظبي الدخول في مجلس إدارة "سي تي جروب" أو تغيير استراتيجياتها فهي شركات استثمارية تمد العون لإدارة الشركات لإنجاح استثماراتها.

الفصل 3

دور صندوق ضبط الإيرادات في استثمار الفوائض المالية الجزائرية.

الثروة المالية التي جناها الاقتصاد الجزائري على مدى الأعوام القليلة الماضية أبرزت الكثير من الفرص الاستثمارية الكامنة، حيث عزز إرتفاع أسعار النفط، بين العام 2002 ومنتصف العام 2008، هيمنة الإيرادات النفطية في الاقتصاد الجزائري، فقد زادت حصة النفط في الاقتصاد من 32.7% من الناتج المحلي الإجمالي في العام 2002 إلى 45.6% في العام 2008، وشكلت الإيرادات النفطية حوالي 60% من إجمالي الإيرادات العامة في العام 2008، مقارنة بنسبة 77.4% في العام 2002، وفي الفترة نفسها زادت مساهمة النفط في الصادرات أيضاً من 96.1% إلى 97.53%، وتوحي هذه الأرقام بأن الجزائر تعتمد في شكل مطرد على مصدر واحد لتوليد الإيرادات على الرغم من محاولات التنويع الأمر الذي يجعلها عرضة باستمرار إلى تقلبات أسعار النفط.

و لقد اتبعت الجزائر سياسة في الفترات السابقة، من دون أن تتكيف مع حركة الديناميات المتغيرة، فهي زادت من حجم الإنفاق العام بهدف توزيع المكاسب النفطية الجديدة غير المتوقعة، بيد أنه لا يمكن الاستمرار في ذلك على المدى الطويل نظراً لتقلب أسعار النفط، هذا إضافة إلى أن السياسة النقدية بقيت محافظة، ولم تتمكن من الاستجابة إلى التغيرات المحلية في الوقت المناسب.

وتشير الأزمة المالية العالمية الأخيرة وهبوط أسعار النفط بأنه لا يمكن للجزائر الاعتماد على أسعار نفط مرتفعة باستمرار لذلك ستبقى مسألة تطوير اقتصاد منافس تعتمد على الكفاءة، هي التحدي الأبرز الذي يواجه الجزائر، وهذا يحتاج إلى التزام دائم وقوي إزاء الإصلاح الاقتصادي والاستثمار الأمثل للفوائض المالية الناتجة عن الطفرة النفطية الثالثة، وسنعالج هذا الفصل من خلال التطرق إلى:- الاقتصاد الجزائري و النفط.

- صندوق ضبط الإيرادات كأحد آليات إدارة عوائد المحروقات.

- دراسة تحليلية لصندوق ضبط الإيرادات.

- دور صندوق ضبط الإيرادات في الاقتصاد الجزائري..

1.3. الاقتصاد الجزائري و النفط

تشهد الجزائر منذ سنوات طفرة نفطية كبيرة هي الثالثة من نوعها بعد الطفرتين الأولى والثانية اللتان امتدتا من منتصف السبعينات إلى منتصف الثمانينات ، حيث شهدت أسعار النفط ارتفاعاً كبيراً و متصاعداً منذ عام 2002، قادت الجزائر إلى تحقيق مداخيل مالية ضخمة و غير مسبوقه في تاريخ الجزائر ، "فبعد أن كان متوسط السعر السنوي 17 دولارا للبرميل عام 1999، و 28 دولارا عام 2003، و 36 دولارا في عام 2004" [103] ص 64، ليتجاوز 140 دولار سنة 2008، و على ضوء ما سبق يأتي الاهتمام بكيفية تعامل الجزائر مع الفوائض المالية الضخمة التي أوجدها الارتفاع الكبير في أسعار النفط خاصة و أن الطفرة ما زالت مستمرة و ما زالت الفرصة متاحة أمام الجزائر من اجل استثمار هذه الفوائض .

1.1.3. مكانة قطاع المحروقات في الاقتصاد الجزائري

تنتمي الجزائر إلى اقتصاديات الموارد الناضبة، و هذا لاعتمادها على الغاز و البترول كأهم مصدر للدخل، حيث "يشكل قطاع المحروقات ركناً هاماً في الاقتصاد الجزائري، بحيث ينتج أكثر من 1/3 من الثروة الوطنية ويزود الجزائر بـ 2/3 من موارده الميزانية للدولة" [104] ص 14.

1.1.1.3. موقع النفط في الاقتصاد الجزائري.

تتبع أهمية النفط في الاقتصاد الجزائري من خلال توفيره لفوائض مالية تعتبر ضرورية لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، وقد لعب النفط دوراً رئيسياً في تحديد مسار وطبيعة التنمية منذ أوائل السبعينات وحتى وقتنا الحاضر، حيث يحتل القطاع النفطي موقعا متميزا في الاقتصاد الجزائري يمكن إدراكه من خلال المؤشرات التالية:

■ هيكل الإنتاج:

" يعتبر قطاع النفط قاطرة النمو الاقتصادي من حيث موقعه ضمن هيكل الناتج المحلي الخام بحيث لا تقل مساهمته عن 38%، وهو يساهم في النمو الاقتصادي الإجمالي بأكثر من 25% وهذا بالرغم من الانخفاض الملاحظ في تمييع الغاز والتكرير لبعض السنوات بسبب

المشاكل التي تم تسجيلها في مصفاة سكيكدة سنة 2004 " [105]، و الجدول الموالي يبين تطور توزيع الناتج الداخلي الخام خلال الفترة الممتدة ما بين 2001 الى 2008.

الجدول رقم (13): توزيع الناتج الداخلي الخام حسب القطاعات [106] ص23، [107] ص 27.

الوحدة : النسبة المئوية

السنة	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
المحروقات	33.9	32.7	35.6	37.8	44.4	45.9	43.9	45.6
الزراعة	9.7	9.2	9.8	09.4	7.7	7.5	7.6	6.5
الصناعة	7.3	7.5	6.8	6.3	5.6	5.2	5.0	4.4
بناء و أشغال عمومية	8.4	9.1	8.5	8.3	7.5	7.9	8.9	8.8
خدمات خارج الإدارات العمومية	22.5	22.2	21.2	21.2	20.1	20.1	20.5	19.9
خدمات الإدارات العمومية	11.1	11.0	10.5	9.8	8.4	8.0	8.4	9.4
حقوق و رسوم على الواردات	7.1	8.3	7.7	7.3	6.5	5.8	5.7	5.4
الناتج الداخلي الخام	100	100	100	100	100	100	100	100

من خلال الجدول نلاحظ أن مساهمة قطاع المحروقات في الناتج الداخلي الخام شهد نمواً في الفترة ما بين 2001 و 2008، و هذا يعود إلى الارتفاع المتواصل لأسعار البترول في ظل الطفرة النفطية التي شهدها العالم في الآونة الأخيرة حيث ارتفعت نسبة مساهمته في الناتج الداخلي الخام من 33.9 % سنة 2001 إلى 45.9 % سنة 2008.

■ الجباية :

تعتبر الجباية البترولية المورد الأساسي للميزانية العامة للدولة ، حيث تتوقف وضعيتها على مستوى أسعار النفط وسعر الدولار الأمريكي. فلما انخفضت أسعار النفط في سنة 1998 تراجعت وضعيتها الميزانية العامة للدولة، ولما انتعشت الأسعار انتعشت الميزانية.

الجدول رقم (14): تطور الجباية البترولية في الجزائر [108]، [109] ص 9.

السنوات	الجبائية البترولية (مليار دج)	الإيرادات العامة (مليار دج)	نسبة الجبائية البترولية	السنوات	الجبائية البترولية (مليار دج)	الإيرادات العامة (مليار دج)	نسبة الجبائية البترولية
1970	1.35	6.306	%21.4	1990	76.2	152.5	%49.96
1971	1.648	6.919	%23.81	1991	161.5	248.9	%64.88
1972	3.278	9.178	%35.71	1992	193.8	311.864	%62.14
1973	4.114	11.067	%37.17	1993	179.218	313.949	%57.08
1974	13.399	23.438	%57.16	1994	222.176	477.181	%46.56
1975	13.462	25.052	%53.48	1995	336.148	611.731	%54.95
1976	14.237	26.215	%54.30	1996	495.997	825.157	%60.1
1977	18.019	33.479	%53.82	1997	564.765	926.668	%60.94
1978	17.365	36.782	%47.21	1998	378.556	774.511	%48.62
1979	26.516	46.429	%57.11	1999	560.121	940.096	%58.92
1980	37.658	59.594	%63.19	2000	720	1125.161	%74.32
1981	50.954	79.384	%64.18	2001	840.6	1505.526	%63.52
1982	41.458	74.246	%55.83	2002	942.904	1432.8	%65.8
1983	37.711	80.644	%46.76	2003	836.06	1517.673	%47.7
1984	43.841	101.365	%43.25	2004	862.2	1599.3	%53.91
1985	46.787	105.850	%44.20	2005	899	1719.8	%52.27
1986	21.439	89.690	%23.9	2006	916	1835.5	%49.9
1987	20.479	92.984	%22.2	2007	973.0	1900.3	%51.2
1988	24.1	93.5	%25.77	2008	1 715.4	2763	% 57.89
1989	45.5	116.4	%39.08	2009	1628.5	2786.6	% 58.44

من خلال الجدول نلاحظ أن السياسة الضريبية بالجزائر إعتمدت بشكل كبير على الجباية البترولية التي انتقلت من %21.4 من مجموع الإيرادات سنة 1970 إلى حوالي %44.20 من هذا المجموع سنة 1985، مع تجاوزها لنسبة %60 سنوات 1981، 1980، 1974 نظراً لارتفاع أسعار النفط خلال هذه السنوات أين بلغت: 35,93 دولار، 36,83 دولار و 46,04 دولار على التوالي، بالمقابل عرفت الجباية العادية نوعاً من الانخفاض، إذ انتقلت من %75,3 من مجموع الجباية الكلية سنة 1970 إلى حوالي %50 من هذا المجموع سنة 1985، مع تحقيق أدنى مستوى لها سنة 1981 بنسبة %33,6 " وهذا ما أدى إلى الاحتفاظ بنفس هيكل الجباية خارج قطاع المحروقات، مع الرفع النسبي لنسب الضرائب المطبقة خاصة TUGP وتعديل سلم حساب قيمة ITS، و أيضاً تعديل الضريبة على الأرباح الصناعية و التجارية (BIC)" [110].

غير أن انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية سنة 1986 (من 27,56 دولار للبرميل سنة 1985 إلى 14,4 دولار سنة 1986) أدى إلى انخفاض إيرادات الجباية البترولية بحوالي %20

(من 50% سنة 1985 إلى 30% سنة 1986)، وهذا ما كان له انعكاس مباشر على إيرادات الدولة الكلية، بحيث انخفضت هي الأخرى من 38% من إجمالي الناتج المحلي الخام خلال الفترة 1985-1981 إلى 28% من هذا الإجمالي خلال الفترة 1986-1990.

ويعكس هذا الوضع: [105] ص 3.

- عدم كفاءة الإدارة الضريبية وارتفاع الميل نحو التهرب الضريبي، ومن ثم ضعف التحصيل الضريبي؛

- كثرة الإعفاءات والتخفيضات الضريبية غير المبررة التي لم تستطع توسيع الأوعية الضريبية؛

- ضعف أداء المؤسسات الاقتصادية، مما يجعل مساهمتها في الإيرادات الضريبية ضعيفة؛ ذلك أن الضرائب على المداخل والأرباح كانت 228.9 مليار د.ج وهو ما يمثل 2.7% من الناتج المحلي الخام.

■ الصادرات:

أهمية تصدير المحروقات بدأت تظهر بعد الإستقلال مباشرة فبعدها كانت الخمور تمثل أكثر من 50% من مجمل الصادرات من 1958 إلى 1961، أما المحروقات فكانت " تمثل أقل من 38% من مجمل الصادرات لنفس الفترة، لكن إبتداء من 1963 حدث انقلابا في الموازين بحيث أصبحت المحروقات تمثل أكثر من 55% من مجمل الصادرات في حين تقهقرت حصة الخمور لتتنزل إلى حدود 20% من مجمل الصادرات في نفس الفترة، و استمرت حصة المحروقات في الزيادة لتبلغ 68,9% من مجمل الصادرات في سنة 1968 مقابل نسبة 9,4% للخمور خلال نفس السنة"، [111] ص 65، و منذ ذلك الوقت لقد سمح قطاع المحروقات من توفير موارد مالية هامة للاقتصاد الجزائري، حيث أصبح يمثل أكثر 90% من إجمالي الصادرات، و الجدول الموالي يوضح ذلك .

الجدول رقم (15): أهمية صادرات المحروقات الجزائرية (1967-2008): [112]،

[106]ص22، [106]ص 28.

البيانات السنوات	مجموع الصادرات (مليون دولار)	صادرات المحروقات (مليون دولار)	نسبة صادرات المحروقات (%)	نسبة الصادرات الأخرى (%)
1986	820 7	621 7	75.75	24,25
1990	11304	10865	96.11	3.88
1991	12100	11726	96.9	3.09
1992	10838	10388	95.84	4.15
1994	8340	8053	96.55	3.44
1998	10213	9855	96.49	3.5
2000	22031	21419	97.22	2.77
2001	19132	18484	96.61	3.38
2002	18825	18090	96.1	3.9
2003	24465	23988	98.05	1.95
2004	32208	31548	97.95	2.05
2005	46495	45588	98.05	1.95
2006	54791	53608	97.84	2.16
2007	60916	59605	97.85	2.15
2008	79146	77192	97.53	2.47

من خلال الجدول نلاحظ أن حجم صادرات المحروقات يتزايد باستمرار ، مما يعني أن أهمية صادرات المحروقات ازدادت و يتضح ذلك من خلال ازدياد نسبة مساهمتها في إجمالي الصادرات، حيث لم تنخفض عن 90 % كادني حد ، كما تبرز أرقام الجدول أيضا " عدم فعالية القطاعات غير النفطية وضعف تنافسيتها وهذا ما انعكس على تكوين الاحتياطيات من العملات الأجنبية، فبالرغم من مستواها الذي ما فتئ يتعزز من يوم لآخر، فهي في النهاية وليدة القطاع النفطي، وهذا يعني أن أي اختلال على مستوى السوق النفطية يجد انعكاساً له على مستوى الاحتياطي من العملات الأجنبية، وهذا أحد العوامل التي تجعل السلطات غير قادرة على الاعتماد عليها في دعم قيمة الدينار أمام العملات الأخرى، كونها لا تستند على عوامل مستقرة، وبالتالي بإمكانها أن تتدهور، ويعزز ذلك إمكانية استنزافها بفعل التحويلات العكسية لرؤوس الأموال المترتبة عن الاستثمارات الأجنبية المباشرة في قطاعات الخدمات غير القابلة للتصدير (قطاع الاتصالات) في حين أن أرباحها قابلة للتحويل" [105]ص 3 .

■ التشغيل:

بالرغم من أهمية مساهمة المحروقات في الناتج المحلي الخام؛ إلى ان قطاع الطاقة والمناجم مجتمعاً " لا يساهم في التشغيل إلا في حدود 3% من مجمل الأيدي العاملة، وهذا راجع لكون

القطاع يعتمد في الأساس على تكنولوجيات كثيفة رأس المال، مما يجعل قدرته على استيعاب الأيدي العاملة محدودة" [105] ص 4 ، و الجدول الموالي يبين مساهمة قطاع الطاقة و المناجم في التشغيل في الفترة ما بين 2002 و 2006 .

الجدول رقم (16) : مساهمة قطاع الطاقة و المناجم في التشغيل [105]

2006	2005	2004	2003	2002	
8869	6222	5976	5741	5462	السكان المشغولون بالآلاف
210280	204717	197836	197836	192339	عمال قطاع الطاقة و المناجم
02.4	03.00	03.30	03.35	03.50	النسبة

2.1.1.3. مستقبل قطاع المحروقات في الجزائر.

تتوقع جميع السيناريوهات و حتى أكثرها حذرا ، ارتفاع ملحوظ في استهلاك الموارد الطاقوية ، و هذا ما تفرضه الحاجة المتزايدة أكثر فأكثر إلى التطور الاجتماعي و الاقتصادي و ما له من آثار وخيمة على الاقتصاد مستقبلا في ظل استنزاف الموارد الطاقوية .
 . مستقبل النفط في الجزائر :

أوضحت دراسة نفطية نشرتها مجلة الـ"إيكونوميست" البريطانية تضمنت رؤية شاملة للمنسوب العالمي من البترول " أن الجزائر تنتج حاليا من النفط بمستوى أكبر من مستوى تجديد الاحتياطي، وتوقعت الدراسة بأن احتياطات الجزائر المؤكدة من النفط مرشحة للنضوب خلال فترة لا تتجاوز 16.8 سنة" [113]، في وقت كثفت فيه سوناطراك جهود التنقيب واستكشاف حقول جديدة قفزة من 8 حقول تم اكتشافها في 2005 إلى 20 حقول جديد لعام 2008 ، فيما قدرت سنة 2009 بـ " 16 اكتشافاً منها 9 تم تحقيقها عن طريق مجهودات سوناطراك لوحدها ،

ما يرفع عدد الاكتشافات الى 125 تم تسجيلها منذ سنة 2000 " [114] ص 9 واحتلت الجزائر المرتبة الأخيرة عالميا في قائمة أوردتها مجلة "إيكونوميست" صنفت الدول حسب حجم الاحتياطي النفطية المؤكدة والموعود المرجح لنضوبه، وأشارت المجلة البريطانية المتخصصة أنه وبناء على معطيات الإنتاج والاستغلال الحالية للجزائر، ومع مراعاة الالتزامات المسجلة في مجال التصدير وتطور الاستهلاك المحلي " الذي يعرف نموا سنويا بنسبة 6 بالمائة، فإن مدة حياة أو استغلال مخزون النفط في الجزائر تقل عن 17 سنة أي في حدود جيل واحد" [113] ، و جاءت الجزائر في المرتبة الأخيرة في قائمة ضمت 16 دولة عربية وأجنبية منتجة للنفط صنفت حسب حجم احتياطها والمدة المتوقعة لنضوبه، وقالت المجلة الاقتصادية التي

أوردت أرقام رسمية حول تطور إنتاج البترول في الجزائر ، أن هناك تسارع لوتيرة الإنتاج دون إعادة تجديد المخزون إلى مستوى مماثل.

و هذا ما أكده أيضا الخبير الدولي نيكولا ساركيس ، حيث حذر " من إمكانية تحول الجزائر قريبا إلى دولة مستوردة للنفط ، مشيرا إلى أن دراسة جديدة يقوم بها ستكشف بأن الجزائر ستواجه مشاكل لكونها الدولة النفطية الأولى المعرضة لان تصبح مستوردة للنفط " [115]ص 4. فحسب إحصائيات رسمية، فإن الإنتاج النفطي الإجمالي للجزائر ارتفع من 1578 برميل يوميا عام 2000 إلى 2005 برميل يوميا عام 2006، أي بزيادة نسبتها 27 بالمائة، مع البقاء في حدود 2,2 بالمائة من الإنتاج العالمي، بينما في نفس الفترة انتقل الاحتياطي من 8, 10 إلى 3, 12 مليار برميل أي 1 بالمائة من الاحتياطي العالمي، وخلصت الدراسة أنه بناء على مقارنة بين معادلة الاحتياطي الوطني للنفط والإنتاج، فإن مدة نضوب الاحتياطي انتقل من 2,33 سنة عام 1996 إلى 8, 16 سنة حاليا، وفقا لما نشرته المجلة نقلا عن شركة "BP" النفطية البريطانية فإن عدد الحقول النفطية العملاقة التي تحتل النصيب الأكبر من الإنتاج لا تتعدى أربعة حقول أبرزها حاسي مسعود وحاسي رمل اللذان يمثلان النصيب الأكبر من الإنتاج بنسبة تقارب 60 بالمائة، وتجمع العديد من الدراسات والتحليل الاقتصادية المتطابقة بخصوص احتياطات النفط العالمي وتوجهات استغلال الطاقة أن الجزائر البلد غير مستكشف حاليا، كما تشير إلى وجود مؤشرات إيجابية واعدة بنسبة 50 بالمائة من مساحته بإمكانية احتوائه لقدرات، وينسجم هذا التحليل مع الأرقام الرسمية المعلنة من طرف شركة سوناطراك والتي تعكس وجود جهود لتكثيف عملية التنقيب عن حقول جديدة للنفط أو الغاز سواء من طرف سوناطراك بمفردها أو بالشراكة مع شركات نفطية أجنبية مستثمرة في الجزائر، وأتاحت هذه الجهود عددا هاما من الاكتشافات، و الجدول الموالي يلخص أهم الاكتشافات التي قامت بها الجزائر في الفترة ما بين 2003 و 2007.

الجدول رقم (17): عدد الاكتشافات البترولية في الجزائر (2003- 2007)، [116]ص 329.

2007		2006		2005		2004		2003		عدد الاكتشافات
غاز	نفط	غاز	نفط	غاز	نفط	غاز	نفط	غاز	نفط	
15	5	7	12	3	5	9	4	3	3	

من خلال الجدول نلاحظ أن هناك نمو في عدد الاكتشافات ، حيث بلغت ثمانية حقول جديدة في 2005 و 19 اكتشافا عام 2006 ، و 20 اكتشاف عام 2007، وهو ما يؤكد أن عدد الاكتشافات المعلنة خلال السنوات الماضية كان كبيرا.

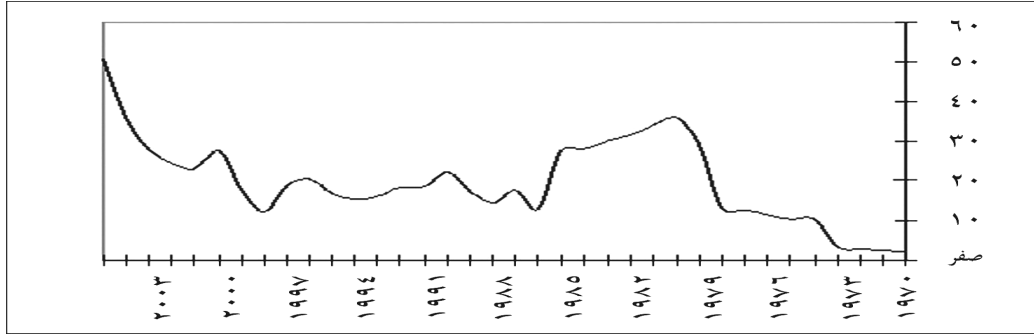
ويتزامن نشر هذه الدراسة مع ما قاله الخبير الدولي في شؤون النفط، نيكولا ساركيس، في محاضرة ألقاها قبل أسابيع في الندوة التي نظمها مجلس الأمة حول الدفاع الإقتصادي أكد فيها أن "فكرة نضوب النفط أو الذروة النفطية حقيقة وليست وهما أو خيالا، حيث دعا دول العالم إلى تقبل حقيقة أننا نكتشف أقل من السابق، فيما الحاجيات تتزايد والعرض لا يفي بالحاجيات المتزايدة مشيرا إلى معطيات لم تكن في الحسبان، كون الدول الصاعدة تستهلك أكثر فأكثر، وضمن نفس السياق أشارت تقارير أخرى إلى أن النضوب على مستوى الدول كان حتى أواخر الثمانينات منحصرا في دولتين هما الولايات المتحدة ورومانيا، ولكن العدد بدأ يزداد مؤخرا، حسب تقرير إحصائي سبق وأن أعدته شركة البترولية البريطانية "بريتش بتروليوم" [113].

. مستقبل الغاز الطبيعي في الجزائر :

يتوقف مستقبل الغاز الطبيعي الجزائري على عدة عوامل مجتمعة هي السياسة العامة الجزائرية في مجال التصنيع، سياسة تسويق الغاز للخارج، و عدة اعتبارات مرتبطة بالغاز الطبيعي ذاته ، و إذا كانت الطاقات البترولية الجزائرية تظهر محدودة، فإن الاحتياطات الغازية تظل عبر الاكتشافات المتتالية هائلة و يمكن أن تفوق التقديرات، حيث" تتواجد هذه الطاقات عبر أكثر من ثمانين حقلاً للغاز تمثل احتياطات تقدر بحوالي 4.500 مليار متر مكعب، موزع على سبع مناطق مختلفة"[117]ص 225 " أهمها حقل حاسي الرمل- (احتياطات تفوق 2.000 مليار م³)- الذي يعتبر من أهم حقول تراكم الغاز الطبيعي في العالم، يحتوي على تجهيزات كفيلة باستقبال إنتاج يقدر بـ 250 مليون م³ في اليوم، بالإضافة إلى منطقة أدرار التي تحتوي على تجهيزات قادرة لاستقبال إنتاج يقدر بـ 18,5 مليون م³ في اليوم، و كذا في الفترة الأخيرة مناطق عين صالح و عين أمناس التي ذكرناها في الفصول السابقة " [118]ص 167 .

2.1.3. الطفرتين النفطيتين الأولى والثانية

شهدت أسعار النفط تطورات ملحوظة لم تكن متوقعة منذ بداية السبعينات، بعدما كانت تعرف مستويات جد متدنية خلال السنوات السابقة، حيث بلغ سعر النفط العربي الخفيف 2.1 دولار للبرميل سنة 1971، و هذه الأسعار لم تبق عند هذا الحد بل واصلت ارتفاعها إلى غاية منتصف الثمانينات ، و هذا ما يوضحه الشكل الموالي :



الشكل رقم (20) : تطور أسعار النفط بالدولار للبرميل في الفترة ما بين 1970 و 2003

[119]ص 21

من خلال الشكل نلاحظ أن الفترة الممتدة ما بين 1970 و 1985 وقعت فيها طفرتين نفطيتين نتيجة عدة عوامل أثرت بشكل كبير على الاقتصاد العالمي ، فالطفرة النفطية الأولى " كانت في سنة 1973 أين بلغت نسبة زيادة أسعار النفط 60 % مقارنة بنسبة 1971" [120]ص 7 ، أما الطفرة النفطية الثانية فكانت في سنة 1979 " أين فاقت كذلك نسبة الزيادة 50 % مقارنة بسنة 1978 " [120]ص 7.

1.2.1.3. الطفرة النفطية الأولى

في أكتوبر سنة 1973 شهد العالم طفرة نفطية حقيقية نتيجة انخفاض المعروض النفطي التي تزامنت مع الحرب العربية - الاسرائيلية ، أين لجأت الدول العربية إلى تقليص كمياتها المعروضة في السوق النفطي للضغط على الدول الكبرى الحليفة لإسرائيل في مقدمتها الولايات المتحدة الأمريكية .

و تعود هذه الطفرة النفطية إلى عدة أسباب، تتجلى بوضوح عند ربط حركة أسعار النفط ببعض المتغيرات الاقتصادية التي حدثت فيها تغيرات، و تزامنت مع التغير الحاصل لسعر النفط، وفي هذه الحالة أسباب الطفرة النفطية تتمثل في:

■ انخفاض قيمة الدولار :

ان العملات الرئيسية خاصة الدولار الأمريكي لها تأثيرات قوية على أسعار المنتجات بصفة عامة و النفط بصفة خاصة ، حيث إن لسعر النفط قيمة حقيقية و اسمية يمكن على أساسها معرفة التغيرات الحقيقية فإذا حدث انخفاض في قيمة الدولار فمن الضروري أن يصاحبه ذلك ارتفاع في أسعار النفط الاسمية حتى تحافظ على قيمتها الحقيقية ، و العكس صحيح .

ففي نهاية 1970 عرف الاقتصاد الأمريكي تضخماً كبيراً و تراجع في نسبة النمو الاقتصادي ، الأمر الذي دفع الولايات المتحدة الأمريكية بالتخلي عن قاعدة الذهب في نهاية 1971 حيث تم تصحيح قيمة الدولار المقدر بأكبر من قيمته الحقيقية ، أي تخفيض قيمة الدولار بحيث تم " رفع سعر الذهب مقابل الدولار من 35 دولار للاونس الواحد إلى 38 دولار و بذلك ارتفعت قيمة العملات القيادية الأخرى كالين الياباني و عملات أوروبية " [4] ص 227 ، و في عام 1973 " أعلن الرئيس الأمريكي " Nickson " بتخفيض أخر في قيمة الدولار بنسبة 10% ، و هكذا انخفض من 38 دولار للاونس الذهب الواحد إلى 42.2 دولار " [4] ص 227.

■ زيادة الطلب على الطاقة:

لقد كانت الدول الصناعية الكبرى تتنافس فيما بينها للحصول على اكبر كمية من النفط الرخيص الذي يسمح لها برفع مستوى نموها الاقتصادي ، بعدما كانت تعاني اقتصادياتها من الشلل بسبب مخلفات الحرب العالمية الثالثة ، هذا ما يسمح بدوره بزيادة الاعتماد على النفط كمصدر رئيسي للطاقة لكن بإقدام دول أعضاء أوبك من تقليص التموينات النفطية ، وجدت الدول الصناعية الكبرى نفسها أمام وضعية صعبة ، حيث أصبحت تستورد الكميات المتاحة من النفط لتلبية احتياجاتها مقابل السعر الذي تحدده الدول المصدرة .

■ تضاعف قوة أوبك :

خلال سنوات الستينات لم تستطع دول أعضاء أوبك فرض نفسها أمام ضغوطات الشركات النفطية الكبرى نظراً لمحدودية عدد الأعضاء ، لكن مع بداية السبعينات تعززت أوبك بأعضاء جدد حيث أصبح يمثلها 13 دولة منها 7 دول عربية ذات طاقة إنتاجية كبيرة ، خاصة السعودية التي تعد اكبر مصدر للنفط ، هذا ما مكنها من قدرة التأثير على المعوض النفطي في السوق العالمي .

2.2.1.3. الطفرة النفطية الثانية

تعتبر سنة 1979 نقطة تحول كبرى في تاريخ تطور أسعار النفط التي سجلت ارتفاعات لم تكن متوقعة رغم الإجراءات و التدابير التي اتخذتها الوكالة الدولية للطاقة للحد من ارتفاع الأسعار، و بالرجوع إلى الشكل رقم (20) نلاحظ أن أسعار النفط قد تضاعفت من حوالي 12.7 دولار للبرميل سنة 1978 إلى 19 دولار في سنة 1979 ، و هذا ما يثبت وقوع طفرة نفطية كبيرة في هذه الفترة .

و تعود أسباب الطفرة النفطية الثالثة إلى أسباب مشابهة إلى حد كبير أسباب الطفرة النفطية الأولى، حيث استمر تأثير التحولات السياسية على أسعار النفط بشكل كبير ، و نذكر من بين هذه الأسباب :

■ انخفاض الإنتاج الإيراني :

لقد كانت للتقلبات السياسية في إيران الأثر الأكبر في تقليص الكمية المعروضة من النفط ، باعتبار أن إيران يمتلك طاقة إنتاجية كبيرة و، " حتى سبتمبر 1978 كانت إيران أكبر بلد مصدر للنفط في العالم بعد السعودية إذ كانت تنتج 6 ملايين برميل يوميا وكان هذا الإنتاج يقدر بـ20% من إنتاج دول الأوبك " [121]ص 127 ، لذلك فان تأثير تقلص الإنتاج الإيراني للنفط على السوق النفطية و من ثم على أسعار النفط كان كبيرا.

و الجدول الموالي يوضح تطور الإنتاج الإيراني للفترة ما بين أكتوبر 1978 و أكتوبر 1979 "

الجدول رقم (18) : تطور إنتاج الإيراني في الفترة ما بين أكتوبر 1978 و أكتوبر 1979 [122]

الشهر	الإنتاج	الشهر	الإنتاج
أكتوبر 1978	171750	أفريل 1979	10800
نوفمبر 1978	104800	ماي 1979	12700
ديسمبر 1978	73500	جوان 1979	11700
جانفي 1979	13300	جويلية 1979	108500
فيفري 1979	19600	أوت 1979	120000
مارس 1979	73850	سبتمبر 1979	117500
		أكتوبر 1979	97500

من خلال الجدول نلاحظ أن الإنتاج الإيراني شهد انخفاض كبير في هذه الفترة حيث تراجع الإنتاج الإيراني من 171750 برميل في اليوم في أكتوبر 1978 إلى 13300 برميل في جانفي 1979 ، و يعود هذا الانخفاض إلى الإضراب الذي قام به عمال النفط الإيرانيون ففي 27 أكتوبر سنة 1978، و الذي امتد متقطعا لأربعة أشهر بعد ذلك، " وأوقف العمال أثناءه تصدير النفط إلى الخارج ، الأمر الذي ساهم في الإسراع لاحقا بالإطاحة بالنظام الشاهنشاهي برمته ، وقد اتخذ العمال النفطيون وقتها قرارات سياسية خاصة بالشؤون الخارجية وليس فقط في الداخلية، فقد منعوا بيع النفط لجنوب أفريقيا (90 % من النفط الذي يصل إليها كان من إيران)، وكذلك عن إسرائيل (60 % من النفط الذي يصل إليها كان من إيران)" [121]ص 128 ، ليشهد بعد ذلك تذبذب كبير في الإنتاج ليستقر مع نهاية أكتوبر 1979 في حدود 97500 برميل يوميا إلى أن هذه لزيادة في الإنتاج الإيراني بقي دون الطاقة الإنتاجية لإيران، و نتيجة للتقلبات السياسية في

إيران " عملت الوكالة الدولية للطاقة كل ما في وسعها لتعويض الكمية الناقصة من النفط "[120]ص 13 ، إلى أن العرض النفطي لم يعرف زيادة تتناسب مع الطلب المرتفع الناتج عن حالة الذعر لدى الدول المستورد للنفط، و التي تنافست فيما بينها للحصول على الكميات اللازمة في المستقبل ، وهذا ما أدى إلى زيادة الطلب على النفط و منه زيادة الأسعار .

■ تواصل انخفاض قيمة الدولار الأمريكي :

و مع بروز عملات رئيسية قوية منافسة للدولار الأمريكي، و هذا ما تم توضيحه من قبل واصل الدولار الانخفاض حيث انخفضت القدرة الشرائية للدولار حيث انخفض سعر الاونس الذهب الواحد 42.2 دولار سنة 1973 إلى حوالي 170 دولار مما أدى انخفاض السعر الحقيقي للنفط ، الأمر الذي اجبر أعضاء دول الأوبك إلى رفع أسعار النفط مع نفس الانخفاض لقيمة الدولار حيث تصبح أسعار النفط تتماشى مع تطور العملات الرئيسية بما فيها الدولار الأمريكي .

■ عدم ارتفاع المنتجات الطاقوية البديلة للنفط :

لقد كان للطفرة النفطية الأولى اثر كبير على العالم حيث برز للوجود دراسات اقتصادية أثبتت أهمية الفحم في الأجلين المتوسط و الطويل نظرا لعمره الاحتياطي الذي هو اكبر من العمر الاحتياطي للنفط ، و على هذا الأساس أكد أعضاء الوكالة الدولية للطاقة على ضرورة تطوير تكنولوجيا و وسائل للاستفادة من الفحم و بذلك زاد الطلب الأوروبي عليه في الفترة ما بين 1973 و 1975 ، إلى انه سرعان ما أثبت فشل هذه الطريقة " بسبب عدم ارتفاع المنتجات الطاقوية البديلة للنفط بشكل كافي ، و بوتيرة سريعة لتعويض النفاذ الطبيعي الهائل للمواد الطاقوية المعروفة ، و الذي تسبب في تغير مفاجئ بين الطلب الطاقوي الكامن و العرض النفطي الضروري "[123]ص 166.

3.2.1.3. تعامل الجزائر مع الطفرتين الأولى و الثانية

" العوائد النفطية و الفوائض النفطية يمكن أن تكون لها آثار إيجابية على إقتصاد بلد ما كما يمكن أن تكون لها آثارا سلبية، درجة الإيجابية و السلبية تحددها قدرة إستيعاب العوائد النفطية من طرف الإقتصاد الوطني أو عدم قدرته على إستيعابها، البلدان التي سلكت أنماطا تنموية طموحة لم تشكو عدم القدرة على إستيعاب العوائد النفطية بالعكس، فهي قادرة على إمتصاص أي مبلغ أو فائض نتيجة الخطط التنموية المعتمدة، من بين الدول العربية المنتجة للبتترول نجد أن الطاقة الإستيعابية لكل من الجزائر و العراق نتيجة برامج التنمية الطموحة فيهما تستنفذ الجزء الأكبر من عوائدهما النفطية "[124]ص 89 ، و يؤكد الواقع الاقتصادي للجزائر أنها قد فوتت فرصة

الطفرتين الأولى و الثانية حيث لم تتمكن من استغلال الجيد للعوائد المالية الكبيرة التي حققتها نتيجة الارتفاع الكبير في أسعار ، و لم تتمكن في استثمارها في بناء اقتصاد قوي .

▪ تعامل الجزائر مع الطفرة النفطية الأولى :

قد أدت الطفرة الهائلة في عوائد النفط في خريف عام 1973 الى تكريس ظاهرة اعتماد الجزائر على عائدات النفط في تكوين حصيلة الصادرات و في تمويل الإنفاق العام فقد بلغت النسبة التي ساهمت بها عائدات النفط في إجمالي الإيرادات العامة عام 1975 للجزائر 93 % . و الجدول الموالي يوضح تطور الاحتياطي المالي للجزائر للفترة ما بين 1971 إلى غاية 1976:

الجدول رقم (19) : تطور الاحتياطي المالي للدولة الجزائرية (بملايين الدولارات الأمريكية)

[125]ص 119.

السنة	1971	1972	1973	1974	1975	1976
قيمة الاحتياطي	507	493	1143	1689	1353	1538

المصدر :محمود عبد الفضيل :النفط و المشكلات المعاصرة للتنمية العربية ، سلسلة كتب ثقافية شعرية تصدر عن المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الادب ، الكويت ، افريل 1979 ، ص119.

نقلا عن: منظمة الأقطار العربية المصدرة للبتترول : تقرير الأمين العام السنوي الثالث . و نتيجة للزيادة الهائلة لعائدات النفط وضعت الجزائر برامج و خطط استثمارية شديدة الطموح تغطي النصف الثاني من السبعينات ، حيث " بلغت جملة الاستثمارات المخططة للسنوات الأربع 74 إلى 27.5 77 بليون دولار "[125]ص 71.

و في سنة 1974 قامت الجزائر بالحصول على أول قرض في السوق الدولية لرؤوس الأموال ، " و قد يبدو ذلك غريبا ، حيث أن الصدمة البترولية الأولى جلبت للجزائر زيادة معتبرة في المداخيل الخارجية ، كما تم تحديد المخطط الرباعي الثاني 1974-1977 على أساس الأسعار الجديدة للنفط الخام " [126]ص 277.

و تولد عن الطفرة النفطية سيولة مالية كبيرة من البترودولارات ، " المودعة في البنوك الأوروبية بالدولار الأمريكي ، و التي لم تجد من يستأجرها "[126]ص 278.

وارتفعت بشكل محسوس القروض الخارجية التي تم تعبئتها في سنتي 1975 و 1976 من اجل سد حاجات المشاريع الاستثمارية المختلفة ، " بالرغم من أن مداخيل الصادرات ارتفعت من

1965 مليون دولار في عام 1974 إلى 5022 مليون دولار في عام 1975 ، ثم 5589 مليون دولار في عام 1976" [126] ص 278.

و ارتفع اللجوء إلى التمويل الخارجي بنحو واحد مليار دولار أمريكي في عام 1977 ، و من جديد بنحو ملياري دولار في عام 1978 ، و شرعت الجزائر في المخطط الخاص بتثمين المحروقات (VALHYD) الذي تضمن تكثيف الصادرات من المحروقات لا سيما الغاز الطبيعي.

و في تلك السنة بلغت مرحلة التراكم المكثف للديون أوجها ، حيث بلغ التدفق الصافي لأصل رؤوس الأموال الذي تحصلت عليه الجزائر من الخارج ، في نفس السنة ، نحو 3.8 مليار دولار ، و تجاوز مخزون الديون حينئذ 15 مليار دولار أمريكي .

و في سنة 1979 تراجع اللجوء إلى القروض الخارجية بسبب التخلي جزئيا عن مخطط تثمين المحروقات و الزيادة المعتبرة في مداخل تصدير المحروقات ، و مع ذلك فقد تجاوز مخزون المديونية 19 مليار دولار في نفس السنة .

■ تعامل الجزائر مع الطفرة النفطية الثانية :

أدت الصدمة النفطية الثانية إلى زيادة معتبرة في الإيرادات الخارجية في سنة 1980 ، إلا أن الجزائر " حشدت 3.4 مليار دولار إضافية ، لانجاز منشآت في قطاع المحروقات هو الذي أتاح لها فرصة ذلك ، و لم تكن الجزائر في حاجة إلى تعبئة مثل هذه المبالغ من القروض الخارجية ، إذ أن الزيادة في القروض الخارجية في عام 1978 كانت موجودة في مستوى احتياطات الصرف ، و قد خزنت الجزائر في سنتي 1980 و 1981 احتياطات من الصرف تفوق بكثير حجم الأموال التي حشدتها .

" إن تقلص تدفق القروض التي تم تعبئتها قد تم تعويضه جيدا بفضل زيادة مداخل التصدير ، بحيث انه بالرغم من تسارع عمليات التسديد ، انتقلت الإيرادات الصافية للديون من 5.5 مليار دولار في 1978 إلى 11.5 في 1980 ، ثم إلى 9.5 مليار دولار في 1981 ، غير انه في الفترة الممتدة من 1981 إلى 1984 ، تقلصت الاحتياطات بمبلغ 9.5 مليار دولار ، و في نفس الوقت قامت الجزائر بحشد 10.3 مليار دولار من القروض " " [126] ص 279.

و هكذا ، و بينما استداننت الجزائر من اجل المساهمة بشكل فعال في ضمان تمويل البلدان المتطورة بالمحروقات ، فإنها تضررت فيما يخص معدلات التبادل .

ومن جهة أخرى ، فان الاقتطاع في إطار فوائد الديون تراوح بين 10 و 11% من مداخل التصدير خلال الفترة الممتدة من 1979 إلى 1985 ، باستثناء عام 1981 ، حيث بلغ الاقتطاع حوالي 9% .

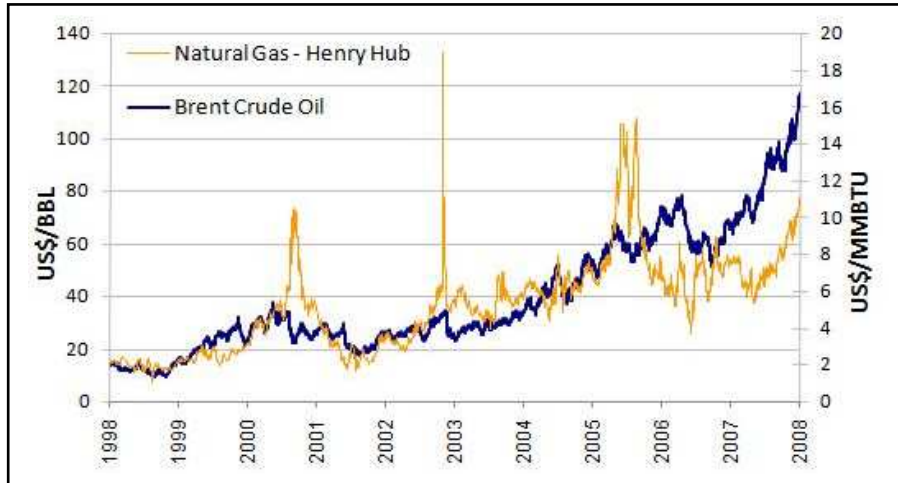
و اقل ما يمكن أن يقال في الأخير أن الجزائر قد تضررت جراء تقلبات أسعار المحروقات، لم تستطع استغلال الطفرتين الأولى و الثانية .

3.1.3. الطفرة النفطية الثالثة و إمكانيات استغلال الفوائض المالية

يلاحظ أن المرحلة الراهنة تتزامن مع وفرة مالية استثنائية ، فالبلد لم يعرف مثلها إلا خلال الصدمتين النفطيتين لسنتي 1973 و 1979 ، حين ارتفع سعر النفط ليصل مستوى قياسياً لأسباب سياسية مرتبطة بالوضع في الشرق الأوسط، لكن ارتفاع سعر برميل النفط في السنين الأخيرة فأسبابه هذه المرة اقتصادية صرفة، الأمر الذي يبعث على الاعتقاد بأنه سوف يدوم .

1.3.1.3. الطفرة النفطية الثالثة

إن ارتفاع أسعار النفط في الطفرة الثالثة بشكل حاد في العام 2003، ليتوقف في العام 2008 بعد اندلاع الأزمة المالية العالمية ، ساعد الجزائر على زيادة مستويات الاحتياطيات الرسمية ، لتصل مستوياتها الاسمية إلى أرقام غير مسبوقه في تاريخ الجزائر ، و يظهر الشكل الموالي هذا التصاعد المستمر في الأسعار الاسمية للنفط و الغاز خلال الطفرة النفطية الثالثة.



الشكل رقم (21) : أسعار النفط والغاز للفترة 1998-2008" [9]

و تختلف الظروف المحيطة بالطفرتين الأولى و الثانية عن الطفرة الثالثة ففي الوقت الذي استندت الأولى و الثانية بصورة كاملة على العوامل السياسية، فهناك عوامل أخرى أسهمت في الطفرة النفطية الثالثة من بينها ما يلي:

■ التغيير في موقف السعودية فتح المجال لإجراءات أوبك لرفع الأسعار :

عملت السعودية دائما على جعل أسعار النفط معتدلة وملائمة لمتطلبات النمو الاقتصادي العالمي وبالذات في الولايات المتحدة التي تعد أكبر مستورد للنفط في العالم (13 مليون برميل يوميا)، وهي التي انتهجت سياسة الإغراق في منتصف ثمانينيات القرن العشرين والتي أدت إلى انهيار أسعار النفط في عام 1986، بصورة مواتية للاقتصاد الأمريكي من ناحية، ولإجبار باقي الدول المصدرة للنفط على الإقرار بوضع السعودية كمنتج مرجح للنفط لديها أكبر طاقة إنتاجية عاملة واحتياطية داخل المنظمة، وثاني أكبر طاقة إنتاجية واحتياطية بعد الاتحاد السوفيتي في ذلك الحين.

وقد اضطرت السعودية لتغيير سياساتها تحت ضغط الحاجة الداخلية والخارجية لرفع إيراداتها النفطية، فقامت بجهد منظم وحازم لرفع أسعار النفط بالتعاون مع باقي أعضاء منظمة الأوبك وبالتعاون مع المنتجين من خارجها من أجل تحقيق هدفها برفع الأسعار. وكان ذلك التوجه السعودي ناتجا عن أن التدهور الذي حدث في أسعار النفط عام 1998، قد وضع السعودية في موقع حرج للغاية بعد أن تجاوز عجز ميزانيتها العامة نحو 12 مليار دولار، وبعد أن اضطرت للاستدانة، خاصة أن حرب الخليج الثانية وما تلاها من صفقات هائلة لشراء السلاح من الولايات المتحدة لإرضاء المجمع الصناعي العسكري الأمريكي، كانت قد استنزفت إمكانياتها المالية، وهو الأمر الذي كان من شأنه أن يضع الدولة السعودية في موقف حرج داخليا في حالة استمرار أسعار النفط عند مستوياتها المنخفض الذي انحدرت إليه في عام 1998 والذي كان يهدد بعجزها عن توفير الخدمات العامة لمواطنيها بالمستويات التي تعودوا عليها، أو تقديم الإعانات تحت مختلف المسميات لهم. ولذلك عملت الدولة السعودية مدفوعة بمصالحها الحيوية داخليا، على رفع أسعار النفط، وشكلت بالتالي تحديا حقيقيا للإستراتيجية الأمريكية في سوق النفط، حيث ساهمت سياستها في سوق النفط في رفع الأسعار في عامي 1999، 2000. [127]

■ الزيادة المستمرة في الطلب العالمي :

أسهم تحسن نمو الاقتصاد العالمي في ارتفاع الطلب على النفط، " حيث ارتفع معدل نمو الاقتصاد العالمي بصورة متسارعة ليبلغ نحو 2.5% و 3.1% و 4% و 5.3% خلال أعوام 2001 و 2002 و 2003 و 2004 على التوالي و استمر في مستويات المرتفعة ليبلغ خلال عامي 2005 و 2006 نحو 4.9% و 5.4% على التوالي " [121] ص 4.

كما قامت الكثير من الدول الصناعية الكبرى، و عدد من الدول النامية خاصة الصين بزيادة الطلب على النفط، و هذا نتيجة النمو العلمي و تنامي مستويات الرفاهية في تلك الدول، لتكتسي

الطفرة النفطية الثالثة صفة متميزة ألا وهي أن الزيادة في أسعار النفط تفسر في جانب كبير منها إلى تنامي الطلب عليه و ليس تراجع المعروض مثلما كان الحال في الطفرتين السابقتين .

■ دور الشركات النفطية العالمية :

" سعي الشركات النفطية الكبرى لرفع أسعار النفط ، لتحقيق أرباح استثنائية ، خاصة التي تمتلك أبارا أو احتياطات ضخمة في الدول النفطية ، وفقا لاتفاقيات تقسيم الإنتاج المبرمة بينها و بين تلك الدول " [121] ص 5، وبالتالي فإن الشركات النفطية هي صاحبة مصلحة أصيلة في رفع أسعار النفط حتى لو تعارض ذلك مع المصالح الإجمالية لمجتمعاتها، ومن المؤكد أن ارتفاع أسعار النفط بنسبة 40.6% في عام 2005 قد أدى إلى ارتفاع الدخل الصافي لكبريات الشركات النفطية بنسبة كبيرة عن تلك المتحققة عام 2004 .

■ تقصير الدول المستهلكة في تطوير المصافي:

ظلت صناعة تكرير النفط في الدول الصناعية المتقدمة التي تعد المستهلك والمستورد الأكبر للنفط في العالم، تتعرض لضغوط من جماعات حماية البيئة في تلك البلدان نظرا لما تحدثه هذه الصناعات من تلويث للبيئة، ونتج عن هذه الضغوط حالة من الجمود في تلك الصناعة التي لم ترفع طاقاتها بصورة جدية لزمان طويل، خاصة أن معدل نمو الطلب في تلك البلدان كان محدودا بسبب الضرائب الباهظة المفروضة على استهلاك المنتجات النفطية في الولايات المتحدة والبلدان الأوروبية واليابان، وقد أدى تقصير الدول المستوردة للنفط في توسيع طاقات التكرير لديها إلى حدوث خلل فني أو تقني في سوق النفط، ففي الكثير من الحالات كان النفط الخام متوافراً في حين أن المصافي لم تكن لديها الطاقات الكافية للتكرير مما أدى إلى زيادة أسعار المنتجات بوطأتها الثقيلة على المستهلكين" [127] 77.

■ المضاربة :

شروع أعمال المضاربة في السوق النفطية ، من خلال قيام المضاربين و صناديق الاستثمار بالمضاربة في أسعار البراميل الورقية و الاستثمار في الأسواق الآجلة .

2.3.1.3. تأثير الطفرة النفطية الثالثة على الاقتصاد الجزائري

كانت إيرادات مشاريع النفط والغاز السبب الرئيسي وراء قدرة الدولة على تحقيق معدلات نمو اقتصادي جيدة، فقد انعكست على أرقام الناتج المحلي الإجمالي، و الجدول الموالي يوضح النمو في الناتج المحلي للجزائر نتيجة للطفرة النفطية الثالثة .

الجدول رقم (20) : الناتج المحلي الإجمالي خلال الطفرة النفطية الثالثة [128]

2008*	2007	2006	2005	2004	2003	
11,849.9	9,232.7	8,460.5	7,544.0	6,135.9	5,247.5	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الحالية (مليار دينار جزائري)
171.3	134.3	116.8	102.7	85.1	67.8	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الحالية (مليار دولار أمريكي)
28.3	9.1	12.1	22.9	16.9	16.0	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الحالية (في المائة)
5,852.3	5,581.1	5,335.7	5,231.1	4,977.2	4,731.2	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (مليار دينار جزائري)
4.9	4.6	2.0	5.1	5.2	6.9	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (مليار دولار أمريكي)
168.2	162.2	157.9	159.0	153.8	148.6	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (في المائة)
34.8	34.4	33.8	32.9	32.4	31.8	التعداد السكاني (مليون نسمة)

من خلال الجدول يمكن استنتاج انه تم نمو الناتج بنسبة اسمية بلغت 9.1 في المائة في العام 2007 ليبلغ 9,232.7 مليار دينار جزائري، مقارنة مع 8,460.5 مليار دينار جزائري في العام 2006. من ناحية الناتج المحلي الحقيقي، بلغت نسبة النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي 4.6 في المائة في العام ذاته حيث بلغ 5,581.1 مليار دينار جزائري، مقارنة مع 5,335.7 مليار دينار جزائري في العام السابق، وقد سجل الناتج المحلي الإجمالي الاسمي معدل نمو سنوي مركب بلغ 15.2 في المائة خلال الفترة من العام 2003 إلى العام 2007، في مقابل نسبة 4.2 في المائة للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الفترة ذاتها، والجدير بالذكر أن من المتوقع أن يبلغ الناتج المحلي الإجمالي الاسمي 11,849.9 مليار دينار جزائري في العام 2008 مسجلا بذلك نموا بنسبة 28.3 في المائة مقارنة بالعام الماضي، وأما الناتج المحلي الإجمالي فمن المتوقع أن ينمو بنسبة 4.9 في المائة في العام ذاته، ليبلغ 5,852.3 مليار دينار جزائري" [128].

اما فيما يخص الاحتياطات الخارجية الرسمية للجزائر فلقد اتخذت خلال الطفرة النفطية اتجاها تصاعديا و ذلك في ظل التطورات الايجابية في ميزان المدفوعات الجاري ، و في هذا الصدد ، " فقد ارتفع إجمالي هذه الاحتياطات أكثر من 50 مليار دولار أمريكي أو ما يزيد قليلا على 68 مليار دولار في نهاية شهر أوت 2006" [119] ص 18 ، لتصل إلى ما " يقارب 126.905 مليار دولار في مارس 2008" [129]، و مع اندلاع الأزمة المالية العالمية شهد احتياطي الصرف تباطأ في النمو حيث بلغ " أكثر من 144.3 مليار دولار إلى غاية نهاية جوان 2009 " [130] ص 53.

و الجدول الموالي يبين النمو في الاحتياطات الدولية خلال الطفرة النفطية الثالثة :

الجدول رقم (21): الاحتياطات الخارجية الرسمية للجزائر (1998-2008)، [131]، [132]

ص 4

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	السنة البيان
143.1	110.1 8	77.78	56.18	43.1	32.9	23.1	18.08	12.02 3	4,40	6,8	إجمالي الاحتياطات
29.87	41.65	38.44	30.34	31	42.42	27.76	50.37	173	-35	-	معدل نمو الاحتياطات %

من خلال الجدول السابق يتضح لنا دور ارتفاع أسعار النفط في زيادة الاحتياطات الدولية ، حيث شهدت الجزائر في الطفرة النفطية الثالثة زيادة في نمو الاحتياطات حيث بلغ معدل النمو حوالي 41.65 في سنة 2006 ، و هذا الوضع يعطينا صورة واضحة على الوضع الاقتصادي الجزائري يتميز "بهيكل هشّة لميزان المدفوعات نتيجة لأحادية التصدير الذي تميز الميزان التجاري فيه" [119] ص19 ، و من اجل تعزيز الاستقرار المالي للجزائر و دعم قدرتها على التعامل مع الصدمات الخارجية و الحفاظ على سعر صرف الدينار ، أصبح الحديث عن المستوى الأمثل للاحتياطات في ظروف الجزائر الحالية ، و مجالات الاستفادة من هذه الاحتياطات يأخذ حيزا في النقاش على مستوى الاكاديمين و رجال السياسة في الجزائر .

وفيما يتعلق بمستوى الاحتياطات المحققة فهناك من يرى أن مستوى الاحتياطي الحالي قد تجاوز الحدود الآمنة المعقولة ، و يظهر ذلك من خلال معرفة مدى تغطية الاحتياطات الخارجية الرسمية للواردات ، و من الجدير الإشارة إلى أن احتياطات الصرف قد بلغت خلال السنوات الثلاثة الماضية، مستوى يعادل تغطية ثلاث سنوات من واردات السلع والخدمات، وهو ما يعني مستوى أعلى من المستوى الأمثل و هذا حسب " دراستان قام بهما بنك الجزائر في 2007 و 2008 لتحديد المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف الضرورية لمواجهة أثر الصدمة الخارجية المفاجئة المحتملة أن المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف قد تم بلوغه من طرف الجزائر ابتداء من سنة 2001" [133].

و الجدول الموالي يعطي صورة على تغطية الاحتياطات الخارجية الرسمية للواردات السلعية بالأشهر في الفترة ما بين 1998 و 2008 ، حيث يتم حساب مدى التغطية بقسمة إجمالي الاحتياطات الخارجية الرسمية في نهاية السنة في كل سنة على قيمة الواردات السلعية لتلك السنة.

الجدول رقم(22): تغطية الاحتياطيات الرسمية في الجزائر للواردات السلعية بالأشهر 1998-

2008،[131]،[134]،[132]

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	السنوات
143,1	110,1 8	77,78	56,18	43.11	32.9	23.1	17.92	11.91	إجمالي الاحتياطيات (مليار دولار)
29.18 1	27.63 1	21.45 6	20.35 7	17.14 6	12.60 6	12.0	9.94	9.17	قيمة الواردات (مليار دولار)
58,84	47,85	43,50	33,11	30,17	31,31	23,1	21,63	15,58	تغطية الواردات بالأشهر

من خلال الجدول يظهر أن الجزائر قد استمرت في تحقيق أعلى النسب، إذا ارتفعت من 15.58 شهر في عام 2000 إلى 33.11 شهر في عام 2005 ، ليصل إلى مستوى يفوق 50 شهرا في عام 2008 ، و هذا بالرغم من الزيادات الكبيرة في حجم الاستيراد في السنوات الخمس الأخيرة أي منذ 2004 إلى اليوم ، و كل ما سبق يؤكد على أن مستوى الاحتياطيات الدولية للجزائر حاليا في وضع مطمئن بالرغم من تفاقم الأزمة المالية العالمية ، و على الجزائر أن تستفيد من هذه الاحتياطيات من خلال استثمارها، و هذا لتفادي استنزاف هذا الرصيد في مجالات اقل أهمية .

3.3.1.3. الأسباب التي تستدعي استثمارا أفضل للطفرة النفطية الحالية

هناك العديد من الأسباب التي تستدعي استثمارا أفضل للطفرة النفطية الحالية، أهم هذه الأسباب هي :

■ إن هذه الطفرة الثالثة ، و هذا يعني أن ثمة فرصة أخرى أتاحت للجزائر لإحداث تنمية حقيقية يجب عدم إهدارها ، خاصة و أن هناك " مؤشرات عديدة في العالم تقول أن أزمة الطاقة تدفع إلى التفكير الجدي في البحث عن مصادر بديلة للنفط، وهناك خطط و استراتيجيات كبيرة في الولايات المتحدة و أوروبا من اجل ذلك كما أن هناك توسعا ملحوظا في بناء محطات الطاقة النووية للأغراض السلمية ، و هذا يعني أن الأمر يتعلق بمستقبل النفط كمصدر للطاقة ، و ما يشير إليه البعض من انتهاء عصر النفط"[103]ص 65 ، بالإضافة إلى كون احتياطيات الجزائر المؤكدة من النفط مرشحة للنضوب خلال فترة لا تتجاوز 16.8 سنة .

■ لكون هذه الطفرة هي الثالثة من نوعها فانه من المفترض أن تكون الجزائر قد وعت تجربة الطفرتين السابقتين ، و استوعبت دروسها و أخطائها ، و ما أدت إليه هذه الأخطاء من

أثار سلبية ، ففي الطفرة الأولى و الثانية كانت الجزائر تفتقر إلى الهياكل الاقتصادية و المادية القادرة على استيعاب الفوائض المالية بشكل سليم ، و هذا ما يبرر اندفاع الجزائر نحو الصرف على البنية التحتية بشكل كبير .

■ جاءت الطفرة النفطية الثالثة بعد فترة تعثر اقتصادي شهدتها الجزائر و بروز مشكل المديونية ، نظرا لانخفاض أسعار النفط ، أي أن الجزائر رأت كيف تأثر اقتصادها سلباً بمجرد انخفاض أسعار النفط و توقفت المشروعات و اختلت الميزانية و ميزان التجارة الخارجية الخ ، حيث واجه الاقتصاد الجزائري اختلالات اقتصادية، تجلت في تراجع معدلات الأداء الاقتصادي، "فقد تدهور الناتج المحلي الإجمالي من 61,90 مليار دولار سنة 1990 إلى 48,60 مليار دولار سنة 1999" [135] ص 246 ، كما " تسارعت معدلات التضخم في اتجاه تصاعدي لتبلغ في متوسط الفترة (1990-1993)، نسبة 25,95% " [136] ص 32. ، و تعتبر مشكلة التمويل إحدى المشاكل الرئيسية التي تواجه الحكومات عامة والسلطات الاقتصادية خاصة، عند إعدادها للسياسة المالية، التي من شأنها تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصاديين، ذلك أن التمويل يتخذ مصدرين داخلي(محلي) في شكل ضرائب ورسوم وقروض وإصدار نقدي، وخارجي يشمل القروض الخارجية والهبات والمساعدات.

وقد انعكست مشكلة التمويل بالجزائر على اختلال التوازن الاقتصادي الداخلي متمثلا في "عجز الميزانية العامة الذي قدر بـ (- 1,86) مليار دولار، و (- 1,84) مليار دولار، أي بنسبتي (- 4,44%) و (- 3,89%) من الناتج المحلي الإجمالي لسنتي 1994 و 1998 على التوالي" [137] ص 321 ، و لقد اعتمدت الجزائر خلال تجارب تنميتها على التمويل الخارجي بحيث بلغت ديونها الخارجية "29,97 مليار دولار وبنسبة 71,4% من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 1994، و 37,01 مليار دولار وبنسبة 78,2% من الناتج المحلي الإجمالي في 1998" [137] ص 353، وهذا الوضع من المفترض أن يدفع الجزائر إلى الاستخدام السليم لفوائض النفط لبناء اقتصاد لا يتأثر بتقلبات الأسعار ، حيث أن الفورة النفطية الحالية وضعا ليس دائما مهما كانت المؤشرات تشير إلى استمرارها لوقت طويل ، كما أن عليها أن تستغلها في بناء اقتصاد متحرر من الارتهاق لسلعة واحدة متقلبة الأسعار". [103] ص 66

■ جاءت الطفرة النفطية الثالثة في ظل تزايد ملحوظ في عدد السكان حيث " يقدر العدد الإجمالي للسكان القاطنين بـ 34,8 مليون نسمة بمعدل ارتفاع سنوي يساوي 1,6%

خلال الفترة 1998-2008" [132]، و في ظل مشاكل اقتصادية يأتي على قمتها مشكلة البطالة، حيث "برزت الإختلالات في سوق العمل و تفاقمت مشكلة البطالة التي قدرت بـ 32,9 % سنة 1966 و 28,9 % سنة 1995، و 28,89 % سنة 2000" [138] ص 58. ، و هذا يعني أن المجتمع الجزائري محتاج بشكل كبير إلى تنمية اقتصادية و بشرية حقيقية طويلة الأمد .

2.3. صندوق ضبط الإيرادات كأحد آليات إدارة عوائد المحروقات

لقد عمدت الجزائر إلى استغلال الفوائض النفطية الناتجة عن الطفرة النفطية الثالثة عن طريق إنشاء ثلاث صناديق، حيث أنشأت صندوق ضبط الإيرادات سنة 2000، و صندوق احتياطي التقاعد الذي تم إنشائه سنة 2006، و الصندوق الوطني للاستثمار الذي تأسس سنة 2009، و تصنف الصناديق الثلاث ضمن الصناديق السيادية إذا ما اعتمدنا على تعريف صندوق النقد الدولي لصناديق الثروة السيادية ، كما تم استخدام الموارد النفطية في مجالات أخرى من أهمها التسديد المسبق للديون و تطوير القطاع النفطي .

1.2.3. صندوق ضبط الإيرادات

قد اتبعت الجزائر بوصفها دولة نفطية سياسات مختلفة لتحديد آثار التذبذب و اللايقين بالنسبة إلى الإيرادات النفطية ، منها تبني أسعار متحفظة للنفط في تقديرات إيرادات الميزانية المالية للدولة ، و إنشاء صندوق ضبط الإيرادات و الذي يعد من صناديق الاستقرار العائدات النفطية .

1.1.2.3. نشأة صندوق ضبط الإيرادات و الأطر القانونية التي تحكمه

إن فكرة إنشاء صندوق ضبط الإيرادات ظهرت في ظرف مواتي تميّز بارتفاع في إيرادات النفط المسجلة منذ مطلع سنة 2000، و هذا استجابة للحاجة في التسيير الجيد للمالية العمومية.

■ نشأة صندوق ضبط الإيرادات

أنشئ صندوق ضبط الإيرادات في إطار قانون المالية التكميلي لسنة 2000، لاسيما في مادتها رقم 10، و التي نصت على مايلي " يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقم 103-302 بعنوان صندوق ضبط الموارد "[139]

في البداية تم تمويل هذا الصندوق انطلاقاً من فائض القيم الجبائية الناتجة عن الزيادة في مستوى أسعار المحروقات مقارنة بالمداخل المقررة في قانون المالية المبنية على أساس سعر برميل مرجعي، من الفارق بين سعر برميل النفط الخام المرجعي وهو 37 دولارا حاليا وفقا لقانون المالية التكميلي لسنة 2008 بعدما " كانت التقديرات حددت سعر البرميل الخام بمبلغ 15 دولار في قانون المالية لسنة 2000 و 19 دولار في قانون المالية التكميلي لنفس السنة " [140] ص 88 ، وسعره في السوق الذي يتجاوز هذه الأيام الـ 75 دولارا، ومن مداخيل أخرى مرتبطة بتسيير الصندوق.

من جانب آخر، ومن حيث النفقات، يخصص هذا الصندوق لتعويض النقص في القيمة الناتج عن الفارق السلبي بين مستوى المداخيل الجبائية النفطية وما كان مقرراً في قانون المالية، بالإضافة إلى التكفل بالديون العمومية.

من ثم أجريت تعديلات تكميلية على المادة المذكورة أعلاه، كما قرر تطبيق عدة نصوص تطبيقية تحكم آليات تسيير هذا الصندوق.

وتجدر الإشارة إلى أن صندوق ضبط الإيرادات ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة و بالضبط إلى حسابات التخصيص الخاص ، و أن هذا الحساب الخاص للخزينة غير مسجل في الميزانية أي انه لا يخضع لقواعد و مبادئ إعداد و تنفيذ الموازنة العامة و هذا ما يعني انه لا يخضع لرقابة السلطة التشريعية المتمثلة في البرلمان ، ولا نجده إلا في لوحة المؤشرات الخاصة بالاقتصاد الوطني.

■ الإطار القانوني الذي يحكم صندوق ضبط الإيرادات

فيما يلي نستعرض القوانين التي تحكم هذا الصندوق، مع كل النصوص التطبيقية المرافقة لها، حسب التسلسل الزمني، بما يعكس مختلف التعديلات والتكميلات التي أضفيت على المادة العاشرة، المتعلقة بفتح صندوق ضبط المداخيل، في إطار قانون المالية التكميلي لسنة 2000: [141] ص 2.

- القانون رقم 2000.02 المؤرخ في 7 جوان 2000، المتضمن قانون المالية

التكميلي لسنة 2000، وبالأخص في مادته العاشرة.

- التعلية رقم 15 المؤرخة في 2002/06/18 التي تحدد الإجراءات المحاسبية لتسيير الحساب رقم 03 302.1.
- القرار رقم 122 المؤرخ في 2002/06/16 المحدد لقائمة الإيرادات والنفقات المرصودة على حساب رقم 03 302.1.
- القانون رقم 04.232 المؤرخ في 2003/12/04، المتضمن قانون المالية لسنة 2004، بالأخص مادته 66.
- المرسوم التنفيذي رقم 04.232 المؤرخ في 2004/08/04 المعدل والمكمل للمرسوم التنفيذي رقم 02.67 المؤرخ في 2004/02/06 المحدد لإجراءات تسيير حساب التحويل الخاص رقم 03 302.1 "صندوق ضبط الإيرادات".
- التعلية رقم 32 المؤرخة في 2005/09/22 للسيد وزير المالية، المتضمنة الإجراءات العملية للتكفل بفائض الجباية النفطية.
- القرار المؤرخ في 4 ديسمبر 2005، المحدد لقائمة الإيرادات والنفقات المرصودة على حساب التحويل الخاص رقم 03 302.1 المسمى "صندوق ضبط الإيرادات".

لحصر كل العمليات المسموح بها على هذا الحساب، نرجع دائماً لقائمة الإيرادات والنفقات المرصودة على هذا الحساب طبقاً للقوانين المعمول بها.

- **من حيث الإيرادات:** بالإضافة للإيرادات الابتدائية المنصوص عليها في المادة العاشرة، والمتعلقة بفتح صندوق ضبط الإيرادات، في إطار قانون المالية التكميلي لسنة 2000، والمتمثلة في فوائض القيمة على إيرادات الجباية النفطية الأكبر مما قرر في قانون المالية، وكذا كل المداخل الأخرى المرتبطة بتسيير الصندوق، استحدث دخل جديد يتمثل في تسبيقات بنك الجزائر المخصصة للتسيير الفعال للديون الخارجية.
 - **من حيث النفقات:** العمليات التي يتكفل بها هذا الحساب تخص تعويض النقص في القيمة الناتج عن الفارق السلبي لمستوى إيرادات الجباية النفطية مقارنة بما تقرر في قانون المالية، وكذا التقليل من الديون العمومية، فيما يخص هذه النقطة، تجدر الإشارة إلى أن تسديد الديون العمومية يخص التكفل بالرصيد الأصلي للديون العمومية الداخلية والخارجية التي انتهى أجلها، وأيضاً التسديد المسبق للدين العمومي.
- نشير أيضاً إلى أنه ابتداءً من قانون المالية التكميلي لسنة 2006 لاسيما في مادته 25، أصبح صندوق الضبط يتكفل بعجز الخزينة.

2.1.2.3. الإجراءات التسييرية لصندوق ضبط الإيرادات

الإجراءات العملية للتكفل بفائض الجباية النفطية تحكمها التعليمات رقم 32 المؤرخة في 2005/09/22 للسيد وزير المالية. تنقسم هذه التعليمات إلى قسمين، قسم مخصص للأحكام العامة والقسم الثاني للأحكام المحاسبية.

■ الأحكام العامة: [141] ص ص 3-4

- المقابل المحرر بالدينار لنتائج هذا الحساب والمخزون على مستوى بنك الجزائر في حساب خاص يحمل رقم X 12 410 10 500 ، تحت عنوان "صندوق الإيداع لدى بنك الجزائر".
 - للسماح بالتسجيل المحاسبي لجميع الحركات التي تجرى على الحساب الوارد آنفاً، تقرر فتح حساب في قائمة حسابات الخزينة، ضمن مجموعة 1 - حساب عام 13، الحساب رقم 130.002 تحت عنوان "صندوق فائض الجباية النفطية المودعة لدى بنك الجزائر".
 - للإشارة إن هذا الصندوق الأخير وارد في الفصل الثالث من الحالة الإحصائية والعشرية وتسير فقط في دفاتر العون المحاسبي المركزي للخزينة.
- الجدول رقم (23): الأحكام العامة التي تحكم صندوق ضبط الإيرادات [141] ص 4.

مدین	دائن
الأموال المودعة لدى بنك الجزائر الناتجة عن فائض الجباية النفطية (الحساب رقم 12 410 10 500 X)	- عمليات تحويل إلى الحساب الجاري للخزينة لدى بنك الجزائر، وذلك لغرض: (أ) تعويض النقص في القيمة الناتج عن الفارق السلبي لمستوى إيرادات الجباية النفطي و مقارنة بما قرر في قانون المالية. (ب) تسديد الديون العمومية.

■ الأحكام المحاسبية: [141] ص 4.

- كل العمليات الخاصة بصندوق ضبط الإيرادات تتم بقرار وتعليمات صادرة عن المديرية العامة للخزينة، إذ تصدر المديرية تعليماتها للعون المحاسبي المركزي للخزينة لكي يأمر بنك الجزائر

بتقييد الحساب الجاري للخرينة العامة بمبلغ الجباية النفطية وتقييد الصندوق "في الجانب الدائن" بفائض الجباية النفطية المودعة لدى بنك الجزائر.

- بعد استلام محضر التبليغ بالتقييد في الجانب الدائن من قبل بنك الجزائر، وبعد إخطار المديرية العامة للخرينة، يقوم العون المحاسبي المركزي للخرينة بالتقييد على الحساب رقم 130.002 الذي يحمل عنوان "صندوق فائض الجباية النفطية المودعة لدى بنك الجزائر"، والتقييد للحساب رقم 101.001 المسمى "الحساب الجاري للخرينة في بنك الجزائر".

- المرحلة الأخيرة تتم على مستوى أمين الخزينة الرئيسي الذي يسجل القيود الحسابية الواردة أدناه، وهذا بمجرد استلام الأمر بالدفع الصادرة عن الأمر، وكذا قرار وزير المالية، من خلال تحقيقات قانونية:

- التقييد على الحساب رقم 302.103 "صندوق ضبط الإيرادات".
- التقييد للحساب رقم 500.031/005 "العمليات الخاصة المحولة إلى الحسابات الرئيسية".

3.1.2.3. الأموال الجاهزة للصندوق من عام 2000 إلى 2008

من الجدول أدناه الخاص بالعمليات التي تتم على صندوق ضبط الإيرادات، نستنتج ما يلي:

[141]ص5

- فوائض القيمة على إيرادات الجباية النفطية أكبر من الحجم المقرر في قانون المالية، المحققة في الفترة ما بين سنة 2000 ونهاية شهر ماي 2008، تتجاوز 7000 مليار دينار، منها 58 بالمائة سجلت ابتداءً من سنة 2006، إثر الارتفاع المذهل لسعر المحروقات على المستوى الدولي.
- فيما يخص الفائض الناتج في 22 ماي 2008، فهو يقدر بـ 3747 مليار دج، مسجلاً منذ سنة 2000 معدل نمو سنوي بنسبة 36 بالمائة. علماً بأن النمو السنوي لهذا الفائض يفوق 416 مليار دج سنوياً بقليل.
- مبلغ تسديد الرصيد الأصلي للدين هو 2144، أما فيما يخص بالتسديد المسبق للدين الخارجي، فإن الصندوق لم يطالب سوى بعملية محددة واحدة أجراها عام 2004 بمبلغ 57 مليار دج.
- منذ 2006، استخدم الصندوق لتمويل عجز الخزينة بمبلغ قيمته 637 مليار دج.

الجدول رقم (24): العمليات المنجزة على صندوق ضبط الإيرادات [141] ص 5

الوحدة: مليار دج

2008 *	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	السنوات البيانات
3864	4670	3641	2091	944	477	198	356	453	الموارد
3216	2931	1843	722	321	28	172	232	0	الفائض في 12/31 من السنة السابقة
649	1739	1798	1369	623	449	27	124	453	فائض القيمة على الجباية النفطية
0	0	0	0	0	0	0	0	0	تسيقات بنك الجزائر
3864	4670	3641	2091	944	477	198	356	453	الاستخدامات
67	314	618	248	166	156	170	184	221	تسديد رصيد الديون العمومية
0	608	0	0	0	0	0	0	0	تسديد تسيقات بنك الجزائر
0	0	0	0	57	0	0	0	0	التسديد المسبق للديون الخارجية
50	532	92	0	0	0	0	0	0	تمويل عجز الخزينة العمومية
3747	3216	2931	1843	722	321	28	172	232	الفائض في 12/31

* 22 Mai 2008

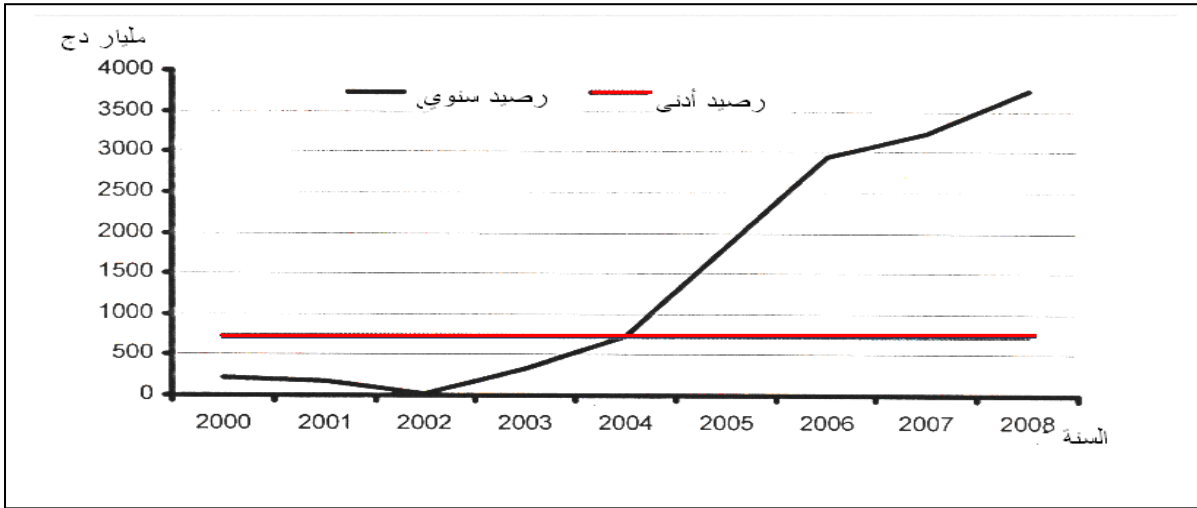
بالنظر إلى حجم الأرصدة المخزونة في هذا الصندوق، من الطبيعي أن اللجوء إليه سيزداد مع ازدياد الحاجة إلى التمويل في السنوات المقبلة.

من جانب آخر، لا شك أن اللجوء إلى صندوق ضبط الإيرادات نتج عنه مزيد من الشفافية والصرامة في تسيير المال العمومي. فأصبح من السهل مثلاً تحديد مصدر وتخصيص الفوائض المحققة على الإيرادات الناتجة عن الجباية النفطية أكبر من السعر المرجعي المطبق أثناء إعداد قانون المالية.

غير أن بتحليل نسبة التقييد على هذا الحساب التي لا تتعدى 48 بالمائة في نهاية الفترة المدروسة، من البديهي أن ينتج عن تسييره الآلي نقص ملموس في الربح، أي أنه كان من الأفضل استثمار الفوائض في السوق الدولية (سندات الخزينة الأمريكية) من أن تودع في بنك الجزائر بشكل مجاني.

من جهة أخرى، إن رصيد صندوق الضبط لا يمكن أن يقل عن 740 مليار دج (ما يعادل 10 مليار دولار)، وهو المبلغ الضروري لتسديد الديون العمومية والتسديد المسبق للديون الخارجية.

أخيراً، وفيما يخص الكتلة النقدية الموجودة داخل هذا الصندوق، من حيث المخزون، يمكن أن تقيم حسب الفائض من الصندوق المحصل عليه في نهاية السنة المالية. أما من حيث السيولة، يمكن دائماً أن نتخذ متوسط الفائض خلال الفترة الممتدة بين العام 2000 و2008 كمرجعية، ما يعني أن الكتلة النقدية خارج الاقتصاد تزداد سنوياً بمقدار 416 مليار دج، مع افتراض أن الرصيد الأدنى المسموح به على هذا الحساب هو 740 مليار دج، وهذا مايبينه الشكل الموالي.



الشكل رقم (22): تطور رصيد صندوق ضبط المداخيل (2000-2008) [141] ص 6.

2.2.3. الصندوق الوطني للاستثمار

دخل الصندوق الوطني للاستثمار مرحلته العملية حيث" قام وزير المالية السيد كريم جودي يوم الفاتح مارس 2009 بتنصيب هذه الهيئة الجديدة المنبثقة عن إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية ، حيث أن إنشاء هذه الهيئة يندرج ضمن حركية الدعم المالي للاستثمار و الاقتصاد"[142].

1.2.2.3. نشأة و أهداف الصندوق الوطني للاستثمار

الصندوق الوطني للاستثمار هو عبارة عن صندوق استثماري "رصد له 150 مليار دينار يساهم في التمويل المباشر والطويل المدى للمشاريع الاقتصادية الاستثمارية التي تكون لها أهمية خاصة بالنسبة للاقتصاد الجزائري، بالإضافة إلى دور التطوير والتنشيط الذي سيعكف عليه هذا الصندوق لتشجيع الاستثمار خارج المحروقات" [143] ص 2، و" المدرجة ضمن ميزانية الدولة والمدعومة بتمويلات مشتركة" [144].

■ النشأة :

أدرج البنك الجزائري للتنمية منذ سنوات في مسار إعادة هيكلته مما يجعله في موقع يمكنه من الإسهام في تمويل الاقتصاد الوطني ، وبهذا الصدد عرفت نشاطات البنك الجزائري للتنمية تطورا حيث يمكن إيجازها كالتالي : [142] ص 5

- التسيير المالي لعمليات التجهيز العمومي المسجلة في ميزانية الدولة .
- تمويل مشاريع هيئات و مؤسسات عمومية من موارد الخزينة .
- تسيير القروض الخارجية المرجعة مبالغها بموجب اتفاقات حكومية .
- إصدار ضمانات

و بحكم التحولات الاقتصادية و المالية التي شهدتها الاقتصاد الوطني ، طرأ تغيير عميق على دائرة الوساطة المالية بحيث تعززت صلتها بالدائرة الإنتاجية .

و بذلك أصبحت الدائرة المالية تأتي بأجوبة مالية مختلفة للاقتصاد : [142] ص 5-6

- 2600 مليار دج كقرض بنكي للاقتصاد بنمو سنوي نسبته 15 % في حين تضاعفت الأموال الخاصة للبنوك بمرتين في غضون سنتين .
- 200 مليار دج في باب التمويل بإصدار سندات و تداولها في الأسواق المالية لأجل تمويل المخططات التنموية للمؤسسات .

- 20 مليار دج في باب التمويل باللجوء إلى صيغة القروض بالإيجار بنمو قوي في السنتين الأخيرتين .

- 100 مليار دج في باب التمويل البنكي للقروض المصغرة .

ان تمويل الاقتصاد بهذه الحركة المتزايدة الحجم يتزامن مع ضخ نفقات عمومية مما يشكل خطة اعباء قابلة للملاءة حيث تقدر بـ 17.000 مليار دج منذ سنة 2004 .
و لأجل تدعيم تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بأموال خاصة لها ، يجري الآن إنشاء شركات لرأسمال الاستثمار ستدخل المرحلة العملية في بحر سنة 2009 ، هذا و قام صندوق ضمان قروض الاستثمار بتعزيز و سائل عمله احتياطا لمخاطر المؤسسات المتوسطة و الصغيرة على مستوى البنوك و بذلك تصبح ضمانته بمثابة ضمانة من الدولة .

و بغية تمويل الاقتصاد بقدر اكبر و بصورة أحسن ، تم التوصل إلى استقرار الإطار الاقتصادي الكلي و التحكم في التضخم و تعزيز النمو (و بخاصة خارج المحروقات) و تمتين الملاءة المالية الداخلية و الخارجية للجزائر و تحسين السيولة المصرفية و تخفيض الضغط الجنائي ، لكن الفضل يعود أيضا إلى جو الثقة في الاقتصاد الجزائري الذي ينمو لدى المؤسسات الدولية و كبار المتعاملين الاقتصاديين و التسيير الحسن للتوازنات الاقتصادية الداخلية و الخارجية في ظرف يتسم بالأزمة المالية .

و تدعيما لهذه الدينامكية القائمة على الإصلاح المالي و تعزيز و سائل تمويل الاقتصاد على المدى المتوسط و البعيد ، أصبح من الضروري تفعيل أدوات جديدة لابد منها لضمان تدخل الدولة في تمويل التنمية ، و هي الاهتمامات التي تم التكفل بها من خلال إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية و تحويله إلى صندوق وطني للاستثمار .

■ أهداف إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية و تحويله إلى " صندوق و طني للاستثمار " يهدف تدخل الدولة عن طريق الصندوق الوطني للاستثمار إلى تنفيذ أدوات و منتجات مالية الناتجة عن تحليل و تقييم مشاريع تم تفريدها في إطار المخططات التنموية الاقتصادية و الاجتماعية للبلاد .

و بهذا الصدد ، فان ميدان تدخل الصندوق قد يدور حول محورين اثنين (الدائرة العمومية و الدائرة الاقتصادية) و قد يشمل :

- تسيير تمويلات مشاريع الاستثمارات العمومية و كذا تلك التابعة للقطاع الإنتاجي .
- ترقية التمويل البنكي المحلي الضروري للمشاريع الكبرى بدلا من اللجوء إلى المديونية الخارجية ، مرافقة و تحديد الشروط و الحاجات الخصوصية في باب إعادة هيكلة القطاع الاقتصادي .

ترقية سياسة تشجيع الاستثمارات المباشرة الأجنبية و الاستثمارات الوطنية مع تحديد جملة من أهداف مثل ترقية الإنتاج و الصادرات خارج المحروقات و إحداث مناصب العمل و استعمال الموارد المالية الداخلية و مراعاة كل مقياس يساهم في إفراز حصيلة ايجابية بالعملة الصعبة .

2.2.2.3. أهم محاور نشاط الصندوق الوطني للاستثمار

ستحدد المهام المستندة للصندوق في توجيه نشاطاته و مهامه نحو محورين كبيرين هما :

[142]ص 6

- تمويل مشاريع التجهيز العمومي :
- سيقوم الصندوق الوطني للاستثمار فيما يخص تمويل التجهيز العمومي بالعمليات التالية :
- التسيير المالي لعمليات التجهيز العمومي المسجلة في ميزانية الدولة .
- تمويل مشاريع الاستثمارات العمومية المسجلة في ميزانية الدولة و المغطاة بتمويلات مزدوجة (الميزانية / الخزينة) .
- تمويل عمليات القطاع الاقتصادي:
- يقوم الصندوق الوطني للاستثمار بتمويل عدة عمليات في القطاع الاقتصادي و تتمحور هذه العمليات فيما يلي:
- تمويل مشاريع استثمارية اقتصادية .
- ضم قروض في كتلة واحدة لأجل تمويل مشاريع استثمارية .
- تمويل إعادة تحيين القطاع الاقتصادي العمومي .
- تأليف تمويلات مشتركة لمشاريع القطاع العمومي و / أو الاقتصادي .
- المساهمة في رأس المال سواء بالشراكة مع مؤسسات عمومية و/ أو مستثمرين أجنب
- و/ أو مستثمرين و طنيين أو شركات مختلفة مكلفة بانجاز مشاريع تنموية .
- تسيير ما تبقى من التمويلات الخارجية و غيرها من المساهمات الخارجية التي تدخل ضمن إطار اتفاقات حكومية .
- إصدار ضمانات .

3.2.2.3. وسائل عمل الصندوق الوطني للاستثمار (البنك الجزائري للتنمية)

حتى يتسنى للصندوق الوطني للاستثمار القيام بمهامه تم وضع تحت تصرف موارد مالية و بشرية و تنظيمية هائلة و تتمثل في مايلي :

▪ على الصعيد المالي :

فيما يخص الموارد المالية سيخصص للصندوق رأسمال قدره 150 مليار دج ، و فضلا عن أمواله الخاصة ، يمكن للصندوق توظيف الموارد المالية الإضافية الضرورية له و الواردة في شكل: [142] ص 7

- **سلفات و تسبيقات من الخزيمة** : تبرم اتفاقية بين الخزينة و الصندوق الوطني للاستثمار قصد ضبط كفيات و شروط منح هذه السلفات و كذا كفيات تعويض الاداءات و مكافأتها مع العلم ان هذه السلفيات ستخصص اما لتمويل مشاريع او للمساهمة في مشاريع استثمارية او مشاريع مؤسسات ، و ستتكفل الخزينة بفارق نسبة الفائدة الذي قد يظهر برسم التمويلات الموظفة ، كما يمكن للصندوق الاستفادة عند الحاجة بتسبيقات من الخزينة تكون قابلة للتعويض .

- **اللبوء الى السوق المالية** : يمكن للصندوق الوطني للاستثمار – البنك الجزائري للتنمية توظيف أموال في أسواق رؤوس الأموال سواء بضمانة من الخزينة أو بدونها ، و بذلك ستتمكن هذه المؤسسة الجديدة ان تتدخل في الأجل المتوسط بمبلغ قيمته 1.000 مليار دج على الأقل في مقاربة جديدة و تكميلية لتنمية الاقتصاد الوطني .

. **على صعيد الموارد البشرية** :

ان التكفل بالمهام الجديدة يستلزم تكييف الموارد البشرية و خاصة من حيث النوعية ، و بهذا الصدد تم الشروع في نوعين من الأعمال :

- إعادة تأهيل الإطارات الحالية في المهن الجديدة لصندوق الاستثمار من خلال إقرار دورات تكوينية مستهفة (تقييم و تسيير المشروع).

- البحث عن الإطارات عالية المستوى بهدف التوظيف لاسيما في الميدان القانوني و الهندسة المالية .

▪ **على صعيد التنظيم** :

تم ضبط و وضع تنظيم مصوّب مما يمكّن هذه المؤسسة من تنظيم نشاطاتها و السير وفق أحسن الممارسات الدولية في هذا المجال .

▪ **على الصعيد التسيير** :

سيتم تدعيم المديرية العامة للصندوق بمجلس إدارة تكمن مهمته الرئيسية في إدارة نشاطات المؤسسة و كذا لجنة إستراتيجية يرأسها وزير المالية و تصطلح أساسا بمهمة ضبط التعليمات المتعلقة بالصندوق الوطني للاستثمار – البنك الجزائري للتنمية و التوجيهات الخاصة بنشاطاته مع مراعاة البرنامج الإنمائي للبلاد .

و دخل الصندوق طوره العملي في مارس 2009 من حيث و سائله البشرية و المالية و التنظيمية ، و بذلك فهو يدعم الدولة في استعمال الموارد العمومية كأحد مقاليد التنمية الاقتصادية و تنويع قاعدتها الإنتاجية .

3.2.3. الاستعمالات الأخرى للفوائض المالية في الجزائر

لقد عمدت الجزائر إلى استغلال الفوائض النفطية على عدة مستويات:

1.3.2.3. صندوق وطني لاحتياطات التقاعد

الصندوق الوطني لاحتياطي التقاعد " un fonds national de réserves des Retraites (F.N.R.R)" تم إنشائه سنة 2006 والذي يمول بـ 2 بالمئة من مداخيل الجباية البترولية، يتوفر حاليا على 60 مليار دج ويرتقب أنه قد وصل هذا المبلغ إلى 90 مليار دج نهاية 2009، وبالإمكان اللجوء إليه إذا استدعى الأمر ذلك في حال اختلال صندوق التقاعد خاصة بالنسبة للأجيال المقبلة.

■ مهام الصندوق :

ويسعى مثل هذا النوع من الصناديق " لتوفير التمويلات الكافية للوفاء بالتزامات الحكومة من ناحية المعاشات التقاعدية للسكان، ناهيك عن خطط عدة لمساعدة الفقراء، ومحاولة تقليل أعدادهم" [145] ، أما في حالة الجزائر فيتولى الصندوق الوطني لاحتياطات التقاعد مهمة " تسيير الموارد المالية المسندة إليه من أجل تكوين احتياطات موجهة للمساهمة في استمرار المنظومة الوطنية للتقاعد وديمومتها". [146]

■ الموارد المالية للصندوق :

تتكون الموارد المالية للصندوق من :

- 2 % من ناتج الجباية البترولية .
- حصة من الفائض في خزينة صناديق الضمان الاجتماعي .
- حصة من عائدات تأجير وبيع الأملاك العقارية و المنقولة للصناديق المكلفة بضمان أداءات التقاعد .
- عائدات توظيف الأموال .
- الهبات والوصايا .
- كل الموارد الأخرى أو المساهمات أو الإعانات المحتملة .

■ تنظيم الصندوق :

توظف موارد الصندوق بصفة حصرية في سندات الدولة ، ويقرر استعمال موارد الصندوق في مجلس الوزراء ويحدد عن طريق التنظيم .

تعفى المبالغ الاحتياطية وكذا العائدات المالية الناتجة عنها من كل ضريبة ورسم، كما تحدد الحصص المذكورة في النقطتين 2 و 3 من هذه المادة عن طريق التنظيم، و يحدد تنظيم الصندوق وسيره عن طريق التنظيم .

2.3.2.3. استعمالات أخرى للفوائض المالية

لقد تم استخدام الموارد النفطية في مجالات أخرى ، ويمكن أن نرصد ذلك من خلال: [105]
 . تطوير القطاع النفطي:

يتطلب القطاع النفطي ضخ رؤوس أموال كبيرة على أساس منتظم قصد الاستثمار في عمليات التطوير، الإنتاج، الصيانة لإحلال النفط المنتج والمحافظة على سلامة الآبار. صحيح أن جزءا من هذه الموارد يتأتى من الاستثمار الأجنبي المباشر، لكن شركات النفط الوطنية تعتبر هي الفاعل الأساسي في المجال. ولقد ساهم الإنفاق على هذا القطاع في تطور حصة إنتاج الجزائر ضمن منظمة الأوبك وتعزيز قدراتها التصديرية.

وفي إطار سعي الجزائر لتطوير قدراتها أعلنت عن بناء مصفاة تكرير متطورة للتصدير بطاقة إنتاج تبلغ 300 ألف برميل كجزء من خطة لمضاعفة الطاقة التكريرية الحالية والبالغة 450 ألف برميل. ويتوقع لهذه المصفاة الشروع في العمل سنة 2011. كما تعمل الجزائر على توسيع الأنبوب العابر لتونس نحو إيطاليا، وبناء خط غاز بطاقة 08 مليار متر مكعب/ سنويا نحو اسبانيا على أمل مضاعفة طاقته مستقبلا.

وتهدف السياسة الحكومية لتطوير القطاع النفطي إلى:

- رفع الاحتياطيات من المحروقات وتحسين شروط وظروف استغلالها بإنعاش وتكثيف جهود البحث والاستكشاف؛
- تطوير المكامن المكتشفة وغير المستغلة، وتحسين معدلات الاسترجاع في المكامن المستغلة.

لقد شكلت الاستثمارات الأجنبية المباشرة ما بين سنة 2000-2005 حوالي 10 مليار دولار أمريكي منها 87% لتطوير المكامن البترولية.

. التسديد المسبق للمديونية:

وهذا انطلاقاً من كون المديونية مثلت في التسعينات من القرن العشرين عبئاً كبيراً على الاقتصاد الجزائري، فلقد كادت أن تمتص خدمات المديونية مجمل عوائد الصادرات، و لهذا قررت السلطات الجزائرية سنة 2004 التسديد المسبق للديون الخارجية، بالإضافة إلى الديون التي بلغت آجال استحقاقها. إذ كان مخزون المديونية الخارجية في نهاية 2003 في حدود 23.4 مليار دولار منها 12.2 مليار تمت إعادة جدولتها مع ناديي باريس ولندن.

واستطاعت السلطات العمومية ما بين 2004-2005 تسديد بشكل مسبق 3.3 مليار دولار. وهذا ما جعل نسبة الدين الخارجي من الناتج المحلي الخام تنتقل من 34% في نهاية 2003 إلى أقل من 4.5% في نهاية 2006، وانخفض معدل خدمة الدين إلى مستوى 4.16% من الصادرات لسنة 2006.

ورغم أهمية هذا المسعى إلا أنه طرح أكثر من علامة استفهام بخصوص مدى قدرة السلطات العمومية على توظيف ما لديها من أموال في الوقت الذي تعمل فيه جاهدة على استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الحد الذي كادت أن تجعل منها رهان التنمية الاقتصادية. والمفارقة الثانية أن مستوى الاحتياطي من العملات الأجنبية الذي جعل الجزائر في المرتبة الخامسة عشر دولياً من حيث الاحتياطات يتم توظيفه بمعدلات فائدة منخفضة في سندات الخزنة الأمريكية، وهذا ما يجعل الاقتصاد الجزائري في خدمة الاقتصاديات الأخرى في الوقت الذي يشكو فيه من التمويل.

- كثرة الإلغاءات و إعادة شراء الديون المستحقة على بعض الفئات (فلاحين ، شباب) وعلى المؤسسات غير الناجعة، هذا الوضع هو الذي أثر على المديونية العمومية الداخلية إذ أن مصدراً مهماً لنموها يكمن في إعادة شراء بعض الديون لتتحملها الخزينة العمومية بدلاً من أصحابها.

- منح القروض من دون فوائد للإطارات القادرة على الاقتراض لتمويل الحصول على السكنات والسيارات.

- إسقاط الفواتير والضرائب عن بعض المناطق التي دخلت في حملات من الاحتجاج كمؤشر على أن الحكومة تكافئ مخالفي القانون في الوقت الذي يعاقب فيه الملتزمون به. ولقد تركت هذه الممارسات حالة من الاستنساخ الذي إذا لم يسفر عن إلغاء لضرائب أو فواتير أو قروض فإنه يولد على الأقل التزامات مالية للتكفل بنتائج التخريب.

- عدم اختيار أسواق الاستيراد بشكل متناسب مع العملة التي يتم بها تسعير البترول، ذلك أن البترول يسعر بالدولار، يتم الاستيراد أساساً من الأسواق الأوروبية التي تتعامل باليورو. والمشكلة هي أن اليورو ما فتئت قيمته تتعزز أمام الدولار حتى تجاوزت مستوى 1.5 دولار

لليورو الواحد في الوقت الذي كان يقدر لليورو أن يكون مكافئاً للدولار من حيث القيمة عند إطلاقه. وهذا يعني أنه كلما تحسنت قيمة اليورو أمام الدولار كلما كان الاقتصاد الجزائري في حاجة إلى دولارات أكبر للمحافظة على نفس المستوى من الواردات، لقد عانى الاقتصاد الجزائري من نفس المشكلة وهو يدير المديونية الخارجية ؛ إذ كانت تتشكل في جزء كبير منها من عملات أوروبية في الوقت الذي كان المصدر الأساسي للعملة الصعبة في الجزائر هي صادرات النفط المسعرة بالدولار الضعيف والمتقلب.

3.3. دراسة تحليلية لصندوق ضبط الإيرادات

صندوق ضبط الإيرادات هو أقدم صندوق من حيث المنشأ من بقية الصناديق السيادية الثلاث في الجزائر ، حيث تم إنشائه في سنة 2000 ، و بذلك فإن مدة مزاولته للنشاط في الاقتصاد الجزائري تفوق 9 سنوات ، بينما الصناديق الأخرى لم تزاوّل إلى غاية الآن أي نشاط يذكر يستدعي دراسته .

1.3.3. دوافع إنشاء صندوق ضبط الإيرادات

يمكن إرجاع الدوافع الكامنة وراء إنشاء صندوق ضبط الإيرادات إلى ثلاث دوافع تتمثل في مايلي :

1.1.3.3. رغبة الحكومة استحداث آلية تعمل على ضبط الإيرادات العامة للدولة

لتحديد هذه الدوافع يتطلب وضع بعض المؤشرات تبين مدى ارتباط الاقتصاد الجزائري بقطاع المحروقات ، و الجدول الموالي يوضح تلك المؤشرات قبل سنة 2000 ، أي قبل إنشاء الصندوق .

الجدول رقم (25) : مؤشرات اقتصادية تبين مدى ارتباط الاقتصاد الجزائري بقطاع المحروقات

خلال الفترة (1996-2000)

2000	1999	1998	1997	1996	القطاع
39.4%	27.8%	23%	29.6%	28.6%	نسبة قطاع المحروقات من PIB
74.32%	58.92%	48.62%	60.94%	60.1%	مساهمة الجباية البترولية في إيرادات الموازنة العامة
97.18%	96.62%	96.48%	95.34%	95.44%	نسبة صادرات المحروقات من إجمالي الصادرات

ان تحليل معطيات الجدول تبين تأثير قطاع المحروقات على الاقتصاد الجزائري وفقا لثلاث مستويات: [147] ص 3

▪ المستوى الأول: تأثير قطاع المحروقات على معدل النمو الاقتصادي :

يشكل قطاع المحروقات نسبة معتبرة من الناتج المحلي الإجمالي إذ بلغ متوسط نسبة مساهمة هذا القطاع من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1996-2000) 29.68% ، مع العلم أن سنة 2000 تعد السنة التي سجلت أكبر نسبة نمو ، حيث مثل قطاع المحروقات نسبة 39.4% من الناتج المحلي الإجمالي و هو ما يؤكد الأهمية المتزايدة التي سجلها هذا القطاع من سنة إلى أخرى ، مما يعني أن معدل النمو الاقتصادي في الجزائر يتحدد بشكل كبير بمعدل النمو الذي يسجله قطاع المحروقات .

▪ المستوى الثاني : تأثير قطاع المحروقات على الموازنة العامة للدولة :

تعد الجباية البترولية المورد الرئيسي لإيرادات الدولة ، و هو ما تؤكد معطيات الجدول ، إذ بلغت نسبة الجباية البترولية من الإيرادات العامة للدولة 64.12% كمتوسط خلال الفترة (1996-2000) مع العلم أن هذه النسبة سجلت أكبر قيمة سنة 2000 ، لتصل إلى 76.86% . كل ذلك يعني أن الموازنة العامة للدولة تتأثر بشكل مباشر بالتغيرات التي تسجلها أسعار النفط على المستوى العالمي .

و باعتبار أن تمويل السياسات الاقتصادية العامة للدولة يتم بواسطة الموازنة العامة للدولة ، فإنه يمكن القول أن أداء قطاع المحروقات يعد المحدد الرئيسي لاستقرار و استمرار تنفيذ مختلف السياسات الاقتصادية في الجزائر.

▪ المستوى الثالث : تأثير قطاع المحروقات على ميزان المدفوعات :

تشكل صادرات قطاع المحروقات المورد الرئيسي للعملة الصعبة في الجزائر باعتبار أن صادرات هذا القطاع مثلت بنسبة 96.2% كمتوسط خلال الفترة محل الدراسة ، و بما أن الميزان التجاري يمثل احد المكونات الرئيسية لميزان المدفوعات يمكن القول أن أداء قطاع المحروقات يؤثر بشكل مباشر على توازن المدفوعات في الجزائر .

و من خلال ما سبق يتبين لنا أن الاقتصاد يتأثر بشكل مباشر بأداء قطاع المحروقات ، مما يعني أن الأزمة الاقتصادية التي شهدتها الجزائر خلال النصف الثاني من عقد الثمانينات و فترة التسعينات من القرن العشرين ترجع أساسا إلى تدني أداء قطاع المحروقات بسبب انخفاض أسعارها على المستوى العالمي .

و من هذا المنطلق فإن الدوافع الداخلية التي أدت إلى إنشاء صندوق ضبط الإيرادات تتمثل أساسا في رغبة الحكومة استحداث آلية تعمل على ضبط الإيرادات العامة للدولة، و بالتالي الحفاظ

على استقرار الموازنة العامة للدولة ، الأمر الذي يمكنها من تنفيذ مختلف سياساتها الاقتصادية ، و من ثم التخفيف من حدة الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري نتيجة تقلبات أسعار المحروقات في الأسواق العالمية

2.1.3.3. استحداث آلية لتفادي الأزمات النفطية العكسية

تتميز أسعار النفط بعدم استقرارها بالنظر لتأثرها بمجموعة من العوامل الاقتصادية و السياسية ، و هو ما يؤدي إلى تعريض الاقتصاد الجزائري لصددمات ايجابية أو سلبية حسب مستويات الأسعار المسجلة في الأسواق العالمية ، و إن كان للصددمات الايجابية أو بمعنى آخر الطفرات النفطية ايجابيات على الاقتصاد الجزائري و هذا ما بيناه فيما سبق من خلال دراستنا للطفرات النفطية الثلاث و ما جلبته من فوائض مالية على الجزائر، فان الخطورة على الاقتصاد الجزائر يكمن في كيفية مواجهة الصدمات السلبية لذلك سوف ادرس الأزمة النفطية 1986.

■ الأزمة النفطية العكسية 1986:

إن الأزمة النفطية لسنة 1986 تختلف عن الأزميتين النفطيتين الأولى و الثانية ، حيث أن هاتين الأخيرتين كانت لهما الأثر السلبي على الدول الصناعية الكبرى المستعملة للنفط، أين سجلت الأسعار مستويات مرتفعة جدا نتيجة انخفاض الإمدادات النفطية و زيادة الطلب ، أما أزمة 1986 فكان لها الأثر السلبي على الدول المنتجة للنفط في مقدمتها دول الأوبك نتيجة انخفاض الأسعار إلى مستويات متدنية ، بسبب زيادة المعروض النفطي عن الطلب النفطي ، و على هذا الأساس اصطلح على تسميتها الأزمة النفطية العكسية لأنها تختلف عن الطفرتين الأوليتين من حيث الآثار ، لكن السبب الرئيسي مشترك و الذي يتعلق بالاختلال بين الكميات المطلوبة و المعروضة للنفط .

حيث أفرزت هذه الأزمة النفطية قيام ما سمي بالسوق الفورية،" وأصبح سوق النفط بيد الدول الصناعية والمشتريين بدلا من أن تتحكم به الدول المنتجة للنفط كما كان عليه الحال في عقد السبعينيات. وفي مارس من عام 1986 تعرض سوق النفط لهزة شديدة ومفاجئة نتيجة تلك السيطرة، حيث انهار سعر البرميل الذي كان يزيد قليل عن 25 دولارا في يناير 1986 إلى أن بلغ أقل من 9 دولارات للبرميل في تموز 1986" [148] ص 95، ولاشك أن هذا الانخفاض الحاد في أسعار النفط قد أثر تأثير سلبي شديد الوطأة على اقتصاديات الدول المنتجة والمصدرة للنفط، مما أدى إلى انخفاض ملحوظ في فوائضها المالية ، كما اضعف من قدرة الدول المدينة منها على " سداد ديونها الخارجية القديمة ، و جرها ذلك إلى طلب إعادة جدولة ديونها و التعرض

للضغوط الخارجية ، كما أن تدهور أسعار النفط سيجعلها تواجه حرجا شديدا في تعاملها الخارجي
" [149] ص ص 110-110.

▪ تأثير الأزمة النفطية العكسية على الاقتصاد الجزائري :

أدت الأزمة النفطية في عام 1986 إلى هبوط معدلات التبادل ودخل الصادرات النفطية الجزائرية بحوالي 50 بالمائة غير أن السلطات لم تبادر في هذه الأزمة إلى تعديل سعر الصرف، بل شرعت في تنفيذ العديد من التدابير تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي والإصلاحات الهيكلية، وكانت خطى التصحيح بطيئة في البداية وتدهورت الاختلالات الاقتصادية الكلية، " إذ وصل العجز الشامل في الميزانية إلى رقم قياسي بنسبة 13.7% من إجمالي الناتج المحلي في عام 1988 وهذا عندما عجزت تخفيضات الإنفاق الحكومي عن تعويض انخفاض الإيرادات ، ولعدم وجود سوق مالية لجأت الحكومة إلى إصدار النقد لتغطية العجزات المالية أو تمويلها من خلال القروض الخارجية التي بدأت تتراكم فقد ارتفعت نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي من 30% 1985 إلى 41% في 1988 " [150] ص 8، بينما قفزت نسبة خدمة الدين إلى الصادرات من 35% إلى 78% بسبب تقصير آجال الاستحقاق. [151] ص 310.

الجدول رقم (26) : أثر الدين الخارجي في الادخار المحلي للجزائر [152]

السنة	1982			1985			1987		
	خدمة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي	الادخار المحلي	خدمة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي	خدمة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي	الادخار المحلي	خدمة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي	الادخار المحلي	خدمة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي	
	9.8	39	25.1	8.1	38	21.3	7.8	29	
								26,8	

من خلال الجدول نلاحظ أن نسبة خدمة الدين إلى معدل الادخار المحلي مرتفعة في الجزائر ، فقد ارتفعت هذه النسبة في الجزائر من 25.1% عام 1982 إلى 26.8% عام 1987.

و نتيجة للعوامل السابقة الذكر ، و في ظل عدم اليقين الذي يميز أسعار النفط على المدى المتوسط و الطويل ، قررت الحكومة استحداث صندوق خاص يعمل كآلية لامتصاص الفوائض

المالية الناتجة عن الطفرات النفطية ، و الاحتفاظ بها في شكل صناديق لمواجهة الأزمات النفطية السلبية التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري و الناتجة عن انهيار قد يمس أسعار النفط مستقبلا . بالإضافة إلى ما سبق من دوافع لإنشاء صندوق ضبط الإيرادات نجاح التجارب العالمية في إنشاء الصناديق السيادية كان له دور كبير في حث الجزائر على إنشاء صندوق سيادي حيث تعد تجربة الجزائر التجربة الأحدث في هذا المجال إذا ما قورنت بتجارب بعض الدول النفطية ، و لقد تم مناقشة هذه النقطة من خلال دراستنا في الفصل الأول لأنجح التجارب العربية و الأجنبية.

2.3.3. ممارسات صندوق ضبط الإيرادات

ينطوي صندوق ضبط الإيرادات على مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي المؤسسات الحكومية في الجزائر، و كذلك عن بقية الصناديق السيادية في العالم، و من اجل تسليط الضوء على ممارسات الصندوق اعتمدت على منهجية إدوين م. ترومان " Edwin M. Truman " من معهد بيترسون للاقتصاد الدولي، و الذي وضع دليل لأفضل الممارسات من جانب صناديق الثروة السيادية من خلال دراسة أربع فئات أساسية و هي الهيكل ، الشفافية و المساءلة ، السلوك، الحكم.

1.2.3.3. هيكل الصندوق

إن الصندوق في هيكله الحالي ما هو إلا حساب من حسابات الخزينة العمومية ، حيث منذ تاسيسه اصبح " ظهوره بارزا ضمن الميزانيات التي تبين عمليات الخزينة حيث انه اصبح اداة فعالة لامتصاص الفائض المتأتي من ارادات الجباية " [153] ص 243 ، " بالإضافة إلى انه غير مستقل عن الموازنة العامة للدولة ، مما يعني بالضرورة حدوث تداخل ما بين وظائفه ووظائف الموازنة العامة للدولة الشيء الذي يؤدي إلى حدوث نقص في الفعالية المرجاة من وظائف و مهام الصندوق في ضبط الموازنة العامة خاصة خلال الفترة التي ترتفع فيها أسعار المحروقات، و ارتفاع إيرادات الجباية البترولية بالتبعية" [154] ص 210 . و من اجل إعطاء صورة واضحة عن نوع الصندوق وفقاً لمختلف المعايير المدروسة سابقا سوف اعتمد على الجدول الموالي الذي يعطي صورة عن مختلف خصائص صندوق ضبط الإيرادات .

الجدول رقم (27): خصائص صندوق ضبط الإيرادات [155] ص 92.

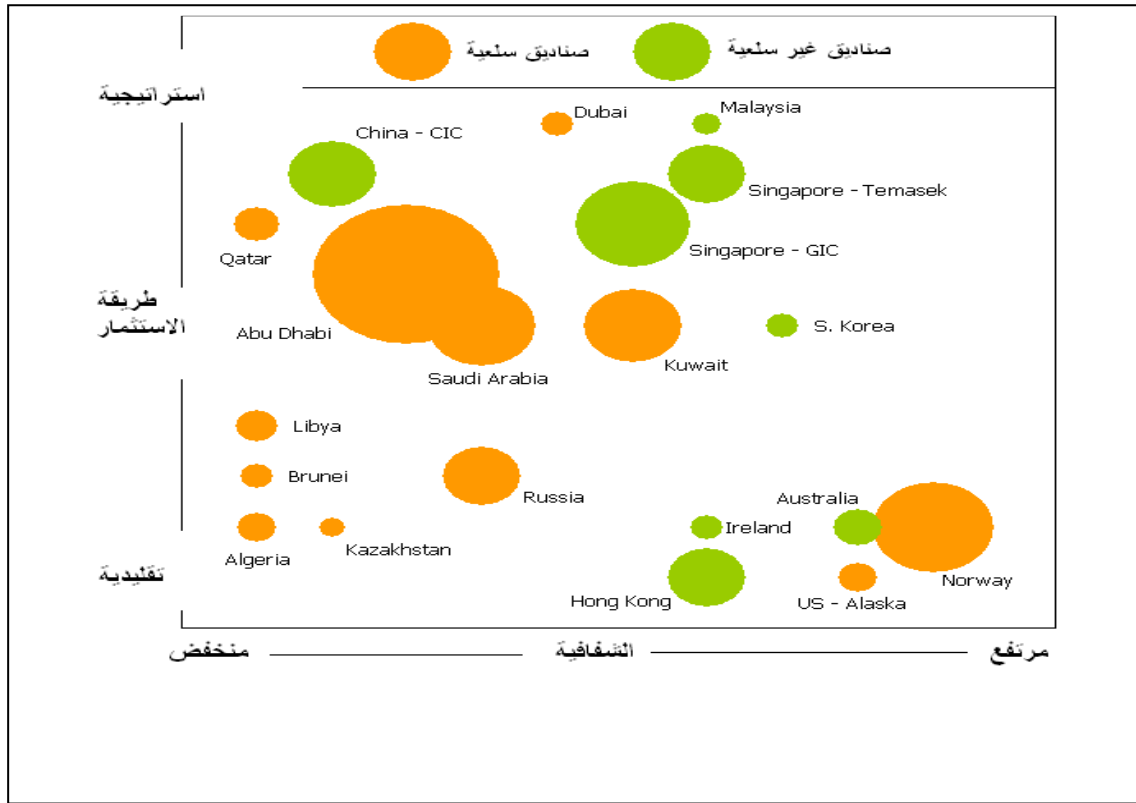
النتيجة	المعيار
2000	تاريخ الإنشاء
60مليار دولار	حجم الصندوق حاليا
صادرات المحروقات	أصل الثروة
1	درجة الشفافية
مواجهة تقلبات مداخيل الجباية البترولية، والتي تمثل القسط الأكبر في هيكل موارد ميزانية الدولة	الهدف الأساسي من إنشاءه
1.4%	النسبة من إجمالي احتياطات الصرف
40%.	النسبة من الناتج المحلي الخام

من خلال الجدول و الذي يعطينا صورة أوضح عن صندوق ضبط الإيرادات و وفقا لما سبق فان نوع صندوق ضبط الإيرادات هو:

- بالأخذ بمعيار الهدف الأساسي من الإنشاء فان الصندوق يعتبر من صناديق الاستقرار ، كما يمكن إدراجه ضمن صناديق الادخار للأجيال القادمة و هذا يندرج ضمن دور صندوق ضبط الإيرادات في حماية حقوق الأجيال القادمة .
- أما بالأخذ بمعيار الشفافية فان صندوق ضبط الإيرادات يعتبر من الصناديق الأقل شفافية حيث درجة شفافيته 1 و هي اقل بكثير من المستوى المرجعي و المتمثل في الدرجة 8.
- أما إذا أخذنا بمعيار مصدر الأموال المشكلة للصندوق فانه يعد من الصناديق السلعية ، و هذا لان الجزائر تعتمد بشكل كلي على الإيرادات النفطية في تكوين احتياطات الصرف لديها .

2.2.3.3. شفافية صندوق ضبط الإيرادات وسلوك استثماره

الصورة أدناه توضح حجم أكبر صناديق الثروة السيادية و نهج استثماراتها و نهج النسبي للشفافية.



الشكل رقم (23): أكبر الصناديق السيادية نظرة عامة إلى طريقة استثمارها وشفافيتها [9]

من خلال تحليلنا للشكل أعلاه ، يعد صندوق ضبط الإيرادات من ضمن الصناديق السيادية متوسطة الحجم إذا ما قورن مع بقية الصناديق السيادية في العالم ، حيث يبلغ رصيد الصندوق "حاليا بـ 60 مليار دولار أي ما يعادل 4280 مليار دينار جزائري" [156] ص 2، في حين هناك سبع صناديق عملاقة هي صندوق هيئة ابوظبي للاستثمار، وصندوق النرويج ، وصندوق السنغافوري ، وصندوق الهيئة العامة للاستثمار الكويتية ، وصندوق الصين ، وصندوق تيماسك السنغافوري .

و من ناحية أخرى يمكن اعتبار صندوق ضبط الإيرادات من اقل الصناديق السيادية انفتاحاً و شفافية حيث لا يقدم معلومات عن حجمه و لا عن عوائده و لا حتى تعاملاته، و بذلك يعد من الصناديق السيادية الغامضة و السرية .

أما فيما يخص إستراتيجية الاستثمار فيعد ضمن المستثمرين التقليديين يماثل في ذلك الصناديق السيادية التابعة لكل من تشيلي و ليبيا وروسيا وكازاخستان والنرويج، في حين تعد ماليزيا وبعض صناديق الشرق الأوسط من ضمن المستثمرين الاستراتيجيين..

3.2.3.3. الحكم

يتركز مجال عمل الصندوق أساسا داخل البلد ، و ذلك باعتبار أن الوظيفة الأساسية له تتمثل في امتصاص فوائض الجباية البترولية، و استعمالها لتمويل أي عجز قد يحدث مستقبلا على مستوى الموازنة العامة للدولة نتيجة انهيار أسعار المحروقات ، إضافة إلى امتداد مجال عمله خارج البلد من خلال مساهمته بالتنسيق مع البنك المركزي في سداد و تخفيض المديونية العمومية الخارجية فقط .

أما فيما يخص الهيئة المسؤولة عن تسيير الصندوق فهي وزارة المالية و هذا حسب ما نصت عليه المادة 10 من قانون المالية التكميلي لسنة 2000 و بذلك فان وزير المالية " هو الأمر بالصرف الرئيسي لهذا الحساب" [157]

3.3.3. صندوق ضبط الإيرادات في ظل الأزمة المالية

لقد كان تأثير الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري محدودا بالمقارنة مع بقية الدول العربية و الغربية ، وهذا لم يمنع تأثير صندوق ضبط الإيرادات ، و كانت درجة تأثير الأزمة عليه كبيرا .

1.3.3.3 تأثير الأزمة على الاقتصاد الجزائري

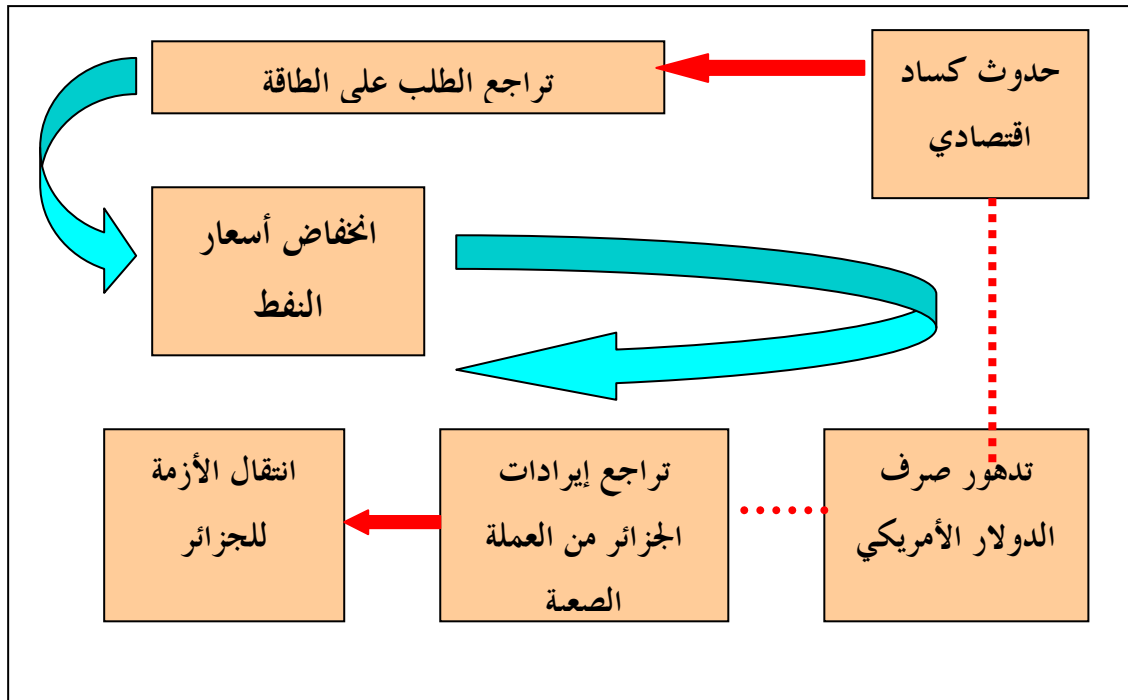
مما لا شك فيه أن الاقتصاد الجزائري كغيره من الاقتصاديات العالمية تأثر بالأزمة المالية العالمية، وإن كان بنسبة أقل مقارنة بالدول الأخرى و ذلك للأسباب التالية:

- عدم وجود سوق مالية بالمعنى الفعلي في الجزائر.
- عدم وجود ارتباطات مصرفية للبنوك الجزائرية مع البنوك العالمية بالشكل الذي يؤثر عليها
- انغلاق الاقتصاد الجزائري بشكل نسبي على الاقتصاد العالمي، ذلك أن الإنتاج الجزائري لا يعتمد على التصدير باستثناء المحروقات و ذلك ما يجعله في مأمن من أي كساد قد

يصيب الاقتصاد العالمي والكثير من الدول التي تعتمد على صادرات قد تتأثر بالركود والكساد في الدول المستهلكة لمنتجاتها.

- اعتماد الحكومة الجزائرية على موازنة بسعر مرجعي يقل كثيرا عن أسعار السوق وهذا ما يجنبها أي انعكاسات في حالة انخفاض أسعار البترول.

و لقد اقتصر تأثير الاقتصاد الجزائري بالأزمة المالية العالمية فيما يخص إيرادات العامة و هذا يرجع لكون الاقتصاد الجزائري كما تم التطرق إليه سابقا يعتمد بشكل كبير على النفط ، " فإن انخفاض أسعار البترول من 147 دولارا للبرميل في شهر فيفري 2008 إلى 33.87 دولارا للبرميل في شهر ديسمبر من نفس السنة، أي بانخفاض نسبته 334 %، مما لا شك فيه أن هذا الانخفاض الحاد سيؤثر على وضع الموازنات العامة القادمة، وعلى معدلات النمو الاقتصادي، فضلا عن تدني إيرادات الدولة من العملة الأجنبية والتي يعتمد عليها اعتماداً كلياً في تمويل مشاريع البنية التحتية وبرامج التنمية المختلفة" [60] ص 97 ، ويمكن توضيح هذه الآثار في المخطط الموالي :



الشكل رقم (24) : آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري [60] ص 97.

إلى أنه و في حالة استمرار الأزمة المالية العالمية لفترة طويلة نسبياً، سيكون له انعكاسات

مباشرة على الاقتصاد الجزائري، يمكن تلخيصها في 6 نقاط رئيسية: [158]

-إن الزيادة المطردة في عجز الموازنة العامة للولايات المتحدة الأمريكية، سيؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم، ومادامت 98 % من صادرات الجزائر يتم فوترتها بالدولار، بينما 50 % من الواردات تقيم باليورو، فإن النتيجة ستكون تراجعاً حاداً في مداخل الاقتصاد الوطني من العملة الصعبة.

-إن توظيف 43 مليار دولار من احتياطياتنا الأجنبية في سندات الخزينة الأمريكية بمعدل فائدة لا يتعدى 2 %، في ظل التدهور المستمر لسعر صرف الدولار وارتفاع نسبة التضخم في الاقتصاد الأمريكي، سيؤدي إلى خسارة ما يقارب ثلث احتياطياتنا من الصرف الأجنبي.

-إن احتياطات الصرف من غير الدولار الموظفة في بنوك الدرجة الأولى المصنفة (AAA)، وباعتراف وزير المالية أمام نواب البرلمان سنة 2007، الذي أكد في تصريحه أن جزءاً من احتياطات الصرف تم توظيفه لدى هذه البنوك، دون تحديد دقيق للمبالغ المودعة في الحسابات الخاصة بتلك المؤسسات المالية، تستوجب مزيداً من الشفافية حول مصير تلك الأموال التي تم توظيفها خارج سندات الخزينة الأمريكية، وتتطلب توضيحاً للرأي العام حول مدى تأثير تلك البنوك المصنفة (AAA) بالأزمة المالية العالمية.

-إن دخول الاقتصاد العالمي في كساد سيؤدي حتماً إلى تراجع الطلب العالمي على الطاقة والمحروقات بشكل حاد، خاصة وأن الاقتصاديات الآسيوية مرتبطة بشكل كامل مع الاقتصاد الأمريكي الذي دخل مرحلة ركود تمتد من سنتين إلى ثلاث سنوات طبقاً لتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي والبنك العالمي، وعليه فإن أسعار البترول ستتأثر بشكل كبير وتتهار على إثرها أسعار الغاز الطبيعي، الذي لا يتجاوز سعره الحالي 50 % بالمقارنة مع أسعار البترول، وفي هذه الحالة ستتراجع مداخل الجزائر إلى مستويات خطيرة.

-إن تحول الأزمة المالية العالمية إلى أزمة اقتصادية (أزمة كساد)، سيؤدي حتماً إلى تراجع حاد في وتيرة الاستثمارات الأجنبية بسبب الممارسات الحمائية.

- ستشهد الجزائر ارتفاعاً فاحشاً في فاتورة وارداتها السنوية التي قاربت 40 مليار دولار نهاية سنة 2008، وهذا نتيجة للاتجاه التضخمي على الصعيد العالمي والنتائج أساساً عن ضخ كميات كبيرة من السيولة النقدية في البنوك والأسواق المالية، والتي لا يقابلها إنتاج حقيقي.

2.3.3.3. تأثير الأزمة المالية على نمو صندوق ضبط الإيرادات

و ككل الاقتصاد الجزائري قد تأثر صندوق ضبط الإيرادات بسبب تراجع أسعار النفط لكون أن الصندوق يتم تمويله بالدرجة الأولى من الجباية الناجمة عن الفرق بين سعر برميل النفط الخام

المرجعي وهو 37 دولارا حاليا ،وسعره في السوق ، و بذلك فان تراجع أسعار البترول في الأسواق العالمية قد أدى إلى تناقص مداخيل الصندوق، و الجدول الموالي يبين التدفقات النقدية على صندوق ضبط الإيرادات و معدل نموها في الفترة الممتدة ما بين 2000 و 2009 .

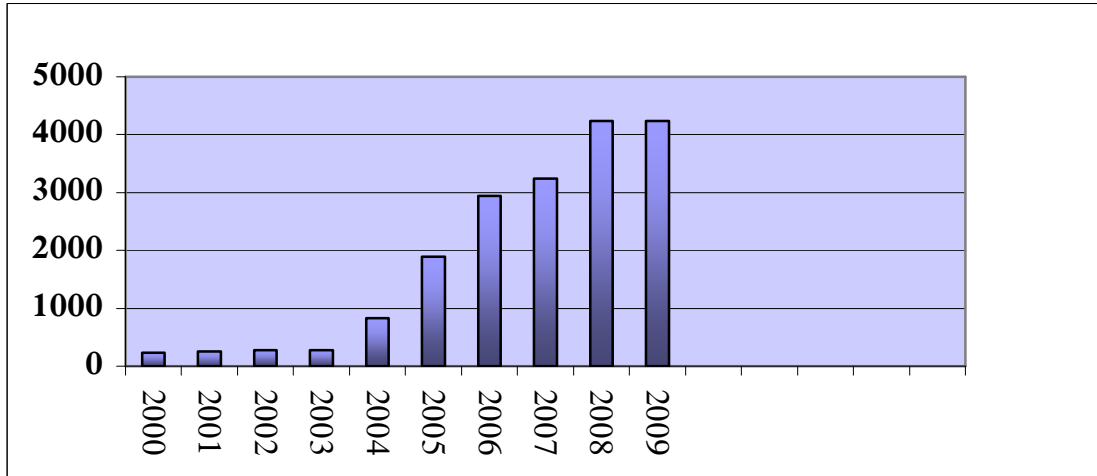
الجدول رقم (28): تدفقات النقدية للصندوق في الفترة ما بين (2009-2000)[159]

الوحدة: مليار دينار جزائري

البيانات السنوات	المداخيل	النفقات	الفرق بين الإيرادات و النفقات	تراكم الأصول في صندوق ضبط الإيرادات	معدل نمو موجودات صندوق ضبط الإيرادات
2000	454	220	234	234	-
2001	124	107	17	251	%7.26
2002	26	0	26	277	% 10.35
2003	450	155	295	572	% 106.49
2004	420	160	260	832	% 45.45
2005	1300	240	1060	1892	% 127.4
2006	1750	700	1050	2942	% 55.496
2007	1700	1400	300	3242	% 10.197
2008	2200	1200	1000	4242	% 30.84
2009	0	0	0	2242	0

المصدر : من إعداد الطلبة اعتمادا على معطيات من المديرية العامة للخزينة.

والبيان الموالي يوضح تطور حجم صندوق ضبط الإيرادات:



الشكل رقم (25): يوضح تطوّر حجم صندوق ضبط الإيرادات 2008-2000

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

من خلال ما سبق نلاحظ أن حجم صندوق ضبط الإيرادات شهد نمو كبير في الفترة ما بين 2003 و 2006 ، حيث بلغ معدل النمو إلى أعلى مستوياته في سنة 2005 بمقدار 127.4 % ، و هذا النمو يعود إلى الإيرادات البترولية الكبيرة التي حققتها الجزائر بفضل زيادة أسعار البترول و لكون أن الجزائر في هذه الفترة كانت قد حددت سعر المرجعي لبرميل النفط الخام بمبلغ 19 دولار ، بينما كانت الأسعار السوقية تتجاوز 45 دولار و هذا ما يعن وجود هامش كبير يقدر بـ ، و استمر نمو حجم الصندوق بنفس الوتيرة إلى غاية 2008 بالرغم من الأزمة المالية حيث يعود استمرار التوازنات المالية خلال هذه السنة بشكل وثيق إلى التسيير العقلاني والرشد لفوائض النفط على مستوى صندوق ضبط الإيرادات. إذ أن الأموال المتوفرة لدى الصندوق تحسنت بشكل كبير، على الرغم من كثرة الطلب على الأموال العمومية حيث بلغ رصيد الصندوق 4280 مليار دينار في نهاية 2008 .

بينما في سنة 2009 فلم يحدث أي نمو لموجودات صندوق ضبط الإيرادات، و هذا لا يعود لتراجع الإيرادات العامة بسبب تراجع أسعار البترول لكون و بالرغم من تراجع أسعار البترول إلى أنها لم تقل عن السعر المرجعي المحدد في قانون المالية (37 دولار للبرميل) ، و الذي تم على أساسه تقدير الإيرادات العامة لسنة 2009 ، و بالتالي فإن السبب الوحيد لتراجع معدلات نمو صندوق ضبط الإيرادات هو نمو الإنفاق الحكومي بمعدلات أعلى من معدلات تزايد الإيرادات العامة أدى إلى نشوء ظاهرة عجز الموازنة ، مما استوجب من الدولة استعمال المخصصات من الإيرادات الموجهة للصندوق في تغطية هذا العجز .

3.3.3.3. أفاق نمو صندوق ضبط الإيرادات

من خلا ما سبق نلاحظ أن نمو صندوق ضبط الإيرادات يتأثر بعاملين أساسيين و هما سعر النفط بصفته المورد الأساسي للإيرادات العامة للجزائر ، وكذلك بنمو حجم النفقات، و بذلك فمن أجل إعطاء صورة استشرافية عن مستقل صندوق ضبط الإيرادات يتطلب منا دراسة الأفاق المستقبلية لأسعار النفط و كذلك نمو النفقات العامة للجزائر.

ففيما يخص أسعار النفط فإنها سوف تشهد استقرار بعد مدة في مستوى 70 دولار أمريكي، و يفسر ذلك بكون أن الطفرة النفطية الثالثة بدأت تأخذ مسارها منذ عام 2002 ، و استمرت حتى منتصف عام 2008 ، و هذه الفترة المستمرة لتصاعد أسعار النفط هي أطول فترات الارتفاع في تاريخ صناعة النفط ، و هذا يعني أن هذه الطفرة هي نتيجة عن أسباب جوهريّة ، و بذلك فهي طفرة حقيقية و سوف تعاود عملها بعد انحصار الأزمة المالية العالمية ، و بذلك فإن أسعار النفط

" سوف تحافظ على مستوى 70 دولار أميركي للبرميل قريبا حالما يتعافى و يتآكل المخزون الاستراتيجي لدى الدول المستهلكة " [2] ص 44 ، و هناك تقديرات تشير إلى أن أسعار النفط سوف تشهد مزيد من الارتفاع عبر الزمن للاعتبارات التالية:

- النفط ثروة ناضبة " و العالم أدمن على استخدامها، فأصبح النفط جزءا من كل شيء حولنا، و نعتمد عليه في كل شيء حولنا، و نعتمد عليه في كل مجالات الإنتاج و أوجه الاستهلاك عامة.

- " ارتفاع التكاليف الحدية للمكامن و المصادر البديلة لإنتاج النفط و التي تتراوح بين 65 دولارا و 150 دولارا للبرميل " [2] ص ص 42-43.

- " لموقع النفط المتميز في ميزان الطاقة العالمي.

- لظهور قوى اقتصادية صاعدة جديدة على المستوى العالمي تحفز النمو الاقتصادي" [105] ص 4 .

و منه و بما أن أسعار النفط لن تنخفض إلى مستوى 37 دولار أميركي، فهذا يعني انه سوف يكون هناك نمو لحجم صندوق ضبط الإيرادات في السنوات المقبلة ما لم تنضب الثروة النفطية أو تزيد قيمة النفقات العامة مما يضطر الدولة إلى استخدام موجودات الصندوق أو أخذ المخصصات الموجهة له مثل ما حدث في سنة 2009.

و هذا يعني أن نمو صندوق ضبط الإيرادات مرهون بمدى ترشيد النفقات، و توسيع مجال استخدامات الصندوق ليشمل مجالات استثمارية محلية أو دولية منتجة و تدر عوائد للصندوق، و ليس بتطور أسعار النفط في الأسواق العالمية.

4.3. دور صندوق ضبط الإيرادات في الاقتصاد الجزائري

إن السير الحسن للسياسة المالية و استقرار معدلات الدين العمومي و العجز الموازني هو مرهون أولاً بالإيرادات العامة و خاصة منها الجباية البترولية، لذلك كان لزاماً على الجزائر إنشاء صندوق ضبط الإيرادات الذي كان له الدور الكبير في إعادة الاستقرار و لو بشكل محدود للاقتصاد الجزائري، و تمثل دور صندوق ضبط الإيرادات في الأساس تخفيض المديونية العمومية ، ليصبح بعد ذلك يشمل كذلك تمويل عجز الموازنة العامة للدولة و هذا بموجب التعديل الذي تم سنة 2006 .

1.4.3. دور صندوق ضبط الإيرادات في تخفيض المديونية

تطورت المديونية الجزائرية مع ظهور المخططات التنموية و خاصة المخطط الرباعي الثاني (1974-1977)، و أصبحت تشكل عبئاً كبيراً على الاقتصاد الوطني، و ما يهمننا و نحن نتناول بالدراسة ظاهرة المديونية الجزائرية هو دور إبراز دور صندوق ضبط الإيرادات في التقليل من حدة المشكل بالنسبة للجزائر .

1.1.4.3. نشأة المديونية و تطورها

الديون الخارجية الجزائرية في الستينات لم تكن " تشمل إلا قروض الهيئة الفرنسية للتعاون الصناعي (OCI) و تضاف إليها بعض القروض الحكومية لبلدان المعسكر الشرقي ، و قرصاً من الصندوق الكويتي للتنمية الاقتصادية ، منحه للجزائر في بداية السبعينات ، و باستثناء هذا الأخير ، كانت التمويلات تجارية بحتة تقدمها البلدان الممونة بالتجهيزات و الخدمات المرتبطة بها ، في إطار المشاريع الصناعية ، و قد بلغ مخزون الديون الخارجية 3335 مليون دولار أمريكي في عام 1971" [126] ص 277.

■ تطور المديونية الخارجية خلال الفترة 1974-1985

قبل دراسة المديونية الخارجية في هذه الفترة ما بين 1974 و 1985 سنلقي نظرة عن البيانات الكمية في الجدول أدناه لإعطاء صورة رقمية مبسطة عن هذه المرحلة التي مرت بها المديونية الخارجية للجزائر :

الجدول رقم (29): المديونية الخارجية خلال الفترة 1974 – 1985 " [126]

الوحدة :مليار دولار

السنوات	197	197	197	197	197	198	198	198	198	198
	4	5	6	7	8	9	0	1	3	4
رصيد الدين الخارجي	4.9	6.0	9.5	12.0	15	20	19.4	17.7	16.3	15.9
										18.4

إن المعطيات الكمية في الجدول أعلاه تسمح لنا بإبراز ملاحظة مهمة ، و المتمثلة في كون أن تطور المديونية الخارجية للجزائر في الفترة ما بين 1974 و 1985 مر بمرحلتين متباينتان تعكس في نفس الوقت طبيعة المرحلة التي مر بها الاقتصاد الوطني و هما :

المرحلة الأولى (1970- 1979): نلاحظ أن المديونية الخارجية خلال هذه المرحلة تميزت بتصاعد مستمر و بمعدلات نمو مرتفعة في هذه الفترة ، وهذا "نظرا لارتفاع قيمة الواردات الجزائرية بسبب التضخم والنمو السريع للطلب بالإضافة إلى التضخم العالمي الذي مسّ المبادلات الدولية بخسائر كبيرة لبلدان العالم الثالث ومنها الجزائر، الأمر الذي دفع الدولة إلى طلب قروض خارجية لمواجهة نفقات التنمية خلال الفترة 67- 1979 " [160] ص 311.

" و خلال سنة 1979 عرفت ارتفاعاً كبيراً حيث بلغت 56% من الناتج الداخلي الخام، أما خدمة الدين بلغت 36% من صادرات السلع، وما زاد الوضع خطورة شروط منح القروض على الجزائر والمتمثلة في ارتفاع معدلات الفائدة وقصر مدة القرض وهذا ما أقحم الجزائر في نظام تراكمي أثر بقوة على سياسة التنمية المستقبلية" [161] ص 208.

المرحلة الثانية (1980- 1984): تبرز في هذه المرحلة انخفاض الدين الخارجي من 19.4 مليار دولار سنة 1980 إلى 15.9 مليار دولار سنة 1984 ، و تعبر هذه المرحلة عن اليسر المالي الذي مر به الاقتصاد الوطني نظرا للظروف الدولية المساعدة .

و من جهة أخرى ، فإن الاقتطاع في إطار فوائد الديون تراوح بين 10 و 11 % من مداخل التصدير خلال الفترة الممتدة من 1979 إلى 1985 ، باستثناء عام 1981 ، حيث بلغ الاقتطاع حوالي 9 % ، و حتى قبل الصدمة البترولية المعاكسة لسنة 1986 ، عانت الجزائر آثار الاقتطاع الحقيقية : " [126] ص 279

- فقد تكبدت تحويل ثروتها لفائدة البلدان المستوردة لمحروقاتها ، بسبب تراجع

أسعارها .

- و تحولت اقتطاعات جد معتبرة من مداخلها المتدنية فيما يخص فوائد الديون ، بالرغم من أن مخزون الديون الخارجية قد تقلص بأكثر من 4 ملايين دولار ، خلال الفترة الممتدة بين 1979 و 1984 .

▪ ضخم حجم المديونية الخارجية (1986-1991)

" نجم عن انهيار أسعار النفط الخام في عام 1986 انخفاض في مداخل الجزائر الخارجية بأكثر من 5.6 مليار دولار ، مع العلم أن العملة الأمريكية فقدت ، منذ بداية عام 1985 حوالي 50% من قدرتها الشرائية " [126] ص 279.

و خلال الفترة الممتدة بين 1986 و 1991 ارتفع مخزون الديون الخارجية بشكل كبير و من أجل دراسة هذه المرحلة اعتمد على الجدول الموالي الذي يعطي صورة رقمية واضحة عن هذه المرحلة .

الجدول رقم (30): المديونية الخارجية خلال الفترة 1986-1991، [162]، [163]

الوحدة :مليون دولار

المجموع	الديون القصيرة الأجل		الديون المتوسطة والطويلة الأجل		السنوات
	النسبة المئوية	القيمة	النسبة المئوية	القيمة	
20566	4,9 %	1000	95,1 %	19566	1986
24601	5,4 %	1315	94,6 %	23286	1987
25041	6,5 %	1621	93,5 %	23420	1988
25325	6,8 %	1717	93,2 %	23608	1989
28.379	6,3 %	1791	93,7 %	26588	1990
27.875	4 %	1239	96 %	26636	1991

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ إن عبء المديونية الخارجية قد زاد خلال فترة 1986 و 1991 حيث انتقلت من 17.064 مليار دولار سنة 1985 إلى 25.325 مليار دولار سنة 1989 ، " وترجع هذه الزيادة إلى انخفاض أسعار البترول سنة 1986 بالإضافة إلى تحويل هيكل المديونية من ديون متوسطة وطويلة الأجل إلى قصيرة الأجل ، كما أنّ نسبة خدمة الدين إلى الصادرات بلغت 69.2 % سنة 1989، وهذا يعني أنّ ثلثي صادرات- الإيرادات- تخصص لخدمة الدين والباقي لا يكفي لسدّ الحاجيات المواد الضرورية المستوردة، وعندئذ كانت الجزائر تحتل المرتبة الثانية بعد أوغندا من ناحية خدمة الديون" [160] ص 311 .

و بالفعل ، فان القروض قصيرة المدى التي تحصلت عليها الجزائر في 1986 ، و جب تسديدها في سنة 1988 ، أما القروض التي تم حشدها في سنة 1987 ، فقد سددت في عام 1989 ، و عليه ، تراكمت ديون الجزائر ، كما ارتفعت فوائد الديون بسرعة أكثر من أصل الدين ، و حينئذ اتخذت الجزائر " عدة إجراءات جديدة لحل مشكل المديونية وخاصة خدمة الدين ، وخاصة مع تقلص مدة القروض- 4 سنوات سنة 1989 مقابل 19 سنة في المغرب و15 سنة في تونس، و عليه تمّ اتخاذ قرار التغيير في هيكل المديونية وتقليص القروض الخارجية قصيرة الأجل مع تفضيل القروض طويلة الأجل" [164] ص 106.

لقد عرفت الجزائر سنة 1987 صعوبات كثيرة في حصولها على قروض جديدة بالإضافة إلى انخفاض مداخيل الصادرات بصفة معتبرة، وكان على الجزائر سد حاجيات الاقتصاد الوطني من جهة وتسديد مستحققاتها من الديون وخدمات الدين من جهة أخرى، وكان من الصعب التوفيق بين الاثنين رغم هذا أنّ الجزائر لم تلجأ إلى تمويلات صندوق النقد الدولي إلا انطلاقاً من سنة 1988، ومن ثمّ انطلقت الجزائر في اتخاذ تدابير وسياسات حازمة وأكثر واقعية مع مراعاة الهدف من وراء هذه الإصلاحات وهو هدف الانتقال من اقتصاد موجّه إلى اقتصاد السوق والمنافسة، وفي نفس الوقت عملت على التقارب وخلق جو من التعاون مع المؤسسات المالية الدولية- صندوق النقد الدولي والبنك العالمي- لدفع عجلة الإصلاحات المتخذة خلال فترة التسعينات وهذا ما نحاول التطرق له في المبحثين المواليين.

و في هذه الفترة " لجأت الجزائر إلى الصندوق النقدي الدولي للحصول على الإقساط المرتفعة في إطار اتفاق التثبيت، في 30 ماي 1989، وبالفعل وافق الصندوق على تقديم 155.7 مليون وحدة حقوق خاصة وقد استخدم المبلغ كلياً كشريحة واحدة في 30 ماي 1989 " [165] ص 195.

▪ تطور المديونية الخارجية خلال الفترة (1991-2000)

أدى عبء الديون إلى اختناق البلاد التي " أصبحت لزاماً عليها في سنة 1991 إن تخصص نحو 21 % من ناتجها الوطني الإجمالي لتسديد خدمة الديون " [126] ص 281. و الجدول الموالي يعطي صورة أوضح عن المرحلة ما بين 1991 إلى غاية 2000 أي قبل إنشاء صندوق ضبط الإيرادات .

الجدول رقم (31): تطور المديونية الخارجية خلال الفترة 1991-2000 [166]

الوحدة: مليار دولار

ديون قصيرة الأجل		ديون متوسطة و طويلة المدى		إجمالي الديون	السنوات
السنة	القيمة	النسبة	القيمة		
4	1,239	96	26,636	27,875	1991
2,9	0,792	97,1	25,886	26,678	1992
2,7	0,700	97,3	25,024	25,724	1993
2,15	0,636	97,85	28,850	29,486	1994
0,8	0,256	99,2	31,317	31,573	1995
1,26	0,421	98,74	33,230	33,651	1996
0,52	0,162	99,48	31,060	31,222	1997
0,70	0,212	99,30	30,261	30,473	1998
0,62	0,175	99,38	28,140	28,315	1999

من خلال الجدول نلاحظ نلاحظ أن المديونية الخارجية شهدت تناقص في المرحلة الأولى أي من 1991 إلى غاية 1993، و" يمكن تفسير تناقص مخزون الديون في سنة 1992 مقارنة بسنة 1991، على العموم بتأثير سعر صرف الدولار الأمريكي " [126] ص 281.

و في سنة 1994 تم إعادة الجدولة للديون و التي تستند إلى برنامج للتعديل الهيكلي يتم من خلالها إعداده بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي و يطبق تحت إشرافه ، حيث نص مخطط التعديل على رفع أسعار الفائدة بنسب عالية ، بالإضافة إلى إجراء تخفيض كبير في قيمة العملة ، و بالفعل قامت الجزائر بتخفيض لقيمة الدينار ، إضافة إلى عملية التخفيض التي جرت في عام 1991 و التسيير المرن لسعر الصرف منذ عام 1986 لم يحفز قدرة الجهاز الوطني للإنتاج على المنافسة، و بذلك بقيت الجزائر تعاني من التبعية نحو الخارج مثلما كانت في الماضي ، و ظلت الصادرات تنحصر في المحروقات .

2.1.4.3. تعامل الجزائر مع مشكل المديونية قبل سنة 2000

لقد حاولت الجزائر معالجة مشكل المديونية بثتى الطرق و التي من بينها سياسة الاعتماد على الذات ، و تعبئة الفائض الاقتصادي الممكن لأجل إشباع الحاجات الأساسية للسكان ، و قد حاولت الجزائر عدم اللجوء إلى المؤسسات المالية الدولية و ذلك خوفا من تدخل هذه المؤسسات في تحديد سياساتها الاقتصادية ، إلا أن عدم الاستقرار السياسي خلال حقبة التسعينات ، و التدهور المستمر لإيرادات الصادرات و كذلك زيادة أعباء المديونية أحالت دون تطبيق هذه الإصلاحات"

[167] ص 146، و بعد تأزم الأوضاع أكثر كان لابد على الجزائر اللجوء الى الهيئات الدولية لطلب المساعدة .

فقامت الجزائر بالسحب من الموارد العامة لصندوق النقد الدولي " وما يميز هذا النوع من المعاملة أنها لا تحتوى في بنودها أية شروط ومن هذه السنة عرفت الجزائر اتفاقات متعددة مع الصندوق النقد الدولي" [151] ص 281.

و بذلك حصلت الجزائر " على الإقساط المرتفعة في إطار اتفاق التثبيت، في 30 ماي 1989، وبالفعل وافق الصندوق على تقديم 155.7 مليون وحدة حقوق خاصة وقد استخدم المبلغ كليا كشريحة واحدة في 30 ماي 1989 " [165] ص 281 .

و حاولت الجزائر بعد ذلك معالجة المشكلة بطرق أخرى ، فاعتمدت في البداية على عملية إعادة هيكلة أو بمعنى آخر ترتيب الديون أو ما يعرف أيضا بإعادة تمويل الديون ، و من بعدها اعتمدت على عملية إعادة الجدولة .

■ إعادة التمويل :

هي " تقنية مالية تستعملها المؤسسات أو الدول التي تواجه مشاكل سيولة ، أو مشكلة خزينة، أو هي عملية يتم بمقتضاها منح قروض جديدة تعوض أو تحل مكان تلك القروض التي وصلت أجالها ، فهي بذلك تؤثر على الآجال و لا تؤثر إطلاقا على هيكلة الديون" [168] ص 91.

و الهدف من إعادة تمويل الديون هو استبدال الديون القديمة بديون جديدة و بشروط مختلفة عن السابقة فيما يخص فترة السداد و معدل الفائدة ، و قد قامت الجزائر بعدة عمليات لإعادة تمويل ديونها نذكر منها : [167] ص ص 146-148.

- **عملية السندات ذات القسيمة صفر** : و هي أول خطوة لفك الخناق على المالية الجزائرية و هي عملية مضمونة من طرف الخزينة الفرنسية من اجل ضمان مواصلة التسديد و الاقتراض ، حاول القرض الشعبي الجزائري (CPA) الممثل للحكومة الجزائرية التي أوكلت له مهمة القيام بمفاوضات مع القرض الليوني و التي بموجبها يحصل على 1.5 مليار دولار أو مليارين في السوق الدولي من الأموال الدولية على ان يستعمل 50% من هذا المبلغ لشراء سندات ذات القسيمة صفر للخزينة الفرنسية لضمان تسديد أصل الدين ، و الباقي لتسديد استحقاقات الديون خلال فترة محددة إلا أن هذه العملية لم تتم نتيجة الخلافات و الصعوبات أثناء المفاوضات ، و لجأت الجزائر بعد ذلك الى استعمال تقنيات أخرى لعملية إعادة التمويل.

- **عملية إعادة تمويل القرض الليوني** : بعد فشل العملية السابقة (سندات ذات القسيمة صفر) حاول مرة أخرى القرض الشعبي الجزائري بالتعاون مع بنك لازار بالتفاوض مع القرض الليوني من اجل إعادة تمويل جزء من الديون مع مجموعة من البنوك و دامت المفاوضات أكثر

من 6 أشهر ، و قد وقع على اتفاق مبدئي في أكتوبر 1991 ، ليتم التوقيع النهائي في مارس 1992 ، و يعود هذا التأخير لتراجع بعض البنوك ، فلولاً تدخل بعض السياسيين لإقناع بنك دولهم بضرورة مساعدة الجزائر لما تمت العملية .

حصلت الجزائر بعد التوقيع الأخير على مبلغ 1.45 مليار دولار من طرف 240 بنك باختيار 5 عملات و هي الفرنك و الفرنك السويسري و الدولار الأمريكي و المارك الألماني و الين الياباني، و لقد شملت الأجال الفترة الممتدة من أكتوبر 1991 إلى مارس 1993 .

-إعادة التمويل الإيطالي : اتفقت الجزائر مع إيطاليا ، للفترة (1991-1993) على إعادة تمويل الديون بمبلغ قدره 7.2 مليار دولار ، حيث يستخدم 2.7 مليار دولار لتحسين وضعية ميزان المدفوعات ، أما الباقي فتستخدم في تمويل الواردات على شرط أن يكن مصدرها من إيطاليا مقابل الصادرات الجزائرية لهذا البلد من الغاز .

و بالرغم من هذه السياسات المنتهجة كبدل عن إعادة الجدولة إلى أنها لم ، تعطي نتائج ايجابية ، و بانتهاء أسعار النفط مجددا في 1993 -1994 أصبحت إعادة الجدولة حلا لا مفر منه ، لذلك تم الشروع في برنامج التثبيت الكلي للاقتصاد في افريل 1994.

■ إعادة الجدولة :

و بعد الجدل الكبير في الجزائر بين أنصار إعادة الجدولة و أنصار إعادة تحويل الديون كحل لمشكل المديونية في الفترة ما بين 1988 و 1993 و بعد الوضعية الحرجة التي آل إليها الاقتصاد الجزائري في سنة 1994 ، حيث وجدت نفسها أمام توقف شبه كلي عن تسديد ديونها حيث بلغت خدمت المديونية 114% من مداخيل التصدير ، و بذلك و جدت الجزائر نفسها مضطرة إلى اعتماد جدولة الديون الخارجية ، حيث جرت هذه العملية بشكل كلاسيكي : [126] ص ص 285-286.

- تطبيق برنامج استقرار يعرف باتفاق " ستاندباي " (افريل 1994- مارس 95) ، يتضمن احترام الشروط ، يليه برنامج تعديل هيكلي على أساس اتفاق تمويل موسع تشمل مدته ثلاث سنوات (افريل 95 – مارس 98).

و قد سمحت هذه العملية الشاملة بإعادة جدولة 16 مليار دولار ، نتيجة إجراء عملية إعادة تحويل للديون الخاصة مع نادي لندن و عمليتي تحويل للديون العمومية أنجزت مع نادي باريس . و إضافة إلى ذلك ، سمحت الإجراءات المواكبة لبرنامج التعديل الهيكلي بتعبئة موارد إضافية قدرت بـ 2.6 مليار دولار منحتها مؤسسات بروتن وودز (صندوق النقد الدولي و البنك الدولي للإنشاء و التعمير).

- سياسة نقدية مقيدة بهدف :

. امتصاص الفائض في السيولة النقدية الذي تجمع خلال فترة التسيير الاقتصادي الموجه إداريا.

. التزود ببنك مركزي مستقل و دعمه .

. توسيع العرض في مجال المنتوجات .

- مرونة في العرض الخاص بالسلع و الخدمات تمح بتحريير مطلق للأسعار
- سياسة صارمة و متوازنة في مجال الميزانية ، تتميز بالإلغاء التدريجي لأنظمة دعم الدولة المعتمدة ، و بوضع نظام جبائي فعال يرمي إلى تشجيع المؤسسات ذات الأداء الجيد و تثبيط نشاطات المضاربة او المدعمة إداريا (هدف تم الإعلان عنه لكنه لم يتحقق إطلاقا)
- تحرير التجارة الخارجية و حركة رؤوس الأموال : إلغاء احتكار الدولة للتجارة الخارجية
- تخفيف معتبر لسعر الصرف لتحرير تداول رؤوس الأموال ، مما يسمح بقابلية تحويل الدينار ، و قد يتيح هذا التخفيض في سعر الصرف إعادة توازن المبادلات مع بلدان العالم ، من جهة أخرى.

و قد سمح تطبيق هذا البرنامج بتحقيق تقدم في الفترة الممتدة بين 1994 و 1995 ، و في سنة 1996 على وجه الخصوص ، في مجال استعادة التوازنات المالية الكبرى الخارجية و الداخلية لا سيما في مجال تحقيق توازن الميزانية ، و إعادة تشكل احتياطات الصرف ، و تحسين ميزان المدفوعات و تحقيق زيادة الكتلة النقدية .

و قد تراجعت نسبة التضخم من جراء الاتجاهات العام نحو استقرار الأسعار حيث " قدرة نسبة التضخم في سنة 1998 حوالي 5 % لتتناقص بعد ذلك لتصبح 2.6% سنة 1999 "[132].

و بالرغم من العمليات السابقة الذكر استمر مشكل المديونية الخارجية قائما في هذه الفترة ، و يعود ذلك إلى سببين مهمين و هما :

- " إن عمليات إعادة الجدولة التي أنجزت في الفترة الممتدة بين 1994 و 1995 لم تتوصل إلى مسح الديون ، و إنما سمحت فقط بتخفيض 50% من خدمة المديونية السنوية "[168] ص 284

- قيام الجزائر المستمر بتأجيل الاستحقاقات فيما يخص أصل الديون و بعض الفوائد ، حيث أدى ذلك إلى تضخم حجم الديون الخارجية بالرغم التقليل في القروض الجديدة.

3.1.4.3. تعامل الجزائر مع مشكل المديونية في ظل إنشاء صندوق ضبط الإيرادات

لعب صندوق ضبط الإيرادات منذ إنشائه دورا مهما في تخفيض من حدة المديونية العمومية، حيث نص قانون المالية التكميلي لسنة 2000، وبالأخص في مادته العاشرة على مايلي :

[139]

يفتح في كتابات الخزينة حساب تخصيص خاص رقم 103-302 بعنوان " صندوق ضبط الموارد " ، يقيد في هذا الحساب :

في باب الإيرادات :

- فوائض القيم الجبائية الناتجة عن مستوى اعلي لأسعار المحروقات على تلك المتوقعة
ضمن قانون المالية .

- كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بسير الصندوق.

في باب النفقات :

- ضبط نفقات و توازن الميزانية المحدد عن طريق قانون المالية السنوي .

- تخفيض الدين العمومي .

و لإعطاء صورة أوضح عن تطور الديون الخارجية في ظل إنشاء صندوق ضبط الإيرادات

الجدول رقم (32):تطور المديونية الخارجية في الفترة 2000-2008 [106] ص 11، [107]

ص 16

الوحدة : مليار دولار أمريكي

ديون قصيرة الأجل		ديون متوسطة و طويلة المدى		إجمالي الديون	السنوات
النسبة	القيمة	النسبة	القيمة		
0,68	0,173	99,31	25,088	25,261	2000
1,15	0,260	98,85	22,441	22,701	2001
0,45	0,102	99,55	22,540	22,642	2002
0,64	0,150	99,36	23,203	23,353	2003
1,88	0,410	98,12	21,411	21,821	2004
4,11	0,707	95,89	16,484	17,191	2005
9,66	0,541	90,34	5,062	5,603	2006
12,79	0,717	87,21	4,889	5,585	2007
23,33	1.303	76,67	4,282	5,606	2008

من خلال المعطيات السابقة و اعتمادا على معطيات الجدول رقم (24) والذي يوضح العمليات المنجزة على صندوق ضبط الإيرادات نلاحظ أن المديونية الخارجية سجلت انخفاضا كبيرا خاصة خلال الفترة ما بين 2000 و 2006 إذ انخفضت من 25.261 مليار دولار أمريكي سنة 2000 إلى 5.603 مليار دولار أمريكي سنة 2006 ، و أن هذا الانخفاض راجع إلى تبني الحكومة لخيار سداد المديونية الخارجية مع التوقف عن الاقتراض الخارجي بالنظر إلى الفوائض المالية التي تم تحقيقها بفضل الطفرة النفطية الثالثة ، كما قامت الجزائر باستعمال موارد صندوق ضبط الإيرادات لتسديد المسبق للدين الخارجي، حيث قام الصندوق بعملية محددة واحدة أجراها عام 2004 بمبلغ 57 مليار ، كما قدر مبلغ تسديد الرصيد الأصلي للدين بـ 2144 مليار دينار جزائري خلال الفترة الممتدة ما بين 2000 و 2008 ، مع العلم أن فترة 2004-2008 سجلت أكبر الاقتطاعات من رصيد صندوق ضبط الإيرادات حيث تم اقتطاع سنة 2004 ما يقارب 166 مليار دينار جزائري ، و سنة 2005 حوالي 248 مليار دينار جزائري ، و 618 مليار دينار جزائري سنة 2006 ، و يعود سبب زيادة الاقتطاع من الصندوق قيام الحكومة الجزائرية بالتسديد المسبق للمديونية في هذه الفترة .

2.4.3. دور صندوق ضبط الإيرادات في تمويل عجز الموازنة العامة

عجز الموازنة العامة " هو عبارة عن حدوث فجوة بين الإيرادات المتوقعة والنفقات المتوقعة للدولة، ويأخذ عجز الموازنة العامة شكلين:

أحدهما أن يكون العجز ناتجا عن ضعف الجهاز الإنتاجي للدولة وعدم قدرة الإيرادات العامة ملاحقة التزايد في النفقات العامة للدولة، وهذا هو الذي يصيب الدول النامية والجزائر واحدة منها، أما الشكل الثاني للعجز فيكون ناتجا عن إتباع إحدى السياسات الاقتصادية التي تخلق هذا العجز في الموازنة العامة وهذا ما يظهر في اقتصاديات الدول المتقدمة.

يعتبر عجز الموازنة العامة للدولة أحد عوامل الاختلال الأساسية التي تعبت بأوضاع التوازن الاقتصادي العام الداخلي " [160] ص 395.

وفي الجزائر أدى " التزايد المستمر للإنفاق بمعدلات أعلى من معدلات تزايد الإيرادات العامة إلى نشوء ظاهرة عجز الموازنة والتي تتزايد معدلاته من سنة لأخرى الأمر الذي اقتضى من الدولة الجزائرية البحث عن حلول لهذا المشكل " [160] ص 385.

1.2.4.3. رصيد الميزانية في الفترة التي سبقت إنشاء صندوق ضبط الإيرادات

لتحديد دور صندوق ضبط الإيرادات في تمويل عجز الموازنة العامة يتطلب منا اولا التطرق الى وضعية الموازنة العامة في الجدول الموالي و الذي يبين تطور كل من الإيرادات، النفقات، وعجز الموازنة من سنة 89 إلى سنة 99 :

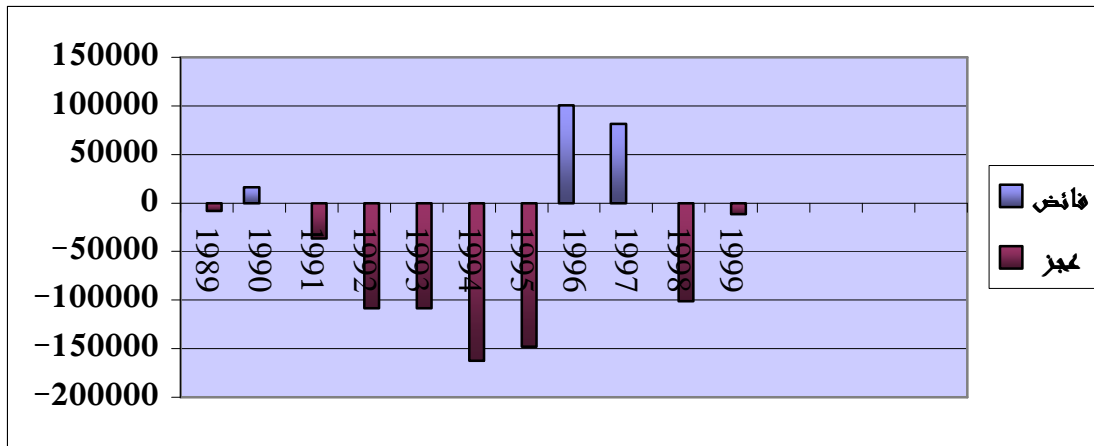
الجدول رقم (33): تطور كل من الإيرادات العامة و النفقات العامة و العجز الموازنة

العامة [138]

الوحدة: مليون دج

السنوات	مجموع الإيرادات	مجموع النفقات	الرصيد
1989	116400	124500	8100-
1990	152500	136500	16000
1991	248900	212100	36800
1992	311864	420131	108267-
1993	313949	476627	162678-
1994	477181	566329	89148 -
1995	611731	759617	147886-
1996	825157	724609	100548
1997	926668	845196	81472
1998	774511	875739	101228-
1999	950496	961682	11186-
2000	1125161	1178122	52961-

والبيان التالي يوضح تطور فائض وعجز الموازنة:



الشكل رقم (26): يوضح تطور رصيد الموازنة خلال الفترة 1989-2000

إن البيان أعلاه يوضح أن الموازنة العامة كانت تعاني عجزاً دائماً خلال عقد التسعينات وخاصة في السنوات 1992 ، 1993 ، 1994 ، 1995 ، 1998 ، حيث كان رصيد الميزانية مع نهاية الثمانينات في حالة عجز حيث بلغ سنة 1989 (8100 مليون دج) تحوّل هذا الرصيد إلى حالة فائض مع بداية التسعينات كنتائج للإصلاحات التي انتهجتها الدولة حيث بلغ الفائض 16000 مليون دج سنة 1990 تحسن هذا الفائض إلى 36800 سنة 1991 أي ما يمثل نسبة 2.88% ، 4.26% من الناتج الداخلي الخام، كما أنّ هذا التحسن في رصيد الميزانية يعود كذلك إلى تضاعف إيرادات الجباية البترولية حيث انتقلت من 76200 سنة 1990 إلى 161500 مليون دج سنة 1991.

لكن هذا الفائض لم يستمر حيث ظهر العجز مرة ثانية ابتداء من سنة 1992 (108267 مليون دج) تفاقم هذا العجز سنة 1993 حيث أصبح 162267 مليون دج أي ما يمثل 10.07% ، 13.67% على التوالي من الناتج الداخلي الخام.

يمكن تفسير ذلك بتراجع أسعار النفط إذ بلغت 17.50 دولار للبرميل سنة 1993 عوض 24.34 دولار سنة 1990 مع ما ترتب عن ذلك من انخفاض في الجباية البترولية بالإضافة إلى ذلك ارتفاع النفقات العامة فقد ارتفعت سنة 1993 بنسبة 26.49% ، كما لا ننسى خدمة المديونية الخارجية أين عرفت أكبر نسبة لها من حجم الصادرات خلال فترة الدراسة حيث بلغت 82.2%.

و تم تقلص في عجز الموازنة سنة 1994 إلى 89148 مليون دج والسبب في ذلك هو الإجراءات المنتهجة من طرف الدولة والمتمثلة في تعميق الإصلاحات الهيكلية، غير أنّ هذا العجز زادت حدته سنة 1995 بسبب تفاقم حجم النفقات التي كانت وتيرة زيادتها أكبر من وتيرة الإيرادات.

لقد نجحت السلطات في ضبط الأوضاع المالية إلى درجة كبيرة منذ عام 1994 وتحول الرصيد من عجز يعادل ما نسبته 13.67% من الناتج الداخلي الخام سنة 1993 إلى عجز يعادل 6% من الناتج الداخلي الخام رغم هذا التحسن في رصيد الميزانية غير أنّ الاقتصاد الوطني يبقى هشاً وعرضة للأوضاع الخارجية وخاصة المتعلقة بأسعار النفط.

عودة العجز الميزانية العامة سنة 1998 بسبب انهيار أسعار المحروقات ،" حيث انخفض سعر البرميل من 19.47 دولار أمريكي سنة 1997 إلى 12.95 دولار أمريكي سنة 1998 ، حيث انخفضت إيرادات الجباية البترولية بمعدل 28% مما أحدث عجزاً جديداً في الميزانية

العمومية قدره 108.1 مليار دينار جزائري سنة 1998 أي حوالي 4% من الناتج الداخلي الإجمالي" [169] ص 108 .

إنّ الأوضاع البترولية السلبية سنة 1998 استمرت آثارها إلى غاية نهاية السداسي الأول من سنة 1999 أين سجل سوق النفط تحسنا سمح بتقليص العجز 11186 مليون دج أي ما يعادل 0.35% من الناتج الداخلي الخام، وهكذا عرفت توازنات الميزانية مع نهاية عشرية التسعينات تطوّرا ملحوظا تبعا لتغيّرات أسعار المحروقات.

و مما سبق يتضح أنّ الاقتصاد الجزائري تميّز بعجز مزمن في الموازنة العامة للدولة والذي يعتبر أحد عوامل الاختلال الأساسية التي حلت بالتوازن المالي الداخلي، ويمكن حصر أسباب استمرار العجز إلى سببين أساسيين هما:

- زيادة النفقات العامة للدولة بمعدّلات عالية ومتزايدة.
- انخفاض الإيرادات العامة التي تبقى عرضة للتغيّرات الخارجية والمتعلقة بأسعار المحروقات على وجه الخصوص لكون إيرادات الموازنة تعتمد بشكل كبير على الجباية البترولية.
- وإجمالا فإنّ التوازن الداخلي للاقتصاد الوطني يعاني من اختلال يتمثل في عدم التناسب بين الإيرادات العامة والإنفاق العام، وقد تمثلت الإختلالات أساساً في نمو النفقات العامة بمعدّل أعلى من نمو الإيرادات العامة المتاحة محدودة المصادر.

2.2.4.3. تعامل الجزائر مع مشكل عجز الميزانية العامة في ظل إنشاء الصندوق

استمر مشكل العجز الموازني بعد سنة 2000 بالرغم من الإيرادات الكبيرة التي حققتها الجزائر في ظل الطفرة النفطية الثالثة ، و يفسر تواصل هذا العجز بارتفاع حجم الإنفاق الحكومي بشكل كبيرة فاقت في ذلك الزيادة في قيمة الإيرادات، و الجدول الموالي يبين تطور الإنفاق الحكومي و الإيرادات الحكومية و الرصيد الموازني، بالإضافة إلى أهم تدخلات صندوق ضبط الإيرادات من اجل صد العجز الموازني و هذا في الفترة ما بين 2000 و 2008 .

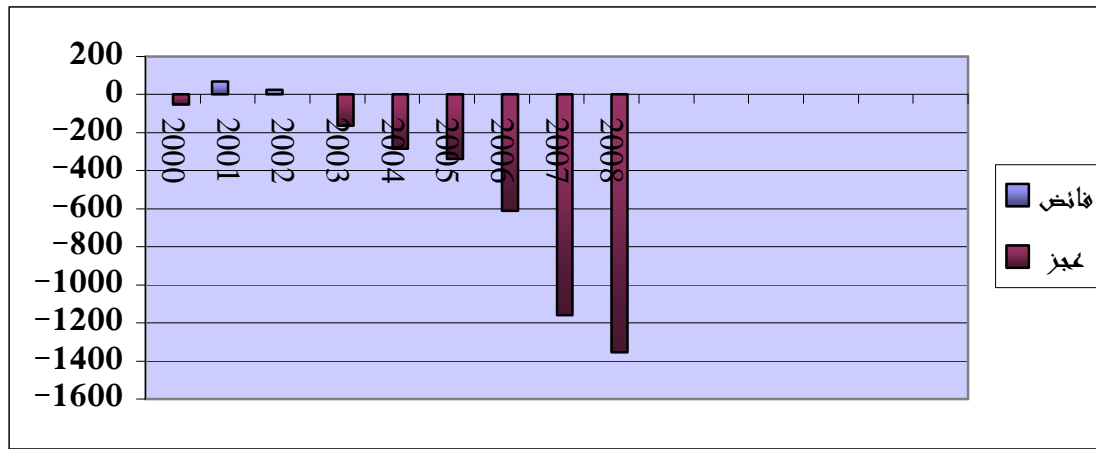
الجدول رقم (34): تطور رصيد الموازنة العامة و أهم تدخلات صندوق ضبط الإيرادات في

الفترة ما بين 2000-2008 [170] ، [171]

الوحدة : مليون دينار جزائري

السنوات	مجموع الإيرادات	مجموع النفقات	الرصيد	تدخلات صندوق ضبط الإيرادات
2000	1124.9	1178.1	53.2-	0
2001	1389.7	1321.0	63.7	0
2002	1576.7	1550.6	26.0	0
2003	1525.5	1690.2	164.7-	0
2004	1606.4	1891.8	285.4-	0
2005	1714.0	2052.0	338.0-	0
2006	1841.9	2453.0	611.1-	91.530
2007	1949.1	3108.6	1159.5-	53.1952
2008	2822.8	4175.8	1353.0-	75.8180

والبيان الموالي يوضح تطور فائض وعجز الموازنة:



الشكل رقم (26): يوضح تطوّر رصيد الموازنة خلال الفترة 2000-2008

من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ أن رصيد الموازنة العامة استمر في تسجيل عجز خلال هذه الفترة، و يفسر هذا العجز بزيادة الإنفاق الحكومي الراجع إلى كون أن " ارتفاع أسعار المحروقات إبتداء من الثلاثي الأخير لسنة 1999 أضفى نوعا من الراحة المالية على هذه الفترة تم استغلالها في بعث النشاط الاقتصادي من خلال سياسة مالية تنموية، عبّر عنها ارتفاع حجم الإنفاق العام ضمن ما سمي بمخطط دعم الإنعاش الاقتصادي، بحيث ارتفعت نسبة الإنفاق

العمومي من الناتج المحلي الخام من 28,31% سنة 2000 إلى حوالي 34,87% سنة 2003، فمبلغ 155 مليار دولار الذي تم اعتماده خارج ميزانية الدولة لتمويل هذا البرنامج يعبر بوضوح عن رغبة الدولة في انتهاج سياسة مالية تنموية" [110] ص 8.

و يمكن تفسيره هذا العجز أيضا بقيام الجزائر " سنتي 2003 و 2004 إعادة اعمار مدينة بومرداس و ضواحيها بسبب الأضرار الناجمة عن الزلزال الذي أصابها ، حيث قدرت مصاريف إعادة الاعمار بـ 105 مليار دينار جزائري ، أي ما يمثل 49.9% من العجز المسجل خلال سنة 2003" [154] ص 195.

أما فيما يخص دور صندوق ضبط الإيرادات في حل مشكل العجز الموازني، فإننا نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن الجزائر لم تعتمد على صندوق ضبط الإيرادات في المدة الممتدة ما بين 2000 و 2005 ، و يمكن إرجاع ذلك لسببين : [154] ص 195 .

- رغبة الحكومة في الحفاظ على موارد الصندوق و استعمالها فقط لتمويل أي عجز يحدث بسبب انهيار أسعار النفط تحت مستوى المرجعي ، و الذي على أساسه يتم تقرير إيرادات الجباية البترولية خلال كل سنة ، مما يعني تأكد الحكومة من استقرار أسعار النفط على المستوى العالمي ، و حرصها على تجنب أي صدمة سلبية قد تشمل الموازنة العامة نتيجة تقلبات أسعار هذه الأخيرة .
- الحفاظ على استقرار الأسعار و بالتالي انخفاض معدلات التضخم ، و ذلك باعتبار أن تمويل العجز الموازني باستخدام موارد الصندوق يؤدي إلى رفع حجم السيولة النقدية المتداولة في الاقتصاد ، مما يعني زيادة الطلب الكلي ، و بالتالي ارتفاع المستوى العام للأسعار ، كما أن لجوء الحكومة إلى استعمال الدين العام الداخلي لتمويل العجز الموازني يهدف إلى التحكم في معدلات التضخم و بالتالي التحكم في زيادة الطلب الكلي الناتج عن ارتفاع حجم الإنفاق الحكومي و الناتج كذلك عن تطبيق سياسة الإنعاش الاقتصادي خلال نفس الفترة .

و خلال المدة الممتدة ما بين 2006 و 2008 قامت الجزائر بالاعتماد على صندوق ضبط الإيرادات في تمويل جزء من عجز الخزينة العمومية، و الراجع إلى التعديل الذي تم في سنة 2006 ثم تعديل الهدف الرئيسي لصندوق ضبط الإيرادات على النحو التالي :

" تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار جزائري" [172]، و بالتالي تمويل عجز الموازنة العامة و هذا من خلال اقتطاع 91530 مليون دينار

جزائري في سنة 2006 و 531952 مليون دينار جزائري سنة 2007 ، و 758180 مليون دينار جزائري سنة 2008 .

و تواصلت خلال سنة 2008 عملية تعزيز الأمن المالي عن طريق " تغطية جزء من العجز الداخلي المتولد عن النشاط الكبير للميزانية، وذلك بفضل الموارد المتوفرة لدى صندوق ضبط الإيرادات الذي يتوفر على قدرة لا يستهان بها في التمويل الذاتي التي من شأنها أن تغطي سنتين من نفقات التجهيز بنفس الوتيرة التي كانت عليها خلال سنة 2008" [132] ص 10.

أما بخصوص التدخلات الممكنة في المستقبل لصندوق ضبط الإيرادات فيما يخص تمويل عجز الميزانية فمن الممكن أن تعتمد الجزائر على الصندوق في تمويل العجز المتوقع في ميزانية 2010 ، حيث تم " تقدير قيمة الإيرادات بـ 3081 مليار دج في حين تبلغ قيمة النفقات 5860 مليار دج وستتم تغطية العجز الميزاني المتوقع من المتوفر من أموال صندوق ضبط الإيرادات الذي يفوق رصيده 4000 مليار دج " [173].

مما سبق يمكن القول أن دور صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الموازنة العامة قد تم

بطريقتين: [147] ص 11

- **طريقة غير مباشرة:** إن استخدام الحكومة للدين العام الداخلي لتمويل العجز الموازني أدى إلى ارتفاع حجم الدين العام الداخلي وهنا يظهر دور صندوق ضبط الموارد من خلال مساهمته في تخفيض حجم المديونية العمومية باعتبارها أحد الأهداف المحددة له ، وبالتالي فإن الصندوق ساهم بطريقة غير مباشرة في تمويل العجز الموازني مع الحفاظ على معدلات تضخم متدنية .

- **طريقة مباشرة:** من خلال مساهمته المباشرة في تمويل جزء من عجز الموازنة العامة خلال

سنة

2006.

خلاصة الفصل

من خلال ما سبق يظهر جليا أن إمكانية تكيف الجزائر يكون سريعا حينما تكون أسعار النفط مرتفعة ، و لكن من الصعب عليها أن تتأقلم مع وضع تكون فيه الأسعار منهارا بسرعة و هذا ما حدث في سنوات الثمانينات و خاصة بعد 1986 ، حينما تأثرت الجزائر بصورة مباشرة بانهيار أسعار النفط مما نتج عنه مشاكل داخلية كبيرة و أزمات مالية و ضغوط على الاستيراد مما ضاعف و سرع من حجم و وتيرة المشاكل الاجتماعية و السياسية و الأمنية التي عرفتها الجزائر و بروز المديونية ، و لكون الجزائر قد استخلصت الدروس من الماضي ، فاتخذت موقفا حذرا بعد ارتفاع الأسعار خلال الطفرة النفطية الثالثة و اعتبرته مؤقتا، لذلك قامت الجزائر باعتماد سعر مرجعي منخفض من اجل تحييد آثار تقلبات أسعار النفط ، كما قامت بإنشاء ثلاث صناديق سيادية هي على التوالي صندوق ضبط الإيرادات، و صندوق وطني للاستثمار، و صندوق وطني لاحتياطات التقاعد، و لكل صندوق من هذه الصناديق الثلاث دور مختلف عن الآخر في الاقتصاد الوطني، و باعتبار صندوق ضبط الإيرادات أقدم الصناديق الثلاث من حيث النشأة، حيث تأسس سنة 2000 ، فقد كان له اثر محدود نوعا ما في الاقتصاد الجزائري من خلال قيامه بسد عجز الموازنة العامة ، و تسديد المديونية العمومية و الخارجية.

خاتمة

في عام 1946 اكتشفت شركة البترول " الصور الفرنسية " أول حقل بترولي في واد قطرني ثم حقل برقة غرب عين صالح عام 1952، و بعد أكثر من نصف قرن مازالت الجزائر معتمدة عليه ، حيث ارتبطت جميع مراحل النمو السريع في الاقتصاد بالطفرات النفطية و ما يليها من تراجعات ، ففي الطفرتين النفطيتين الأولى و الثانية تضاعفت أسعار النفط بعد حرب أكتوبر 1973 فزادت نسبة مساهمته في ميزانية الدولة إلى 57.16% من إجمالي إيرادات سنة 1974 ، و بعد انهيار الأسعار عام 1986 تراجعت مساهمة النفط بشكل حاد إلى 23.9% ، و جاءت الطفرة النفطية الثالثة منذ عام 2000 بارتفاع في أسعار النفط ، ليستعيد موقعه المهيمن على الميزانية العامة في وضع شبيه بتجربة الطفرتين الأولى و الثانية مسجلا نسبة بلغت 74.32% من إجمالي الإيرادات لعام 2000، و لقد مكن هذا الإرتفاع في الإيرادات النفطية الحكومة من زيادة الإنفاق المالي الجاري و الرأسمالي على حد سواء ، غير أن ذلك الإرتفاع الذي شهدته الإيرادات النفطية ساهم بشكل كبير في خلق الكثير من التحديات للحكومة، فمن جهة برزت الاحتياطات العاجلة لتنويع الاقتصاد ، و بالتالي إلى تحسين النقل و التعليم و غيرها من البنى التحتية ، مما يعني إنفاق جزء كبير من الثروة النفطية ، و من جهة أخرى مراعاة حقيقة أن الموارد النفطية غير متجددة ، و بالتالي كان لزاماً على الحكومة أن تسعى إلى مراكمة الأصول الأجنبية لغرضين : أولهما هو استقرار الميزانية خلال فترات انخفاض الإيرادات النفطية ، و ثانيهما الحفاظ على جزء من الثروات النفطية الحالية للأجيال المستقبلية .

و تعد الصناديق السيادية مهمة لتحقيق الاستقرار المالي على المدى المتوسط، و طويل الأجل بالنسبة لحالة الجزائر ، ففي هذا الإطار قامت الجزائر بإنشاء ثلاث صناديق سيادية و هي صندوق ضبط الإيرادات الذي أنشئ سنة 2000، و صندوق احتياطي التقاعد الذي تم إنشائه سنة 2006، و الصندوق الوطني للاستثمار الذي تأسس سنة 2009.

وقد حاولنا في دراستنا الإجابة على الإشكالية التي تدور حول إمكانية أن تكون الصناديق السيادية أفضل بديل لاستثمار الفوائض المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الحالية بالرجوع إلى حالة الجزائر، و من خلال ما تم تناولنه في الفصل الأول و الثاني الأبعاد كإجابة على السؤال الفرعي الأول و كاختبار لصحة الفرضية الأولى .

فلقد اثبت البحث صحة **الفرضية الأولى** ففيما بدأ الاقتصاد العالمي يخرج من تحت أنقاض الأزمة المالية، عززت الصناديق السيادية مركزها بوصفها جهات فاعلة وهامة في الأسواق المالية العالمية وما وراءها، وعلى الرغم من أن توقعات العام 2007 بوصول قيمة أصول صناديق الثروة السيادية إلى 12 تريليون دولار في العام 2015، بلغت بشكل كبير في مسار نموها، إلا أن الصناديق السيادية تشرف بالفعل على قوة مالية كبيرة، ففي أواخر العام 2009، بلغت قيمة أصول صناديق الثروة السيادية حسب معهد الصناديق السيادية حوالي 3.809 تريليون دولار، و إضافة إلى ذلك، و نتيجة لازمة المالية أصبحت هذه الصناديق تستثمر الآن بتحفظ أكبر وتركز انتباهها على الاستثمارات صغيرة الحجم التي تساهم في تطوير اقتصاداتها الوطنية وتنويعها، كما اتجهت بعض الصناديق السيادية بصورة متزايدة إلى فئات الأصول خارج سندات الدين، حيث ركزت ، على سبيل المثال، "مؤسسة الصين للاستثمار" الصينية، على الأصول السلعية، فيما اشترت صناديق الثروة السيادية العربية حصصاً مركزة في الموجودات الصناعية الأوروبية، و إن القدرة المستمرة للصناديق السيادية بوصفها فئة من فئات المستثمرين، إضافة إلى استراتيجيات الاستثمار الخاصة بها التي تزداد تنوعاً، سوف تبقيا مركز نقاش المحللين الماليين وقادة الشركات في الاقتصاديات الناضجة، و مع ذلك يمكن أن تكون عرضة إلى عودة ظهور التعقيدات السياسية في وجهها، بالرغم من التزام أغلبية الصناديق السيادية بمبادئ سانتياعو التي تنص علي الحوكمة والمساءلة والتزامات الشفافية.

و من خلال ما جاء في الفصل الثالث للإجابة على السؤالين الفرعيين الثاني و الثالث و اختباراً لصحة الفرضيتين الثانية و الثالثة توصلنا إلى :

صحة الفرضية الثانية حيث أن الجزائر لم تستغل الطفرتين الأولى و الثانية و هذا ما بينته الدراسة ، حيث أدت الطفرة النفطية الأولى إلى تكريس ظاهرة اعتماد الجزائر على عائدات النفط في تكوين حصيلة الصادرات و في تمويل الإنفاق العام فقد أدت إلى زيادة نسبة مساهمة عائدات النفط في إجمالي الإيرادات العامة ، بالإضافة إلى ذلك ظهور مشكل المديونية، كما أدت الطفرة النفطية الثانية إلى تعميق مشكل المديونية أكثر .

و فيما يخص **الفرضية الثالثة** فقد بينت لنا مختلف المؤشرات المستعملة أن الجزائر قد استفادت إلى حد كبير من إنشاء صندوق ضبط الإيرادات، و هذا في حدود الأهداف المحددة

للصندوق و التي تتمثل في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة الناتج عن ارتفاع الإنفاق الحكومي أو انخفاض حصيله الإيرادات العامة عن المستوى المقدر ضمن قانون المالية بسبب انخفاض أسعار النفط إلى أقل من 37 دولار أمريكي للبرميل ، بالإضافة إلى تخفيض حجم المديونية العمومية و الداخلية والخارجية.

النتائج العامة للدراسة :

وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ومحاولة للإجابة عن الإشكالية توصلنا إلى النتائج التالية:

➤ تلجأ الحكومات إلى إنشاء الصناديق السيادية بغرض استثمارها للمدخرات و الفوائض المالية العامة المحققة في الغالب من مصادر طبيعية (في الأغلب النفط) ، أو من فوائض الموازين التجارية ، وتركز أغراض إنشاء هذه الصناديق في التالي :

- المحافظة على آليات العوائد من المصادر الطبيعية (البترول مثلا) و تغطية العجز في الموازنات العامة لتلك الدول عند انخفاض أسعار المصادر الطبيعية لغرض استقرار العوائد و الإيرادات الحكومية .
- ادخار الثروات للأجيال القادمة.
- ضمان توفير سيولة مالية و تنمية الاحتياطات للدولة .
- و من خلال دراسة تطور الصناديق السيادية العالمية، وخصائصها، وأدائها، وأفضل ممارساتها، استخلصت العبر الآتية:
- الصناديق السيادية أداة مهمة للادخار وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، خاصة في البلاد النامية.
- تُعتبر الاستثمارات الطويلة المدى عنصراً أساسياً لنجاح الاستراتيجيات الاستثمارية للصناديق السيادية.
- تسعى الصناديق السيادية الناجحة إلى تحقيق عائدات مالية واجتماعية.
- تقوم الصناديق السيادية بدور مهم في التنمية الاجتماعية والاقتصادية لبلدانها من خلال الاستثمار المحلي بهدف إطلاق عجلة نمو القطاعات الإستراتيجية.
- تركز الصناديق السيادية استثماراتها الأجنبية على قطاعات تعزز استراتيجيات النمو الاقتصادي المحلي من خلال نقل المعرفة والاستثمارات الأجنبية المباشرة.
- من شأن الاستثمارات الإقليمية والدولية أن تزيد من التعاون الإقليمي والدولي.

- يمكن للصناديق السيادية أن تكون شفافة، كما تحقق في الوقت عينه عائدات جيّدة من الاستثمارات، كما هو الحال في النرويج، حيث يعد النموذج النرويجي مثالياً من حيث تطبيقه لمبادئ الشفافية والإدارة الرشيدة والقواعد المحاسبية المتفق عليها دولياً، وفقاً لتقارير مالية فصلية منتظمة.
 - يستحسن تطبيق أفضل الممارسات في الهيكل التنظيمي، والحوكمة، والسلوك الاستثماري بشكل تدريجي.
 - من الممكن جمع الشركات الحكومية التي تغطي قطاعات اقتصادية مختلفة تحت مظلة شركة قابضة تعمل بأسس تجارية، وذلك لتحقيق وفورات اقتصادية، وقد نجح تيماسيك القابضة في هذه المهمة، مما أدى إلى زيادة الإنتاجية الاقتصادية لسنغافورة.
- نظراً لأن الطفرة النفطية الحالية ما زالت مستمرة، ولا يتوقع انتهاءها في وقت قريب، لذلك فالجزائر قد استفادت منها على الرغم من مظاهر الخلل في التعامل معها، وهناك العديد من المظاهر الإيجابية التي يمكن لمسها والتي تعبر عن رؤية بعيدة المدى في استثمار الفوائض المالية، وفي هذا الإطار يمكن الإشارة إلى الآتي:

- إنشاء صندوق ضبط الإيرادات وهو صندوق سيادي، الذي يعد أحد الآليات المستحدثة بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000، كان الهدف منه ضمان تمويل النفقات العامة في حال حدوث تقلبات في الإيرادات العامة والتي تنتج في الغالب عن تقلبات أسعار النفط، وبالتالي عندما تزيد أسعار النفط عن السعر المعتمد لإعداد الميزانية العامة للدولة، فإن الجباية الناجمة عن الفرق بين السعر الفعلي والسعر المرجعي تذهب لتمويل الصندوق، ليتم استعمال موارد الصندوق في ضبط نفقات وتوازن الميزانية، كما تقرر أن يتم استخدام هذا الصندوق لتخفيض الدين العمومي عن طريق تسديد المديونية العمومية (الأصل الذي بلغ آجال استخدامه) أو عن طريق التسديد المسبق للمديونية، كأهداف أولية يقوم بها صندوق ضبط الإيرادات في الاقتصاد الجزائري حالياً تعتبر كافية من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي إلى أن نشاط الصندوق في الواقع يشوبه بعض السلبيات أهمها:

. لقد اسند لصندوق ضبط الإيرادات دور تسديد المديونية بأنواعها، إلى أنه وخلال مدة نشاطه لم يقم الصندوق بمهمة تخفيض المديونية بل تمت عملية تسديد الديون خارج نطاق عمل الصندوق، أي لا يعود الفضل لتناقص المديونية الخارجية إلى ما يقارب 5,606 مليار دولار أمريكي سنة 2008 بعد أن كانت 25,261 مليار دولار أمريكي سنة 2000 لصندوق ضبط الإيرادات، حيث لم يقم خلال فترة نشاطه إلا بعملية واحدة أجراها عام 2004 بمبلغ 57 مليار،

بينما يعود هذا الانخفاض إلى تبني الحكومة لخيار سداد المديونية الخارجية ، أما فيما يخص المديونية العمومية فقد قام الصندوق بتسديد المبلغ 2144 مليار دينار جزائري خلال الفترة الممتدة ما بين 2000 و 2008.

. كما اسند لصندوق ضبط الإيرادات مهمة تمويل عجز الموازنة العامة بموجب التعديل الذي تم في سنة 2006 ، فقام بتمويل عجز الموازنة العامة و هذا من خلال اقتطاع 91530 مليون دينار جزائري في سنة 2006 و 531952 مليون دينار جزائري سنة 2007 ، و 758180 مليون دينار جزائري سنة 2008 بالرغم من أن أسعار البترول خلال هذه الفترة لم تقل عن السعر المرجعي ، و يفسر ذلك بكون الجزائر لم تلتزم بكل القواعد التنظيمية للصندوق. إلى غاية الآن و بالرغم من أن مدة نشاط الصندوق تفوق 10 سنوات إلى أن الصندوق ليس له كيان إداري مستقل عن وزارة المالية واضح و ليس له حتى مكتب محدد في وزارة المالية ، و تتم عمليات الصندوق إلى غاية الآن كأبي معاملة إدارية تقوم بها وزارة المالية. يشوب صندوق ضبط الإيرادات نوع من الغموض، حيث يحتل صندوق ضبط الإيرادات المرتبة الأخيرة بعلامة 1 من 10 في مؤشر الشفافية و هذا حسب آخر تقرير لمعهد صندوق ضبط الإيرادات.

■ إنشاء صندوقين سياديين آخرين و هما صندوق احتياطي التقاعد الذي تم إنشاؤه سنة 2006، و الصندوق الوطني للاستثمار الذي تأسس سنة 2009، بالرغم من أنهما لم يقوموا بأي عملية للان إلى أن تأسيسها في حد ذاته يعتبر مهم ، كونهما يمثلان في الوقت الراهن وعاءين مهمين من أجل ادخار جزء من الفائض المالي للمستقبل .

➤ على الرغم من المظاهر الايجابية في التعامل مع الطفرة النفطية الحالية في الجزائر ، إلا أن هذه الأخيرة لم تستفد من أخطائها في الطفرتين النفطيتين الأولى و الثانية ، و بقيت تقع في ذات الأخطاء ، كما لم تستفد من فوائدها المالية بشكل سليم ، و في هذا الإطار يمكن الإشارة إلى الأتي :

- توجيه قسم كبير من الفوائض المالية الجزائرية في استثمارات غير مربحة .
- انخفاض معدلات الاستثمار الحقيقي ، أي تكوين رأس المال الثابت عن المتوسط العالمي بشكل كبير .
- نتيجة للسيولة المالية الضخمة التي توفرت للجزائر ، و ما رافق ذلك من رفعها للرواتب و انخفاض سعر صرف الدولار الذي ترتبط به إيراداتها ، و ارتفاع سعر صرف الأورو مما أدى إلى ارتفاع الأسعار بشكل غير مسبوق ، خاصة أسعار السلع

المستوردة من السوق الأوروبية ، و زيادة معدلات التضخم بصورة نقصت من إحساس المواطن الجزائري بإيجابيات الطفرة النفطية .

- و من بين الجوانب السلبية لاستخدام الفوائض المالية ارتفاع مشتريات السلاح ، من خلال الصفقات التي تقدر بالمليارات خلال السنوات الأخيرة ، و قد كشف التقرير الأخير الذي صدر عن معهد spiri للأبحاث في السويد على أن الجزائر تحتل المرتبة التاسعة ضمن أكبر مشتري السلاح في العالم .

التوصيات و الاقتراحات:

أما بالنسبة للاقتراحات المقدمة من قبلي:

- يجب توفير مقومات الإدارة الرشيدة ، حيث يعتمد نجاح أي جهد صناعي كبير على وجود إدارة رشيدة في البلد ، ليس فقط لإدارة القطاع النفطي بالذات ، و إنما لجهاز الحكم بصورة عامة .
- لان وجود النفط في أي بلد ، يمثل فرصة فريدة للاستفادة من هذا المصدر الثمين، و بما أن النفط مصدر ناضب ، فان الفرصة هذه ذات أمد محدود ، لا تفسح المجال للكثير من الأخطاء ، لذلك يتحتم على الجزائر أن تتحكم بتوقيت الخطوات المختلفة في عمليات النفط بحيث تتناغم العمليات مع بعضها البعض في خدمة المصلحة الوطنية الشاملة ، و يقتضي هذا بالطبع تطبيق سياسة نفطية واضحة و شفافة للبلاد .
- يجب على الجزائر أن ترشد الاستهلاك المحلي لعائدات النفط.
- يجب على الجزائر أن تركز في تعاملها مع الفوائض المالية على دراسات تجمع بين مختلف الآراء و الاستفادة من تجارب الدول الأخرى.
- وضع خطة شاملة للتطوير و التنمية تشمل كل القطاعات و كل الجوانب الاقتصادية و الاجتماعية في الجزائر، بما فيها استعمال جزء من عائدات النفط لخلق صناعات و فعاليات تطويرية خلاقة ذات فائدة مستديمة للمجتمع و للأجيال القادمة .
- أما فيما يخص صندوق ضبط الإيرادات فمن الواجب على الجزائر أن تقوم بمجموعة من الخطوات من اجل زيادة فعالية الصندوق في الاقتصاد الجزائري و من أهمها:
 - زيادة مستويات الشفافية و إشراك الرأي العام في القرارات الخاصة بإدارة موارد الصندوق من خلال عرض التقارير بشكل مفصل و باستمرار على البرلمان .
 - يجب فصل صندوق ضبط الإيرادات عن وزارة المالية و جعل له كيان مستقل فهذا كفيل في زيادة فعالية الصندوق في تنفيذ الأدوار الموكلة له أو التي ستسند له مستقبلا .

- يجب على الدول أن تحتذي بالتجارب العالمية فيما يخص توفير الكفاءات الاقتصادية من اجل تسيير الصندوق .

- توسيع نطاق عمل الصندوق ليشمل مشاريع استثمارية تدر أرباحاً، و هذا يعود لكون الدور الحالي للصندوق في سد عجز الموازنة و تسديد المديونية لا تدر أي مردود مالي له بل بالعكس فهي تهدد موارد الصندوق بالنفاد في حالة استمرار قيامه بعدة عمليات من هذا النوع.

آفاق البحث:

وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهودا إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، خاصة وأن الجزائر في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع بسبب تحديات العصر لذلك فإن الدراسة التي قمنا بها تطرح أمامنا جملة من المواضيع التي يجب أن تُعالج مستقبلا لتساهم في استكمال الفهم هذه الآلية الاستثمارية الحكومية ، وسوف نعرض ذلك من خلال النقاط التالية :

- استراتيجية استثمار الفوائض المالية .
- دور شركة الاستثمارات العامة في الاقتصاد الوطني.
- أثر استثمار الفوائض المالية داخل البلد.

وفي الختام الحمد لله أولا وأخيرا،ونسأله التوفيق والسداد.

الملاحق :

المبادئ و الممارسات المتعارف عليها (GAPP) – " مبادئ سانتياغو"

تمثل هذه الفقرة جزءا لا يتجزأ من المبادئ و الممارسات المذكورة:

« **المبدأ 1:** يكون الإطار القانوني الذي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليما و داعما لفعالية تشغيله و تحقيق أهدافه المعلنة.

– **المبدأ الفرعي 1-1:** يضمن الإطار القانوني سلامة الوضع القانوني لصندوق الثروة السيادية و المعاملات التي يجريها.

– **المبدأ الفرعي 1-2:** يتم الإفصاح العلني عن أهم مواصفات الأساس و الهيكل القانوني لصندوق الثروة السيادية، و كذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة.

« **المبدأ 2:** يتحدد بوضوح غرض السياسة من إنشاء صندوق الثروة السيادية و يتم الإفصاح عنه علنا.

« **المبدأ 3 :** حيثما يكون لأنشطة صندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلي و محلية مباشرة كبيرة، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقا كاملا مع سلطات المالية العامة و السلطات النقدية المحلية، بغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة.

« **المبدأ 4:** توضع سياسات أو قواعد أو إجراءات أو ترتيبات واضحة و معلنة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية حيال عمليات التمويل و السحب و الإنفاق .

– **المبدأ الفرعي 1-4:** يتم الإفصاح علنا عن مصدر تمويل صندوق الثروة السيادية.

– **المبدأ الفرعي 2-4:** يتم الإفصاح علنا عن المنهج العام لسحب الأرصدة من صندوق الثروة السيادية و الإنفاق منه نيابة عن الحكومة.

« **المبدأ 5:** يتم إبلاغ الجهة المالكة على أساس يومي بالبيانات الإحصائية ذات الصلة بصندوق الثروة السيادية، أو إتاحتها للإدراج في المكان المناسب مع مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية حسب الاقتضاء.

◀ **المبدأ 6:** يعمل صندوق الثروة السيادي في ظل إطار سليم للحوكمة يحدد تقسيم واضحاً وفعالاً للأدوار والمسؤوليات بما يسهل المساءلة والاستقلالية في إدارة الصندوق سعياً لتحقيق أهدافه.

◀ **المبدأ 7:** تحدد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادي، وتتولى تعيين أعضاء جهاز الحاكم طبقاً لإجراءات واضحة التحديد، وتمارس الإشراف على عملياته.

◀ **المبدأ 8:** يعمل الجهاز الحاكم بما يحقق مصالح صندوق الثروة السيادية و يكلف بمهمة واضحة المعالم و يمنح السلطة و الاختصاصات الكافية لأداء و ضايفه.

◀ **المبدأ 9:** يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات التحديد.

◀ **المبدأ 10:** يتحدد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادية بالنص عليه في التشريع أو الميثاق المعني أو غير ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة.

◀ **المبدأ 11:** يتم إعداد تقرير سنوي مصحوب بكشوف مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادية وكيفية ادائه، و ذلك في الوقت المقرر و طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية القومية المعمول بها و مع مراعاة متطلبات الاتساق.

◀ **المبدأ 12:** تخضع عمليات صندوق الثروة السيادية و كشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية او القومية المعمول بها .

◀ **المبدأ 13:** تتحدد بوضوح المعايير المهنية و الأخلاقية الواجبة و يحاط علماً بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادية و إدارته و موظفيه.

◀ **المبدأ 14:** يركز التعامل مع أطراف ثالثة لغرض إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية على أسس اقتصادية و مالية ، و تراعي فيه قواعد و إجراءات واضحة.

◀ **المبدأ 15:** تدار عمليات صندوق الثروة السيادية و أنشطته في البلدان المضيضة طبقاً لمتطلبات التنظيم و الإفصاح المرعية في البلدان التي يزاول نشاطه فيها.

◀ **المبدأ 16:** يتم الإفصاح علناً عن إطار الحوكمة و أهدافها و كذلك عن كيفية إدارة صندوق الثروة السيادية على أساس من الاستقلالية التشغيلية عن الجهة المالكة.

◀ **المبدأ 17:** يتم الإفصاح علناً عن المعلومات المالية ذات الصلة بصندوق الثروة السيادية لتوضيح توجهه الاقتصادي و المالي ، حتى يتسنى له الإسهام في استقرار الأسواق المالية الدولية و تعزيز الثقة في البلدان المتلقية لاستثماراته.

◀ **المبدأ 18:** تتسم السياسة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية بالوضوح و الاتساق مع أهداف المحددة و المخاطر التي يتعرض لها و درجة تحملها و إستراتيجية الاستثمارية حسبما حددتها الجهة المالكة او الحاكمة ، كما تركز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة.

- **المبدأ الفرعي 1-18:** يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسة الاستثمارية في تقنين مدى انكشافه للمخاطر المالية و إمكانية استخدامه للرفع المالي.

- **لمبدأ الفرعي 2-18:** تعاج السياسة الاستثمارية مدى إمكانية الاستعانة بمديرين داخليين و/ أو خارجيين للاستثمار و أنواع أنشطتهم وطبيعة السلطة المخولة لهم و العملية المتبعة في اختيارهم و مراقبة أدائهم .

◀ **المبدأ 19:** تهدف القرارات الاستثمارية التي يتخذها صندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسة الاستثمارية و استنادا إلى أسس اقتصادية و مالية.

- **المبدأ الفرعي 1-19:** إذا كانت قرارات الاستثمار تخضع لاعتبارات أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية و المالية، يتم النص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار و يتم الإفصاح عنها علنا.

- **المبدأ الفرعي 2-19:** تدار إدارة أصول صندوق الثروة السيادية وفقا للطريقة السليمة و المقبولة عموما في مجال إدارة الأصول.

◀ **المبدأ 20:** لا يجوز لصندوق الثروة السيادية السعي لمعرفة معلومات سرية او اكتساب نفوذ من خلال الحكومة بمفهومها الأوسع أو استغلال مثل هذه المعلومات او النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة.

◀ **المبدأ 21:** ينظر صندوق الثروة السيادية إلى حقوق ملكية المساهمين باعتبارها عنصر أساسيا في قيمة استثمارات أصوله، و اذا اختار أن يمارس حقوق ملكية، فعليه القيام بذلك على نحو يتسق مع سياسته الاستثمارية و يحمي القيمة المالية لاستثماراته، ويفصح صندوق الثروة السيادية بشكل علني عن منهجه العام تجاه الأسهم المانحة لحقوق التصويت في الكيانات المدرجة في البورصة ، بما في ذلك العوامل الأساسية المرشدة لممارسات حقوق الملكية.

◀ **المبدأ 22:** يستند صندوق الثروة السيادية إلى إطار يحدد مخاطر عملياته و تقديرها و يديرها.

- **المبدأ الفرعي 1-22:** يتضمن إطار إدارة المخاطر معلومات موثقة و نظما لإبلاغ البيانات في الوقت المقرر، مما يتيح مراقبة المخاطر ذات الصلة و إدارتها في ظل معلمات و مستويات

مقبولة و آليات للرقابة و الحوافز و مدونات لقواعد السلوك و تخطيط لاستمرارية العمل و وظيفة تدقيقية مستقلة.

- **المبدأ الفرعي 22- 2:** يتم الإفصاح علنا عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.
المبدأ 23: تقاس أصول صندوق الثروة السيادية و ادائها الاستثماري (سواء على أساس منطلق أو مقارن بمعايير قياسية ، ان و جدت) و ترفع تقارير بشأنها لمالكها طبقا لمبادئ و معايير واضحة التحديد.

◀ **المبدأ 24:** يجري صندوق الثروة السيادية بشكل مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه عملية مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ و الممارسات المتعارف عليها.

قائمة المراجع

- 01.** محمد مروان السمان، " مبادئ التحليل الاقتصادي "، مكتبة دار الثقافة للنشر و التوزيع ،عمان، (1998).
- 02.** على خليفة الكواري، " الطفرة النفطية الثالثة : قراءة أولية في دواعي الطفرة و حجمها ، حالة اقطار مجلس التعاون "، مجلة المستقبل العربي ، تصدر عن مركز دراسات الوحدة العربية ، العدد 339 ، لبنان ، (2009).
- 03.** محمد العجمي ،" في دراسة عن فوائض الطفرة النفطية الثالثة " ، مجلة أخبار النفط و الصناعة ، العدد451 ، ابوظبي، (افريل 2008) .
- 04.** عرفان تقي الحسني ،" التمويل الدولي "، الطبعة الأولى ، دار مجدلاوي، عمان ،(1999) .
- 05.** جمال عمورة ،" دراسة تحليلية وتقييمية لاتفاقيات الشراكة العربية الأورو- متوسطة"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع: تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، (2006/2005).
- 06.** موسى سعيد مطر ، "المالية الدولية" ، دار الصفاء للطباعة و الشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الأولى، (2003).
- 07.** ماجد عبد الله المنيف ،" صناديق الثروة السيادية و دورها في إدارة الفوائض النفطية" ، بحث اقتصادي عربي ،تصدر عن مركز دراسات الوحدة العربية ، العدد 47، لبنان ، صيف 2009، تاريخ الاطلاع : 10-9-2009، على الرابطة :
(<http://www.caus.org.lb/Home/down.php?articleID=2503>)
- 08.** إيمان عطية،" هل تشكل صناديق الثروات السيادية خشبة خلاص الشركات المأزومة؟" ، جريدة القبس الكويتية، السنة 37 ،العدد 12812، تاريخ النشر : 19 فبراير 2009، نقلا عن :
كي بي ام جي « بالتنسيق مع « فايننشال تايمز » .
- 09.** Sovereign Wealth Fund Institute, Kuwait Investment Authority , Updated 2008 , (<http://www.swfinstitute.org/fund/kuwait.php>).
- 10.** Sven Behrendt and Bassma Kodmani : Managing Arab Sovereign Wealth in Turbulent Times- and Beyond , Carnegie Middle East Center , Number 16 ,(April 2009.)

- 11.** Edwin M. Truman : A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices, Policy Brief 08-3, D.C: Peterson Institute for International Economics, Washington, (2008) , (<http://www.iie.com/publications/pb/pb08-3.pdf>)
- 12.** نشرة صندوق النقد الدولي الإلكترونية: صندوق النقد الدولي يكتف عمل المعني بصناديق الثروة السيادية ، 3 مارس 2008 ، على الرابطة : (<http://imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2008/POL030408Aa.pdf>)
- 13.** Sovereign Wealth Fund Institute: About Sovereign Wealth Funds ,(Updated 2010) , (<http://www.swfinstitute.org/swf.php>).
- 14.** Veljko Fotak, Bernardo Bortolotti , William Megginsons: THE FINANCIAL IMPACT OF SOVEREIGN WEALTH FUND INVESTMENTS IN LISTED COMPANIES , Revised draft, June 19, (2008).
- 15.** International Monetary Fund : Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda , Prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments, February 29,(2008) , (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>).
- 16.** Lee Hudson Teslik : Sovereign Wealth Funds, Updated: January 28. 2009,(www.cfr.org-publication-15251.htm) .
- 17.** Stephen Jen: The Definition of a Sovereign Wealth Fund , Morgan Stanley, October 2007) ,(<http://sovereignwealthfunds.files.wordpress.com/2008/01/the-definition-of-a-sovereign-wealth-fund-morgan-stanley-october-2007.pdf>).
- 18.** Bill Brummitt ،Devlin Will : A few sovereigns more: the rise of sovereign wealth funds ,2008 , (www.treasury.gov_au-documents-1329).
- 19.** صباح نعوش،" الصناديق السيادية العربية" ، موقع الجزيرة نت ، تاريخ النشر: 20-11-2008 ، تاريخ الاطلاع : 3-9-2009 ، على الرابطة : (<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/8DC50F7C-6A1B-4EFA-A5B2-0F3ACE2AB682.htm>)
- 20.** جريدة الجريدة : وافتقارها إلى الشفافية أكبر معوقاته، العدد 329 ، الصادرة : الخميس 12 يونيو 2008 م .
- 21.** Sovereign Wealth Fund Institute : Defining the Difference between: SWFs, SOEs, and Public Pension Funds, (2008) , (<http://www.swfinstitute.org/research/investmentvehicles.php>)
- 22.** عبد المجيد قدي ،" الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة" ، مداخلة في مؤتمر: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي ، جامعة الجنان ،

طرابلس – لبنان 13-14 آذار 2009، ص 1، تاريخ الاطلاع : 20-06-2009، على
الرابطة: (<http://www.jinan.edu.lb/Conf/Money/1/phdkeddi.pdf>)

23. Afshin Mehrpouya, Chaoni Huang, Timothy Barnett An Analysis of Proxy Voting and Engagement Policies and Practices of the Sovereign Wealth Funds, IRRCi SWF Report October 2009,
(http://www.irrcinstitute.org/pdf/Sovereign_Wealth_Funds_Report-October_2009.pdf)

24. Sovereign Wealth Fund Institute : Linaburg-Maduell Transparency Index ,
(2008) , (<http://www.swfinstitute.org/research/transparencyindex.php>).

25. الهيئة العامة للاستثمار: مركز متقدم للهيئة العامة للاستثمار في مؤشر الشفافية ، تاريخ

الاطلاع: 20-7-2008، على الرابطة: (www.kia.gov.kw/Ar/Press_Room/Pages/default.aspx)

26. Sovereign Wealth Fund Institute: Sovereign Wealth Fund Rankings ,
Updated March 2009 , (<http://www.swfinstitute.org/funds.php>)

27. جيفري ديفيز ، و آخرون، " صناديق النفط هل تطرح المشكلات بوصفها حولا ؟ "، مجلة

التمويل و التنمية ، تصدر عن صندوق النقد الدولي ، العدد 4 المجلد 38 ، ديسمبر 2001.

28. John Lipsky : Sovereign Wealth Funds: Their Role and Significance ,
Speech by John Lipsky, First Deputy Managing Director of the International Monetary Fund At the Seminar, Sovereign Funds: Responsibility with Our Future, organized by the Ministry of Finance of Chile, Santiago, September 3, 2008. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/NEW090308B.htm>).

29. حاتم مهران، " التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، API/WPS0702، تاريخ الاطلاع : 10-01-2009 ، على الرابطة :

(<http://www.arab-api.org/jodep/products/delivery/wps0702.pdf>)

30. Jeffrey Davis(et.al) : Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources , IMF Occasional paper No.205, Décembre 2001 , International Monetary Fund, Washington.

(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2001/12/pdf/davis.pdf>)

31. 5 أدوار على الصناديق السيادية الخليجية تأديتها لتعزيز التنمية الاقتصادية والاجتماعية في بلدانها ، جريدة القبس ، السنة 38 ، العدد 12845 ، الكويت ، تاريخ النشر الأربعاء 4 مارس 2009 .

32. Richard Shediak, Hatem Samman : The Vital Role of Sovereign Wealth Funds in the GCC's Future , Ideation Center Insight .

33. إيمان عطية، " هل تشك صناديق الثروة السيادية خشية خلاص الشركات المأزومة؟ "، جريدة القبس، العدد 12833، السنة 37، الكويت، تاريخ النشر الخميس 19 فبراير 2009 .

34. سيمون جونسون، "صعود صناديق الثروة السيادية" ، مجلة التمويل و التنمية ، تصدر عن صندوق النقد الدولي ، المجلد 44، العدد 3 ، سبتمبر 2007.

35. IFSL RESEARCH : SOVEREIGN WEALTH FUNDS 2008; APRIL 2008, (www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Sovereign_Wealth_Funds_2008.pdf).

36. TRÉSOR-ÉCO : Les conditions d'une contribution positive des fonds souverains à l'économie mondiale , n°28 – Janvier 2008 .

37. سفين بيرنت وبسمة قزمانى، " إدارة الثروة السيادية العربية في زمن الاضطراب وما بعده " ، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد 16 ، أبريل 2009 .

38. Stephen Jen : How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?, Morgan Stanley Research Global, 3 may 2007.

39. صحيفة مصرف الإمارات الصناعي: الدور التنموي للصناديق السيادية، النشرة الدورية للمصرف ، السنة : الثالثة والعشرون ، العدد الثالث مارس 2008 ، تاريخ الاطلاع : 8-12-2008 ، على الرابطة : (<http://www.eib.ae/contents/March08a.swf>)

40. سفين بيرنت، " حين يتكلم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة " ، مركز كارنيغي للشرق الأوسط، العدد 12 ، أكتوبر 2008 .

41. Abu Dhabi Investment Authority : ADIA Review 2009 , Prudent Global Growth ,(www.adia.ae/En/pr/Annual_Review_Website2.pdf) .

42. على خليفة الكواري، " الطفرة النفطية الثالثة و انعكاسات الأزمة المالية العالمية : حالة اقطار مجلس التعاون لدول الخليج العربية"، مجلة المستقبل العربي ، العدد : 371 ، تاريخ الاطلاع 10-03-2010 ، على الرابطة : (<http://www.caus.org.lb/Home/down.php?articleID=2840>)

43. Norges Bank Investment Management: Ten years of NBIM , Norges Bank Investment Management. Annual Report 2007 , Published 25.03.2008 , (http://www.norges-bank.no/templates/report____68491.aspx)

44. Norges Bank : NBIM Quarterly Performance Report: First Quarter 2008, Published 22.05.2008, (http://www.norges-bank.no/templates/report____69420.aspx)

45. انظر /Temasek Holdings, <http://www.temasekholdings.com.sg>

46. Michael F. Martin : China's Sovereign Wealth Fund, CRS Report for Congress, Order Code RL34337, January 22, 2008 , (<http://www.fas.org/sgp/crs/row/RL34337.pdf>)

47. جمال حواش، " إدارة الأزمات"، المعهد المصرفي المصري، البنك المركزي المصري، (2004).

48. السيد عليوة، " إدارة الأزمات والكوارث"، مخاطر العولمة والإرهاب الدولي، ، الطبعة 3، الدار الجامعية ، القاهرة ، (2004).

49. دانيال ارنولد ، ترجمة : عبد الأمير شمس الدين ، " تحليل الأزمات الاقتصادية الأمس و اليوم"، الطبعة الأولى ، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع ، بيروت ، (1992).

50. Eric BARTHOLON : Crises financières un panorama des explications , un problème Economique , n°2595, 16 Décembre 1998 .

51. عمار أيت بشير، " الأزمات المالية وإصلاح النظام النقدي الدولي"، رسالة ماجستير فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، (2001).

52. نسيمة أوكيل : الأزمات المالية و إمكانيات التوقي منها و التخفيف من أثارها، رسالة دكتوراة ، جامعة الجزائر (2008).

53. إسماعيل عبد النبي الطوخي، " التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة"، تاريخ الاطلاع: 2009-04-20 على موقع أبحاث فقه المعاملات الإسلامية الموقع الإلكتروني: [www. Kantakji.Org/figh/fils/manage/104.doc](http://www.Kantakji.Org/figh/fils/manage/104.doc).

54. أحمد طلفاح ، " الأزمات المالية"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت ، تاريخ الاطلاع: 12-5-2008، على الرابطة : (www.arab-api.org/course23/pdf/c23-3-2.pdf) .

55. عبد الله شحاتة، " الأزمة المالية: المفهوم والأسباب"، تاريخ الاطلاع: 10-1-2010، على الرابطة : (<http://www.pidegypt.org/arabic/azma.doc>)

56. نيرمين السعدني، " قراءات حول الأزمة النقدية العالمية"، مجلة السياسة الدولية ، العدد 137 ، السنة 35، مطابع الأهرام التجارية قليوب ، مصر ، يوليو (1999).

57. ناجي التوني، "الأزمات المالية ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية" ،المعهد العربي للتخطيط ، العدد 29 ، السنة الثالثة، مايو/أيار 2004 ، الكويت، تاريخ الاطلاع 14-03-2008 ، على الرابطة : (www.arab-api.org/devbrdg/delivery/develop_bridge29.pdf)
58. شذى جمال خطيب ، " الأزمة المالية و النقدية في دول جنوب شرق آسيا" ، تصدر عن مركز الإمارات للدراسات و البحوث الإستراتيجية ، العدد 51 ، الطبعة الأولى ، أبو ظبي ، (2001).
59. عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، " العولمة المالية وإمكانيات التحكم " عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،(2003).
60. عبد المجيد قدي ، جميلة الجوزي، " الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة - حالة الجزائر-"، كتاب الملتقى الدولي الرابع حول الأزمة المالية العالمية الراهنة و انعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، (2010).
61. نزيهة الافندي ، " الأزمة المالية و الاقتصاد العالمي" ، مجلة السياسة الدولية العدد 172 ، المجلد 43، مطابع الأهرام الجارية قليوب ، مصر ، افريل (2008) .
62. لطيفة جاسم العون، " دليل المستثمر العالمي : اليابان قبلة المستثمرين . . وثاني أقوى اقتصاد في العالم"، مجلة المستثمرون ، تاريخ الاطلاع: 27-04-2010. على الرابطة : (http://mosgcc.com/mos/magazine/article.php?storyid=424)
63. فريد كورتل، "الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاديات العربية"، مداخلة في مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي ،جامعة الجنان، طرابلس لبنان يومي: 13 و 14 آذار 2009.
64. احمد عمر هاشم، " سلسلة المنتدى الاقتصادي _المنتدى3 أزمة البورصات العالمية" ، أكتوبر 1997 ،يصدرها مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر ، القاهرة ، 22نوفمبر 1997.
65. نيرمين السعدني ، " قراءات في الأزمة الآسيوية" ، مجلة السياسة الدولية ، المجلد 34 ، العدد 133، مطابع الأهرام الجارية قليوب ، مصر، يوليو 1998.
66. وزارة المالية العراقية: الأزمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاد العراقي، الدائرة الاقتصادية، تاريخ الاطلاع : 10-05-2009 ، على الرابطة: (http://www.mof.gov.iq/ar/pic1/economy.pdf)

- 67.** إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية: الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي ، مجلس الغرف السعودية ، 10 أكتوبر 2008 ، تاريخ الاطلاع : 1-02-2009 ، على الرابطة: http://www.saudichambers.org.sa/Images/financial_crisis2.pdf
- 68.** غادة العيسى، " غضب الصناديق السيادية"، جريدة الجريدة : العدد رقم: 276 ، الصادر يوم الخميس 17 ابريل 2008 ، على الرابطة: (<http://www.aljarida.com/aljarida/Article.aspx?id=55971>)
نقلا عن : رويترز و جريدة هيرالد ترالد تريبون العالمية
- 69.** عصام خلف العنزي ، " الأزمة المالية العالمية (نوازل وأحكام)" ، تاريخ الاطلاع : 10. 1. 2009 ، على الرابطة : (<http://www.islamfeqh.com/upload/NewsImages/file/100-1.pdf>)
- 70.** حازم الببلاوي ، " عن الأزمة المالية العالمية: محاولة للفهم"، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 335، أكتوبر 2008.
- 71.** عماد موسى، " اثر الأزمة المالية على الدول العربية ، قناة أسواق رأس المال" ، المؤتمر الدولي حول " القطاع الخاص في التنمية ، تقييم و استشراف " ، المعهد العربي للتخطيط، بيروت ، 23-25 مارس 2009 .
- 72.** سامر مظهر قنطقجي، " ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية"، دار النهضة، دمشق، (2008).
- 73.** جاسم المناعي، " الأزمة المالية العالمية ورب ضارة نافعة" ، صندوق النقد العربي، ابو ظبي ، تاريخ النشر 21/9/2008 ، الموقع الالكتروني www.amf.org.ae
- 74.** عبد الحافظ الصاوي، " تقرير الاتجاهات الاقتصادية الإستراتيجية 2009" ، مركز الأهرام للدراسات السياسية والإستراتيجية، القاهرة ، الأولى/يناير 2010 .
- 75.** عبد الرزاق سعيد بلعباس ، " التمويل الإسلامي في فرنسا" ، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز ، جدة ، م 21 ع 2.
- 76.** Dominique Courcelles : La finance islamique est-elle une chance pour l'éthique? ,n°19 , Paris, mai 2008.
- 77.** صحيفة الاقتصادية الالكترونية: السحر القوي لصناديق الثروة السيادية، العدد 5299 ، تاريخ النشر الاثنين 14/04/2008 م ، على الرابطة : (http://www.aleqt.com/2008/04/14/article_136951.html)
- 78.** مصطفى عبد العزيز مرسي، " معاناة المهاجرين العرب خارج المنطقة العربية" ، ورقة عمل مقدمة من منظمة العمل العربية ، المنتدى العربي للتنمية والتشغيل، الدوحة ، 15- 16 نوفمبر

2008 ، على الرابطة :

<http://www.alolabor.org/nArabLabor/images/stories/Tanmeya/Montadyat/Doha15161108/Infopaper/ALO/mostafa.doc>

79. News Blaze : Survey Reveals Voters Wary of Foreign Government

Investment, Published, February 21, 2008,

(<http://newsblaze.com/story/20100501181230writ.nb/topstory.html>).

80. جاسم المناعي، "ظاهرة صناديق الثروات السيادية... مرة أخرى"، صندوق النقد العربي، أبو ظبي ، تاريخ النشر 25 مارس 2008. موقع صندوق النقد العربي.

81. جريدة الشرق الأوسط: «النقد الدولي» يبدأ وضع ضوابط لعمل صناديق الثروة السيادية في ظل توقعات بأنها ستصبح أكبر قوة اقتصادية في العالم، العدد 10749 ، الصادرة 3 ماي 2008، على الرابطة : (<http://www.aawsat.com/default.asp>).

82. PREPARED BY THE IWG SECRETARIAT IN COLLABORATION WITH THE MEMBERS OF THE IWG : SOVEREIGN WEALTH FUNDS, CURRENT INSTITUTIONAL AND OPERATIONAL PRACTICES , SEPTEMBER 15, 2008.

83. مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية : مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية تعرض "مبادئ سانتياغو" على اللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية وتشجع الاستقلالية التشغيلية في قرارات الاستثمار والشفافية والمساءلة ، بيان صحفي رقم 06 / 08 ، تاريخ النشر : 11 أكتوبر 2008 .

84. International Monetary Fund: International Working Group of Sovereign Wealth Funds Is Established to Facilitate Work on Voluntary Principles, Press Release no. 0897 , May 1, 2008.

85. للمزيد من المعلومات يمكنك الرجوع الى :

INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS:
Generally Accepted Principles and Practices (GAPP)—Santiago Principles
(, October 2008) <http://www.iwg-swf.org/pubs/gapplist.htm>

86. سفن بيرينت، "صناديق الثروة السيادية : تحدي الحوكمة"، النشرة الدولية الاقتصادية، كانون الثاني/يناير 2010 ، مؤسسة كارنيغي للسلام الدولي، على الرابطة :

[HTTP://WWW.CARNEGIE-MEC.ORG/PUBLICATIONS/?FA=24815&LANG=AR](http://WWW.CARNEGIE-MEC.ORG/PUBLICATIONS/?FA=24815&LANG=AR)

87. صباح نعوش : معالجة الازمات المالية ، أخبار النفط و الصناعة ، العدد 354 ، السنة 31 ، مارس ، ابو ظبي .

88. HSBC Global Research : Fore a Few Sovereigns More , 2008 ,
www.research.hsbc.com/midas/Res/RDV?p=pdf&ao=19&key...n...

89. الاقتصاد و الأعمال : صناديق الثروة السيادية تهدئ مخاوف الغرب، موقع الجزيرة نت ،تاريخ النشر الثلاثاء 1429/7/3 هـ - الموافق 2008/7/8 ، على الرابطة :
<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/792BBCD2-1CB9-4071-885F-C7F4598B89EE.htm>

90. European Central Bank: The impact of sovereign wealth fund on global financial markets , NO 91 July 2008.

91. Brad Setser and Rachel Ziemba : GCC Sovereign Funds: Reversal of Fortune , by the Council on Foreign Relations, January 2009 .

92. تامر عبد العزيز، "مليار دولار خسائر صناديق الثروة السيادية الخليجية في الأزمة 36% منها لصندوق احتياطي الأجيال الكويتي"، جريدة الجريدة ، العدد 557، 11 مارس 2009، على الرابطة :
<http://www.aljazeera.com/aljarida/Article.aspx?id=100906>.

93. موقع العربية نت : نتيجة خسارتها مليارات الدولارات في الأسهم: "بي أن بي باربيا": الصناديق السيادية تتجه للإستثمار الآمن في السندات ، تاريخ النشر : الجمعة 21 أغسطس 2009م ، على الرابطة :
<http://www.alaswaq.net/articles/2009/08/21/27276.html>

94. مي مأمون ، " هل يتباطأ نمو الصناديق السيادية الخليجية؟" ، جريدة القبس الاقتصادية ، الثلاثاء 5 مايو 2009 ، السنة 38 ، العدد 12907 ، الكويت..

95. National Central banks, authors' estimat

96. مجلة الاقتصاد و الأعمال : ابوظبي تستثمر في فرص الأزمة ، العدد 353 ، ابوظبي ، ايار – مايو 2009.

97. الاقتصاد و الأعمال: هيئة الاستثمار القطرية تجمد مشاريعها ستة أشهر، موقع الجزيرة نت ، تاريخ النشر 2009 /3/12 ، على الرابطة :
(<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/CF51E3C3>)

98. Sovereign Wealth Fund Institute : Sovereign Wealth Fund Rankings, Updated March 2010 , (<http://www.swfinstitute.org%2Ffunds.php>) .

99. الأسواق الغربية قد تنال حصة بسبب ضيق مساحة الاستثمار في آسيا: الصناديق السيادية تستعيد شهيتها على المخاطرة ولكنها تركز على مصادر الطاقة وأمكنة قريبا من أوطانها : جريدة الرأي – اقتصاد نقلا عن «وول ستريت جورنال» ، العدد 10947 ، الأحد 21 يونيو 2009 ، على الرابطة :
<http://www.alraimedia.com/Alrai/ArticlePrint.aspx?id=139969>

- 100.** إيمان عطية ، " هيئة الاستثمار وصناديق الثروات السيادية باتت أكثر تحفظاً بعد تعرضها لانتقادات"، جريدة القبس ، العدد 13014، الكويت ، الخميس 20 أوت 2009.
- 101.** بي أن بي باريبا": الصناديق السيادية تتجه للإستثمار الآمن بالتركيز على السندات المحمي من التضخم ، جريدة الشرق الأوسط ، العدد 11225 ، تاريخ النشر 22 أوت 2009 ، على الرابطة : <http://www.aawsat.com/details.asp?section=6&issueno=11225&article=532810>
- 102.** إيمان عطية،"بنوك مركزية تسوق سندات على صناديق الثروات السيادية"، جريدة القبس ،العدد 13226 ، تاريخ النشر : 26/03/2010، الكويت.
- 103.** محمد ناصر شحاتة ،" الخليج و الطفرة النفطية الثانية .. أولويات الإنفاق" ، مجلة السياسة الدولية ، العدد 171، المجلد 43، يناير 2008، القاهرة .
- 104.** عبد اللطيف بن أشنهو، " الجزائر اليوم بلد ناجح" ، بدون طبعة، الجزائر،2004.
- 105.** عبد المجيد قدي،"الاقتصاد الجزائري والنفط: فرص أم تهديدات" ، مداخلة في ملتقى التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة و الاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي ، لفترة 07-08 أبريل 2008.
- 106.** BANK OF ALGERIA : BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL, N°1
Septembre 2007 , (2001)
- 107.** BANK OF ALGERIA : BULLETIN STATISTIQUE TRIMESTRIEL , N°6
Mars 2009,.(2002-2008)
- 108.ONS : Rétrospective statistique (1970-1999) .
- 109.** MINISTERE DES FINANCES : RAPPORT DE PRESENTATION DU
PROJET DE LA LOI DE FINANCES POUR 2009 , 31 Août 2008/CM ,
N29081/MF/DGPP/08.(2000-2009), 2009 : DONNEES PROVISOIRES.
- 110.** عبد الرحيم شيببي (واخرون)،" الآثار الاقتصادية الكلية لصدمات السياسة المالية بالجزائر: دراسة تطبيقية" ، جامعة أبي بكر بلقايد. تلمسان ، تاريخ الاطلاع : 10-12-2009،
الجزائر ، على الرابطة : (www.erf.org.eg/CMS/getFile.php?id=1516)
- 111.** H.MAZRI : les hydrocarbures dans l'économie algérienne, . SNED, Alger
, (1975) ,
- 112.** إحصائيات المركز الوطني للإعلام والإحصائيات و هذا لسنوات 1986- 2002 .

- 113.** احتياطات النفط في الجزائر تنضب بعد أقل من 17 سنة، جريدة صوت الأحرار ، يومية إخبارية جزائرية، Saturday, June 28, 2009 ، تاريخ الاطلاع 12 / 12 / 2009 ، على الرابطة : (<http://www.sawt-alahrar.net/online/index.php>)
- 114.** سمية يوسف ، " قيمة صادرات الجزائر من المحروقات تقدر بـ 393 مليار دولار "، جريدة الخبر ، العدد 5936 ، السنة العشرين ، تاريخ النشر 15 مارس 2010 ، الجزائر .
- 115.** حفيظ صواليلي، " الجزائر ستصبح قريبا دولة مستوردة للنفط "، جريدة الخبر الجزائرية ، العدد 5899 ، تاريخ النشر 6 فيفري 2010 .
- 116.** صندوق النقد العربي : التطورات في مجال النفط والطاقة، الفصل الخامس، 2007.
- 117.** Hamid Temmar : stratégie de développement indépendant , OPU , Alger 1983.
- 118.** عاشور كتوش، "الغاز الطبيعي في الجزائر و أثره على الاقتصاد الوطني" ، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تحت إشراف ثابت محمد ناصر ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، السنة الجامعية : 2003 – 2004..
- 119.** بلقاسم زايري، " إدارة احتياطات الصرف و تمويل التنمية في الجزائر " ، بحوث اقتصادية عربية ، العدد 41 / شتاء 2008 ، تصدر عن مركز دراسات الوحدة العربية ، بيروت.
- 120.** رضوان جمعة، " تطورات أسعار النفط و تأثيراتها على الواردات دراسة حالة الجزائر 1970-2004 "، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، تحت إشراف: تومي صالح ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة الجزائر، 2007/2006.
- 121.** محمد الرميحي، " النفط والعلاقات الدولية" ، سلسلة كتب ثقافية شعرية تصدر عن المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الأدب ، الكويت ، افريل 1982 .
- 122.** Petroleum Economist : november 1979 .
- 123.** Antoine Ayoub : petrole economie et politique , ed economica , paris ,1996.
- 124.** حسين خلف فليح، " العوائد النفطية العربية و إستخدامها في صناعات وسائل الإنتاج النفط و التنمية"، العدد 2، سنة 1977، ، مطبعة الأديب البغدادية، بغداد، 1977.
- 125.** محمود عبد الفضيل ،"النفط و المشكلات المعاصرة للتنمية العربية" ، سلسلة كتب ثقافية شعرية تصدر عن المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الادب ، الكويت ، افريل 1979 .

- 126.** المجلس الوطني الاقتصادي و الاجتماعي : النشرة الرسمية رقم 9، الدورة الخامس عشر المنعقدة يومي 15 و 16 ماي 2000، تاريخ النشر جانفي 2001.
- 127.** أحمد السيد النجار،"الطفرة النفطية العربية الثالثة:دراسة للملامح والأسباب وآليات التوظيف"، كراسات إستراتيجية، السنة السادسة عشرة- العدد رقم (165)- يوليو 2006 ، مركز الأهرام للدراسات السياسية و الإستراتيجية ،مؤسسة الأهرام ، القاهرة ، تاريخ الاطلاع : 19 سبتمبر 2009، على الرابطة : (<http://acpss.ahram.org.eg/ahram/2001/1/1/SBOK50.HTM>).
- 128.** بيت الاستثمار العالمي "جلوبل" : الإستراتيجية الاقتصادية والرؤية المستقبلية (الجزائر) ، مصر ، ديسمبر 2008 ،تاريخ الاطلاع : 10-01-2010، على الرابطة :
- (http://www.menafn.com/updates/research_center/Regional/Economic/gih241208a.doc)
- 129.** Sovereign Wealth Fund Institute : Foreign Exchange Reserves by Country or Geopolitical Entity , 2009
(<http://www.swfinstitute.org/research/fxr.php&prev=/>)
- 130.** احتياطي الصرف يقدر ب 144.3 مليار دولار نهاية جوان 2009 (محافظ بنك الجزائر يعتبر الإجراءات الجديدة وقائية للاقتصاد الجزائري)، الاقتصادية، مجلة شهرية اقتصادية شاملة ، تصدر عن دار الأبحاث للترجمة و النشر و التوزيع ، الجزائر، العدد 15 ، السنة الثانية، سبتمبر 2009.
- 131.** بنك الجزائر: التقرير السنوي لسنة 2007.
- 132.** المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي: ملخص حول الوضع الاقتصادي والاجتماعي للأمم لسنة 2008 ، قسم الدراسات الاقتصادية، ديسمبر 2009 .
- 133.** محمد لكصاسي،" تطورات الوضعية المالية والنقدية في الجزائر"، تدخل محافظ بنك الجزائر الدكتور محمد لكصاسي أمام المجلس الشعبي الوطني ، سنة 2009 ، تاريخ الاطلاع : 20.12.2009 ، على الرابطة : (<http://www.bank-of-algeria.dz/present.htm>).
- 134.** بنك الجزائر: النشرة الإحصائية الثلاثية ، رقم 9 ، ديسمبر 2009.
- 135.** صندوق النقد العربي: التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2004.
- 136.** التقرير الوطني الاقتصادي والاجتماعي: تقرير التنمية البشرية 2003.
- 137.** صندوق النقد العربي:التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2000.
- 138.** O.N.S : Rétrospective statistique (1970-2002), édition 2005,
- 139.** المادة 10 : القانون رقم 02-2000 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421 هـ الموافق لـ 28 يونيو سنة 2000، و المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000.

140. المجلس الوطني الاقتصادي و الاجتماعي: النشرة الرسمية رقم 11، الدورة السابعة عشر، 2001.

141. MINISTERE DES FINANCES: NOTE D'INFORMATION : FONDS DE REGULATION DES RECETTES (FRR) , 2008.

142. Infos Finances : bulletin mensuel edite par le Ministere des Finances , bulletin N 18 , Mars 2009.

143. مولود أعران، " وزير المالية ينصب الصندوق الوطني للاستثمار " ، جريدة المساء ، تاريخ النشر 1 مارس 2009 ، الجزائر ، تاريخ الاطلاع 10 نوفمبر 2009 ، على الرابطة : [.http://www.el-massa.com/ar/content/view/18440/41](http://www.el-massa.com/ar/content/view/18440/41)

144. رابح رافعي ، " يهتم بتمويل المشاريع العمومية على المدى البعيد" ، 150 مليار دينار للصندوق الوطني للاستثمار ، جريدة الخبر ، الجزائر ، العدد 5565 ، تاريخ النشر 2 مارس 2009.

145. الشيماء خالد، " تمول التعليم والمعاشات ومساعدة الفقراء، صناديق تشيلي السيادية .. أيقونات الثروة الثلاث"، العدد 66، تاريخ النشر 18 أكتوبر 2009 ، تاريخ الاطلاع: 19 أكتوبر 2009 ، على الرابطة : (<http://www.almalnews.ae/sharka.html>).

146. المادة 30 من أمر رقم 04 - 06 مؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427 الموافق 15 يوليو سنة 2006 ، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006.

147. نبيل بوفليج، عبد القادر لعاطف، " فعالية صندوق ضبط الموارد كأداة لتوظيف مداخل الثروة البترولية في الجزائر " ، مداخل في ملتقى التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف بالتعاون مع مخبر الشراكة و الاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأورو مغربي ، لفترة 07-08 أبريل 2008.

148. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 1987.

149. على سالم ارميص، " أزمة المديونية الخارجية للأقطار العربية ، دراسة مقارنة (مصر – الجزائر)، (1985- 2002) "، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية ، فرع تسيير ، تحت اشراف: محمد رجراج ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2006-2007 .

150. باتريسيا ألونزو جامو: تقرير الصندوق النقد الدولي، سنة 1998.

151. علي حمزة، " فعالية السياسة النقدية والمالية في ظل الإصلاحات الاقتصادية بالجزائر"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، تحت إشراف الدكتور أحمد باشي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001-2002.

152. البنك الدولي، تقرير عن التنمية في العالم، 1984، 1987.

153. نبيل بوفليج، " صندوق ضبط الموارد في الجزائر اداة لضبط و تعديل الميزانية العامة في الجزائر"، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا ، جامعة حسيبة بن بوعلى ، الشلف ، العدد 1 ، 2004.

154. سهام جلولي : واقع وأفاق صندوق ضبط الموارد في الجزائر – دراسة مقارنة مع دولة الكويت - ، مذكرة ماجستير ، التخصص نقود ، مالية بنوك ، تحت إشراف : كتوش عاشور ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب ، البليدة ، 2008-2009.

155. Simone Mezzacapo : The so-called "Sovereign Wealth Funds":regulatory issues, financial stability and prudential supervision, EUROPEAN COMMISSION, Economic Papers 378| April 2009 ..

156. Infos Finances : bulletin mensuel edite par le Ministere des Finances , bulletin N 19 , avril 2009 .

157. المادة 3 : من الرسوم ألتنفيضي رقم 02-67 المؤرخ في 6 فبراير 2002 و المحدد لكيفيات تسيير حساب التخصيص الخاص رقم 103-302 الذي عنوانه " صندوق ضبط الموارد"
158. عبد الرحمان مبتول ، " استمرار الأزمة المالية العالمية سيلحق أضرارا بالاقتصاد الجزائري"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة الشروق اليومي حول " الأزمة المالية العالمية"، تاريخ النشر : 2008.10.05، تاريخ الاطلاع : 3.11.2009 على الرابطة :

<http://www.echoroukonline.com/ara/economie/26871.html>

159. من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات من المديرية العامة للخزينة.

160. مسعود دراوسي ، " السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: 1990-2004"، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة، تحت إشراف : طواهر محمد التهامي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.

161. ABD HAMID BRAHIMI : L'ECONOMIE ALGERIENNE, OPU, ALGER, 1998

162. Maghreb selection, N°661 du Septembre (1986-1989 .)

163. Media Bank: le journal interne de la banque d'Algérie №51 1990-1991

- 164.** Hocine Benissad : la reforme economique en algerie, opu , mai 1990.
- 165.** الهادي خالدي، " المرأة الكاشفة لصندوق النقد الدولي الجزائر " ، دار هومة ، أفريل 1996
- 166.** Media Bank: le journal interne de la banque d'Algérie , №51
- 167.** علي سالم ارميص، " أزمة المديونية الخارجية للأقطار العربية ، دراسة مقارنة مصر – الجزائر (1985-2002)"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية ، فرع تسيير ، تحت إشراف : محمد رجراج ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2006-2007.
- 168.** مليكة صديقي ، " تحليل أزمة الديون الخارجية الجزائرية و تسييرها (1986-1996)"، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر .
- 169.** علي بطاهر، " إصلاحات النظام المصرفي الجزائري و أثارها على تعبئة المدخرات و تمويل التنمية "، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية ، فرع : تحليل اقتصادي، تحت إشراف : ثابت محمد ناصر، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 170.** MINISTERE DES FINANCES/ DGPP/Direction du Recueil de Informations : OPERATIONS DE TRESOR ,2008.
- 171.** MINISTERE DES FINANCES/ DGPP/Direction du Recueil de Informations : FONDS DE REGULATION DES RECETTES ,2008.
- 172.** الأمر رقم 04-06، المؤرخ في 15 جويلية 2006 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006 .
- 173.** وزارة الشؤون الخارجية، " أهم الإجراءات المتضمنة في قانون المالية 2010 بخصوص السياسة الاجتماعية و تشجيع الاستثمار"، تاريخ النشر : الخميس 31 ديسمبر 2009 ، تاريخ الاطلاع : الخميس 07 جانفي 2010 ، علي الرابطة :

http://193.194.78.233/ma_ar/stories.php?story=09/12/29/2522675