

متطلبات إدارة الاحتياطات الأجنبية

في الدول النامية

م.د. شعبان صدام الإمارة

أ.د. جليل شيعان البيضاني

dr_shaban2009@yahoo.com

Jalil_econ@yahoo.com

كلية الإدارة والاقتصاد — جامعة البصرة

المقدمة :

راكت الدول المتقدمة والنامية على السواء في الماضي ولا زالت ثروات وأصول سائلة أو شبه سائلة من الذهب والعملات الأجنبية وحقوق السحب الخاصة SDR وكذلك أصول مالية وعينية شكلت بمجملها احتياطات مهمة لمواجهة وتحقيق وظائف وأهداف داخلية وخارجية . وللاهمية الاستثنائية لهذه الاحتياطات وتراكمها وكيفية إدارتها ، باعتبارها جزء من السياسة الاقتصادية ، أصبح موضوع إدارتها والمبادئ الحاكمة لها وخاصة في الدول النامية من المواضيع التي تحتاج إلى المناقشة والتحليل و التطوير المستمر في ضوء المستجدات المحلية والخارجية . لقد تعددت تجارب الدول في مجال إدارة الاحتياطات الأجنبية إلا أنها تشترك ببعض السمات العامة التي يمكن أن تشكل دليلاً لهذه الإدارة مع خضوعها إلى التطوير والتغيير حسب خصوصيات وسياسات كل بلد . ورغم أن الحديث عن الاحتياطات يتركز على ما يتراكم منها لدى البنك المركزي بشكل أساس وبالتالي ما له علاقة بالسياسة النقدية وأسعار الصرف وميزان المدفوعات ، ألا أنه في تقديرنا يفترض أن يشمل أيضاً ما يتراكم من هذه الاحتياطات لدى الدولة ممثلة بوزارة المالية أو الخزنة وما يتراكم منها في الصناديق السيادية لكون أن الأهداف والمبادئ الحاكمة لجمعها قد تختلف في بعض التفاصيل أو الأولويات ألا أنها تشترك في الكثير منها . وهذا البحث محاولة لإلقاء الضوء على مختلف جوانب إدارة الاحتياطات الأجنبية وكيفية استثمارها والمخاطر والكلف المحتملة التي تتعرض إليها وخصوصية هذه الإدارة في الدول النامية والدول الريعانية .

ملخص

راكت الدول المتقدمة والنامية على السواء في الماضي ولا زالت ثروات وأصول سائلة أو شبه سائلة من الذهب والعملات الأجنبية وحقوق السحب الخاصة SDR وكذلك أصول مالية وعينية شكلت بمجملها احتياطات مهمة لمواجهة وتحقيق وظائف وأهداف داخلية وخارجية . وللاهمية الاستثنائية لهذه الاحتياطات وتراكمها وكيفية إدارتها ، باعتبارها جزء من السياسة الاقتصادية ، أصبح موضوع إدارتها والمبادئ الحاكمة لها وخاصة في الدول النامية من المواضيع التي تحتاج إلى المناقشة والتحليل و التطوير المستمر في ضوء المستجدات المحلية والخارجية . البحث هذا محاولة لإلقاء الضوء على مختلف جوانب إدارة الاحتياطات الأجنبية وكيفية استثمارها والمخاطر والكلف المحتملة التي تتعرض إليها وخصوصية هذه الإدارة في الدول النامية والدول الريعانية .

وظائف وأهداف الاحتياطات الأجنبية :

لا يمكن تصور اية دولة سواء كانت متقدمة او نامية تقل مستويات احتياطاتها الاجنبية عن حد معين لتحقيق وظائف واهداف على درجة كبيرة من الاهمية والحساسية . ويمكن الاستعانة بما ذكره الاقتصادي كينز من دوافع الطلب على النقود لتلخيص اهم هذه الدوافع و الوظائف والاهداف من الاحتفاظ بهذه الاحتياطات كما يلي :

١ - دافع المعاملات : بمعنى استعداد الدولة بواسطة الاحتياطات المتراكمة الايفاء بالتزاماتها

الداخلية والخارجية وخاصة ما يتعلق باستيراداتها من قبل القطاع العام والقطاع الخاص **اولا** ، وكذلك باقي التزاماتها المالية الدولية بما فيها خدمة قروضها **ثانيا** .

٢ - **دافع الاحتياط** : بمعنى مواجهة اية ظروف طارئة او صدمات غير محسوبة لاسباب عديدة مثل تقلبات ايراداتها العامة من الصادرات او غيرها من الخدمات المقدمة ، او مواجهة ظروف تتعلق بالحروب والكوارث . وفي كل الظروف يفترض ان لا تقل الاحتياطات الاجنبية للدولة ما يكفي لتغطية الاستيرادات والالتزامات الخارجية لمدة تقدر بحدود ٦ اشهر ^١ .

٣ - **دافع المضاربة** : بمعنى العمل على استثمار الاحتياطات الاجنبية بالشكل الذي يحقق اقصى عوائد بأقل المخاطر ، او على الأقل يجنبها التآكل للحفاظ على قيمتها الحقيقية . ان المبادئ التي تحكم هذا الدافع هي نفسها التي تحكم ادارة المحافظ المالية تقريبا بما فيها اعتبارات السيولة ومخاطر تقلبات الاسواق السلعية والمالية واسعار الصرف واسعار الفائدة .

٤ - **دافع الاستقرار والتنمية** : بمعنى تحقيق سياسات مرغوبة ترتبط بالاستقرار الاقتصادي والاجتماعي على المستوى القصير والطويل الاجل من جهة وضمان تنفيذ سياسات التنمية من جهة أخرى . فمثلا يستطيع البنك المركزي بما يملكه من احتياطات أجنبية (مقابل مطلوباته من اصدار العملة وارباحه من استثماراته الخارجية) أن ينفذ سياسته النقدية الهادفة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي ومكافحة التضخم عن طريق تثبيت او استقرار أسعار الصرف . كما يستطيع تقديم القروض الى الحكومة لتمويل انفاقها الاستثماري او انفاقها الجاري الضروري بدل التجاها الى الاقتراض من الخارج الأمر الذي يحمل ميزانيتها العامة أعباء اضافية تتعلق بخدمة ديونها وغالبا ما تكون على حساب اهدافها الاقتصادية والاجتماعية . ويجب التاكيد هنا على العلاقة القوية بين ادارة الاحتياطات الاجنبية وسياسات الاقتصاد الكلي من ناحية التأثير والتاثر المتبادل .

١ - د.مظهر محمد صالح ، السياسة النقدية في العراق : رؤية تحليلية

المبادئ الحاكمة في إدارة الاحتياطات الأجنبية :

يمكن تلخيص اهم المبادئ التي يفترض ان تعتمدھا ادارة الاحتياطات الاجنبية كما يلي :

١- ان تشمل ادارة الاحتياطات جميع ما تملكه الدولة منها ، سواء كانت تحت سيطرة البنك المركزي او وزارة المالية او الصناديق السيادية (في حالة ادارتها بشكل مستقل) . وفي تقديرنا انه يفضل ادارة الاحتياطات من قبل هذه الاطراف الثلاث بشكل مستقل لاختلاف اهداف كل طرف وترتيب اولوياته . فالبنك المركزي يستخدم احتياطياته لاهداف السياسة النقدية والاستقرار الاقتصادي ، ووزارة المالية تستخدمها لاهداف سياستها المالية ومتطلبات التنمية ، والصناديق السيادية لاهداف تتعلق بقضايا التنمية المستدامة وحقوق الاجيال القادمة وبدائل الموارد الناضبة .

ان الادارة المستقلة للاحتياطات من قبل هذه الاطراف تضمن تقليل مخاطر مختلف انواع مخاطر محافظها المالية والاستثمارية رغم خضوعها جميعا الى مبادئ حاكمة واحدة تقريبا . ورغم اهمية هذه الاستقلالية الا انه يتطلب أيضا وجود هيئة او لجنة عليا من الاطراف الثلاث للتشاور والتنسيق والتقييم ومعالجة المستجدات في ادارة الاحتياطات .

٢- ان يكون الهدف الاستراتيجي لادارة الاحتياطات منع تآكلها والحفاظ عليها وتنميتها لضمان تحقيق أهدافها المشار إليها سابقا . كل ذلك عن طريق بناء محفظة مالية واستثمارية توازن بين متطلبات السيولة اولا والعوائد المتوقعة ثانيا والمخاطر المحيطة بها ثالثا .

فمتطلبات السيولة تتفاوت عند ادارة الاحتياطات من قبل البنك المركزي مثلا مع تنوع أنظمة الصرف . ففي حالة نظام الصرف الثابت فان هذا يتطلب تغليب متطلبات السيولة على العوائد المتوقعة لأهمية جاهزية هذه الاحتياطات بصيغتها السائلة للتدخل المستمر بسوق الصرف للحفاظ على استقراره . أما في حالة نظام التعويم او التعويم المدار فهذا لا يتطلب من البنك المركزي الاحتفاظ باحتياطات كبيرة لان آلية السوق كفيلة بخلق التوازنات في سوق الصرف .

أما اعتبارات العوائد والمخاطر المتوقعة فأنها تتطلب الاستثمار في اصول مالية من أسهم وسندات ومشتقات وخيارات وتقديم القروض للدول ذات الجدارة المالية العالية ، وكذلك في اصول عينية متنوعة في مختلف القطاعات على ان تكون موزعة بين دول مختلفة مع التركيز على الاستثمار في الدول النامية لضمان استمرارية العوائد وتقليل المخاطر الى الحدود الدنيا .

ان الهدف الأساسي من هذا التنوع في محفظة الاحتياطات وفي الاستثمارات هو تقسيم هذه المحفظة الى **شرائح** ، وتحدد أولويات كل شريحة في ضوء اعتبارات السيولة والعوائد والمخاطر وصولا الى تكوين ما يسمى **المحفظة المعيارية** التي تكون دليلا لإدارة الاحتياطات الأجنبية ومقياسا لكفاءتها^٢ .

٣- **دمج ادارة المديونية والدائنية الخارجية في ادارة الاحتياطات الأجنبية** لتحقيق فاعلية اكبر في تحقيق أهدافها . ان الهدف من هذا المبدأ خلق التوافق والتناغم بين ما متوفر من احتياطات متاحة ،

٢ - صندوق النقد الدولي ، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي ، ٢٠٠١ ، الإطار رقم ٣ ، ص ٢٩ .

ومتوقعة في حالة الدائنية ، وبين متطلبات خدمة الديون في حالة المديونية . كما يكون من أهداف هذا الدمج تحقيق هذا التوافق والتناغم والتكامل بين السياسة النقدية والسياسة المالية وسياسة المديونية والدائنية لتعظيم المنافع وتقليص الكلف والمخاطر .

لقد أثير جدل حول مدى إمكانية وشرعية التجاء الحكومة الى احتياطات البنك المركز

واحتياطات الصناديق السيادية لتمويل عجز الموازنة العامة بشكل قروض أو سندات . حيث يرتأي البعض رفض هذا الاتجاه بحجة استقلالية البنك المركزي والسيادية ، و لكون هذه الاحتياطات وجدت لتحقيق أهداف ذات خصوصية بعيدة عن هذا الهدف . فمن ناحية قد يؤدي ذلك الى استسهال الحكومة الالتجاء الى هذه الطريقة وتقاعسها في بذل الجهود الحقيقية في كبح نمو أنفاقها العام وخاصة أنفاقها الاستهلاكي الجاري ، وقد يؤدي كذلك الى عدم بذل الجهود الحقيقية في زيادة إيراداتها العامة وخاصة الضريبية منها ، عن طريق الإصلاح الضريبي . ومن ناحية أخرى قد يفقد البنك المركزي القدرة على تنفيذ سياسته النقدية بكفاءة وفاعلية فيما يخص الاستقرار الاقتصادي واسعار الصرف ومكافحة التضخم . ومن جانب آخر قد يفقد ادارة الصناديق السيادية القدرة على التحكم في تعظيم مواردها والحفاظ على حقوق الاجيال القادمة .

ونعتقد ان هذا الجدل مفتعل ، وهو تحت تأثير الالتزام ببرنامج وسياسات صندوق النقد الدولي اكثر منه بدوافع موضوعية ، ويمكن مناقشته من ناحية الشكل والمضمون .

فمن ناحية الشكل فان البنك المركزي في النهاية مؤسسة تابعة للدولة وان استقلاله النسبي لايعني ابتعاده عن تحقيق هدف الدولة الأساس في التنمية والتركيز على هدف فرعي هو الاستقرار الاقتصادي رغم أهميته لكنه لايشكل بديلا عن هدف التنمية . وعليه لا بد وان يكون هناك تنسيق وتوافق وتكامل بين السياستين المالية والنقدية . وفي كل الأحوال يفترض ان تكون السياسة النقدية تابعة للسياسة المالية مترجمة من الناحية التطبيقية بالموازنة العامة التي تعكس فلسفة الحكومة وتوجهاتها وسياساتها في تحقيق التنمية^٣ .

أما من ناحية المضمون فليس من المعقول التجاء الحكومة الى الاقتراض مقابل فوائد ضخمة تثقل كاهل الموازنة وتؤدي الى المزيد من العجز وهي بالوقت نفسه تملك من الاحتياطات الاجنبية ما يكفي ويزيد عن حاجتها . فليس من المطلوب ان يحتفظ البنك المركزي بنسبة ١٠٠% من الاحتياطات الاجنبية كغطاء للعملة المصدرة وهو في استطاعته ان يحقق جميع أهدافه عن طريق الاحتفاظ بنسبة اقل ، تحدد في ضوء مؤشرات اقتصادية معروفة تتعلق بشكل اساس بمعدلات الحاجة الى تغطية الاستيرادات والالتزامات الخارجية لمدة تقدر بشكل عام بحدود ٦ اشهر كما اشرنا الى ذلك سابقا^٤ .

3- نشير الى صواب هذا الرأي الذي أيدته أحداث الأزمة المالية الأخيرة والنقد ألداع للنقوديين.

4- يمكن تشبيه الحالة بنسبة الاحتياطي القانوني الخاص بالمصارف التجارية – مع الفارق بالطبع – لكون ان الدولة تحتل اعسار او افلاس بعض مصارفها ، بسبب التمادي بمنح القروض دون ضمانات حقيقية والقيام بالاستثمارات الخطرة طمعا دورية فصلية علمية محكمة تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد

٤- وضع قواعد وحدود صارمة عند تقدير مخاطر استثمار الاحتياطات تحول دون تعرضها لخسائر جسيمة عن طريق الأخذ بنظر الاعتبار ومتابعة بعض القضايا الأساسية مثل :

أ- الالتزام بهيكل وقواعد المحفظة المعيارية ومتابعة مدى الانحراف والانكشاف عنها لتصحيحه .

ب- ملاحظة اتجاهات الاسواق المالية و أسعار الصرف للعملات الاجنبية الأساسية في المحفظة عن طريق متابعة أداء اقتصادات دول هذه العملات وأوضاع موازين مدفوعاتها .

ج- الاعتماد على الخبرة الوطنية ذات الكفاءة العالية بعيدا عن المستشارين والمكاتب الاجنبية وعدم الارتكان على مؤسسات التصنيف الدولية (مثل ستاندرد أند بورز و موديز) لان أزمة ديون دبي الأخيرة أوضحت بجلاء عدم دقة (او تواطؤ) هذه المؤسسات في منح تصنيفاتها الائتمانية . ان هذا العامل مهم جدا لان الاعتماد على المكاتب الاجنبية في الاستشارة والإدارة والاستثمار قد يؤدي الى خسائر هائلة لان مرجعيتها الحقيقة الدول الرأسمالية المتقدمة والشركات المتعددة الجنسية والاحتكارات الصناعية والمالية .

١- ٢- يعتقد صندوق النقد الدولي ان الشفافية والمساءلة تعتبر احد المبادئ التوجيهية لإدارة الاحتياطات . ونعتقد ان ليس هناك ضرورة للشفافية بحجة المخاطر الإدارية لان الاحتياطات تعتبر جزء من أسرار الدولة وان لا تكون المعلومات عنها متاحة للدول والمؤسسات الاجنبية الا بالقدر الذي يخدم مصالح الدولة (مثل الحصول على قروض ميسرة) . أما المسائلة فهي بديهية حيث تخضع ادارة الاحتياطات الى اجراءات المراقبة والتدقيق المحاسبية المعتادة التي تنطبق على جميع مؤسسات الدولة . علما ان الصندوق قد اصدر عام ١٩٩٩ ما سمي ميثاق شفافية السياسات النقدية والمالية يتضمن قواعد محددة للإفصاح تشمل عمليات وأنشطة البنوك المركزية وقد التزمت بها الدول النامية ولم تلتزم بها او تفصح عنها الولايات المتحدة الأمريكية ، وخاصة فيما يخص تمويل العجز الهائل في موازنتها عن طريق الإصدار النقدي و كما أشارت إليه بوضوح وزيرة الخارجية الأمريكية كلينتون في تصريحاتها الانتقادية الأخيرة حول مسؤولية مدير البنك الاحتياطي الفدرالي في صعوبات الاقتصاد الأمريكي الحالية .

المخاطر والكلف المرتبطة بالاحتياطات الاجنبية :

بتعظيم الأرباح دون موازنتها مع متطلبات السيولة، لكن لا يمكن تصور افلاسها هي كدولة . علما ان اليونان في الوقت الحاضر (اذار ٢٠١٠) وقد سبق لها ايسلاندا بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة قد قاربنا هذه الحالة الخطيرة .

٥- اندرو بيرغ و كاترين باتلو، تحدي التنبؤ بالأزمات الاقتصادية، منشورات صندوق النقد الدولي ،سلسلة قضايا اقتصادية -٢٢، ٢٠٠٠ .

سبق واشرنا الى بعض المخاطر والكلف التي تتعرض لها الاحتياطات الاجنبية المملوكة من قبل الدول والتي لها علاقة بهيكل محفظتها المالية والاستثمارية وتقلبات أسعارها واقيامها ، والآن نحاول الإشارة الى بعض المخاطر المهمة الأخرى كما يلي :

١- مخاطر أسعار الصرف : من المعروف ان جميع محافظ الاحتياطات الاجنبية مقومة بالعملات الاجنبية المعرضة للتقلبات باستمرار في أسعار صرفها . فمثلا ان نسبة كبيرة من هذه الاحتياطات مقومة بالدولار الأمريكي الذي فقد الكثير من قيمته لأسباب عديدة أهمها تخلي الولايات المتحدة عن التزامها بتحويل دولاراتها الى الذهب بسعر محدد (٣٥ دولار للأوقية) وفق اتفاقية برتن وودز **أولا** ، وضعف أداء اقتصادها وقدرته التنافسية **ثانيا** ، والالتجاء المستمر الى الإصدار النقدي الجديد لتمويل عجز موازنتها المتنامي والمتضخم الأمر الذي اضعف الدولار كعملة احتياط دولية مهمة **ثالثا** ، مما أنبأ وينبأ بتحويلات كبيرة وجوهرية في النظام النقدي الدولي ^٦ . والغريب كل الغرابة ان اغلب الدول سواء كانت متقدمة او نامية لازالت تحتفظ بنسبة كبيرة من احتياطياتها بالدولار الأمريكي رغم وضوح هذا الاتجاه في تدهور قيمة الدولار مما يجبر الباحث الرشيد والحيادي الى التماس العامل السياسي (وربما عامل آخر) في تفسير هذا السلوك المثير للتساؤل ؟

٢- المخاطر والكلف المرتبطة بمصادر الاحتياطات الاجنبية : تتنوع مصادر الاحتياطات الاجنبية وبتنوعها تتنوع المخاطر والكلف . سنحاول تتبع ذلك فيما يلي :

أ- من مصادر الاحتياطات الاجنبية فائض ميزان المدفوعات نتيجة قوة الاقتصاد او نتيجة ريعية الاقتصاد . ففي حالة الاقتصاد الريعي مثلا ، وهو حال الدول النفطية عموما والخليجية خصوصا ، فان المخاطر والكلف تتأتى ايضا من المقارنة بين استخراج وتصدير النفط وبيعته في أسعاره السائدة **أولا** ، وبين بقاء قسم منه في باطن الأرض (وهو الفائض عن الحاجة الآنية في ضوء حاجة الاقتصاد للاستثمار في البنى التحتية وتحقيق التنمية البشرية المستدامة) وتوقعات الحصول على عوائد اضافية بسبب ارتفاع الأسعار مستقبلا ، مع الأخذ بنظر الاعتبار التطورات المحتملة في مجال الطاقة البديلة **ثانيا** ، والا هم من ذلك الخسارة الكبيرة المترتبة على تصدير هذا المورد الناضب بشكله الخام بدل تصديره مكررا او مصنعا الأمر الذي يخلق قيم مضافة مضاعفة ويؤسس لديناميكية كبيرة في الاقتصاد **ثالثا** .

ان تراكم الاحتياطات الاجنبية بهذا الشكل دون دراسة وتحليل دقيقين للعائد والكلف والمخاطر المتوقعة قد يعرضها الى مخاطر جمة تؤدي الى تأكلها كما حدث لها ذلك فعلا بعد

الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الأخيرة حيث فقدت هذه الاحتياطات أكثر من نصف قيمتها التي تقدر بالترليونات . علما ان هذه الحالة لم تقتصر على الدول النفطية والريعية فقط بل شملت ايضا الدول النامية و المتقدمة مثل روسيا والصين والهند واليابان .

^٦ عبد المجيد قدي ، الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العدد ٣٦ - ٢٠٠٩ ، ص ١٧ .

ومن المفارقات ان بعض هذه الدول قد راکمت وتراکمت الكثير من الاحتياطات الاجنبية (أكثر من المستويات الأمينة التي اشرنا إليها سابقا) ، وتستثمرها بشكل اساس في سندات الحكومات الأمريكية والبريطانية وغيرها لقاء فوائد منخفضة، وهي بنفس الوقت في حالة مديونية للدول والمؤسسات الاجنبية تدفع عنها فوائد عالية جدا تنقل ميزانياتها العامة . وكل ذلك بدل ان تسدد او تشتري او تحول ديونها وهي من المهام الأساسية لإدارة الاحتياطات الاجنبية .

ب- وقد يكون مصدر الاحتياطات الاجنبية او جزء منها القروض الخارجية بهدف الحفاظ على مستويات أمينة منها ، فأن كلف هذا النوع من الاحتياطات يتطلب المقارنة بين كلف خدمة هذه القروض والفوائد المتوقعة منها .

ج- كما قد يكون مصدر جزء من الاحتياطات ما يسمى برؤوس الأموال الاجنبية الساخنة التي تبحث باستمرار عن فرص الاستثمار المربح السريع والمضاربة في الاسواق المالية وأسواق الصرف وفروقات أسعار الفائدة . ففي اقتصاد مفتوح يسمح بدخول وخروج رؤوس الأموال كما يطبق نظام أسعار صرف ثابتة مثلا ، غالبا ما يحدث تدفق كبير لرؤوس الأموال الاجنبية في مثل هكذا اقتصادات مكون فقاعة لجني أرباح هائلة سرعان ما تفكر بعدها وبشكل مدروس المغادرة مخلفة ورائها عوامل انفجار الفقاعة وانهيارات في أسواق المال واستنزاف الاحتياطات مؤسسة بذلك لأزمة اقتصادية حقيقية كما حدث في الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧ .

٣- **المخاطر السياسية:** وهي المخاطر الناتجة عن احتمالات حيز وتجميد ومصادرة الاحتياطات المودعة والمستثمرة في الدول الاجنبية ، وغالبا ما تكون الدول الرأسمالية ، من قبل هذه الدول ولأسباب يغلب عليها الطابع السياسي ، وتستهدف بشكل رئيسي الدول النامية . وعليه ولأجل تقادي هذا النوع من المخاطر ، يفترض بالدول صاحبة الاحتياطات استثمارها بأنواع مختلفة وموزعة على اكبر عدد من الدول مع التركيز على فرص الاستثمار في الدول النامية وكذلك لمساعدة هذه الدول في تحقيق تنميتها.^٧

أدارة صناديق الثروات السيادية :

لأهمية الدور الخاص الذي تؤديه هذه الصناديق على مستوى الاقتصاد العالمي وعلى المستوى المحلي وما يتطلبه من أدارة خاصة لاحتياطاتها ، لابد لنا من ألقاء الضوء على بعض الجوانب التي تستحق الاهتمام الاستثنائي وكما يلي :

١- ارتبط تأسيس صناديق الثروة السيادية Sovereign Wealth Funds (SWF) بالأساس بما يسمى **الفوائض النفطية** بعد تصحيح أسعار النفط خلال الفترات ١٩٧٣-١٩٧٧ و ٧٩-٨٠ و ٢٠٠٣-٢٠٠٧ ، التي راکمت خلالها الدول المصدرة للنفط وخاصة دول الخليج العربي احتياطات أجنبية كبيرة أصبحت محل دراسة ومناقشة وتحليل (وتهويل) من قبل الدول و المؤسسات الغربية والدولية ، بل أصبح لها معهد متخصص هو **معهد صناديق الثروات**

7 يطلق صندوق النقد الدولي على هذا النوع من المخاطر اسم المخاطر السيادية *sovereign risks*، وهو تعبير يخفي وراءه محاولة اضعاف الشرعية او التخفيف من مثل هذا العمل غير الشرعي . ومن الافضل استخدام مخاطر القرصنة الدولية بدل المخاطر السيادية .

السيادية^٨ تحاول كلها تتبع آثارها المحتملة على الاقتصادات الغربية والاقتصاد العالمي ، والاهم من ذلك محاولة توظيفها لخدمة مصالحها.

٢- ومن وجهة نظر الدول المصدرة للنفط صاحبة الفوائض النفطية فأن تأسيس هذه الصناديق ارتبط جوهريا بعامل أهم يتعلق بمصدر هذه الفوائض الذي يتميز بالخصائص التالية :

٣- كونه مصدرا قابل للنضوب .

٤- إمكانية أحلال مصادر بديلة للطاقة بسبب التقدم العلمي و التكنولوجي^٩ .

٥- الأمر الذي يفرض على الدول المنتجة والمصدرة للنفط التفكير جديا لإيجاد مصادر إيرادات بديلة تتميز بالديمومة والاستمرارية ضمانا لتحقيق التنمية المستدامة وتحقيقا للعدالة بين الأجيال *intergenerational equity*^{١٠} . أن هذا التحسب هو الذي دفع الكثير من الدول المنتجة والمصدرة للنفط إلى إنشاء صناديق ثرواتها السيادية التي تحول إليها جزء من إيراداتها النفطية ، تحدد أما كنسبة مئوية من هذه الإيرادات أو حصيلة الإيرادات المتأتية من زيادة الأسعار عن حد معين . وكانت الكويت أول الدول التي أنشأت صندوقها السيادي عام ١٩٥٣ تلتها دول الخليج العربي الأخرى ثم دول مثل روسيا والصين والنرويج وسنغافورة وماليزيا وكندا والمكسيك وأذربيجان^{١١} .

٢- تتفاوت كثيرا **تقديرات موجودات الصناديق السيادية** من الاحتياطات الأجنبية بتعدد المؤسسات الغربية والدولية والدراسات الخاصة ، ولأسباب تعود في معظمها إلى الاختلاف في تعريف هذه الصناديق **أولا** ، ولأختلاف ما يفترض أن يكون ضمن الموجودات من الاحتياطات الأجنبية **ثانيا** ، وانعدام الشفافية **ثالثا** . وعليه يفترض التعامل بحذر مع التقديرات المختلفة . ومهما يكن فأن صندوق النقد الدولي يقدرها بحدين أدنى ٢,١ تريليون دولار وأعلى ٣ تريليون دولار تقريبا لعام ٢٠٠٨ ، وتبلغ حصة الدول العربية منها ٠,٩ تريليون كحد أدنى و١,٧ تريليون كحد أعلى ونسبة تقارب ٤٦% كما في **الجدول**

^٨ www.Swfinsitute. org

^٩ في تقديرنا إن هذا العامل غير مهم لكون النفط أثمن من يستخدم كمصدر للطاقة أصلا ، ولعل استخدامات مشتقاته البترو كيميائية هي الأكثر أهمية والأكثر قيمة حاليا ومستقبلا .

^{١٠} قد يكون مصدر الاحتياطات الأجنبية في بعض الصناديق السيادية فائض ميزان المدفوعات من عوائد مصادر غير ناضبة كما هو الحال في دول مثل الصين وكوريا الجنوبية وسنغافورة .

^{١١} هناك صناديق أخرى مثل **صناديق استقرار العوائد** سوف لن نأخذها بنظر الاعتبار عند الحديث عن صناديق الثروات السيادية لكونها تخضع في أدارتها لنفس مبادئ إدارة الاحتياطات الأجنبية لدى البنك المركزي التي اشرنا إليها سابقا .

أدناه. كما يتوقع الصندوق أن تبلغ موجودات هذه الصناديق ١٠ تريليون دولار عام ٢٠١٥. ^{١٢} ويعتبر الصندوق السيادي لآبو ظبي أكبر هذه الصناديق يليه السنغافوري ثم النرويجي فالسعودي.

٣- اشرنا سابقا الى أن إدارة الاحتياطات الأجنبية في صناديق الثروات السيادية تخضع لنفس المبادئ الحاكمة في إدارة الاحتياطات الأجنبية الأخرى لكنها تتميز ببعض الخواص المشتقة من طبيعة الأهداف الطويلة الأجل لهذه الصناديق وهي ضمان التنمية المستدامة وتحقيق العدالة بين الأجيال أولا ، وطبيعة مصادر تمويلها المرتبطة بالمصادر الناضبة ثانيا . وعليه فإن إدارة وتراكم موجودات هذه الصناديق تأخذ بنظر الاعتبار الأمور الإضافية التالية :

أ- تقدير الحجم الأمثل من إنتاج وتصدير المورد الناضب (النفط) عن طريق المفاضلة بين الإنتاج الحالي والإنتاج في المستقبل التي تحكمه الكثير من العوامل مثل :

- الأسعار الحالية وتوقعات الأسعار المستقبلية .
 - التوقعات الخاصة ببدائل الطاقة .
 - التوقعات الخاصة بأسعار الفائدة ومعدلات التضخم وتقلبات أسعار الصرف .
 - الطاقة الاستيعابية للاقتصادات المحلية للاستثمارات الجديدة .
- تقديرات صندوق النقد الدولي لأصول صناديق الثروة السيادية شباط / فبراير 2008**

(مليار دولار)

التقديرات العليا	التقديرات الدنيا	صناديق دول مجلس التعاون
1140	495	
875	250	- الإمارات : هيئة أبو ظبي للاستثمار
213	213	- الكويت : هيئة الاستثمار الكويتية
50	30	- قطر : هيئة الاستثمار القطرية
2	2	- عمان : صندوق الاحتياطي العام للدولة
289	289	الأصول الخارجية لمؤسسة النقد العربي السعودي
1429	784	إجمالي دول مجلس التعاون
93	93	صناديق دول عربية أخرى
43	43	- الجزائر
50	50	- ليبيا
656	656	صناديق دول (ومقاطعات) نفطية أخرى

¹² صباح نعوش ، الصناديق السيادية العربية ،

<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/8DC50F7C-6A1B-4EFA-A5B2-0F3ACE2AB682.htm>

380	380	- النرويج
40	40	- ألاسكا (الولايات المتحدة)
16	16	- البرتا (كندا)
125	125	- روسيا
30	30	- برونائي
9	9	- إيران
21	21	- كازاخستان
2158	1533	مجموع الدول النفطية
683	453	صناديق سيادية لدول آسيوية غير نفطية
438	208	- سنغافورة
200	200	- الصين
30	30	- كوريا
15	15	- تايوان
2968	2093	المجموع الكلي للصناديق

المصدر: international Monetary Fund [IMF], Sovereign Wealth Fund :A Work Agenda Working Paper (Washington, DC:IMF, 2008), نقلا عن :ماجد عبد الله منيف ، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، سنة ١٦، ع ٤٧، ٢٠٠٩، ص ٦٤- ٦٥ .

ب- تحديد النسبة المثلى لما يخصص للأجيال القادمة من الإيرادات النفطية الحالية .

ج- تحديد نسبة ما يستثمر من موجودات الصناديق في شكل أصول حقيقية أو استثمارات مالية داخل وخارج البلد لضمان الحد الأدنى من التنمية المستدامة والمخاطر المحتملة .

وبمعنى آخر لا بد من مواجهة السؤال المهم حول الجدوى الاقتصادية من تحويل ثروة حقيقية داخل الأرض إلى ثروة مالية معرضة لكثير من المخاطر .

٤- تعرضت صناديق الثروات السيادية إلى خسائر فادحة بسبب الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي ابتدأت منذ عام ٢٠٠٨ ولا زالت مستمرة . فمن المعروف ان النسبة الأكبر من استثمارات كانت على شكل استثمارات مالية تركزت أولا في سندات الحكومة الأمريكية بشكل رئيسي وسندات الحكومات الغربية الأخرى ، والتي فقدت جاذبيتها بعد الأزمة المالية نتيجة التدهور الكبير في عوائدها المتوقعة و انخفاض سعر صرف الدولار ومخاطر تراكمها كديون على الحكومة الأمريكية ، حيث وصلت إلى حدود خطرة بلغت ١٢ تريليون دولار نهاية عام ٢٠٠٩ مع استمرار الحكومة الأمريكية في إصدارها للسندات لتمويل خطط إنقاذ اقتصادها . وثانيا في شكل استثمارات في أسهم الأسواق المالية العالمية التي فقدت ٤٧% من قيمتها وتجاوزت خسائرها أكثر من ٦٠% في الأسواق المالية الناشئة في عام ٢٠٠٨ .

وعلى سبيل المثال فإن صندوق أبو ظبي السيادي أستثمر ٧,٦ مليار دولار في مجموعة سيتي كروب في نهاية ٢٠٠٧ التي فقدت ٧٥% من قيمة أسهمها بنهاية ٢٠٠٨.^{١٣}

هذه الخسائر الفادحة نتيجة منطقية لعدم الالتزام في تطبيق المبادئ الأساسية التي تحكم إدارة الاحتياطات الأجنبية بشكل عام واحتياطات الصناديق السيادية بشكل خاص . وكما ذكرنا سابقا أن إدارة هذه الاحتياطات تتطلب تكوين محفظة مالية استثمارية تكون مرجعيتها المحفظة المعيارية . وهذا ينطبق أيضا على إدارة احتياطات الصناديق السيادية ذات الخصوصية من ناحية الأهداف التنموية البعيدة الأجل فعلى إدارتها تكوين محفظة تنموية استثمارية مرجعيتها ما يمكن تسميته المحفظة التنموية المعيارية ، أي تأخذ بنظر الاعتبار مؤشرات المحفظة المعيارية إضافة إلى المؤشرات المشتقة من أهداف التنمية المستدامة البعيدة الأجل للصناديق السيادية.

أن الدرس البليغ الذي يمكن أن يستنتج من طبيعة إدارة الاحتياطات الأجنبية عموما وصناديق الثروات السيادية خصوصا في توجهاتها الاستثمارية هو وجوب التحول من

الاستثمارات المالية المضاربة إلى الاستثمارات الإنتاجية الحقيقية أولا ، مع تركيز هذه الاستثمارات الحقيقية في الدول النامية (وبالأخص الدول العربية فيما يخص الاحتياطات التي تعود إليها) بدل الدول الرأسمالية المتقدمة التي راهنت وتراهن على هذه الاحتياطات في معالجة أزماتها ثانيا .

وأخيرا لابد من القول إن الاعتبارات السياسية كما يبدو هي الحاكم الأول في إنتاج وتصدير النفط من جهة ، وفي إدارة احتياطات الصناديق السيادية من جهة أخرى، وهي متلازمة تعمل لتحقيق أهدافا بعيدة عن المصالح الحقيقية لدول النفط والصناديق*.

*اقتрحت مجموعة العمل الدولية ما يسمى مبادئ سنثياغو لتكون مرشدا عاما في إدارة الصناديق السيادية وهي تتعلق بثلاث محاور :

- التنسيق والتكامل مع سياسات الاقتصاد الكلي .

- معايير الشفافية والحوكمة والمساءلة .

- معايير الاستثمار وإدارة المخاطر .

ورغم فائدة هذه المبادئ المقترحة في صياغة المبادئ الأساسية لما أسميناه المحفظة التنموية المعيارية إلا أنها تبقى قاصرة وغير فاعلة لأنها لا تقترب من الأهداف الحقيقية للصناديق وخاصة في الدول النفطية النامية .

¹³ <http://www.aawsat.com/details.asp?section=6&issueno=10951&article=495770>

المراجع

1- European Central Bank ,The accumulation of foreign reserves , occasional paper series ,no.43/February 2006 .

المصادر

١- <http://www.aawsat.com/details.asp?section=6&issueno=10951&article=495770>

٢- اندرو بيرغ و كاترين باتلو، تحدي التنبؤ بالآزمات الاقتصادية، منشورات صندوق النقد الدولي ،سلسلة قضايا اقتصادية -٢٢، ٢٠٠٠

٣- ماجد عبد الله منيف ، صناديق الثروة السيادية ودورها في إدارة الفوائض المالية،مجلة بحوث اقتصادية عربية،سنة ١٦، ع٤٧، ٢٠٠٩ .

٤- د.مظهر محمد صالح ،السياسة النقدية في العراق : رؤية تحليلية

<http://www.metroarab.net/newspapers/index.php?newspaper=34&sid=3205>

٥- عبد المجيد قدي ،الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العدد ٣٦ — ٢٠٠٩ .

٦- صباح نعوش ، الصناديق السيادية العربية ،

دورية فصلية علمية محكمة تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد —————

<http://www.aljazeera.net/NR/exeres/8DC50F7C-6A1B-4EFA-A5B2-0F3ACE2AB682.htm>

٧- صندوق النقد الدولي، المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، ٢٠٠١ .