

صناديق الثروة السيادية

تقييم أولي لتجربة صندوق تنمية العراق

المستشار الدكتور مظهر محمد صالح
البنك المركزي العراقي

1. مدخل

لقد جاء نمو الكيان المؤسسي لصناديق الثروة السيادية Sovereign Wealth Funds (SWFs)، كاستجابة قوية للتراكمات الحالية في الموجودات الأجنبية للقطاع الرسمي او الحكومي على المستوى العالمي. ويلاحظ ان نشوء تلك الصناديق الذي شاع استخدامها اصطلاحيا بصناديق الثروة السيادية منذ العام 2005 هو ليس بالأمر الجديد ولا سيما في البلدان الغنية بالموارد الطبيعية والنفطية منها بشكل خاص . وعلى الرغم من ذلك ، فان تلك الصناديق قد باتت تمثل نمطا سائدا في استثمار الموارد الحكومية وموجوداتها المالية في الاقتصادات ذات الأسواق الناشئة في يومنا هذا. وكذلك لدى البلدان التي غدى تطورها معتمدا على الصادرات من المواد الأولية غير النفطية وتتمتع في الوقت نفسه بفائض كبير في موازين مدفوعاتها .

وعلى هذا الأساس ، فقد بات يُنظر الى صناديق الثروة السيادية على أنها صناديق استثمار متخصصة تنشئها الحكومات او تمتلكها بغية الاحتفاظ بالموجودات المالية لإغراض الفترة الطويلة ، وعادة ماتكون تلك الصناديق ممولة من الاحتياطيات الدولية أو غيرها من مصادر العملة الأجنبية ، وإنها تعد أيضا من الملكيات الكبيرة التي تأخذ شكل حقوق او مطالبات claims بالعملة الأجنبية على غير المقيمين .

وبهذا، فقد عُدت تلك الصناديق المملوكة للدولة، بأنها كيانات تستطيع إدارة مدخرات البلاد لإغراض الاستثمار وتتألف من موجودات مالية كالأسهم والسندات والحقوق وأدوات مالية أخرى. إلا ان الأموال المتراكمة في الغالب تكون بصورة ودائع من العملة الأجنبية يضاف اليها الذهب وحقوق السحب الخاصة إضافة الى المركز الاحتياطي للبلاد لدى صندوق النقد الدولي الذي تمسكه البنوك المركزية عادة او السلطات النقدية سوية مع الموجودات الأخرى للبلاد مثل استثمارات المتقاعدين وصناديق النفط وغيرها . كما يمكن لهذه الصناديق أن تُمسك في آن واحد بالعملة الوطنية او بالعملات الاحتياطية الدولية مثل الدولار واليورو والين . وان الجهات التي يعزى إليها القيام بمهمة إدارة هذه الصناديق يمكن ان تشمل المصارف المركزية وشركات الاستثمار لتتولى إدارة صناديق كصناديق التقاعد الرسمية وصناديق الثروة النفطية وغيرها.

ويلحظ أيضا ان الفوائض العالية في الحسابات الجارية لموازن المدفوعات وكذلك تدفقات رؤوس الأموال الداخلة الى بعض البلدان قد تركت جدلا مستمرا حول السياسات الأساسية التي ينبغي اعتمادها للتعامل مع تلك التراكمات المالية السيادية والتكيفات او التعديلات الممكنة إزاءها والتي منها على سبيل المثال :

- المستوى المطلوب من مرونة في سعر الصرف
- المستوى الأمثل للاحتياطيات الأجنبية للبلاد وإمكانية تخصيص جزء منها لاستثمارها في تلك الصناديق السيادية .

وإزاء ما تقدم ، يتضح الفرق بين ماتقوم به الكيانات السيادية من الاحتفاظ بالثروة وبين إدارة الاحتياطيات الأجنبية للبلاد اذ ان الأولى تتولى تعظيم العائد لفترة طويلة في حين تتولى الأخيرة إدارة استقرار وسيولة العملات لفترة قصيرة. وعلى الرغم من هذا التمييز ، لوحظ ان العديد من المصارف المركزية والسلطات النقدية أخذت خلال السنوات الأخيرة بمراقبة مقادير من الاحتياطيات الدولية تفوق الحاجة الى السيولة او حاجتها لإدارة التحويل الخارجي. كما بات الكثير منها يعتقد بأهمية التنويع الواسع لموجوداتها كبديل لمعطيات الفترة القصيرة التي تقتضي الاحتفاظ بوحدة نقدية عالية السيولة ، كما ان البعض من تلك المصارف المركزية ابتداء بشراء الأسهم والمشتقات المالية حسب مستوياتها المختلفة .

لقد حولت ظاهرة النمو في الموجودات السيادية، القطاع الحكومي الى مجموعة استثمارية عالية النشاط ، وبهذا فان استثمار الثروة الحكومية عبر مختلف الخيارات المتاحة يقتضي توافر إدارة مالية تتسم بالدقة والحذر الشديد عند استثمار هذه الموجودات المالية الرسمية. حيث تركز القراءات الحديثة المتعلقة بصناديق الثروة السيادية على موضوعات مهمة مثل :

- الشفافية في الحسابات الحكومية والحسابات الخارجية
- تحديد الأهداف المختلفة والمتعددة لتلك الصناديق ودرجة الاقتراب من المخاطر وآفاق الاستثمار عبر الامد الطويل .
- التأكيد على العائد return عوضا عن التركيز على مسألة السيولة liquidity قدر تعلق الامر باحتياجات ميزان المدفوعات .

ولكن تبقى التساؤلات لصيقة بصورة مستمرة بمسألة التأثير المحتمل إزاء قيام الدولة بتخصيص موجوداتها او تحويل استراتيجيات استثماراتها ذلك طبقاً لدرجة تحركات رؤوس الأموال الدولية وأسعار الموجودات (وخير مثال على ذلك ما تقوم به الصين حالياً من استراتيجيات في إدارة احتياطياتها الأجنبية) . وبهذا الشأن تشير التقديرات الأولية بأن الاحتياطيات الدولية التي تحتفظ بها الجهات الرسمية الدولية تبلغ حالياً قرابة 5.6 ترليون دولار، يضاف الى ذلك ما بين 1.9 الى 2.9 ترليون دولار والتي تقع ضمن الترتيبات التي تؤشرها صناديق الثروة. وعلى الرغم من سعة هذه المقادير الا انها مازالت هي اقل بـ 10 مرات من الموجودات التي تقع تحت إدارة مستثمري مؤسسات السوق الناضجة والبالغة 53 ترليون دولار، ولكن مع ذلك هي اعلى بشكل معتدل من استثمارات صناديق التحوط التي تقدر حالياً بنحو (1 ترليون دولار الى 1.5 ترليون دولار) .

وتراقب المؤسسات المالية الدولية اليوم حالة النمو المتواصلة في تلك الموجودات وتوجهات الحكومات بهذا الشأن، التي أخذت تعظم تراكماتها من الموجودات الأجنبية بمتوسط سنوي قدره 800 الى 900 مليار دولار وهو توجه تسير عليه غالبية بلدان الاسواق الناشئة ، وان هذا التوجه في تراكم الاحتياطات الدولية سيجعل إجمالي الموجودات منها يقارب 12 ترليون دولار بحلول العام 2012 .

2. هل صناديق الثروة السيادية هي من نمط واحد أم من أنماط مختلفة

على الرغم من انه لا يوجد اتفاق شامل او عام حول تعريف صناديق الثروة السيادية والذي سبق الإشارة له ، الا ان تلك الصناديق يتفق على تعريف مشترك لها بانها صناديق استثمار ذات طبيعة خاصة تنشأ و تمتلك من قبل الحكومات للاحتفاظ بالموجودات الأجنبية لاغراض الفترة الطويلة . الا ان هذا التعريف يقودنا الى تناول مسألتين أساسيتين :

الأولى - وتتعلم بمصادر أموال صناديق الثروة السيادية ، اذ تأتي تلك الأموال من مصادر مختلفة ومنها ذات طبيعة مشتركة . فبعض الأموال هي ناتج عرضي by products للفوائض المتراكمة في الموازنات العامة للدول والناجمة عن مركب إيرادات الصادرات ومقيدات الإنفاق . ويمكن أيضا ان تأتي الفوائض المالية والادخار العام من مصادر داخلية حصرياً مثل العوائد الناجمة عن خصخصة المشاريع الحكومية على سبيل المثال ، وهي بذلك تكون واحدة من مصادر صناديق الثروة السيادية لتمثل في الوقت نفسه الفائض في ميزان المدفوعات سواء اكان هنالك فائض مماثل في الموازنة العامة ام لم يكن .

والثانية-تتعلق بالتحليل العضوي لأهداف السياسات المعتمدة لتلك الصناديق :-

اذ يلحظ ان ثمة تمييز بين الأنماط المختلفة للصناديق يقوم على الأهداف الرئيسية من نشأتها والتي تصنف بالشكل الآتي :

أ. صناديق الاستقرار Stabilization Funds :

وهي صناديق تنشأ عادة الدول الغنية بالموارد الطبيعية بغية عزل الموازنة العامة والاقتصاد الكلي من تقلبات اسعار تلك المواد (النفط في الغالب) . اذ تراكم تلك الصناديق موجودات مالية خلال السنوات التي تتسم بالعوائد التصديرية العالية بغية استخدامها في سنوات لاحقة غير مؤاتية تختل فيها شروط التبادل التجاري الدولي . ويلحظ ان صناديق الاستقرار كانت قد أنشأت ابتداءً لتسهيل الإيرادات المالية وضمان انسيابيتها خلال السنة المالية او لغرض تعقيم sterilize التدفقات الداخلة من العملة الأجنبية . ولكن عندما تستمر الموجودات في صناديق الثروة بالنمو خارج المستويات المرغوبة لتحقيق هدف الاستقرار ، فان السلطة الحكومية المسؤولة عن ادارة الصندوق تقوم من جانبها بتعديل اهدافه وإعادة تصميم هيكلته بما يساعد على توسيع أغراضه . وكثيراً ما تقسم الموجودات في تلك الصناديق الى شرائح مختلفة وعلى وفق أهداف متنوعة وربما أحيانا يتم خلق صناديق منفصلة (جديدة) وبأهداف مختلفة او متنوعة. كما ويلحظ بأن الترتيبات المؤسسية اللازمة لإدارة الأنماط المختلفة من الصناديق كثيراً ما تكون بعهدة البنك المركزي بشكل رئيس ويكون قسم منها بعهدة وكالات أخرى مستقلة . إذ يتولى البنك

المركزي مسؤولية تمويل الموارد المالية إلى الصناديق الأخرى وأحيانا تقوم الصناديق الأخرى المذكورة بتحويل مواردها إلى البنك المركزي ليتولى إدارة بعض عملياتها بالإئابة.

ب.صناديق الادخار Saving Funds

وهي صناديق يطلق عليها بصناديق الأجيال ، تعبر عن رغبة الحكومات بأهمية ان تكون عوائد موارد البلاد الطبيعية السيادية مشتركة عبر الاجيال . حيث تتولى صناديق الادخار في تلك البلدان الغنية بالموارد الطبيعية تحويل عوائد الموارد الطبيعية غير القابلة للتجديد الى حقوق استثمارية متنوعة من الموجودات المالية الدولية . ويلحظ ان الزيادات الرأهنة في أسعار النفط قد أضافت اهتمامات أخرى على الأهداف الادخارية ، مما أخذت تشجع العمل الحكومي في إدارة الموجودات على نحو أكثر من ذي قبل وباتجاه تنويع وظائف صناديق الادخار المتأثرة بنمو الثروات السيادية .

ج.العمليات المتعلقة باستثمار الاحتياطات،

يعد الاستثمار في الاحتياطات الدولية بمثابة كيان منفصل وظيفته اما خفض التكاليف السالبة الناجمة عن الاحتفاظ بالاحتياطات او لمواصلة السياسات الاستثمارية ذات العوائد العالية ، وينظر في احيان كثيرة الى الموجودات التي تقع ضمن الترتيبات الاخيرة بانها مازالت تعد ضمن نطاق الاحتياطات (اي على الرغم من انخفاض سيولتها وارتفاع درجة مخاطرها بسبب تفضيل العائد المرتفع على السيولة) .

د.صناديق التنمية Development Funds

توظف صناديق التنمية في اعلاه مواردها صوب القيام بمشاريع ذات الأولوية الاقتصادية والاجتماعية وتحديدأ مشاريع البنية التحتية .

هـ.صناديق احتياطي التقاعد Pension Reserve Funds

من الجلي انها صناديق توظف مواردها بغية ادامة رواتب ومعاشات شريحة المتقاعدين ، وتستخدم هذه الصناديق احيانا بمثابة نمط لمواجهة الالتزامات العرضية contingent liabilities التي تترتب بشكل طارئ على الميزانية العمومية للحكومة Governmental balance sheet

3.تقييم أولي لوظائف وأهداف صندوق تنمية العراق وهل هو صندوق ثروة سيادية!

عند النظر إلى صناديق الثروة على وفق تقسيماتها وأهدافها المختلفة والتي تم عرضها آنفا ، فإنه يمكن اعتبار صندوق تنمية العراق DFI أحد صناديق الثروة السيادية والذي يمكن تقييمه على مستويين :

المستوى الأول : إذ يمثل (صندوق تنمية العراق) عند هذا المستوى احد صناديق الاستقرار **stabilization fund** لمواجهة الحالات العرضية والطارئة **contingents** في الموازنة العامة . وعلى هذا الأساس تم اقتراح تسعير برميل النفط لإغراض تحديد إيرادات الموازنة العامة للعام 2008 بواقع 52 دولاراً للبرميل الواحد (وهو سعر اقل من الأسعار المعتمدة حالياً في تصدير النفط العراقي بنحو 14 – 18 دولاراً للبرميل الواحد) ذلك بغية تركيز موارد اضافية في الصندوق بموجب الفروقات السعرية الافتراضية المذكورة آنفاً ولغايات واضحة تتعلق باعتماد سياسات استقرار وانسيابية عالية في تمويل النفقات العامة عند تعرض موارد البلاد المالية إلى تقلبات فجائية او غير مرغوبة خلال السنة المالية. كما يلحظ ايضاً بأن الاستثمارات المالية في هذا المستوى تميل الى مبدأ السيولة **liquidity** حالياً أكثر من ميلها الى مبدأ تعظيم العائد **return** ، مما يجعلها ضمن نطاق وأهداف صناديق الاستقرار التي تعمل على أساس الفترة القصيرة .

المستوى الثاني : وهو حساب احتياطي بالعملة الاجنبية ويقع ضمن العمليات المتعلقة باستثمار الاحتياطيات الدولية التي سبق الإشارة اليها ، إذ ينظر الى موارده في المرحلة الحالية على انها سائلة قدر الإمكان لمواجهة اي اهتزازات عاجلة على استقرار القطاع الخارجي في الاقتصاد وانعكاسات ذلك على السوق المالية وعموم الاستقرار الداخلي . وبهذا يعد هذا المستوى ضمن صناديق الثروة السيادية ومن النمط الذي يتجنب أية تكاليف سلبية جراء إدارة تلك الاحتياطيات في هذه المرحلة المبكرة من تراكم الاحتياطيات الأجنبية التي تغطي قرابة ثمانية أشهر استيرادية للعراق في الوقت الحاضر وهي لم تبلغ حدودها المثالية وأهدافها النهائية بعد. وان الذهاب إلى مبدأ التنويع التام يتطلب التحول التدريجي من مبدأ السيولة **liquidity** في إدارة تلك الاحتياطيات إلى مبدأ العائد **return** وتعظيمه مما يعني تحمل شيء من المخاطر جراء الاستثمار الطويل الأجل الذي يمتد لأكثر من سنة واحدة وبمختلف الموجودات المالية والمقومة بمختلف العملات وعلى وفق ما يسمى **staggering maturities – or laddering** اي التحوط من تقلبات مخاطر أسعار الفائدة **interest risk** وهو امر يقتضي في الوقت نفسه التنويع بين السندات على سبيل المثال،، حسب آجالها بين القصيرة والمتوسطة والطويلة الأمد في آن واحد بغية تعظيم العوائد او الدخل الناجم عن الاستثمار بأقل المخاطر الممكنة .

في ضوء ما تقدم ، يمكن الاستنتاج بأن صندوق تنمية العراق ، يعد صندوقاً للثروة السيادية، وانه في الوقت نفسه يعتبر صندوقاً متعدد الأهداف سواء لإغراض الاستقرار وفقاً لمتطلبات السياسة المالية وبسيولة نسبية عالية او لإغراض استثمار الاحتياطيات الأجنبية وفقاً لمتطلبات السياسة النقدية وبسيولة نسبية عالية أيضاً.