

## تعليق

# الطريق نحو تحقيق الاستقرار المالي والتنمية المستدامة: دور الصناديق السيادية في المملكة العربية السعودية

يونيو 2020  
نادر الكثيري



نشرت في مجلة سياسة الموارد (Resources Policy) مؤخرًا دراسة بعنوان **“Optimal Policies for Managing Oil Revenue Stabilization Funds: An Illustration using Saudi Arabia”** أجراها باحثون من مركز الملك عبد الله للدراسات والبحوث البترولية (AlKathiri et al. 2020) (KAPSARC). طورت الدراسة نموذجًا يحسن من عملية الجمع والسحب من صندوق الاستقرار، كما قدمت رؤى رئيسية في إدارة صندوق الاستقرار لدعم الاستقرار المالي على المدى القصير والمتوسط. وكشفت نتائجها عن عدم وضوح الخط الفاصل بين صندوق استقرار الإيرادات النفطية وصندوق الثروة السيادي. لذا فهذا التعليق يستكمل تحليل البحث من خلال دراسة الدور المحتمل للصناديق السيادية-سواء أكانت صناديق استقرار على المدى القصير أم صناديق ادخار على المدى البعيد- في تحقيق الاستقرار المالي والتنمية المستدامة في المملكة العربية السعودية.

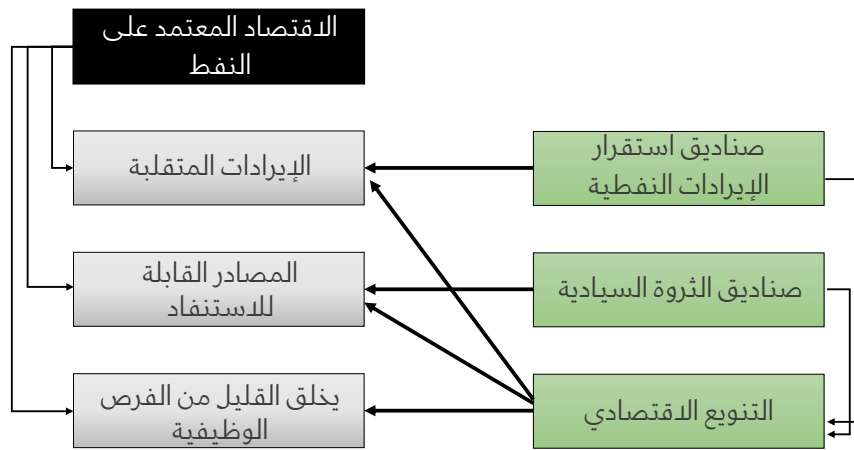
### تدديات إدارة الإيرادات النفطية على الاقتصاد الكلي

تتعرض للاقتصادات المعتمدة على النفط لمصاعب مختلفة يمكن أن تحد من التنمية الاقتصادية لتلك الدول. وتوجد بشكل عام ثلاثة مصاعب رئيسية مرتبطة بالاعتماد الكبير على عائدات النفط، هي:

- أن النفط يوفر إيرادات غير مؤكدة بسبب تقلبات أسعاره في الأسواق العالمية.
- أنه يعد موردًا غير متجدد يتم استنفاده باستمرار.
- أن صناعة النفط تعد مستهلكة بشكل كبير لرأس المال، وتخلق فرص عمل أقل مقارنة بالصناعات الأخرى.

يمكن أن تساعد الأدوات المختلفة في التخفيف من هذه المصاعب، فكل أداة تخدم أهدافًا مختلفة، كما هو موضح في الشكل (1). فتعالج صناديق استقرار الإيرادات النفطية مسألة تقلبات الإيرادات النفطية من خلال ضمان استقرار الإنفاق الحكومي في مواجهة تقلبات أسعار النفط. وتعالج صناديق الثروة السيادية-صناديق الادخار- الخطر الذي يشكله استنفاد النفط من خلال إيجاد مصدر مستدام للدخل، ليستبدل إيرادات المورد المستنفد. وتشمل الأهداف الأخرى لهذه الصناديق تحسين المساواة بين الأجيال، وعزل الاقتصاد عن الآثار السلبية المرتبطة بالاعتماد على عائدات النفط. وفي حين يمكن أن تكون هذه الصناديق كافية للدول المتقدمة المصدرة للنفط (مثل النرويج)، إلا أنها تعد غير كافية لمعظم الدول النامية ذات النمو السكاني المرتفع؛ لأنها لا تخلق وظائفًا مباشرة في الاقتصاد المحلي. ولكن التنوع الاقتصادي يؤدي إلى فصل الاقتصاد عن الاعتماد على النفط على المدى البعيد، وبالتالي يقلل من تقلب الإيرادات، ويساعد على إنشاء الصناعات غير النفطية التي يمكن أن تبقى بعد استنفاد الموارد، ويخلق المزيد من فرص العمل-أو الفرص الوظيفية- لاستيعاب العدد المتزايد من المواطنين القادرين على العمل.

**الشكل 1.** توضيح مبسط لكيفية معالجة صناديق الاستقرار، وصناديق الثروة السيادية، والتنوع الاقتصادي للمصاعب المرتبطة بالاعتماد على النفط.



المصدر: كابسارك (2020م).

### المنظرة على المدى القريب: التعامل مع تقلبات الإيرادات النفطية

تنشئ الدول المصدرة للنفط صناديق استقرار الإيرادات النفطية كعازل ضد تقلبات الأسعار؛ للتخفيف من تأثير التقلبات في الإيرادات على الميزانيات المالية العامة. فتهدف صناديق الاستقرار إلى تحقيق سلسلة الاستهلاك من خلال جعله أقل ارتباطاً بعائدات النفط، وأقل تأثراً على مناخ الاستثمار. وعلى عكسها صناديق الثروة السيادية -صناديق الادخار- التي ينصب تركيزها على توليد تدفقات مستدامة من الدخل التي يمكن أن تستبدل عائدات النفط المفقودة بعد استنفاد الموارد، فلا توفر صناديق الاستقرار سوى الاستقرار المالي على المدى القريب. وتستخدم بعض الدول صندوقاً واحداً للاستقرار والادخار، بينما تمتلك دول أخرى صناديقاً منفصلة لها أهدافها ومهامها.

إن السؤال الرئيس لإدارة صندوق الاستقرار يتعلق بمقدار ما يتم ادخاره خلال دورات الانتعاش النفطي، ومقدار السحب من الصندوق عندما تكون الأسعار منخفضة. تنطوي هذه القرارات على مقايضة بين الاستهلاك الحالي والمستقبلي، وتعتمد على عدة عوامل، منها: التوقعات المستقبلية لإيرادات النفط، وحجم الصندوق، وقدرة الدولة على الاقتراض في فترات الانكماش لتمويل ميزانيتها المالية العامة. ولا يتوقف تحقيق الاستقرار المالي للميزانية العامة على وجود صندوق استقرار. ففي الواقع، فشلت العديد من الدول -مثل إيران وفنزويلا- في تحقيق الاستقرار على مستوى الاقتصاد الكلي، بالرغم من إنشائها صناديق الاستقرار رسمياً (Bauer 2017). وفي المقابل تستخدم المملكة العربية السعودية وتشيلي احتياطيتهما أو صناديقهما لتحقيق الاستقرار في الإنفاق، من خلال اعتماد سياسات مالية معاكسة للدورة الاقتصادية. ويبين الشكل (2) الحركة المشتركة للنفقات الحكومية ونمو الإيرادات لأربع دول غنية بالموارد.

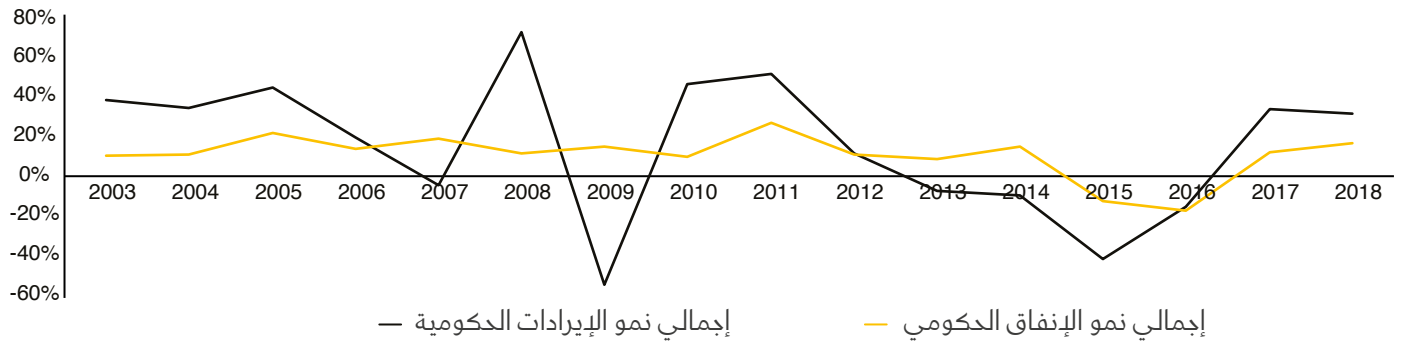
**تندشئ الدول المصدرة للنفط صناديق استقرار الإيرادات النفطية كعازل ضد تقلبات الأسعار**

**لا توفر صناديق الاستقرار سوى الاستقرار المالي على المدى القريب**

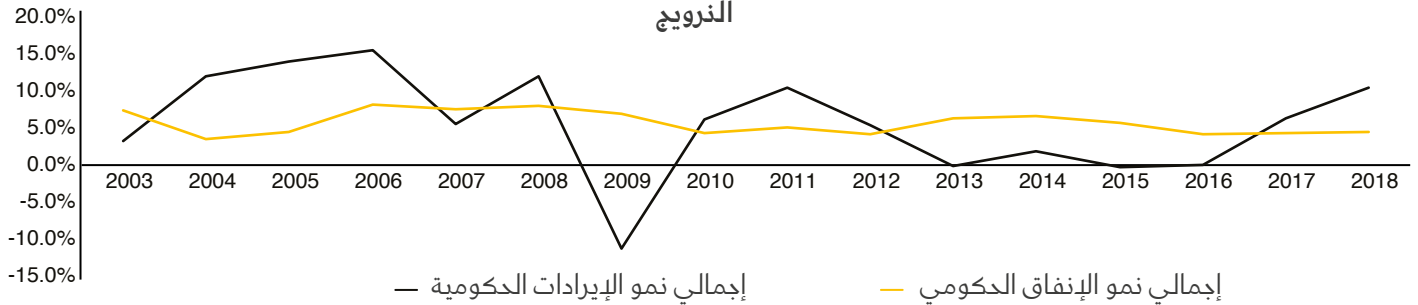
**السؤال الرئيس لإدارة صندوق الاستقرار يتعلق بمقدار ما يتم ادخاره خلال دورات الانتعاش النفطي، ومقدار السحب من الصندوق عندما تكون الأسعار منخفضة**

الشكل 2. الإنفاق الحكومي ونمو الإيرادات لأربع دول مصدرة للموارد.

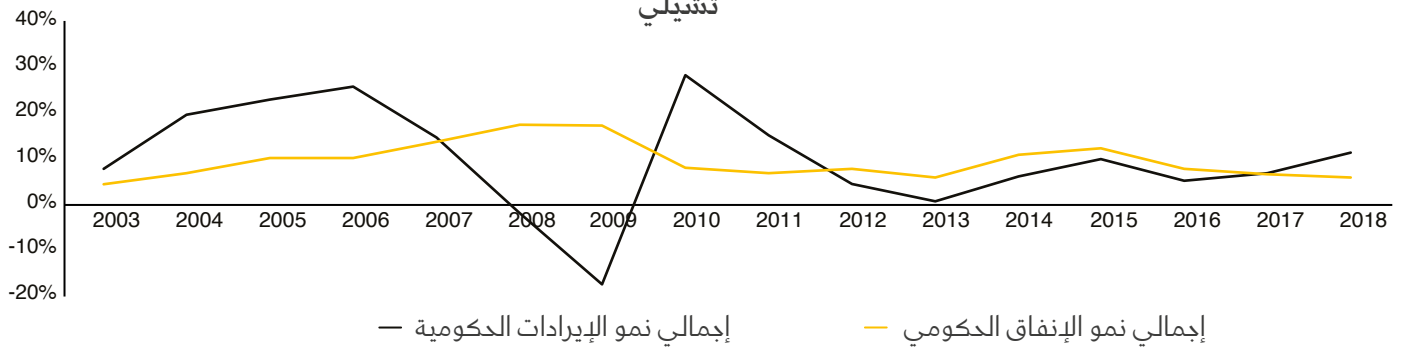
### المملكة العربية السعودية



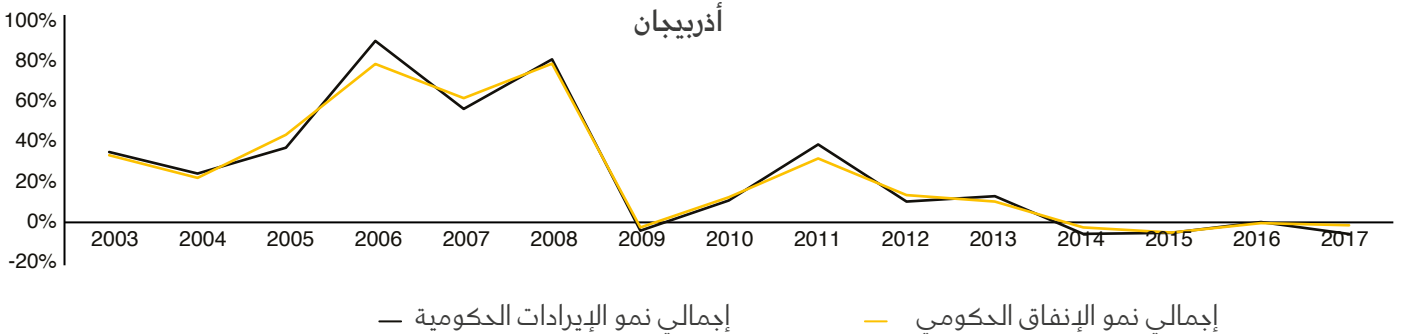
### النرويج



### تشيلي



### أذربيجان



المصادر: مؤسسة النقد العربي السعودي، وإحصائيات النرويج، و بنك تشيلي المركزي، ولجنة الدولة لجمهورية أذربيجان.

على الرغم من أن البعض يشيرون إلى الاحتياطيات الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) على أنها صندوق ثروة سيادي، إلا أنها في الواقع تعد احتياطياً للنقد الأجنبي، هدفه حماية استقرار ربط الريال السعودي بالدولار الأمريكي. ويشار إلى الاحتياطيات المتراكمة نتيجة للتدابير المتخذة لضمان ربط العملة بصندوق الثروة السيادي الفعلي (De-facto Sovereign Wealth Fund)، كما هو موضح في دراسة (Wills and van der Ploeg 2014). ووفقاً لدراسة (Venables and Wills 2016)، فإن الفرق بين صندوق الثروة السيادي واحتياطي النقد الأجنبي يكمن في أن الأول يجمع إيرادات النفط كأصول أجنبية قبل دخولها في الاقتصاد المحلي، في حين أن الآخر يجمع الاحتياطيات الأجنبية بعد إنفاق إيرادات النفط محلياً. ولم يتم إنفاق أي جزء من الاحتياطيات الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي في الاقتصاد المحلي، وتعد مدخرات صافية لعائدات النفط. وعلى وجه التحديد، فإن ودائع واحتياطيات الحكومة (الجدول 2) التي تمثل 34% من الاحتياطيات الأجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودي -تتكم بها الحكومة مباشرة لتمويل الميزانية. وتوفر الحكومة فوائض الميزانية في هذا الحساب، والتي يمكن تخصيص جزء منها لصندوق الاستثمارات العامة (PIF) -وهو صندوق الثروة السيادي الرسمي في المملكة العربية السعودية- أو لصناديق التنمية والمعاشات التقاعدية الأخرى.

#### الجدول 1. أصول مؤسسة النقد العربي السعودي.

الإجمالي	أصول أخرى	استثمارات في أوراق مالية أجنبية	الودائع في البنوك الأجنبية	النقد المتوفر في الصندوق	العملات الأجنبية والذهب	
507.64	6.94	331.91	100.79	6.88	61.12	2017 (مليار دولار أمريكي)
%100	%1.4	%65.4	%19.9	%1.4	%12	النسبة

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي (2017م).

#### الجدول 2. التزامات مؤسسة النقد العربي السعودي.

الإجمالي	التزامات أخرى	أذونات مؤسسة النقد العربي السعودي واتفاقيات إعادة الشراء	ودائع المؤسسات الأجنبية بالعملة المحلية	الودائع التنظيمية للمؤسسات المالية	ودائع المؤسسات الحكومية	الودائع والاحتياطيات الحكومية	العملة المصدرة	
507.64	183.99	37.01	4.93	26.01	23.56	171.03	61.12	2017 (مليار دولار أمريكي)
%100	%36.2	%7.3	%1	%5.1	%4.6	%33.7	%12	النسبة

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي (2017م).

## تمكنت المملكة العربية السعودية من فصل الإنفاق الحكومي عن تقلبات عائدات النفط، باستخدام احتياطات الحكومة التي تحتفظ بها مؤسسة النقد العربي السعودي كعازل ضد صددمات أسعار النفط

كما هو موضح في الشكل (2)، تمكنت المملكة العربية السعودية من فصل الإنفاق الحكومي عن تقلبات عائدات النفط، باستخدام احتياطات الحكومة التي تحتفظ بها مؤسسة النقد العربي السعودي كعازل ضد صدمات أسعار النفط. وفي دراسة أجراها (AlKathiri et al. 2020)، طورنا نموذجًا لإدارة صندوق استقرار الإيرادات النفطية لتعزيز رفاهية الأسر من خلال إنشاء مقايضات بين الاستهلاك الحالي والمستقبلي. تتطابق قاعدة المدخرات المستمدة من النموذج مع ما نتوقعه؛ فكلما زاد حجم الصندوق تقل الإضافات خلال فترات الإيرادات المرتفعة، وتزيد عمليات السحب خلال فترات انخفاض الإيرادات. ومن خلال تطبيق النموذج على الإيرادات التي تمت ملاحظتها للمملكة العربية السعودية في الفترة من 2003م إلى 2015م، نقدر المدخرات المثلى في كل عام كدالة تعتمد على إيرادات النفط وحجم الصندوق، ونقارن النتيجة مع ما لوحظ سابقًا. ونوضح تطابق نمط جمع وسحب احتياطات الحكومة بشكل وثيق مع قاعدة المدخرات المثلى المستمدة من النموذج حتى عام 2011م؛ حيث بدأت المدخرات الفعلية في الانحراف عن المسار الأمثل نتيجة للزيادة السريعة في الإنفاق الحكومي. يظهر تحليلنا للعائدات الفعلية أن تطبيق السياسة المثلى من عام 2003م حتى عام 2015م كان سيحقق نفس نتيجة الرفاهية التي تم تحقيقها بالفعل، ولكن بحجم صندوق أكبر بقيمة 115 مليار دولار أمريكي. وهذا يوضح أهمية تسهيل الإنفاق العام مع الوقت.

### الاستراتيجية الاستثمارية لصناديق الاستقرار ودور التمويل بالدين

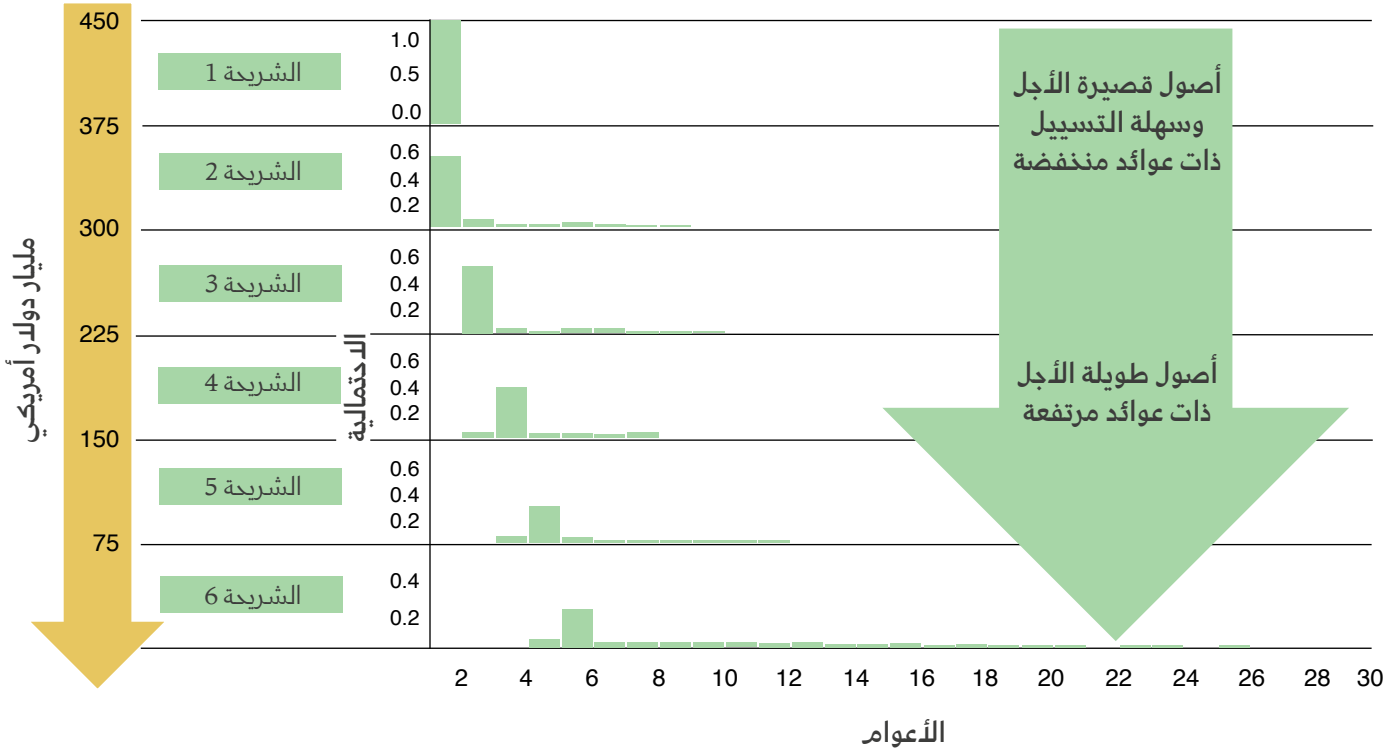
يجب أن تكون أصول صناديق الاستقرار سهلة التسييل، وجاهزة لتحقيق أهدافها المتمثلة في حماية اقتصاداتها من عدم الاستقرار المالي. إن الإدارة السليمة لهذه الصناديق أمر حاسم لنجاحها في التخفيف من تقلبات الاقتصاد الكلي، وتتطلب التكامل مع مصادر تمويل العجز المالي البديلة. وفي حين يمكن تغطية عجز الميزانية بالاستدانة، فإن وجود صندوق استقرار يوفر احتياطات قوية قادرة على منح ميزة تفاوضية للحكومة عندما تحاول خفض تكلفة ديونها. ومن ثم فإن قرار إصدار السندات الحكومية أو السحب من صندوق الاستقرار سيعتمد على تكلفة الفرصة البديلة للسحب من الصندوق. ولا ينبغي إصدار سندات الدين إذا تجاوزت تكلفته العائد على المبلغ المقابل في صندوق الاستقرار. ولا تمتلك بعض الصناديق التي تدار بشكل سيئ أهدافًا واضحة، وتعتبر عملياتها غير منطقية من الناحية الاقتصادية. فعلى سبيل المثال، توفر بعض الحكومات عائدات على الموارد في الصناديق التي تحقق عائدات منخفضة وتصدر سندات الدين بمعدلات فائدة أعلى من العائدات التي تتلقاها (Venables and Wills 2016).

يمكن تقسيم أصول صندوق الاستقرار إلى شرائح متسلسلة، ويتم استخدام كل شريحة بعد استنفاد الشريحة السابقة. سيختلف اختيار الاستثمار لكل شريحة بناءً على تقدير الوقت المستغرق لبدء السحب من كل واحدة. ونجد أنه في الدراسة التي أجراها (AlKathiri et al. 2020)، يقسم (الشكل 3) صندوق استقرار قيمته 450 مليار دولار إلى ست شرائح، حيث تحتوي كل شريحة على 75 مليار دولار لتوضيح كيفية إدارة الشرائح المختلفة.

يجب أن تكون أصول  
صناديق الاستقرار سهلة  
التسييل، وجاهزة لتحقيق  
أهدافها المتمثلة في  
حماية اقتصاداتها من عدم  
الاستقرار المالي

وكما يوضح الرسم البياني، فإنه من المرجح أن تكون الشريحة الأولى ضرورية لتمويل عجز الميزانية على الفور، وبالتالي يجب الاحتفاظ بها بشكل نقدي أو كأصول يسهل تسيلها. ومن ناحية أخرى، تحتوي الشرائح اللاحقة على أطر زمنية أطول، ويمكن استثمارها في سندات أو أصول طويلة الأجل ذات عوائد أعلى. تبدأ الشريحتان الأخيرتان في محاكاة أنواع الأصول المناسبة لصندوق الثروة السيادي، حيث لا ينبغي أبدًا سحب الأصول الأساسية، بل يجب استخدامها في استثمارات طويلة الأجل ذات عوائد أعلى.

**الشكل 3.** توزيع الاحتمالية لأول مرة يتم فيها استخدام كل شريحة.



المصدر: الكثيري وآخرون (2020م).

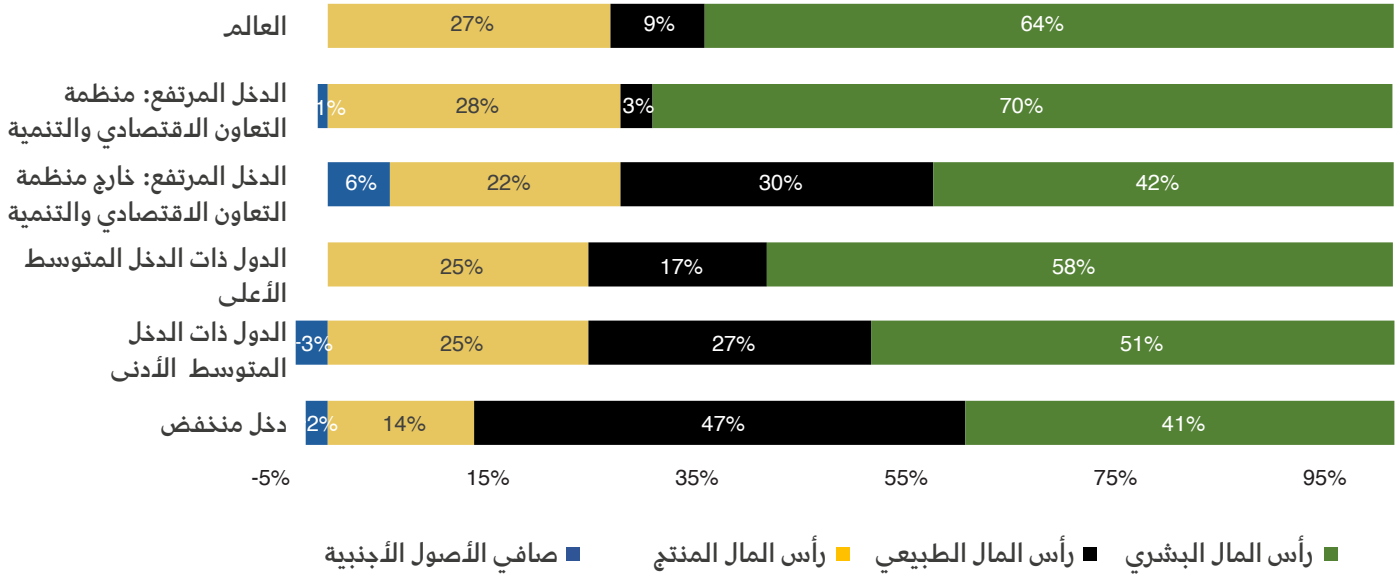
### الرؤية على المدى البعيد: تحويل الإيرادات النفطية إلى مصادر دخل مستدامة

**هناك مشكلة رئيسية أخرى تواجه الاقتصادات التي تعتمد على النفط، وهي استنفاد الموارد**

توجد هناك مشكلة رئيسية أخرى تواجه الاقتصادات التي تعتمد على النفط، وهي استنفاد الموارد. وعلى وجه التحديد، كيف ينبغي أن يستعدوا لاستبدال عائدات النفط مع استنفاد الموارد؟ وقبل معالجة هذه المسألة من المهم فهم ما يشكل ثروة للدولة. يقدم البنك الدولي (2018) تقديرات "الثروة الشاملة" لـ 141 دولة، ويعرفها بأنها مجموع رأس المال المنتج، ورأس المال الطبيعي، ورأس المال البشري، وصافي الأصول الأجنبية. لذلك فإن ثروة الدولة هي مخزونها التراكمي من الأصول. ومن ناحية أخرى، يعد الناتج المحلي الإجمالي مقياسًا لتدفق الدخل المستمد من مخزون الثروة. ويمكن للدولة أن تعزز ناتجها المحلي الإجمالي من خلال استنفاد ثروتها (Hamilton and Hepburn 2014).

وبالتالي تمويل الاستهلاك غير المستدام على حساب الأجيال القادمة. وكما يوضح الشكل (4)، فإن رأس المال البشري هو أهم مكون للثروة؛ لأنه يمثل الحصة الأكبر في جميع فئات الدخل، باستثناء المجموعة ذات الدخل المنخفض، حيث يهيمن رأس المال الطبيعي. ومع انتقال الدول من كونها دول منخفضة الدخل إلى دول متوسطة ومرتفعة الدخل، تنخفض حصة رأس المال الطبيعي، بينما تزداد حصص كل من رأس المال المنتج ورأس المال البشري (البنك الدولي 2018).

الشكل 4. تكوين الثروة.



المصدر: البنك الدولي (2018م).

## كيف يمكن تحويل الثروة النفطية بكفاءة إلى أنواع أخرى من الثروات

كيف يمكن تحويل الثروة النفطية بكفاءة إلى أنواع أخرى من الثروات؟ تقترح قاعدة هارتويك (Hartwick 1977) أنه يجب استثمار ريع الموارد (Resource Rent) في أشكال أخرى من رأس المال الإنتاجي، لتعويض انخفاض المخزون من الموارد غير المتجددة. وفي حال استخدام الإيرادات الناتجة عن استنفاد الموارد غير المتجددة لتمويل استهلاك إضافي، فسوف يؤدي ذلك إلى انخفاض الثروة، وسيصعب تمويل هذا المستوى من الاستهلاك الإضافي بشكل مستدام.

تستثمر صناديق الثروة السيادية التقليدية في الخارج، وبالتالي تحول الثروة النفطية إلى أصول أجنبية. ويتمثل الهدف الرئيس لهذه الصناديق في حماية الاقتصاد من عدم استقرار الاقتصاد الكلي، مثل تقلب الإيرادات وارتفاع سعر الصرف الحقيقي، وتعزيز المساواة بين الأجيال. وإن أكثر الصناديق نجاحاً من هذا النوع -والمذكورة في الدراسات السابقة- هو الصندوق التقاعدي الحكومي النرويجي (GPF)، الذي تشمل وظائفه دعم استقرار الميزانية والادخار طويل الأجل، مع التركيز الضمني على حماية الاقتصاد مما يدعى "المرض الهولندي" (Alsweillem and Rietveld 2017).



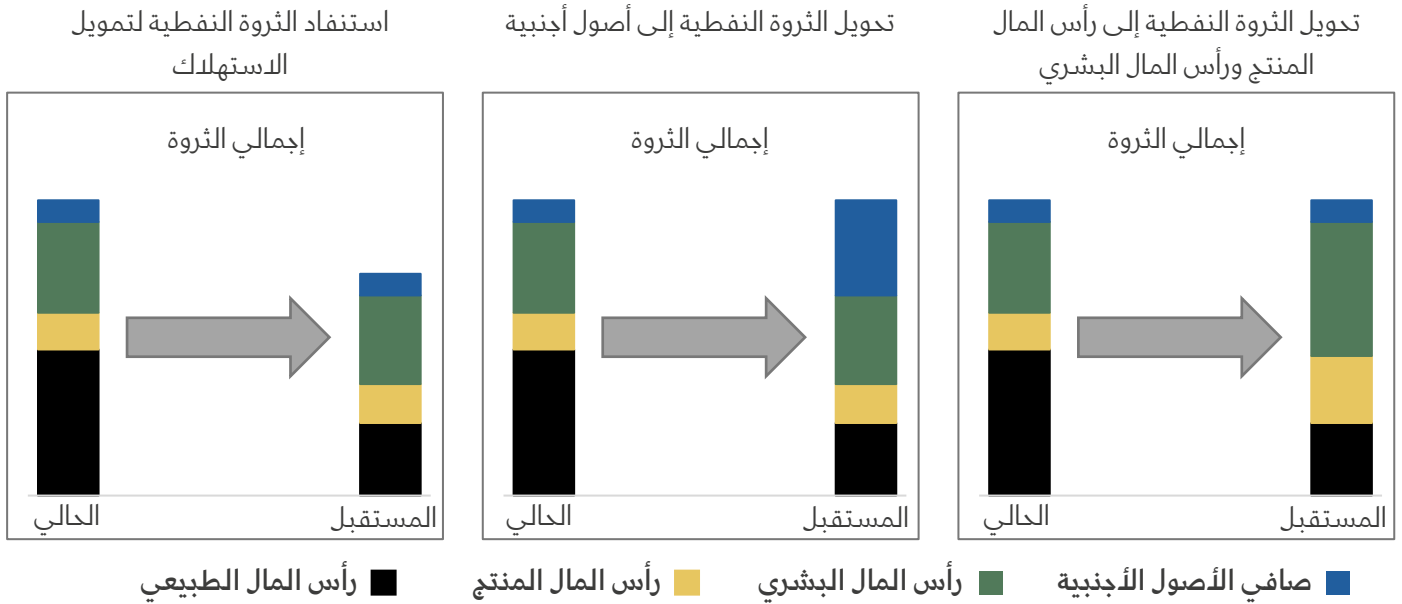


**من سلبيات صناديق  
الثروة السيادية التقليدية  
مساهمتها الضئيلة في  
تنمية الاقتصاد المحلي،  
وعدم قدرتها على خلق  
وظائف للمواطنين**

تحول النزوح جميع إيرادات مواردها إلى الصندوق، وتضع حدًا لميزانيتها الهيكلية غير النفطية يصل إلى 4% من قيمته، والتي يمكن تمويلها عن طريق السحب منه. ومن سلبيات صناديق الثروة السيادية التقليدية مساهمتها الضئيلة في تنمية الاقتصاد المحلي، وعدم قدرتها على خلق وظائف للمواطنين. وفي الواقع، يتم تحويل ربع الموارد إلى ربع من أصول مالية دون أي تحسن في القاعدة الإنتاجية للاقتصاد.

وإن لصناديق الثروة السيادية الأخرى أهدافًا تنموية، وهي تستثمر في اقتصاداتها المحلية، وتحول الثروة النفطية إلى رأس مال منتج، ورأس مال بشري محتمل. وعلى عكس الاستثمارات الأجنبية، تدعم الاستثمارات المحلية لصندوق الثروة السيادي تنمية القطاعات غير النفطية التي توفر وظائفًا للمواطنين. ويعد توفير فرص العمل للعدد المتزايد من الشباب في المملكة العربية السعودية أمرًا بالغ الأهمية؛ حيث من المتوقع أن ينضم عدد كبير من المواطنين الشباب للقوى العاملة في السنوات القليلة المقبلة. يوضح الشكل (5) آثار ثلاثة أشكال لاستخدام الثروة النفطية لتمويل الاستهلاك الحالي، أو الاستثمار في الأصول الأجنبية، أو الاستثمار في الاقتصاد المحلي على حجم وتكوين الثروة المستقبلية.

**الشكل 5.** توضيح مبسط لآثار استخدام الثروة النفطية لتمويل الاستهلاك الحالي، أو الاستثمار في الأصول الأجنبية، أو الاستثمار في الاقتصاد المحلي على حجم وتكوين الثروة المستقبلية.



المصدر: كابسارك (2020م).

## تتمثل استراتيجية صندوق الاستثمارات العامة في الاستثمار محليًا ودوليًا لتمكين التنوع الاقتصادي والنمو في القطاعات الاستراتيجية الرئيسية

تتمثل استراتيجية صندوق الاستثمارات العامة في الاستثمار محليًا ودوليًا لتمكين التنوع الاقتصادي والنمو في القطاعات الاستراتيجية الرئيسية. وتشمل أهدافه الأربعة الرئيسية ما يلي:

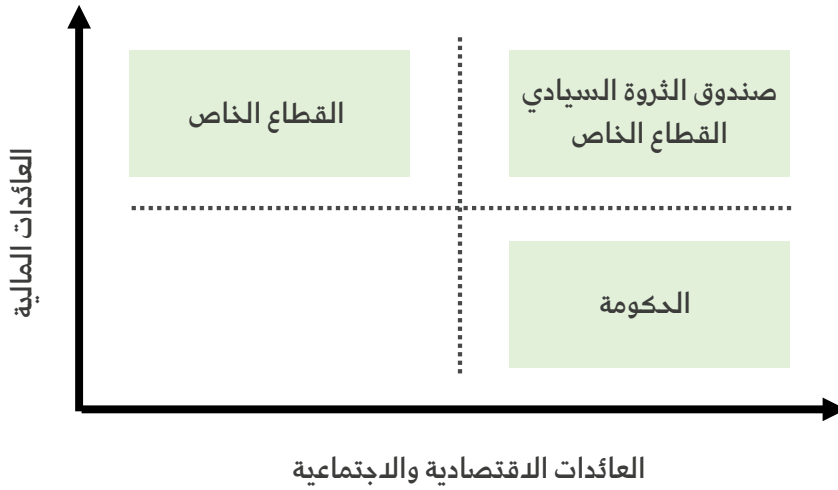
1. زيادة أصوله إلى 400 مليار دولار أمريكي بحلول عام 2020م، والتي يتوقع أن تحقق عائدًا سنويًا بنسبة 4٪ إلى 5٪.
2. فتح قطاعات جديدة في الاقتصاد.
3. عقد شراكات استراتيجية.
4. توطين المعرفة والتقنيات الحديثة.

وتساهم هذه الأهداف بشكل غير مباشر في 28 هدفًا من أهداف الرؤية السعودية 2030، بخلاف تلك التي تم تكليفه بها. ولا يعتبر الإنفاق الرأسمالي المحلي لصندوق الاستثمارات العامة جزءًا من الميزانية المالية للحكومة. فعلى سبيل المثال، تبلغ النفقات الحكومية 260.8 مليار دولار أمريكي في الميزانية لعام 2018م، منها 54.7 مليار دولار أمريكي نفقات رأسمالية. علاوة على ذلك فإن تقديرات الإنفاق لصندوق الاستثمارات العامة تقارب 22.1 مليار دولار أمريكي، وتقارب 13.3 مليار دولار أمريكي لصندوق التنمية الوطني (NDF).

وكما أشار (Gelb et al. 2014)، يجب على صندوق الثروة السيادي ألا يكرر دور الميزانية المالية أو المؤسسات المالية، ويجب أن يبحث عن الاستثمارات الجاذبة للقطاع الخاص بدلًا من مزاحمتها. كما يوضح (Gelb et al. 2014) أيضًا أنه يمكن تقييم الاستثمارات العامة بناءً على عوائدها المالية والاقتصادية والاجتماعية. وتشمل الأمثلة على الاستثمارات التي تحقق عوائد اقتصادية واجتماعية مرتفعة مشاريع البنية التحتية، والمدارس العامة، والمستشفيات العامة. وبشكل عام يجب أن تكون الاستثمارات ذات العوائد الاقتصادية والاجتماعية المرتفعة وذات العوائد المالية المنخفضة جزءًا من الميزانية المالية العامة؛ وذلك لأن هذه الاستثمارات قد تتطلب التزامات بالتكلفة المستقبلية للعمليات والصيانة، والتي يجب أن تؤخذ في الاعتبار عند التخطيط للميزانية المالية العامة. ويجب في المقابل أن يبحث صندوق الثروة السيادي عن استثمارات ذات عوائد مالية واقتصادية واجتماعية مرتفعة.

يحفز الهيكل الاقتصادي التقليدي للمملكة القطاع الخاص للبحث عن مشاريع حكومية في القطاع غير القابل للتداول (Nontradable Sector)، تحقق أرباحًا عالية بمخاطر أقل مقارنة بالمشاريع في القطاعات غير النفطية القابلة للتداول (Tradable Sectors)، والتي تتعرض بشدة للمنافسة في أسواق التصدير (Callen et al 2014). وهذا يبرر تدخل صندوق الثروة السيادي في سد الفجوة من خلال الاستثمار في الصناعات الاستراتيجية المربحة، التي يمكن أن تجذب استثمارات القطاع الخاص. وينبغي ترك الاستثمارات التي تحقق عوائد مالية مرتفعة وعوائد اقتصادية واجتماعية منخفضة للقطاع الخاص. حيث بإمكان صندوق الثروة السيادي الدخول في مثل هذه الاستثمارات من خلال الحصول على الأصول الأجنبية بدلًا من ذلك، الأمر الذي يمكن أن يخفف من ارتفاع سعر الصرف الحقيقي. ويتضمن الشكل (6) رسمًا بيانيًا مبسطًا لتخصيص الاستثمارات المحلية بين الحكومة والقطاع الخاص وصندوق الثروة السيادي.

الشكل 6. تخصيص الاستثمار المحلي بين الحكومة والقطاع الخاص وصندوق الثروة السيادي.



### الاستثمار في الاقتصاد المحلي وخطر "المرض الهولندي"

ينتج ما يدعى "المرض الهولندي" من ارتفاع سعر الصرف الحقيقي الذي بدوره يخفض القدرة التنافسية للقطاعات غير النفطية القابلة للتداول (Corden and Neary 1982; Corden 1984). يبدأ هذا في نظام سعر الصرف الثابت بتدفق كبير للعملة الأجنبية من صادرات الموارد الطبيعية التي تزيد من الدخل القومي. وإذا تم تحويل العملات الأجنبية إلى العملة المحلية وإنفاقها في الاقتصاد المحلي، فإنها تولد طلباً محلياً إضافياً على السلع والخدمات من كل من القطاعات القابلة وغير القابلة للتداول. ودون سهولة الوصول إلى سوق العمل العالمي، يتسبب ارتفاع الطلب المحلي في رفع الأجور، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات المنتجة محلياً. وبالتالي فإن وحدة واحدة من العملة الأجنبية يمكنها شراء سلع وخدمات أقل في الاقتصاد المحلي. وتؤدي زيادة أسعار السلع والخدمات القابلة للتداول المحلية إلى خفض الطلب الأجنبي والمحلي عليها، لأن الواردات تصبح أقل تكلفة. ونتيجة لذلك يتقلص حجم قطاع السلع والخدمات القابلة للتداول، ولا يمكن استبدال منتجات قطاع السلع والخدمات غير القابلة للتداول، وبالتالي فإن زيادة الطلب على مخرجاته ترفع بشكل كبير مستوى الأسعار في القطاع. وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع أسعار الصرف الحقيقية.

من ناحية أخرى، فإن الحصول على إمدادات مرنة من العمالة ذات الأجور المنخفضة يساعد على منع ارتفاع أسعار الصرف الحقيقية. وإن زيادة المعروض من العمالة المهاجرة ذات الأجور المتدنية تساعد على تلبية ارتفاع الطلب المحلي على السلع والخدمات غير القابلة للتداول. ولقد تمكنت المملكة العربية السعودية -على سبيل المثال- من التخفيف من ارتفاع سعر صرفها الحقيقي من خلال اعتماد القطاع الخاص على العمالة الأجنبية غير المكلفة، وربط سعر صرفها بالدولار الأمريكي. ومع ذلك فإن هذا الاعتماد يقلل من إنتاجية العمال، ولا يحفز الابتكار التكنولوجي، ويمنع المواطنين من العمل في القطاع الخاص ويزيد من معدل بطالتهم. كما أن توفر العمال الأجانب ذوي الأجور المتدنية يحفز القطاع الخاص على البحث عن مشاريع حكومية في القطاع غير القابل للتداول، مما يعيق تطوير القطاعات الإنتاجية الأخرى غير النفطية القابلة للتداول (Callen et al. 2014).

## من المرجح أن تؤدي التغييرات الهيكلية الجارية في سوق العمل إلى زيادة الأجور، ويمكن أن تتشهد استبدال السعوديون بجزء كبير من العمال الأجانب

من المرجح أن تؤدي التغييرات الهيكلية الجارية في سوق العمل إلى زيادة الأجور، ويمكن أن تتشهد استبدال السعوديون بجزء كبير من العمال الأجانب. لذلك يمكن أن يتقلص تسرب ريع النفط خارج الاقتصاد (من خلال تحويلات العمال). علاوة على ذلك، من المرجح أن تساهم مبادرات المحتوى المحلي في انخفاض التدفقات الخارجية من الدخل النفطي. فقد ساهم الإنفاق الكبير على السلع المستوردة، إلى جانب العرض المرن للعمالة الأجنبية، في تخفيف الضغوط التضخمية المحلية الناتجة عن تدفقات الدخل النفطي، وساعد على زيادة القدرة الاستيعابية للاقتصاد (Absorptive Capacity). ينبغي على الإنفاق الرأسمالي لصندوق الاستثمارات العامة أن يراعي القدرة الاستيعابية للاقتصاد؛ وذلك لمنع الضغوط التضخمية على الاقتصاد الكلي الذي يمكن أن يضر بكفاءة هذا الإنفاق. ويمثل عدم مرونة سوق العمل السعودي عائقًا يمكن أن يحد من قدرة الاقتصاد على استيعاب المزيد من تدفقات دخل النفط. لذلك تعتبر برامج الاستثمار الحكومية التي تعزز من إنتاجية القوى العاملة ضرورية.

### الموجز

إن المملكة العربية السعودية -باعتبارها اقتصادًا يعتمد على النفط- عرضة لمصادر إيرادات متقلبة وغير مؤكدة، يمكن أن تؤدي إلى سياسات مالية مؤيدة للتكرار الدوري (Pro-cyclical Fiscal Policies). كما يترتب على عدم استقرار الإنفاق الحكومي السعودي آثارًا سلبية على مناخ الاستثمار؛ حيث لا يشجع القطاع الخاص على القيام باستثمارات طويلة الأجل. وتعتبر التكلفة المرتبطة بتقلب الإيرادات في الاقتصاد السعودي كبيرة، كما هو موضح في دراسة (Pierru and Matar (2014). ويوفر صندوق الاستقرار حماية على المدى القريب ضد تقلبات عائدات النفط، من خلال تسهيل الإنفاق الحكومي عن طريق تجميع الاحتياطات عندما تكون عائدات النفط عالية، والسماح للحكومة بالسحب منها عندما تكون عائدات النفط منخفضة. وإذا اقترن ذلك بالانضباط المالي الواضح والشفاف، فيمكن أن يقلل من عدم اليقين المالي ويخلق مناخًا استثماريًا أكثر قابلية للتنبؤ. وينبغي أن تتكامل إدارة صندوق الاستقرار مع مصادر التمويل البديلة -بما في ذلك إصدار سندات الديون المحلية والدولية- لتقليل التكلفة الإجمالية للاقتراض.

ينبغي أن تتكامل إدارة صندوق الاستقرار مع مصادر التمويل البديلة -بما في ذلك إصدار سندات الديون المحلية والدولية- لتقليل التكلفة الإجمالية للاقتراض

الهدف من صندوق الثروة السيادي تحويل الثروة النفطية تحت الأرض إلى أشكال أخرى من الثروات فوق الأرض

ويمكن معالجة القضايا طويلة المدى المرتبطة بموارد النفط المحدودة والإيرادات التي تولدها من خلال إنشاء صندوق ثروة سيادي. وعلى عكس صندوق الاستقرار، لا ينبغي أبدًا السحب من أصول صندوق الثروة السيادي. بدلًا من ذلك، يجب التعامل مع هذه الأصول على أنها مصدر يولد تدفقات مستدامة من الدخل للأجيال الحالية والمستقبلية. وفي الواقع، يتمثل الهدف من صندوق الثروة السيادي في تحويل الثروة النفطية تحت الأرض إلى أشكال أخرى من الثروات فوق الأرض. فيحول الصندوق الأصول النفطية من خلال الاستثمار في الأصول الأجنبية إلى أصول أجنبية تحقق عائدات من أصول مالية بدلًا من العائدات النفطية. وللسماح بالتنوع الاقتصادي، يمكن للصندوق أن يستثمر محليًا من خلال فتح القطاعات الاستراتيجية للاقتصاد، وخلق المزيد من الفرص الوظيفية للعدد المتزايد من السكان.

ويجب أن يبحث الصندوق عن استثمارات محلية ذات عوائد مالية واقتصادية واجتماعية مرتفعة. ويجب أن تقوم هذه الاستثمارات بجذب استثمارات القطاع الخاص عن طريق الشراكة لا المزاحمة، من خلال إنشاء نظام بيئي جيد لريادة الأعمال في الصناعات الاستراتيجية. ومع ذلك يجب أن تؤخذ في الاعتبار الآثار الاقتصادية الكلية الناتجة عن الاستثمارات المحلية لصندوق الثروة السيادي. ويمكن للإنفاق الرأسمالي الذي يتجاوز القدرة الاستيعابية للاقتصاد أن يتسبب في التضخم، مما يؤدي إلى رفع سعر الصرف الحقيقي للاقتصاد، وخفض القدرة التنافسية للصناعات غير النفطية القابلة للتداول. ويمكن للاستثمارات التي تزيد من كفاءة ممارسة الأعمال التجارية في القطاع غير القابل للتداول أن تقوم بزيادة القدرة الاستيعابية للاقتصاد، والتخفيف من ارتفاع سعر الصرف الحقيقي.

## المراجع

- AlKathiri, Nader, Tarek N. Atalla, Frederic H. Murphy, and Axel Pierru. 2020. "Optimal Policies for Managing Oil Revenue Stabilization Funds: An Illustration using Saudi Arabia" *Resources Policy* 67: 101686-101698.
- Alsweilem, Khalid, and Malan Rietveld. 2017. *Sovereign Wealth Funds in Resource Economies: Institutional and Fiscal Foundations*. New York: Columbia University Press.
- Bauer, Andrew. 2017. "Playthings and Parallel Budgets: The Economic and Governance Performance of Sovereign Wealth Funds." In *New Frontiers of Sovereign Investment*, edited by Malan Rietveld and Perrine Toledano, 64-80. New York: Columbia University Press.
- Callen, Tim, Reda Cherif, Fuad Hasanov, Amgad Hegazy, and Padamja Khandelwal. 2014. "Economic diversification in the GCC: Past, present, and future." International Monetary Fund.
- Corden, W. Max, and J. Peter Neary. 1982. "Booming sector and de-industrialisation in a small open economy." *The Economic Journal* 92 (368): 825-848.
- Corden, Warner Max. 1984. "Booming sector and Dutch disease economics: Survey and consolidation." *Oxford Economic Papers* 36(3): 359-380.
- Gelb, Alan, Silvana Tordo, and Havard Halland. 2014. "Sovereign Wealth Funds and domestic investment in resource-rich countries: Love me, or love me not?" *World Bank-Economic Premise*: 1-5.
- Hamilton, Kirk, and Cameron Hepburn. 2014. "Wealth." *Oxford Review of Economic Policy* 30(1): 1-20.
- Hartwick, John M. 1977. "Intergenerational equity and the investing of rents from exhaustible resources." *The American Economic Review* 67(5): 972-974.

Pierru, Axel, and Walid Matar. 2014. "The impact of oil price volatility on welfare in the Kingdom of Saudi Arabia: Implications for public investment decision-making." *The Energy Journal* 35(2).

Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA). "Annual Statistics 2018." <http://www.sama.gov.sa/en-US/EconomicReports/Pages/YearlyStatistics.aspx>

— — —. "Monthly Statistics December 2017."

Van der Ploeg, Frederick, and Anthony J. Venables. 2011. "Harnessing Windfall Revenues: Optimal Policies for Resource-Rich Developing Economies." *The Economic Journal* 121 (551): 1-30.

Venables, Anthony J., and Samuel E. Wills. 2016. "Resource Funds: Stabilising, Parking, and Inter-Generational Transfer." *Journal of African Economies* 25(suppl\_2): ii20-ii40.

Wills, Samuel, and Rick van der Ploeg. 2014. "Why do so many oil exporters peg their currency? Foreign reserves as a de-facto sovereign wealth fund." *New Perspectives*.

World Bank. 2018. "The Changing Wealth of Nations." <http://www.worldbank.org/en/news/infographic/2018/01/30/the-changing-wealth-of-nations>

## عن المشروع

يمكن تطوير استراتيجيات للمساعدة في تخفيف آثار صدمات أسعار النفط على اقتصاد المملكة. توفر صناديق استقرار النفط حماية على المدى القصير من تقلبات عائدات النفط. وقد كانت ودائع الحكومة السعودية واحتياطاتها في مؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA) بمثابة حاجز لفصل ميزانية الحكومة عن تقلبات عائدات النفط. وتخلق صناديق الثروة السيادية دخلًا للأجيال القادمة لاستبدال مصادر إيرادات الموارد غير المتجددة، وهو أحد أهداف صندوق الاستثمارات العامة السعودي. ولقد وضعنا إطارًا لتحسين سياسات الإضافة والسحب من صناديق الاستقرار، وقمنا بتطبيقه على المملكة العربية السعودية كدراسة حالة. وسنواصل هذا العمل من خلال إنشاء إطار متكامل لربط صناديق الاستقرار بصناديق الثروة السيادية. وتشير البيانات الحديثة إلى اعتماد نمو القطاع غير النفطي في الدولة على أسعار النفط، في حين أن نمو القطاع غير النفطي يعد أساسيًا لتحقيق أهداف التنوع الاقتصادي للمملكة. وسنتطرق إلى هذا الاعتماد بالدراسة من خلال تحليل متعمق لبيانات الدولة وحساباتها الوطنية والنظرية الاقتصادية.

## عن كابسارك

مركز الملك عبد الله للدراسات والبحوث البترولية (كابسارك) هو مركز عالمي غير ربحي يجري بحوثاً مستقلة في اقتصاديات وسياسات وتقنيات الطاقة بشتى أنواعها بالإضافة إلى الدراسات البيئية المرتبطة بها. وتتمثل مهمة كابسارك في تعزيز فهم تحديات الطاقة والفرص التي تواجه العالم اليوم وفي المستقبل من خلال بحوث غير منحازة ومستقلة وعالية الجودة لما فيه صالح المجتمع، ويقع كابسارك في الرياض بالمملكة العربية السعودية.

## إشعار قانوني

© حقوق النشر 2020 محفوظة لمركز الملك عبدالله للدراسات والبحوث البترولية (كابسارك). لا يجوز استخدام هذا المستند أو أي معلومات أو بيانات أو محتوى يتضمنه دون نسبته بشكل ملائم لكابسارك. كما لا يجوز إعادة إنتاج هذا المستند أو جزء منه دون إذن خطي من كابسارك. ولا ينشأ عن المعلومات الواردة في هذا المستند أي ضمان أو تعهد أو أي مسؤولية قانونية –سواء مباشرة أو غير مباشرة– تجاه دقتها أو اكتمالها أو فائدتها. كما لا يجوز أن يعتبر هذا المستند –أو أي جزء منه– أو أن يفسر كنصيحة أو دعوة لاتخاذ أي قرار. الآراء والأفكار الواردة هنا تخص الباحثين معدي الدراسة، ولا تعكس بالضرورة موقف المركز ووجهة نظره.



مركز الملك عبدالله للدراسات والبحوث البترولية  
King Abdullah Petroleum Studies and Research Center

[www.kapsarc.org](http://www.kapsarc.org)