

تقرير خاص



Knowledge @ Wharton

Khaleej Times

الشرق الاوسط

الديانة

بعد انتهاء الطفرة النفطية

For latest updates login to [www.khaleejtimes.com](http://www.khaleejtimes.com)

Download the full report in English & Arabic at <http://knowledge.wharton.upenn.edu>

# تأثير أزمة الهال العالمية على صناديق الثروة السيادية

ملوك  
الهال

لقد اثارت أزمة المال العالمية عدة تساؤلات عن فعالية و دور صناديق الثروة السيادية وهى صناديق استثمارية كبيرة مملوكة تديرها الدوله وهى على نحو نموذجى تحمل خليط من الاصول. بعض من اكبر الصناديق-كنسبة من نتاج الانتاج الداخلى - موجودة فى الشرق الاوسط ومثال هام ورئيسى على ذلك هى هيئة ابو ظبى للاستثمار والتي تستحوز على اصول قدرها ٨٧٥ مليار دولار. وفى ضوء الانهيار المالى العالمى، فان معظم صناديق الثروة السيادية فى الشرق الاوسط اما ان اوقفوا الاستثمار او قد اصبحوا يفضلون عدم المخاطرة. بدلا من ذلك، فان هذه الصناديق اصبحت تتجه للداخل لتحفيز اقتصادها المترامى ومن ثم تقلل من شراء الاصول الاجنبية. والحاجة لزيادة حجم النفقات الحكومية لتقليل اثار الازمة على الاقتصاد المحلى فى ظل عوائد نفطية فقيرة يلتهم معظم-وان كان كل- الفئاض المحلى. هل نجحت صناديق الثروة السيادية فى جلب بعض من الاستقرار الاقتصادى والتنوع فى اقتصادياتها المحلية؟ طالب الموقع البحثى الالكترونى (نوليدج ات وارتون) مدرسة وارتون وبعض الخبراء لتقييم ذلك.

تاريخ عوائد تنافسية

من المسلم به ان ادارة الاحتياطي التقليدى بواسطة البنوك المركزية عادة ما تدر عوائد ضعيفة واحيانا خسائر حقيقية على فترات تشغيل طويلة الا ان توقع ان محفظة صندوق المعاشات المتكونة من ٦٠٪ اسهم بالاضافى الى ٤٠٪ سندات- حتى الازمة الحالية ان توفر عوائد عالية على المدى البعيد.

ان صناديق الثروة السيادية التى تتبع منهاج استثمار محافظ المعاشات عموما ما تجلب عوائد كبيرة متوافقة

لقد اثارت أزمة المال العالمية عدة تساؤلات عن فعالية و دور صناديق الثروة السيادية وهى صناديق استثمارية كبيرة مملوكة تديرها الدوله وهى على نحو نموذجى تحمل خليط من الاصول. بعض من اكبر صناديق الثروة السيادية موجودة فى الشرق الاوسط- وفى ضوء الانكماش المالى العالمى- فان كثير من هذه الصناديق قد اصبحت تفضل عدم المجازفة بل تتجه للداخل من اجل تحفيز اقتصادها المنهار. وقد طلب الموقع البحثى الالكترونى لكليه وارتون التابع لجامعة بنسلفانيا (نوليدج ات وارتون) وعدد اخر من الخبراء مناقشة هذا التغيير فى سياسة والاستراتيجية المتبعة لدى صناديق الثروة السيادية وماذا تعنى استقرار اقتصادى لاجل طويل.





مع العوائد التي تدر من الاستثمارات النفطية واعلى بكثير من الصناديق التي تتبع نموذج الاستثمار لدى البنك المركزي.

الآن ، ومع ذلك ، فإن الأزمة العالمية أوضحت أن صناديق الثروة السيادية المحافظة وضعتان الجزء الأكبر من استثماراتهم في وضع اقل مخاطرة من الأوراق المالية السائلة ادت بشكل افضل من تلك التي استثمرت بقوة ، وهو نهج معظمها كان له ارتباط بالطفرة النفطية الاخيرة. وعلى وجه العموم ، فإن معظم صناديق الثروة السيادية لمعظم دول الشرق الاوسط ، على غرار نظرائهم في أماكن أخرى ، من المقدر أن تكون قد فقدت ما يصل الى ٣٠ قيمة حافظتهم جراء التدهور في أسواق الأسهم العالمية.

من جانبه اكد البروفيسور فرانكلين الين التابع لوارتون المالية انه إذا كانت هذه الدول فقدت من حافظتها الاستثمارية ٣٠ من قيمتها فقط فهذا يحد ذاته انجاز كبير ،. و اضاف زاعتقد ان الدرس الرئيسي هو أن مخاطر التدهور لا تزال بالتأكيد هناك. السنوات ال ٣٠ الماضية كانت طيبة للأسهم حيث دائما كان تفكيرنا منصب على الصعود . لكن ما حدث كان تذكير للجميع انها ايضا عرضة للخسارة ز.

البروفيسور هوارد باك ، وارتون للأعمال والسياسات العامة يتساءل ما هي الآثار المحتملة للمضي قدما في الازمة؟ من السابق لاوانه ان يكون



تتاح المزيد من المعلومات والبيانات عن اقتصاديات هذه الدول ،س ولكن سيكون من المستغرب جدا ان لم يحدث تباطؤ في النمو والذي سيكون جلي الهبوط ، وكذلك فقدان الاحتياطيات على نطاق واسع.

لكن من الواضح ان صناديق الثروة السيادية لهذه الدول كانت متساوية في المعاناة فعلى سبيل المثال صندوق الثروة السيادي الليبي استثمر ما يقارب ٥٠ بليون دولار وعاد عليها باريح قيمتها قاربت ٢,٤ بليون دولار منذ عام ٢٠٠٦ ، مع ٧٨ من محفظة استثمار في الصكوك المالية القصيرة الأجل ، و فقط ٨ مليارات دولار في الأسهم ، وكانت معظم هذه الاستثمارات في الغالب عبر شمال أفريقيا

لديك شعور راسخ بمدى تأثير انخفاض أسعار النفط في الآونة الأخيرة على تدفق رأس المال ، ولكن زمن المؤكد أن العديد من الحكومات مثل دبي لديها مشاكل كبيرة.

ونظرا لأنه كان هناك التزاما كبيرا لتنويع الموارد الاقتصادية ، لكن هذا الجهد ووجه او لنقل كان أبعد ما يكون عن الاكتمال وذلك قبل الانخفاض الحاد في اسعار النفط الخام . لكن الواضح واليقين من أن جميع دول الخليج تعاني من تباطؤ كبير في النمو وبدات في عمليات كبيرة للسحب من الاحتياطيات المتراكمة.

زويضيف أن الأثر الكامل لانخفاض في أسعار النفط لن يكون معروفا لنحو ستة اشهر عندما عندما



فرصة لإعادة تخصيص بعض الأصول في شكل ستكون مربحة جدا في المدى الطويل. ويضيف في الوقت نفسه ، زأنا متأكد من أن القائمين على صناديق الثروة السيادية لهذه الدول سوف تبحث عن طرق جديدة وأفضل ، والتحوط لتنويع استثماراتهم ، لأنه ومنذ اتخاذ العديد من التدابير التنوعية والتي كان من المتوقع ان تنجح ببساطة لم تنجح في خفض السوق. في الحقيقة لقد علموا أن الشيء الوحيد الذي يمكن ان يرتفع في الاسواق المنخفضة هو التبادل. من جانبه قول فرانكلين ايلين في الحقيقة يثار التساؤل كيف للدول المالكة لصناديق الثروة السيادية في الشرق الاوسط ان تغير أنماط

واسيا.

وبالمثل ، فإن مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) ، والتي هي تمثل البنك المركزي في البلاد وايضا كمدبر للثروات ، من المفهوم ان مؤسسة النقد العربي السعودي لم تخسر كما خسر الاخرون جراء الأزمة المالية وذلك عائد بالاساس بفضل الدولار المحافظ وحافطة السندات الثقيلة والتي تساهم فقط بما قيمته ٢٠ بالمئة من الأسهم.

واحد من اهم الدروس الواضحة في ادارة المخاطر. إذا كانت عائدات تيار التصدير للدول ذات صناديق الثروة السيادية مرتبط بالنمو العالمي فانه يجب على تلك الدول ان تتجنب ان تستثمر كل الثروات في الأصول حيث انه من المرجح أيضا أن تكون مرتبطة بالنمو العالمي.

لصناديق ثابتة ضد المخاطر فان قيمة الاصول في الأوقات الصعبة تكون بعيدة كل البعد عن قيمتها في الأوقات الطيبة ، كما أشار مجلس العلاقات الخارجية في ورقة عمل بعنوانس الصناديق السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي - عكس للثروات ونشرت تلك الورقة في كانون الثاني /يناير. مجلس التعاون الخليجي مجموعة من ستة من الدول العربية جميعها مطلة على الخليج العربي وهي المملكة العربية السعودية ، والامارات العربية المتحدة وعمان والبحرين وقطر والكويت.) ز

من جانبه يقول ريتشارد هيرنج البروفيسور في وارتنون للاعمال انه يلاحظ منذ ان عدت بعض صناديق للثروة السيادية كمستثمرين على المدى الطويل فان انخفاض قيمة الأصول ينبغي أن يتيح



لدول مجلس التعاون الخليجي في هذا الشأن تعد الاغنى والاكثر ثراء وذلك طبقا للارقام الصادرة عن مؤسسة بوز للاستشارات الادارية حيث اكدوا ان قيمة الصناديق السايده لدول مجل سالتعاون الخليجي بقرابة ٤٠ ٪ من قيمة الصناديق السيادية في العالم. وللعلم فأن بزوغ نجم الصناديق السيادية ودورها الحاسم في دعم اقتصاد الدول كان في بداية ١٩٩٠ خصوصا في منطقة الشرق الاوسط عندما هوت اسعار النفط ليبلغ سعر البرميل ١٠ دولارات فكان الاعتماد على تلك الصناديق لحماية اقتصاديات تلك الدول. فعلى سبيل المثال مؤسسة النقد السعودي والتي تراكمت لديها فوائض

الاستثمار في المستقبل وتلك زهي القضية الأساسية، س. وواضاف ايلين زهدا يتوقف كثيرا على الحكومات في تلك البلاد التي تمتلك تلك الثروات المستثمرة.

واضاف فراكلين ايلين في اعتقادي ان هذه الدول سوف تتعرض لضغوط كبيرة للحد من المخاطرة خصوصا في الاستثمار فقط في السندات .

### استراتيجيات استثمار متنوعة

بالعالم اجمع يوجد ما يقدر ب ٥٣ صندوق سيادي متنوعة الاحجام وبقيمة تقديرية تبلغ ٣,٨ تريليون دولار وذلك في اخر تقييم لراس مال هذه الصناديق في بداية ٢٠٠٨. كما ان الصناديق السيادية التابعة



ضخمة من عائدات النفط منذ ١٩٩٠ مما اتاح للمملكة العربية السعودية التوسع في هذه الصناديق مما كان له الاثر و الدور الاكبر في تخطي المملكة لاي انخفاض في النمو لعقود. بعد انتهاء حرب الخليج الاولى عولت السلطات الكويتية على هيئة الاستثمار الكويتية الدور الرئيس في عملية اعادة بناء اقتصاد البلاد الذي مزقته الحرب. حتى بداية عقد التسعينات من القرن الماضي كان هناك تخوف لدى الدول الشرق الاوسطية او رافضة لاي استثمار في الاحتياطات من العملات الصعبة والتي تضخ في تلك الصناديق ومن ثم تعود الى الاقتصاد المحلي ولكن كان ذلك فقط في اوقات الحاجة. لكن تعرض المنطقة للعديد من الاحداث السياسية الاقليمية الهامة والتي سلط الضوء بعد ذلك على حاجة اقتصادات المنطقة لتنويع روافد الدخل والحد من الاعتماد على النفط.

ومع قليل من الاحتمالات المباشرة خرجت هذه الصناديق من نطاق الوطن الداخلي لتنتقل نحو افاق ارحب، حيث بدأت صناديق الثروة السيادية بعمليات استثمار خارجية في اصول قليلة المخاطر مثل الأسهم والعقارات. وعزز هذا الاتجاه نحو الاستثمار الخارجي ارتفاع اسعار في بداية القرن الجديد، وازدادت سرعة وتيرة هذه الاستثمارات من خلال اتساع نطاق العولمة، وذلك بايعاز من المؤسسات الدولية مثل منظمة التجارة العالمية. كما من جانبه يؤكد دون دي مارينو (Don DeMarino) رئيس



المجلس الوطني الامريكى لغرفة التجارة العربية انه ونظرا لظروف الأسواق المالية العالمية ، فإنه ليس من المستغرب أن تكون صناديق الثروة السيادية أكثر حذرا وتحوط اليوم من الاستثمار في الخارج. واضاف ان الصناديق السياحية تمول من خلال الأرباح المحتجزة. وفي حال وصول سعر برميل النفط الى ٤٠ دولارا للبرميل فان هناك دعوات ملحة من الداخل في البلاد المالكة لتلك الصناديق لمراجعة تلك الأرباح المحتجزة. لكنني اعتقد وللمساواة إن لم يكن أكثر أهمية في تفسير عدم نشاط تلك الصناديق خلال الانهيار الحادث هو غدر البيئة السياسية في الغرب لاصحاب تلك الصناديق. ورءوس الاموال الخليجية لا تزال تذكر الجدل الذي ثار حول صفقة موانئ دبي والتي كانت بمقتضاها ستشترى بعض الموانئ الامريكية ولذا فانه من المحتمل ان تواجه هذه الصناديق بعاصفة اخرى من الاعتراضات عندما تقوم الصناديق السيادية المملوكة للدول العربية بشراء صفقات من الغرب والتي هي جراء الازمة المالية زهيدة الثمن مما يدعو فعلا لقلق حقيقي.

وبسبب ارتفاع اسعار النفط نمت الصناديق السيادية فاصبحت الدعوات الداخلية لاعتبار تلك الصناديق الامل ليس فقط لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وتنويع الاستثمارات وإنما أيضا لتحقيق أقصى قدر من العائدات. وهذا دفع غالبية مالكي تلك الصناديق الى مزيد من الاستثمارات على الرغم من مخاطرها. بل وكذلك بعض من الصناديق السيادية والقديمة نسبيا والذين يعدون من المؤسسات الأكثر تحفظا حولت مسارها هي الاخرى من المدخرات الوطنية من السندات والتي تعد النمط التقليدي لإدارة احتياطي المصارف المركزية الى الاستثمارات ومن ثم كان الاعتقاد ان افضل استثمار يجب ان يكون في مجال الأسهم الخاصة وصناديق التحوط. وهناك امثلة على قوة المستثمرين في صناديق الثروة السيادية في الشرق الاوسط والتي تشمل جهاز أبوظبي للاستثمار الهيئة العامة للاستثمار الكويتية اضافة الى هيئة الاستثمار القطرية.

هيئة الاستثمار القطرية أيضا تنتمي إلى نادي





السيادية الفعالة تسعى أيضا الى زيادة المشاركة في إدارة الشركات التي يستثمرون فيها وهناك أمثلة أخرى للمستثمرين في دولة الامارات العربية المتحدة منها شركة مبادلة للتنمية ومؤسسة دبي للاستثمار.

أخذ زمام المبادرة من صناديق الثروة السيادية في آسيا مثل سنغافورة تيماسيك القابضة وفي ماليزيا ماليزيا خزنة ناسيونال بيرهاد وايضا مبادلة ربما كان الخطوة الانجح والافضل لصناديق الثروة السيادية في الشرق الأوسط. فعلى سبيل المثال امتلاك ٥ في المائة من أسهم فيراري جلب معه إمكانية زيادة السياحة في أبو ظبي. وفي الآونة الأخيرة ، استثمرت مبادلة ٨ بلايين دولار في البحث والتطوير في شراكة مع شركة جنرال الكتريك التي بدورها التزمت بزيادة استثماراتها ونقل التكنولوجيا إلى دولة الإمارات العربية المتحدة مهما كانت الاستراتيجية الاستثمارية لدول مجلس التعاون الخليجي من صناديق الثروة السيادية في نهاية المطاف واعتماد الاقتصاد على ذلك لا يجب ان يجعل المنطقة ان تغفل ما يحق بها ف يجب أن تنظر إلى ما وراء ثروتها النفطية لتحقيق النمو في المستقبل. يلاحظ أن كثيرا من هذه الاقتصادات لديها مصادر محدودة من الموارد الطبيعية والتي تعمل على تحويلها الى أصول متنوعة. لكن على المدى الطويل يمكن أن تستمر تلك الأصول في تحقيق إيرادات حتى تستنفد الموارد الطبيعية. لكن ايضا هناك بعض الفرص قد تكون موجودة في اقتصاديات تلك الدول، ولكن بصفة عامة هي ضئيلة جدا بالنسبة للاقتصاد العالمي ومن غير المعقول ان يحرم الاقتصاد المحلي لهذه الدول من الاستثمار .

صناديق الثروة السيادية التي برزت خلال الطفرة النفطية مع امال طموحة لاستكمال خطط التنمية الاجتماعية والاقتصادية المحلية.

هذه المبادرات التي تدعو صناديق الثروة السيادية للاستثمار في الداخل والخارج حيث من المامل ان تعزز التنمية الاقتصادية ، وزيادة المعرفة ونقل التكنولوجيا مما يزيد من التكلفة. و صناديق الثروة

