

# صناديق الثروة السيادية وفق المعتاد الجديد

معمل نطف في الجبيل، المملكة العربية السعودية.

محمد العريان  
Mohamed A. El-Erian

مع انحسار الأزمة  
المالية العالمية،  
أصبحت شركات  
الاستثمار المملوكة  
للدولة مهياً  
للاستفادة من  
مجموعة فرص  
جديدة والتنقل عبر  
المخاطر المتغيرة

## صناديق

الثروة السيادية هي في الأساس شركات استثمار مملوكة للدولة ذات آفاق زمنية طويلة، وهي من هيئات الاستثمار المجهزة على نحو أفضل للتنقل عبر الأسواق المالية بعد الأزمة العالمية. ومع ذلك، فهي أيضاً تواجه تحديات محتملة في توجيه مسارها عبر ما يرجح أن يكون عملية شاقة وممتدة لعدة سنوات لإعادة تشكيل الاقتصاد العالمي.

وطريقة مواجهة صناديق الثروة السيادية لهذه التحديات ستمثل انعكاساً مباشراً المدى فعاليتها في استثمار الثروة الوطنية لصالح الأجيال الحالية والقادمة، كما ستؤثر على إسهاماتها في تحقيق الاستقرار لاقتصاد عالمي متقلب سيواجه تغيرات تمتد لعدة سنوات في المحركات النظامية لتحقيق النمو والتوظيف والثروة والرفاهية.

ويتناول هذا المقال ثلاثة موضوعات أساسية هي: أين وصلت صناديق الثروة السيادية عشية الأزمة المالية العالمية، وأين تقف اليوم، والانعكاسات المستقبلية.

## عند نشوب الأزمة

هناك عوامل ثلاثة حددت موقع الصناديق السيادية كمجموعة إبان مقدمات المرحلة الأكثر حدة من الأزمة المالية العالمية الأخيرة والاضطرابات الاقتصادية والاجتماعية-السياسية العالمية التي أعقبتها، وهذه العوامل هي:

- اتساقاً مع ما تتسم به من خصائص «رأس المال المتأني» وتوجهاتها طويلة الأجل، أخذت صناديق الثروة السيادية تتبنى تدريجياً منهجاً استثمارياً أشد جرأة شمل تعرضاً أكبر بكثير لمخاطر السيولة والأسهم.
- أبدت الصناديق وعياً وإدراكاً أكبر للحساسية السائدة في بعض البلدان الصناعية تجاه تملك الأجانب لأصول عينية محلية. ومن مظاهر هذا الوعي الاتفاق المشترك على مجموعة طوعية من المبادئ (تُعرف بمبادئ سانتياغو) تركز على هياكل الحوكمة السليمة والمتسمة بالشفافية، ومتطلبات التنظيم والإفصاح الملائمة، ومناهج الاستثمار وإدارة المخاطر القائمة على أسس تجارية.

• عملت هذه الصناديق في ظل مناخ داخلي داعم لها بصورة كبيرة يذكى نمو اقتصادي محلي مزدهر، وتراكم كبير مستمر في الاحتياطيات الدولية، وسهولة توافر الائتمان.

وقد اعتُبر أن كلا من هذه العوامل يتسق مع تحقيق عوائد أعلى معدلة حسب المخاطر بمرور الوقت. كما أنها تمثل انعكاسا لوجهة النظر السائدة حينذاك عن «الاعتدال الكبير» الدوري وطويل الأجل في عالمي الاقتصاد والسياسات - والتي تبناها القطاعان الخاص والعام على حد سواء. وقد أصبحت عبارة «الاقتصاد المعتدل» (غولديلوكس) (أي «ليس حارا أكثر مما ينبغي وليس باردا أكثر مما ينبغي») هي الشعار المتداول في هذه الفترة.

وأخذت صناديق الثروة السيادية ككل على غرة بما حدث من انقطاع في السيولة والتمويل في العالم والذي أعقب الانهيار المفاجئ لبنك ليمان برانرز للاستثمار في وول ستريت في سبتمبر ٢٠٠٨، شأنها في ذلك شأن جميع قطاعات عالمي المال والسياسات تقريبا. وبين عشية وضحاها، ومع إصابة عدد متعاقب من الأسواق بالشلل المفاجئ، تضرر المستثمرون في شتى أنحاء العالم من جراء عملية إعادة التسعير الحادة لكل العوامل التي تنطوي على مخاطر - خاصة السيولة. ونتيجة لذلك، تعرضت الأسواق في جميع أرجاء العالم للتوقف المفاجئ بدرجات متباينة - وإن كانت ملحوظة.

ومع وجود قطاع الخدمات المالية العالمي في قلب العاصفة، تعرضت الحيازات المباشرة لصناديق الثروات السيادية في الشركات المالية لضغط حاد للغاية - لاسيما مع اتجاه بعض الصناديق في وقت سابق إلى ضخ رؤوس أموال في بنوك غربية كبرى. وفي غضون ذلك، وبدلا من الاستمرار في تلقي تدفقات وافدة جديدة كبيرة، وجدت بعض صناديق الثروة السيادية نفسها معرضة لضغوط دعم كيانات وطنية أخرى (إقليمية في بعض الحالات) كانت تواجه احتياجات نقدية مفاجئة وحادة.

### تبدد عائدات الاستثمار

نتيجة لذلك، مرت صناديق الثروة السيادية بمرحلة تغير كبير خلال فترة الأشهر الستة التي انتهت في مارس عام ٢٠٠٩، فصارت عائدات الاستثمار سالبة بشكل حاد؛ وأصبحت إدارة النقد والضمانات والتعامل مع الأطراف المقابلة على رأس أولويات إدارة المخاطر؛ وبرزت بعض ضغوط السيولة المتفرقة؛ وتأجلت قرارات إستراتيجية رئيسية إلى حين توافر قدر أكبر من الوضوح بشأن النظام المالي العالمي واتجاهه المستقبلي.

وبصفة أعم، فقد تسبب الشلل المفاجئ الذي أصاب الأسواق العالمية في توقف مؤقت للتطور الأطول أجلا لإدارة الأصول والخصوم في الاقتصادات الصاعدة - وهي عملية شهدت تحولا مطردا، في عدد من البلدان والمناطق المؤثرة على النظام، من الإدراك المتأخر لتحسن ظروفها إلى إعادة شراء الديون ثم إلى إدارة أكثر تطورا للأصول. وإلى أن تتمكن الاقتصادات الصاعدة من أن تتبين بجلاء أكبر طبيعة التغيرات في الاقتصاد العالمي، شعر العديد منها بأنه من الأفضل التريث قبل الشروع في المراحل اللاحقة من تطويرها والتي غالبا ما كانت تنطوي على إجراء تغييرات كبرى في كيفية إدارتها لاقتصاداتها (بما في ذلك الابتعاد بشكل واضح عن الضوابط المباشرة والاتجاه نحو زيادة الاعتماد على الأدوات غير المباشرة).

كذلك تغيرت نظرة كثير من البلدان الصناعية إلى صناديق الثروة السيادية تغيرا كبيرا. وأكثر ما يلفت الانتباه هو أن البلدان التي سبق لها تحذير هذه الصناديق من الاستحواذ على حصص مباشرة في شركاتها المحلية، بدأت تسعى

بفعالية وراء استثمارات صناديق الثروة السيادية للتصدي للتأثير المربك بشدة والناجم عن خفض التمويل بالديون في القطاع الخاص (التخلص من الأصول) في الداخل. وانقلبت الموازين، وبدأ التقرب لصناديق الثروة السيادية لكي تساعد في إعادة رسملة الشركات التي تكافح من أجل البقاء - إما من خلال ضخ نقدية جديدة أو عن طريق مبادلة استحقاقات من الشريحة الممتازة الأعلى على تلك الشركات مقابل أدوات أدنى درجة ضمن الهيكل الرأسمالي للشركات.

### صناديق الثروة السيادية اليوم

ما هي القضايا الأساسية التي تواجهها صناديق الثروة السيادية مع انحسار الأزمة المالية العالمية؟ تتطلب الإجابة عن هذا السؤال إلقاء نظرة صريحة على ما وصل إليه الاقتصاد العالمي ومدى احتمال تغيره.

فقد بدأ النظام المالي العالمي يعود لطبيعته في عام ٢٠٠٩، بفضل ما تم ضخه من رؤوس أموال وسيولة ضخمة من القطاع العام، وانتهاج أسلوب بارز لإدارة الأزمة على أساس «بذل قصارى الجهد»، وبصفة أساسية في الاقتصادات المتقدمة. وبدأت الأسواق المالية الرئيسية تعمل بسلاسة مرة ثانية - خاصة في مجال التمويل قصير الأجل وإدارة السيولة؛ واستطاعت الشركات أن تستعيد فرص

### تشق عدة صناديق للثروة السيادية طريقها بالفعل نحو صياغة وتنفيذ توزيعات للأصول ذات توجه مستقبلي مع التركيز على البعد العالمي.

الحصول على أموال جديدة من خلال إصدار السندات؛ وعادت الثقة إلى طائفة متنوعة، وإن كانت أقل، من العلاقات مع الأطراف المقابلة.

وتغلب جوهر النظام المالي العالمي على حالة توقف النبض الخطيرة التي تعرض لها بعد ١٥ سبتمبر عام ٢٠٠٨ يوم انهيار بنك ليمان برانرز. وتلك هي الأنباء السارة التي جاءت نتيجة لردود الأفعال الجريئة والمبتكرة على صعيد السياسات.

ومع ذلك، ونظرا لحدة الأزمة المالية العالمية في عامي ٢٠٠٨ و٢٠٠٩، فإن ردود الأفعال الجريئة على صعيد السياسات لم تستطع أن توازن تماما الأضرار التي لحقت بأجزاء أخرى من الاقتصاد العالمي. فقد لحق الضرر بالنمو الاقتصادي والتجارة الدولية، وتصاعدت البطالة كثيرا، وتضررت البلدان الصناعية بصورة حادة للغاية على نحو يدل على الاختلاف الشديد عن الأزمان السابقة.

وقد استتبع ردود الأفعال الجريئة على مستوى السياسات أيضا - وبصورة حتمية - التعرض لمخاطر وعواقب غير مقصودة. وبدأت الاعتبارات غير التجارية تؤثر على أداء أسواق مهمة وعلى تقييمها، بما في ذلك الشريحة المضمونة برهون عقارية في الولايات المتحدة. وتضخمت الميزانيات العمومية للبنوك المركزية بأصول من القطاع الخاص. وتساعد الدين العام مع قيام الحكومات بالإنفاق بسخاء وبمبالغ ضخمة لتدعيم الاقتصاد ومع انخفاض الإيرادات الضريبية. وصارت هذه العناصر من الأضرار الجانبية في حد ذاتها محركات مهمة للأسواق والاقتصادات. ويكفي ملاحظة ما حدث في أوروبا، حيث تحولت أزمة الديون إلى اضطرابات إقليمية وتطلبت رد فعل قوي على مستوى السياسات من الاتحاد الأوروبي والبنك المركزي الأوروبي بمساعدة كبيرة من صندوق النقد الدولي.

وقد أفضت الأزمة المالية العالمية إلى المرحلة التالية من سلسلة الاختلالات في الميزانيات العمومية على مدى سنوات متعددة. وبدلاً من القلق بشأن القطاع الخاص، بدأت مخاوف أكبر بشأن الميزانيات العمومية للقطاع العام في البلدان الصناعية - وكان ذلك الشعور في محله. فالمخاطر السيادية تفعل فعلها: والتنظيم في حالة تقلب مستمر؛ وسلامة المؤسسات الرئيسية تتعرض للضغوط؛ وارتفاع مستويات البطالة الهيكلية مثار قلق اقتصادي وسياسي واجتماعي.

### المعتاد الجديد

تمثل القفزة الهائلة في المديونية العامة، بالقيم المطلقة وكنسبة من إجمالي الناتج المحلي، مكوناً مهماً فيما نسميه نحن في مؤسسة بيمكو (PIMCO) «المعتاد الجديد». وبرغم أنه لا يزال من السابق لأوانه التنبؤ بما سيكون عليه كل مكون من مكونات هذا المعتاد الجديد، فهناك عناصر معينة منها ظاهرة للعيان بالفعل. والمرجح أن تتضمن التغيرات المهمة خلال الفترة المقبلة التي تمتد من ثلاث إلى خمس سنوات ما يلي:

- انخفاض معدل الاتجاه العام للنمو الاقتصادي في الاقتصادات التي تعول بشدة على القطاع المالي؛
- زيادة البطالة بصورة مستمرة في البلدان الصناعية، يعقبها تحول أبطأ نحو ما سيصبح معدلاً معتاداً أعلى للبطالة - في مناخ من شبكات الأمان الأكثر هشاشة.
- التحول الحاد في التركيز من أنشطة السوق غير المقيمة إلى مشاركة حكومية أكبر؛
- التباعد الواضح بين البلدان الرئيسية والبلدان الطرفية، خاصة في منطقة اليورو؛
- التخفيض الكبير للمخاطر بدوافع تنظيمية في أنشطة البنوك وميزانياتها العمومية.

وبوجه عام، جاءت الأزمة المالية العالمية في عامي ٢٠٠٨ و٢٠٠٩ إيذاناً بنهاية حادة لعصر عظيم من التمويل بالقروض والائتمان واستحقاق الديون - وهو زمن كان الناس فيه يشعرون بأحقيتهم في القيام بمشتريات ضخمة على أساس الدخل المتوقع في المستقبل البعيد وتراوهم الآمال بحدوث ارتفاع كبير في الأسعار. ولم تعد الاقتصادات التي يحركها التمويل ممثلة لمرحلة أعلى وأكثر استقراراً من التنمية. ومع بدء انطلاق عدة اقتصادات صاعدة مؤثرة على النظام على طريق التنمية، يجب على العالم أن يتوصل إلى طرق تفسح المجال أمام إعادة ترتيب المجموعات الاقتصادية على المدى الطويل.

ومن شأن هذا المعتاد الجديد أن يطمس الفروق التقليدية بين الاقتصادات الصناعية والاقتصادات الصاعدة، وقد ينطوي أيضاً على تحول تدريجي في التوصيف التحليلي للولايات المتحدة - من اقتصاد يعمل أساساً بوصفه اقتصاداً كبيراً ومغلقاً إلى اقتصاد أكثر انفتاحاً وأكثر حساسية للتطورات في باقي أنحاء العالم.

كذلك قوضت الأزمة المالية العالمية مكانة ومصداقية النموذج الاقتصادي الأنغلو-ساكسوني الذي يركز على التحرير ورفع القيود التنظيمية والترابط والأسواق غير مقيدة الحركة. وقد كان هذا النموذج بمنزلة عنصر جذب مهم للتقارب العالمي. ونظراً لغياب عنصر جاذب بديل للتقارب، فإن تزايد الضغوط في المعتاد الجديد قد يوقف بعض جوانب العولمة، أو قد يعكس مسارها.

### الانعكاسات على مؤسسات الاستثمار الحكومية

تشكل هذه العوامل معا تغيراً مهماً في مشهد عمليات مؤسسات الاستثمار العالمية، بما في ذلك صناديق الثروة السيادية، وتدعو إلى بعض التعديل في

استراتيجيات الاستثمار وإدارة المخاطر، وكذلك استراتيجيات الأعمال والتشغيل الأخرى؛ وستتطلب إجراء عمليات تطويع شاقة للمزيج الأمثل من الموارد البشرية والتكنولوجية والتحليلية، وتواصل أفضل مع الأطراف الاقتصادية والسياسية المعنية (بما في ذلك الجهات السياسية الراعية والمجتمع بصفة عامة).

ولصناديق الثروة السيادية ميزة فيما يتعلق بإدارة الرحلة الشاقة وصولاً إلى المعتاد الجديد: ذلك أن رأس مالها المتأني والمستقر والتوجه طويل الأجل لأهدافها الاستثمارية يجعلانها في وضع ممتاز لاتخاذ خطوة أولى. والواقع أن السؤال ينبغي ألا ينصب على ما إذا كان هذا المجمع من رؤوس الأموال المتأنية قادراً على انتهاز استراتيجيات المبادر بالتحرك - فهو قادر على ذلك بالفعل، وإنما السؤال هو ما إذا كان راغباً في القيام بذلك. وستمثل المطالبات بعمليات تشغيلية اختباراً لمدى تجاوب هياكل الحوكمة في صناديق الثروة السيادية ومدى قوة عملياتها الاستثمارية، وأيضاً مدى فعالية أنشطة التواصل الداخلي والخارجي بها.

وسيتعين على هياكل الحوكمة الاستجابة لمزيج من التغيرات الدورية والمستمرة، مع التحول المناسب بمرور الوقت من «الدفاع» إلى «الهجوم».

وعلى مستوى أعمق المستويات الأساسية، سوف تحتاج المؤسسات إلى توجيه شامل وواضح من الأجهزة الحاكمة لها حتى يتسنى لمديري صناديق الثروة السيادية تخصيص أصولها على نحو استشرافي طويل الأجل، مستندين إلى إدارة قوية للنقدية والسيولة ومعاملات الطرف المقابل والضمانات. وإضافة لذلك، ينبغي أن تكون هناك أطر كلية لإدارة المخاطر لتكتمل التنوع التقليدي لفئات الأصول بإدارة موجهة بدقة وتحقق مردودية التكاليف لمخاطر طرف المنحنى - وهي أحداث نادرة، لكنها تنطوي على عواقب وخيمة.

وسيتعين على الأجهزة الحاكمة لصناديق الثروة السيادية أن تعتمد على مديرين وعاملين ممن لديهم قدرات تحليلية وتكنولوجية رائدة، كما يتعين أن تضطلع بدور أبرز في حماية صناديق الثروة السيادية من الضغوط لدعم أنشطة غير تجارية - محلياً وإقليمياً ودولياً.

ولا يمكن الاستجابة ببناء الهياكل التي تحكم مجالات أساسية في إدارة الاستثمار بين عشية وضحاها، فهي تتطلب جهوداً كبيرة ومستمرة تُكْرَس لعمليات يمكن أن تطور الأطر اللازمة بطريقة ديناميكية، وتضمن - نتيجة لذلك، إصدار قرارات استثمارية تتسم بدرجة أعلى نسبياً من الإقناع والرسوخ.

إن نجاح الخروج في رحلة شاقة في سبيل الوصول إلى المعتاد الجديد، يتطلب في المقام الأول دفاعاً قوياً في شكل إدارة رشيدة للنقدية والسيولة ومعاملات الطرف المقابل والضمانات. ومتى تحقق هذا الهدف، يستطيع المستثمرون أن يسعوا بثقة أكبر وراء فرص تتسق جيداً مع القدرة الأكبر لصناديق الثروة السيادية على ضمان تغطية عوامل مخاطر السيولة. فعلى سبيل المثال، عندما تنقطع عمليات التقييم بالفعل، سوف ترتفع الأسعار اتساقاً مع حقائق المعتاد الجديد، وتصير هناك محفزات قصيرة الأجل واضحة المعالم تصاحب ارتفاع الأسعار، مما يخلق فجوة التقييم بين العوامل الفنية والأساسية.

ومثلاً أثبت دونالد سال (دراسة Still, ٢٠٠٩) من كلية لندن لإدارة الأعمال على نحو يثير الإعجاب في عمله المفصل، فإن الإعداد لوضع المعتاد الجديد يتطلب أيضاً قدرة المؤسسة على التكيف وسرعة الحركة.

ومن الناحية النظرية، تفوق صناديق الثروة السيادية كثيراً من هيئات الاستثمار الأخرى فيما يتعلق بقدرتها على التكيف وسرعة الحركة. على سبيل المثال، هناك عدة صناديق للثروة السيادية تضي قدمًا بالفعل في صياغة وتنفيذ عمليات رائدة لتخصيص الأصول مع التركيز على البعد العالمي - وليس

الجديد تعني ضرورة إعادة تجهيز كل قطاع تقريبا في الاقتصاد العالمي. وعلى الرغم من أن صناديق الثروة السيادية لم تتمكن من تفادي الأزمات المالية العالمية بالكامل، فقد استردت عافيتها بصورة جيدة، وهي الآن في وضع جيد كمجموعة تخرج في رحلة إلى المعتاد الجديد وتمر عبره. والواقع أن الطبيعة المتأنيبة لمجمعاتها الكبيرة من رأس المال والطبيعة طويلة الأجل لأهداف وظائفها تمثلان أفضل مجموعة من خصائص الاستثمار لجميع الهيئات الاستثمارية العالمية تقريبا.

وليس من وسيلة للاستفادة من مزاياها على نحو مضمون أو تلقائي، فالنجاح يقتضي استمرار تحسين القدرة المؤسسية لصناديق الثروة السيادية على مواجهة التحديات في مجالات الحوكمة والعمليات الاستثمارية والتواصل. وليس من السهل تحقيق هذه التحسينات لأنها قد تُخرج بعض صناديق الثروة السيادية عن نطاق العمل المريح بالنسبة لها، كما أنها تنطوي على مخاطر. ومع ذلك، ففي ضوء حجم التغيرات الجارية والمرتبقة في الاقتصاد العالمي، فإن بديل استمرار منوال العمل المعتاد ذي المنظور الارتجاعي قد يكون أشد خطرا. ■

محمد العريان المسؤول التنفيذي الأول، ومسؤول استثمار أول مشارك في مؤسسة بيمكو (PIMCO) لإدارة الاستثمارات العالمية. وهذه المقالة تعبر عن آراء المؤلف، ولا تعبر بالضرورة عن آراء مؤسسة بيمكو.

المراجع:

Sull, Donald, 2009, The Upside of Turbulence: Seizin Opportunity in an Uncertain World (London: Harper/Collins Press).

لديها شعور بالانحياز للاستثمار المحلي الذي يدفع عددا كبيرا من المستثمرين إلى التعامل في أوراق مالية محلية على نطاق واسع.

وهذه الاعتبارات ينبغي ألا تغفل مطلقا حقيقة ممارسة صناديق الثروة السيادية لأنشطتها في سياق اجتماعي-سياسي معقد، في الداخل والخارج على حد سواء. ومن ثم، يجب أن تحظى بثقة الجهات السياسية الراعية لها والمجتمع بصفة عامة. والواقع أن هذا أمر حاسم بالنسبة للعقد المتضمن في تحديد عملية إدارة الاستثمار في القطاع العام.

ويتزايد الإقرار بأهمية التواصل الحيوية في كسب تأييد الجمهور في أوقات اليسر وأوقات العسر على حد سواء. وقد ألفت الأزمة المالية العالمية الضوء على أهمية إيجاد سياق ملائم لرجال السياسة وغيرهم لتقييم ما يجري في حوافز صناديق الثروة السيادية، الأمر الذي يقتضي توافر درجة من الإفصاح أكبر من المعتاد، وقد كثف العديد من صناديق الثروة السيادية بالفعل جهوده في هذا الصدد.

ويساعد التواصل وتوفير الحماية القانونية على نحو مناسب في الحد من خطر استحواذ مجموعات ذات مصالح خاصة بصورة غير سليمة على صناديق الثروة السيادية. ويكمن الحل في توخي قدر أكبر من الوضوح في نشر المعلومات في الوقت المناسب عن أهداف صناديق الثروة السيادية، واستراتيجياتها الشاملة، ومقاييس تقييمها على المدى المتوسط.

## الحاجة إلى إعادة التجهيز

في أعقاب الأزمة المالية العالمية أصبح العالم في خضم اضطرابات دورية كبرى ووسط عمليات مستمرة لإعادة التنظيم. ووعورة الطريق المؤدي إلى المعتاد

## IMF BOOKSTORE مكتبة صندوق النقد الدولي

### معجم مصطلحات صندوق النقد الدولي؛ إنجليزي - صيني، الطبعة الثالثة

إصدار مكتب الخدمات اللغوية في صندوق النقد الدولي

تتضمن معاجم مصطلحات صندوق النقد الدولي أكثر المصطلحات نفعا للمترجمين الذين يتعاملون مع وثائق صندوق النقد الدولي. ويحتوي متن المعجم الأساسي على مصطلحات ووحدات تعبيرية وأسماء وألقاب مؤسسية تغطي عدة مجالات، مثل الاقتصاد الكلي والنقود والصرافة والمالية العامة والضرائب وميزان المدفوعات والإحصاءات والمحاسبة والتنمية الاقتصادية. ويحتوي متن معجم الصندوق أيضا على مصطلحات تتعلق بتنظيم الصندوق وعملياته، ومصطلحات من اتفاقية تأسيس الصندوق ونظامه الأساسي، وأنظمتها ولوائحه فضلا على عدد آخر من أهم مطبوعاته.



سعر النسخة العادية: ٣٥ دولارا.

ISBN 978-1-5575-805-7. Stock# GLOCA0011999

لإرسال طلبات الشراء يرجى زيارة الموقع الإلكتروني التالي: [www.imfbookstore.org/glossaries](http://www.imfbookstore.org/glossaries)