

## تداعيات انهيار أسعار النفط

### على صناديق الثروة السيادية للاقتصاديات النفطية

الطالبة/ قوتال ابتسام \* & أ.د./ لخلف عثمان \*\*

#### **Abstract:**

A cause de la fort baissé de prix de Pétrole, les pays exportateurs de pétrole on connue une sévère pression sur leur budgets, et une diminution des actif gérés par les fonds souverains et une baisse des revenus tirés de la producteur pétrolière; bien que l'objectif principale des fonds souverains pétrolier de lutter contre la volatilité des prix du pétrole , Partant , de stabiliser les revenus provenant de leur exportation. Mais la crise pétrolière actuelle a prouvé le contraire, le prix de pétrole est encore affecter la performance de ces fonds et leur taille et de la capacité de financement.

**Mots clés:** Fonds souverains Pétroliers, Revenus pétroliers, Chute des prix du pétrole, Economies pétroliers.

#### **ملخص:**

في ظل الانخفاض الحاد لأسعار النفط، عرفت الدول المصدرة للنفط ضغوطات كبيرة على موازنتها وتراجع في معدلات نمو أصول صناديقها للثروة السيادية وانحسار مصادر تمويلها. فبالرغم من الهدف الرئيسي لصناديق الثروة السيادية النفطية هو استبدال المورد الناضب بشكل آخر من الأصول -أصول مالية دولية متنوعة- إلا أن التقلبات التي تعرفها أسعار النفط في الأسواق الدولية لا تزال تؤثر بقوة على أداء هذه الصناديق وأحجامها وقدرتها التمويلية.

**الكلمات المفتاحية:** صناديق الثروة النفطية، عوائد النفط، انهيار أسعار النفط، الاقتصاديات النفطية.

\* طالبة دكتوراه ل. م. د. - جامعة الجزائر 3

\*\* أستاذ - جامعة الجزائر 3

## مخطط المقال:

### مقدمة

- 1) مدخل عام لصناديق الثروة السيادية
  - 1-1) تقديم صناديق الثروة السيادية
  - 2-1) دور صناديق الثروة السيادية في إدارة العائدات النفطية
  - 2) تداعيات انهيار أسعار النفط على صناديق الثروة النفطية
  - 1-2) طبيعة العلاقة بين أسعار النفط وصناديق الثروة السيادية النفطية
  - 2-2) تقييم دور صناديق الثروة السيادية في أزمة النفط الراهنة
- خاتمة

## مقدمة:

إن أغلب الدول المنتجة والغنية بالموارد الطبيعية وخصوصا النفط هي اقتصاديات وحيدة المصدر فهي تعتمد بشكل أساسي على المصدر الريعي الوحيد في تمويل موازنة الدولة وتوفير مستلزماتها هذا ما جعل هذه الدول تواجه تحديات كبيرة أثر تقلب أسعار النفط بالأسواق العالمية. لهذا يتوجب عليها السعي دوما لفك الارتباط بين الإنفاق العام والعائدات النفطية وتوظيف هذه الموارد النفطية المتذبذبة توظيف أمثلا يضمن توفير مصادر تحويل بديلة ومستدامة لاقتصادياتها وهو من أهم الأهداف التي تقوم عليها صناديق الثروة السيادية، هذا ما جعلها محط اهتمام معظم الدول لحماية موازنتها العامة واقتصادياتها ككل من الإختلالات، وذلك من خلال تنويع مواردها تجنباً لما يسمى المرض الهولندي فضلا عن الحفاظ وضمان حق الأجيال القادمة من هذه الثروات للمورد الناضب.

سندرس واقع صناديق الثروة السيادية في ظل أزمة النفط الحالية أي معالجة الإشكالية التالية: ما هي تداعيات انهيار أسعار النفط على صناديق الثروة السيادية للدول المصدرة للنفط؟

## (1) مدخل لصناديق الثروة السيادية:

عرف مصطلح صناديق الثروة السيادية\* تغطية إعلامية كبيرة في السنوات الأخيرة، إلا أن هذه الكيانات ليست جديدة في الساحة المالية، فيرى البعض أن أول صندوق سيادي ظهر بفرنسا سنة 1816 Caisse des Dépôts et Consignation، إلا أن المتعارف عليه أو الشائع أن أول صندوق ثروة سيادي هو هيئة الاستثمار الكويتية Investissement Authority Kuwait وهذا لضمان حق استفادة الأجيال القادمة من الموارد الطبيعية لوطنهم بسنة 1953.

## (1-1) تقديم صناديق الثروة السيادية:

لإزالة الغموض الذي يشوب صناديق الثروة السيادية واعطاء نظرة شاملة عن هذه الكيانات، نستعرض مختلف تعاريف الكيانات من قبل بعض الاقتصاديين والمنظمات الدولية ولجهات أخرى مع ذكر مختلف أنواعها والأهداف التي نشأة من أجلها.

### - تعريف صناديق الثروة السيادية:

بالرغم من المكانة الكبيرة التي تحوز عليها صناديق الثروة السيادية في الساحة المالية العامة، إلا أنه لا يوجد هناك اتفاق حول تعريف موحد وشامل لصناديق الثروة السيادية، وذلك نظرا لتعدد أنواعها من جهة، واختلاف مصادر دخلها من جهة أخرى<sup>1</sup>. ونوجز أهم تعريفاتها في:

- صناديق أو ترتيبات للاستثمار ذات غرض خاص ملك للحكومة العامة وتحت سيطرتها، وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية ومالية. وهي صناديق تحتفظ بالأصول أو تتولى إدارتها في الأجل المتوسط والطويل، مستخدمة في ذلك إستراتيجيات استثمارية، تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية. يتم إنشاء هذه الصناديق عادة من فوائض ميزان المدفوعات أو عمليات النقد الأجنبي الرسمية، أو عائد الخوصصة، أو الفوائض المالية العامة، أو الإيرادات المتحققة من الصادرات السلعية، أو كل هذه الموارد متجمعة" (تعريف صندوق النقد الدولي)<sup>2</sup>؛
- تجمعات للأصول المالية التي تمتلكها الحكومات وتدار بشكل مباشر أو غير مباشر، لتحقيق أهداف وطنية. تمول من احتياطات النقد الأجنبي أو عائدات الموارد الطبيعية الناضبة أو الإيرادات العامة للدولة، أو أية مداخيل أخرى. هناك عدة أهداف للصناديق

\* تعبير Andrew ROZANOV، وهو أول من أطلق مصطلح صناديق الثروة السيادية سنة 2005.

السيادية منها: تنويع الأصول، الحصول على أفضل عائد لاحتياجاتها، توفير معاشات التقاعد مستقبلا، تعظيم الادخار الموجه للأجيال القادمة وغيرها" (تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية)<sup>3</sup>؛

- تلك الصناديق الممولة من فوائض الموازنة العامة المتراكمة فهي تجمعات للأصول المالية التي تحتفظ بها الدولة وتتكلف بإدارتها. وتنشأ هذه الصناديق لأغراض مختلفة (حماية الاقتصاد والموازنة العامة من الخطر الناتج عن تقلبات إيرادات الصادرات، مساعدة السلطات النقدية على امتصاص السيولة غير المرغوب فيها، تحقيق مبدأ عدالة توزيع الثروة بين الأجيال، التنمية الاقتصادية والاجتماعية...)؛<sup>4</sup>
  - مصطلح أطلق على مجموعة أصول مالية أجنبية مملوكة ومراقبة من قبل الحكومة، وهذا لتحقيق أهداف اقتصادية ومالية متنوعة، كما قد تستثمر في أصول مالية محلية<sup>5</sup>.
- بالرغم من عدم وجود تعريف شامل ودقيق لصناديق الثروة السيادية إلا أنه يمكن أن نأخذ بتعريفها كصناديق استثمارية وادخارية عمومية مملوكة ومراقبة من قبل الدولة تدير محافظ متنوعة من الأصول المالية المحلية والدولية. وتعددت مصادر تمويلها (الفوائض المالية لاحتياجات النقد الأجنبي، عائدات الخوصصة، وفوائض الموازنة العامة). والغرض منها حماية الاقتصاد والموازنة العامة، تحقيق مبدأ العدالة في توزيع الأرباح، دعم معاشات التقاعد الحكومية، تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية".

#### - محفزات انتشار صناديق الثروة السيادية:

- من أهم محفزات نشوء انتشار صناديق الثروة السيادية<sup>6</sup>:
- محاولة استدراك النضوب الطبيعي لمورد النفط، وضرورة إنشاء أصول أخرى، تدر دخلا مستقبليا، تعوض نضوب المورد الحالي واستغلال الإيرادات الحالية؛
  - القدرة الاستيعابية للاقتصاد الوطني وامكانيات تنويع قاعدته، وهذه تعتمد على حجم الاحتياطي والإنتاج وعوامل أخرى مرتبطة بالإمكانات الحالية الممكنة؛
  - وتنامى دور صناديق الثروة السيادية مؤخرا، وخصوصا بدول مجلس التعاون الخليجي وروسيا والنرويج بالإضافة كذلك إلى بعض الاقتصاديات الناشئة التي حازت على معدلات نمو تجاوزت 10% سنويا في سنوات العقد الحالي كالصين والهند. والجدول الآتي يعرض أهم أكبر عشرة صناديق سيادية بالعالم.

**الجدول (1): أكبر صناديق الثروة السيادية في العالم في 2014/12**

البلد	الاسم	الأصول مليار دولار	تاريخ الإنشاء	مصدر العوائد
النرويج	صندوق المعاشات الحكومي	893.0	1990	نفط
الإمارات العربية المتحدة	هيئة اوظيفي للاستثمار صندوق أبو ظبي للاستثمار	773.0 90.0	1976 2007	نفط نفط
السعودية	الشركات القابضة العمومية	757.2	-	نفط
الصين	شركة استثمار الصين شركة الاستثمار SAFE هيئة الاستثمار لـ Hong kong صندوق الأمن الاجتماعي الوطني	652.7 567.9 400.2 201.6	2007 1997 1993 2000	احتياطي الصرف احتياطي الصرف احتياطي الصرف احتياطي الصرف
الكويت	هيئة الاستثمار الكويتية	548.0	1953	نفط
سنغافورة	شركة الاستثمار الحكومية لسنغافورة الشركة القابضة تيماسك	320.0 177.0	1981 1974	احتياطي الصرف احتياطي الصرف
قطر	هيئة الاستثمار القطرية	256.0	2005	نفط وغاز
استراليا	صندوق المستقبل الاسترالي	95.0	2004	احتياطي الصرف
روسيا	صندوق الاحتياطي صندوق الثروة الوطنية	88.9 79.9	2008 2008	نفط نفط
	مجموع صناديق النفط والغاز	4292.0		
	المجموع	7057.0		

المصدر: AOUN Marie-Claire & BOULANGES Quentin, «Les nouveaux défis des fonds souverains pétroliers», février 2015, p. 7

<https://www.ifri.org/fr/publications/enotes/notes-de-lifri/defis-fonds-souverains-petroliers>

**- تصنيفات صناديق الثروة السيادية:**

يوجد عدة تصنيفات صناديق الثروة السيادية، تصنيف حسب غرض تأسيسها، وتصنيف وفق مصادر دخلها، وتصنيف آخر صناديق سلعية وأخرى غير سلعية، تصنيف حسب المنطقة الجغرافية وغيرها من المعايير. إلا أننا سنركز على التصنيفين الأولين (حسب الهدف، وفق مصادر دخلها).

### **1) تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب معيار الهدف:**

تعددت أهداف صناديق الثروة السيادية، حيث كان الاستقرار هدف أول الصناديق السيادية ظهورا، وتوجت بعد ذلك لأغراض أخرى كالادخار وتعظيم عوائد الاحتياطات وغيرها من الأهداف، وعليه نصنف صناديق الثروة السيادية حسب هدفها:

#### **- صناديق التثبيت:**

الهدف من هذه الصناديق حماية الاقتصاد والموازنة العامة من خطر الصدمات الخارجية، الناتجة عن تقلبات أسعار السلع الأساسية الإستراتيجية في الأسواق العالمية خصوصا النفط.

#### **- صناديق الادخار:**

أي ما يعرف بصناديق الأجيال، وذلك لرغبة الدول في ضمان حق الأجيال القادمة من هذه الموارد، فمصدر معظم هذه الموارد الأولية الناضبة (غير قابلة للتجديد).

#### **- صناديق استثمار الاحتياطات:**

وهي تلك الصناديق السيادية التي غالبا ما تدرج أصولها ضمن فئة الأصول الاحتياطية المحفوظ بها لدى البنك المركزي. أسستها الدول التي تحوز على احتياطات صرف فائضة عن الاحتياجات المعتادة، فنشأت هذه الصناديق من أجل تعظيم العائد مع تحمل مخاطر أكبر.

#### **- صناديق التنمية:**

وهي ما يسمى صناديق تنويع الاقتصاد. حيث تعمل على دعم تمويل المشاريع الاقتصادية والاجتماعية، كما تعمل كذلك على الترويج للسياسات الصناعية التي تزيد وتعزز في اقتصاد البلد المعني.

#### **- وصناديق احتياطات طوارئ التقاعد:**

هي تلك الصناديق التي تهدف لضمان إدامة رواتب ومعاشات فئة المتقاعدين، كما تستخدم كذلك لمواجهة الالتزامات العرضية الناتجة عن الظروف الطارئة غير المحددة في الموازنة العامة للحكومة.

### **2) تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مصادر دخلها:**

تأتي أموال صناديق الثروة السيادية من مصادر مختلفة، حيث تعتبر العوائد النفطية مصدرا أساسيا لأصولها، كما تعد الاحتياطات النقدية الأجنبية هي الأخرى مصدرا مهما أيضا، وعليه يمكن تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مصادر دخلها:

#### **- الصناديق الممولة عن طريق عوائد الموارد الأولية:**

وهي صناديق الدول المصدرة للمواد الأولية المتمسمة بالنضوب خاصة النفط وهذا لضمان الأجيال القادمة من هذه الثروات، أين يتم إحلال الموارد الطبيعية بأصول مالية أخرى متنوعة.

- **الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية:**  
حققت العديد من الدول غير النفطية لفوائض مالية معتبرة. فقامت هذه الدول بتوجيه جزء من هذه الفوائض لصناديق الثروة السيادية وذلك لتجاوز احتياطاتها لمتطلبات الاستثمار المحلي.

- **الصناديق الممولة بعوائد الخوصصة:**  
حصلت العديد من الدول على عوائد مالية ضخمة وكذلك لتبني هذه الدول برامج واسعة لخصوصية القطاع العمومي، إن ضخامة هذه العوائد تثير مخاوف بالتوسع الكبير في الإنفاق العمومي يفوق الطاقة الاستيعابية للاقتصاد فتم توجيه هذه العوائد كلها أو جزء منها إلى صناديق الثروة السيادية. وهذا لكون الشركات المخصوصة ملك عام.

- **والصناديق الممولة بفائض الميزانية:**  
تنشأ بعض الحكومات هذا النوع من الصناديق السيادية عند تحقيقها لفوائض مالية معتبرة في ميزانيتها العامة فتقوم باستثمار هذه الفوائض من أصول مالية قصد تحقيق عوائد من جهة ولتوجيه المعطيات الاقتصادية من جهة أخرى.

### - أهداف صناديق الثروة السيادية:

تختلف أهداف صناديق الثروة السيادية باختلاف أنواعها ومبررات إنشائها. حيث كان أول غرض أنشأت له صندوق ثروة سيادي هو الاستقرار أي صناديق التثبيت، لكن مع مرور الزمن تبنت أغراض أخرى متنوعة كصناديق الادخار وصناديق المعاشات الاحتياطية المحتملة.

- وبالرغم من تعدد الأهداف إلا أنه هناك هدف مشترك فيما بين كل أنواع الصناديق السيادية ألا وهو نقل الثروة نحو المستقبل. ونلخص الأهداف الأخرى في<sup>10</sup>:
- الادخار للأجيال القادمة: فالدول المصدرة للمواد الأولية يتوجب عليها تحقيق مبدأ عدالة توزيع الثروة بين الأجيال وضمن نصيب الأجيال من هذه الثروات الناشئة؛
  - هدف استقرار العوائد: أي حماية الموازنة والاقتصاد لكل الاقتصاديات الربعية ككل من التذبذبات التي تعرفها أسعار المواد الأولية في الأسواق العالمية وخاصة النفط، وبذلك لما يرافقها لتقلبات الإيرادات النفطية معها؛
  - تعظيم عوائد احتياطات الصرف الأجنبي الفائضة عن الاحتياج المعتاد؛
  - تنويع الاقتصاد بتنويع مصادر الناتج الوطني الخام: أي صناديق التنمية لتمويل البنية التحتية أو الاستثمار في القطاعات الإستراتيجية لتنمية بلادهم؛
  - وتمويل معاشات التقاعد: وهي ضمان تمويل معاشات الأجيال القادمة، أي الساهمة في تأمين توفير موارد المعاشات للمواطنين.

## 2-1) دور صناديق الثروة السيادية في إدارة العائدات النفطية:

إن إدارة العائدات النفطية هو دور أول الصناديق السيادية ظهورا أي **الصناديق السيادية النفطية** هي صناديق استثمارية مملوكة للدولة أي عامة. وهي تلك الصناديق السيادية التي تقام لإدارة العائدات النفطية، تعتبر أول الصناديق السيادية ظهورا، فأول صندوق في العالم هو هيئة الاستثمار الكويتية KIA، تأسس سنة 1953، أي قبل تأسيس منظمة الأوبك (1960)، ومنذ ذلك الحين قامت العديد من الدول المصدرة للنفط بإنشاء صناديق ثروة سيادية نفطية بما في ذلك الصندوق السيادي الأسكا بالولايات المتحدة الأمريكية والصندوق السيادي ألبرتا في كندا<sup>11</sup>.

### - تعريف صناديق السيادية النفطية:

هي صناديق تكونها الدول المصدرة للموارد الأولية وأساسا النفطية، وذلك لمواجهة هذه الدول لإشكالية وتيرة استغلال هذه الموارد الناضبة والمتقلبة-للتقلبات التي تشهده أسعار النفط في الأسواق العالمية-، فكان من الواجب على هذه الدول النفطية المحافظة على استقرار اقتصادها الكلي من التقلبات التي تعرفها العوائد النفطية، فضلا عن واجبها في إبقاء جزء من هذه الموارد لضمان حق الأجيال القادمة، فوجدت الدول النفطية في إنشاء هذه الصناديق حلا لذلك، بحيث يتم إحلال الموارد الطبيعية المتقلبة والناضبة بشكل آخر من الأصول<sup>12</sup>. ويعد الصندوق النرويجي-صندوق المعاشات التقاعدية- التجربة الرائدة في عالم الصناديق السيادية النفطية منها أو غير النفطية وأكبر صندوق سيادي في العالم، تم إنشاء هذا الصندوق سنة 1990 أين كان يسمى بالصندوق النفطي وذلك لغرض الاستقرار وحماية الاقتصاد من الصدمات النفطية في المدى القصير، وضمان حق الأجيال القادمة من هذه الثروات الناضبة في المدى الطويل، بإضافة إلى هدف إدارة العائدات النفطية بأكثر شفافية<sup>13</sup>.

### - أنواع الصناديق السيادية النفطية:

هناك عدة معايير يمكن اعتمادها في تصنيف صناديق الثروة النفطية إلا أننا نركز على التصنيف الشائع الذي يعتمد على معيار الأجل<sup>14</sup>:

- **صناديق الاستقرار:**

بالإيرادات المتراكمة عندما يتجاوز سعر النفط عتبة معينة، ويصبح مصدر للدخل أو السحب منه عندما ينخفض سعر النفط عن الحد الأدنى للسعر المحدد سابقا، وذلك لتحقيق الاستقرار في الإيرادات الحكومية والحد من تأثير تقلبات أسعار النفط التي تؤثر بذلك



على إيرادات صادراتها وبذلك تتجنب تداعياتها على موازنتها. وقد أنشأت العديد من البلدان هذا النوع من الصناديق، وذلك لأنها اقتصاديات تعتمد على الإيرادات النفطية المتقلبة وهذه الصناديق تميل إلى إستراتيجيات استثمارية مماثلة لتلك التي تستخدمها البنوك المركزية أي التوجه نحو الأصول الآمنة والأكثر سيولة.

- صناديق الادخار للأجيال القادمة:

وهي صناديق تساهم بدورها في الحفاظ على الثروة والمساواة بين الأجيال في اقتسام الثروة. تمول بشكل منتظم بنسبة مئوية ثابتة من إيرادات النفط واستثمارها في الأصول المالية بالأسواق المالية الدولية، ونجد هذا النوع من الصناديق في الإمارات هيئة أبوظبي للاستثمار، ليبيا وروسيا (صندوق الثروة الوطنية). وتتميز هذه الصناديق بالمرونة العالية والاستثمار في الأجل الطويل بشكل خاص، وهو ما يتيح لهم الاستثمار في أصول عالية المخاطر.

### - أغراض الصناديق السيادية النفطية:

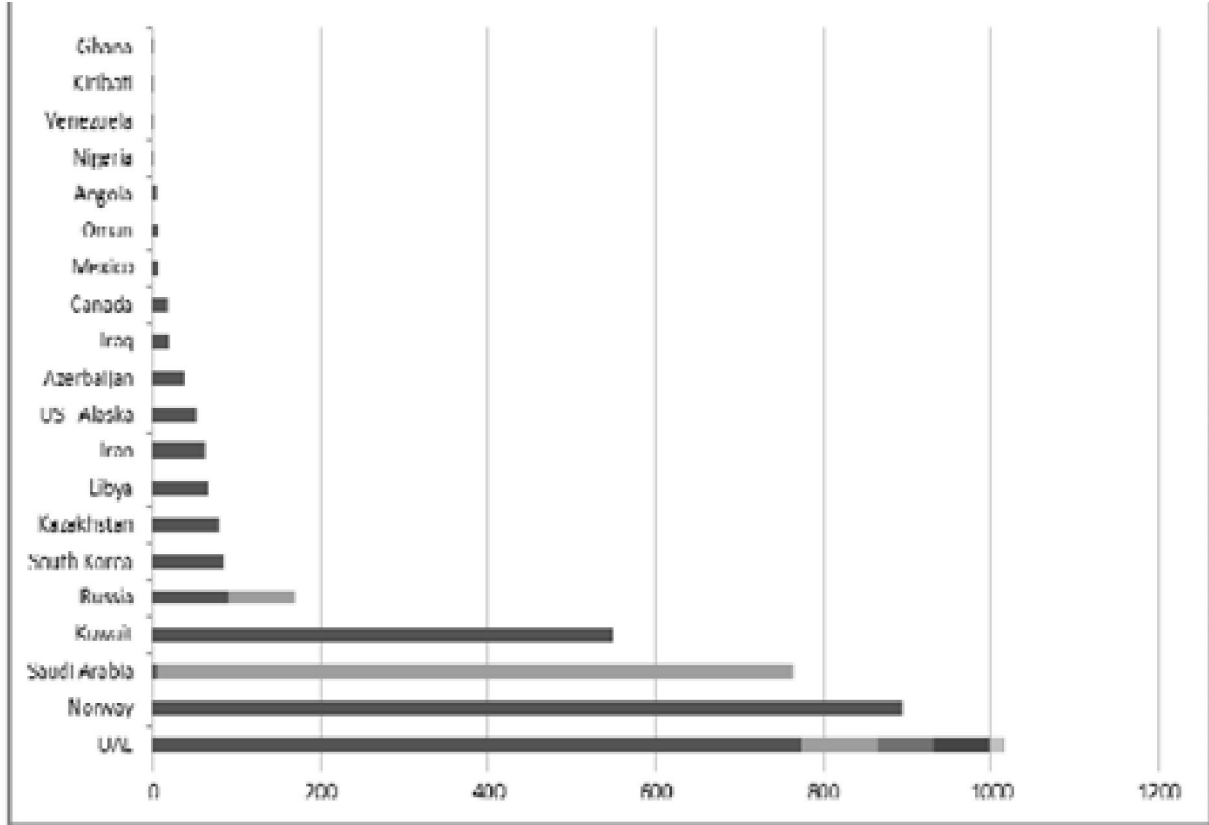
غالبا ما تعتبر صناديق الثروة السيادية أداة فعالة في إدارة الربح النفطي، ويتضح ذلك من خلال الأغراض التي تنشأ من أجلها هذه الصناديق ونوضح ذلك في <sup>15</sup>:

- يكمن هدفها اعلى المدى القصير في تمكن الدول المصدرة للنفط لمواجهة التقلبات الكبيرة في العائدات النفطية، مع التقليل من آثار المرض الهولندي؛
- تحقيق مبدأ العدالة في توزيع الثروة النفطية بين الأجيال، وذلك بتحويل العائدات النفطية الناضبة إلى أصول أخرى غير ناضبة، ويمثل هدفها بالأجل الطويل؛
- وتنويع الدخل الوطني وشفافية أكثر في تسيير الربح النفطي.

### - أصول صناديق الثروة السيادية النفطية:

خلال سنة 2015، كان اكبر قيمة من أصول صناديق الثروة النفطية بحوزة الإمارات العربي المتحدة 1023.9 مليار دولار bl/usd تعود ملكية الأصول إلى 6 صناديق سيادية: جهاز أبوظبي للاستثمار bn/usd 773، هيئة أبوظبي للاستثمار bn/usd 90، شركة الاستثمارات البترولية الدولية bn/usd 68.4، شركة مبادلة للتنمية bn/usd 66.3 RAK، الدولة investment authority bn/usd 1.2، وهيئة الاستثمار للإمارات bn/usd 15. الدولة الثانية في الترتيب هي النرويج بصندوق يدير أصول بقيمة bn/usd 893 صندوق المعاشات الحكومي النرويجي. والثالثة هي السعودية بـ bn/usd 762.5، الشركة القابضة للنقد العربي bn/usd 757.2، وصندوق الاستثمارات العامة bn/usd 5.3 <sup>16</sup>. والوثيقة الآتية توضح ذلك.

الشكل 1: أصول صناديق الثروة السيادية النفطية (2015/بل.USD/billion)



المصدر: PAUHOFOVÁ Iveta & SVOCÁKOVÁ Soňa, «Impact of oil price on sovereign funds (the assets and investments)», Ekonomický časopis, 64, 2016, p. 64,  
[https://www.sav.sk/index.php?lang=en&doc=journal-list&part=list\\_articles&journal\\_issue\\_no=11113862](https://www.sav.sk/index.php?lang=en&doc=journal-list&part=list_articles&journal_issue_no=11113862)

## (2) تداعيات انهيار أسعار النفط على صناديق الثروة النفطية:

بما أن معظم صناديق الثروة السيادية في العالم وأول الصناديق ظهورا هي الصناديق النفطية. وهي تلك الصناديق الممولة من العائدات النفطية فمن المنطقي التوقع أن يتدهور أسعار النفط وبقائها في مستويات منخفضة يلزم حتمية التأثير على تراكم الثروة في معظم صناديق الثروة السيادية للبلدان المصدرة للنفط<sup>17</sup>.

## (1-2) طبيعة العلاقة بين أسعار النفط وصناديق الثروة السيادية النفطية:

أصبحت صناديق الثروة السيادية النفطية قوة بارزة في الاستثمارات على مدى السنوات الخمس الماضية تنمو أصولها بمتوسط 18% سنويا. مع توقع النمو في 2015 بمعدل 5% فقط، وهذا بسبب تدهور سعر النفط في البلدان المنتجة للنفط المالكة كمثل هذه الصناديق السيادية الذي يعرضها لضغوطات تلجأ بذلك لتسييل أصولها وذلك لحماية الحكومات لميزانياتها. وكما ذكرنا سابقا أن بتدهور أسعار النفط وبقائها في مستوى منخفض يلزم حتمية التأثير على تراكم الثروة في معظم صناديق الثروة السيادية للبلدان المصدرة للنفط، ولإثبات ذلك قام الباحثان Iveta PAUHOFOVÁ و Soňa SVOČÁKOVÁ بدراسة قياسية هدفها الرئيسي هو إيجاد تأثير النفط على حجم أصول صناديق الثروة السيادية النفطية وذلك من خلال 3 تحليلات لثلاث صناديق النرويج، كازاخستان، روسيا<sup>18</sup>.

## - الصناديق السيادية النفطية وتراجع أسعار النفط:

ابتداء من منتصف سنة 2014 شهدت أسعار النفط تراجعا كبيرا في الأسواق الدولية أين فقدت الأسعار أكثر من 50% من قيمتها. واستمر هذا التدهور إلى يومنا هذا (انخفضت برنت من 115 دولار في يونيو إلى أقل من 50 دولار للبرميل الآن). حيث عرفت العوامل المحددة لأسعار النفط تغيرات عدة وأصبحت عوامل جديدة تؤثر فيه. نظرا للتغيرات العميقة الذي شهدتها سوق الطاقة العالمية في جميع أنحاء العالم. ومن الأسباب المؤدية للتراجع الحاد في أسعار النفط هو عرض النفط بوتيرة أكبر من الطلب عليه أي الفائض في سوق النفط العالمية الناجمة عن ارتفاع إنتاج النفط الصخري بالولايات المتحدة الأمريكية، وكذا الإنتاج المفرط من قبل أعضاء منظمة البلدان المصدرة للنفط (الأوبك)، وإضافة لتراجع النمو الاقتصادي في كل من الصين والهند والاتحاد الأوروبي أثر على انخفاض الطلب على النفط خصوصا الأسواق الآسيوية التي تعد إلى حد الآن عصب النمو العالمي<sup>19</sup>.

**- واقع عينة لصناديق سيادية نفطية:**

إن رفع سقف المخزون النفطي لدى الدول الكبرى المستهلكة للنفط وتحكم مؤسسات النفط العملاقة في أسعار النفط بما ينسجم مع مصالحهم ومصالح الدول المنتمة إليها. وهذا المخزون العالمي مرده لتخوف الدول الكبرى المستوردة والمستهلكة للنفط لمواجهة أية صدمة نفطية أخرى، كالتهديد على منابع وطرق إمدادات النفط إلى الأسواق العالمية<sup>20</sup>. تباطؤ الطلب العالمي قد لا يصل معدل النمو إلى 3% التباطؤ في الصين وأوروبا وكذا أمريكا مع تحسن في معايير الكفاءة في الاستهلاك والزيادة الكبيرة في قيمة الدولار مما يولد انخفاض الطلب على النفط من طرف الدول المستهلكة الأخرى<sup>21</sup>. وسنقدم واقع عينة صناديق سيادية نفطية في ظل هذا الانهيار الذي شهدته أسعار النفط:

**- صناديق الثروة السيادية النفطية الروسية:**

في العقد الماضي 2008 قامت روسيا بتحويل العوائد الجبائية للموارد الطبيعية (النفط والغاز) إلى صندوقين نفطيين صندوق الاحتياطي الروسي وصندوق الثروة الوطني<sup>22</sup>.

**- صندوق الاحتياطي "Reserve Fund":**

أنشأت الحكومة الروسية هذا الصندوق بغرض دعم الاقتصاد، بلغت أصوله 76 مليار دولار سنة 2015، فأصوله عبارة عن حسابات لدى البنك المركزي أي أنها جزء من الاحتياطيات الدولية، يتم توظيفها في الأصول السائلة بالأورو والدولار وبالجنه الأسترليني. كما تخطط الحكومة الروسية إلى زيادة استخدام أصول صندوق الاحتياطي الروسي في سنة 2015 وذلك لتغطية العجز الذي شهدته الموازنة الروسية في 2015. فحسب تقديرات وزارة المالية الروسية، فإن قيمة صندوق الاحتياطي وصل إلى 2,620 مليار روبل في ديسمبر 2015 مقارنة بـ 4,430 مليار دولار في نهاية مارس 2015.

**الجدول 02: صندوق الاحتياطي الروسي (USD bn)**

البيان	01 مارس 2014	01 أبريل 2015
المجموع	87.5	75.7
الدولار	38.1	37.3
الأورو	40.4	30.6
الجنه الأسترليني	9.0	7.8

المصدر: SIMOLA Heli, «Russia's international reserves and oil funds», bank of Finland, Institute for Economies in transition, 2015, n° 04, p. 6,

[https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/13669/bpb0415\[1\].pdf?sequence=1](https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/13669/bpb0415[1].pdf?sequence=1)

- **صندوق الثروة الوطني National Welfare Fund:**

تم إنشاء الصندوق لتمويل نفقات التقاعد، إلا أنه في الأزمة النفطية 2015 تم استخدامه في دعم الاقتصاد. والجدول 3 يوضح ذلك:

**الجدول (3): صندوق الثروة الوطني (USD)**

البيان	01 افريل 2014	01 افريل 2015
حسابات لدى البنك المركزي	65.0	52.9
الدولار	24.6	21.4
الأورو	33.1	25.2
الجنيه الإسترليني	7.3	6.3
الودائع لدى VEB	19.5	9.6
RUB	13.3	3.3
USD	6.3	6.3
السندات الحكومية الأجنبية (اكرانيا)	3.0	3.0
ضمانات متعلقة بتمويل المشاريع المحلية للبنية التحتية	-	3.1
RUB	-	1.9
USD	-	1.2
مساهمات في البنوك المحلية VTB , Rosselkhozbank , Gazprom Bank	-	4.8
ودائع بـ VTB لتمويل مشاريع البنية التحتية	-	2.2
المجموع	87.5	74.4

المصدر: SIMOLA Heli, «Russia's international reserves and oil funds», Bank of Finland, Institute for Economies in transition, 2015, n° 04, p. 6,

[https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/13669/bpb0415\[1\].pdf?sequence=1](https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/13669/bpb0415[1].pdf?sequence=1)

بلغت قيمته في مارس 2015 بـ 74 مليار دولار، تم استثمار 53 مليار دولار، أي توظيفها في أصول سائلة أو سهلة التسييل مقومة بالأورو والدولار والجنيه الإسترليني، أما 20 مليار دولار في أصول أخرى ليست بالضرورة سهلة التسييل. فنصف هذا المبلغ يودع بمعدل فائدة ثابت ببنك (VEB) Vneshekonombank بنك التنمية المملوكة للدولة، وفي سنة 2014، استخدمت الحكومة 12 مليار روبل (300 مليون دولار) من أصول صندوق الثروة الوطني لتمويل المعاشات التقاعدية، و600 مليار روبل (10 مليار دولار) استخدمت لدعم الاقتصاد.

غير أنه هذا الدعم لم يقلل من قيمة الصندوق. والتغيرات المسجلة في قيمة أصول للصندوق ترجع غالبا إلى تقلبات أسعار الصرف. قررت الحكومة سنة 2015 كحد أقصى استخدام 550 مليار روبل (9 مليار دولار) من الصندوق لدعم الاقتصاد الروسي. في جانفي ومارس سحب من الصندوق أزيد من 200 مليار روبل لتمويل مشاريع كمشاريع البنية التحتية.

#### - صندوق التقاعد الحكومي النرويجي:

وهو صندوق النفط سابقا. تضم أصول الصندوق كل عائدات النفط والربح المترتب على استثمارات الصندوق (استثمارات خارج البلد)، تمنع الحكومة النرويجية بسحب من الصندوق أكثر من النقص في ميزانية الدولة غير النفطية كما تم الاتفاق كقاعدة مالية تحويل مبلغ لا يتجاوز 4% من الربح السنوي من توظيفات أصول الصندوق كل سنة<sup>23</sup>. وذلك لضمان المحافظة على القيمة الحقيقية لصندوق الأجيال القادمة. شهد صندوق الثروة النرويجي لأول مرة في تاريخه سحب 6.8 مليار كرونة في يناير 2015 ويتوقع من الحكومة النرويجية سحب ما يقارب 80 مليار كرونة من صندوقها في 2016<sup>24</sup> إلا أن هذا السحب لا يمس قيمة أصولها - رأسماله - بل يسحب من أرباح أو عوائد الصندوق، فقد حقق الصندوق النرويجي عائد يقدر ب 190 billion kroner سنة 2015<sup>25</sup>.

#### - الصناديق الخليجية:

وهي تلك الصناديق التي تحوز على النسبة الأكبر من أصول الصناديق السيادية عالميا. فحسب تقرير FMI حول واقع هذه الصناديق السيادية، فإن هيئة أبوظبي للاستثمار التي تحوز على أصول بقيمة 773 billion dollar تحقق دخلا ما يقارب 57 مليار دولار سنة 2015 وبمعدل عائد 7.4%. سنويا، يغطي إلى حد كبير الإنفاق الحكومي للإمارات العربية المتحدة. أما هيئة الاستثمار الكويتية التي تقدر أصولها ب 590 مليار دولار يحقق عائد ما يقرب 44 مليار دولار بمعدل عائد سنوي 7.4%. أي يكفي لتغطية أكثر من 70% من الإنفاق الحكومي في الكويت، ونفس الشيء بالنسبة لهيئة الاستثمار القطرية تساهم بتغطية 30% من الإنفاق الحكومي سنة 2016<sup>26</sup>.

#### - وصندوق ضبط الإيرادات الجزائري:

أنشأت الجزائر صندوق ضبط الموارد سنة 2000 أين سجلت الجزائر فوائض مالية معتبرة وذلك نتيجة لارتفاع أسعار النفط، وكان الغرض منه الحفاظ على استقرار الموازنة وتخفيف من الصدمات التي تواجه الاقتصاد الجزائري من جراء التقلبات التي تعرفها أسعار النفط في الأسواق العالمي.

\* أعلنت النرويج خططها لسحب نحو 430 مليون دولار من صندوق النفط سنة 2016 ومن المرجح إذا بقيت أسعار النفط منخفضة.

حسب التقرير التمهيدي لقانون المالية لسنة 2016 فإن وضعية صندوق ضبط الموارد كالاتي<sup>27</sup>:

- الرصيد المتبقي نهاية سنة 2015: 3081,9 مليار دينار؛
- فائض القيمة المتوقعة سنة 2016: 519,2 مليار دينار؛
- الاقتطاع بمبلغ 1803,7 مليار دينار لتمويل عجز الخزينة المتوقع سنة 2016؛
- وسيتقلص رصيد صندوق ضبط الإيرادات نهاية سنة 2016 إلى مبلغ 1797,4 مليار دينار.

إلا أنه في ارض الواقع مع انطلاقة سنة 2016 عرف قائم صندوق ضبط الموارد المزيد من التآكل حيث بلغ مستواه الحد الأدنى القانوني أي 740 مليار دينار اعتبارا من نهاية شهر فيفري<sup>28</sup>. ومع بداية سنة 2017، صرح العديد من الاقتصاديين الجزائريين على نهاية رصيد أو أصول "صندوق ضبط الموارد" - هذا وإن اعتبر صندوق ضبط الموارد صندوق ثروة سيادي فهناك العديد من الاقتصاديين ينكر ذلك.

## 2-2) تقييم دور صناديق الثروة السيادية في أزمة النفط الراهنة:

أجمع معظم الباحثون الاقتصاديين على فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتحقيق الاستقرار - قبل الأزمة النفطية الراهنة - وأكدوا على أن البلدان المنتجة للنفط ذات سياسات الإنفاق الرشيدة هي تلك التي تحوز على صناديق سيادية للموارد الناضبة. فإن إنشاء صناديق التثبيت يساعد على الحد من التضخم والحفاظ على استقرار الاقتصاد الكلي، كما أكدت نتائج أن إنشاء صناديق الاستقرار تساعد على تحقيق التوازن المالي للقطاع غير النفطي والحد من الدين العام. كما أن الدول النفطية المنشأة لصناديق الاستقرار هي أقل تذبذبا في نفقاتها من الدول النفطية التي لا تستخدم هاته الأداة<sup>29</sup>.

إن للصدمة البترولية كانت أكثر وقعا على أصول الصناديق السيادية الروسية وسيدوم ذلك لوقت طويل، وذلك نظرا للضغوط التي تتعرض لها الموازنة العامة الروسية فهي اقتصاد ريعي بالإضافة للعقوبات المفروضة عليها (أثر مزدوج انخفاض أسعار النفط والعقوبات الدولية المفروضة عليها). ويليها صندوق الثروة السيادية لكازاخستان وأقل أثر لوحظ على الصندوق السيادي النرويجي<sup>30</sup>.

وفي دراسة لصندوق النقد الدولي ومعهد صناديق الثروة السيادية فبعض الصناديق السيادية النفطية تشهد سحبات كبيرة كالصناديق السيادية الروسية، صندوق النفط الإيراني، إلا أن هذه الصناديق هي صناديق استقرار، أي أنها أنشأت لهذا الغرض تعبئة العائدات النفطية تحسبا لتقلبات أسعار النفط<sup>31</sup>. هذا مع الإشارة للصندوق ضبط الموارد لبلادنا الذي استنفذ

رصيده في ظرف قياسي. إلا أن هذه فئة صناديق التثبيت لا تمثل إلا جزء صغير من صناديق الثروة النفطية. فقد تعددت أهداف صناديق الثروة السيادية النفطية، فمعظمها أداة لإدارة الثروة النفطية في الأجل الطويل أي بغاية ضمان حق الأجيال القادمة من هذه الثروات، كما أنه لعوائد استثمارات أصول هذه صناديق أهمية كبيرة في تمويل الإنفاق الحكومي ومنه فك ارتباط الإنفاق الحكومي بالعائدات النفطية. فالتساؤل الذي يثير الجدل هو: "كيف ستكون ردة فعل صناديق الادخار ذات الأجل الطويل في ظل انهيار أسعار النفط بالأسواق العالمية؟" وهي هدف معظم الصناديق السيادية النفطية الخليجية وصندوق النرويج.

إن التجربة النرويجية يمكن أن توجه وترشد صناديق الثروة السيادية النفطية خصوصا الصناديق السيادية الخليجية (معظمها صناديق ادخار للأجيال القادمة)، فبالرغم من حيازتها لأكبر تجمع لصناديق السيادية بالعالم إلا أنها تفتقر للشفافية والإفصاح المالي - التقديرات تحتل الصحة أو الخطأ<sup>32</sup>. على العموم نجحت دول الخليج إلى حد معين في التخطيطي للأزمة النفطية الراهنة بصفقتها معظمها صناديق ادخار للأجيال القادمة بالمقارنة بالتجارب السابقة لانهايار أسعار النفط، وهذا راجع لامتلاكها لصناديق سيادية ضخمة. إلا أن أداء هذه الصناديق محتشم وكان ممكن أن يكون أفضل، خصوصا إذا ما أخذنا في الحسبان المداخل الضخمة بالعملة الأجنبية أثناء ارتفاع أسعار النفط في السنوات السابقة المتركمة بهاته الصناديق<sup>33</sup>. لذا يتوجب على الدول الخليجية المالكة لهاته الصناديق أن تبذل مجهودات إذا ما أرادت تحقيق كلا الهدفين: الاستقرار الاقتصادي وعدالة توزيع الثروات بين الأجيال. كما أن للجوء الدول المنتجة للنفط إلى صناديقها السيادية أثناء الأزمة النفطية الراهنة اثر خارجي على الأسواق المالية العالمية أي يحدث هزة بأسواق المال والعقارات. فأصول صناديق الثروة النفطية تمثل دعما قويا للأسواق المالية العالمية، وما يحدد شدة الوقع على الأسواق المالية هو حجم تراجع وفرات الصناديق السيادية النفطية، هاته الأخيرة التي تتعلق وتتأثر بالتغيرات الطارئة على الحسابات المالية العامة والحسابات الجارية الخارجية. كما غير انهيار أسعار النفط في الآونة الأخيرة من مسار تراكم الأصول بين مجموعتي صناديق الثروة السيادية، فمن المرجح أن يرتفع معدل تراكم الأصول لدى صناديق الثروة السيادية لبلدان آسيا الصاعدة - التي تعتبر معظمها مستوردة للنفط بانهايار سعر النفط يرجع عليها بالفائدة - بالمقابل سينخفض معدل تراكم الأصول لدى صناديق الثروة النفطية للدول المنتجة للنفط المتضررة من انهيار أسعار النفط<sup>34</sup>.



### خاتمة:

عرفت الدول المنتجة للنفط ضغوطات كبيرة في موازاناتها اثناء الازمة النفطية الراهنة، وتراجع في معدلات نمو أصول صناديقها السيادية، أي أصبحت مسالة حاسمة بالنسبة للكثير من الدول المنتجة للنفط أن تستخدم صناديقها النفطية بدعم واستقرار اقتصادياتها.

### من النتائج المتوصل إليها:

- مع هبوط أسعار النفط بالأسواق المالية العالمية أدى ذلك إلى انخفاض العائدات النفطية ومنه تدفقات رؤوس الأموال إلى صناديق الثروة السيادية النفطية مما أدى بمعظمها إلى تسهيل أصول صناديقها لتلبية النفقات الحكومية ودعم اقتصادهم؛
- الدول الخليجية اخف تضررا من الدول النفطية الأخرى وذلك لما تحوز عليه من احتياطات ضخمة المتراكمة في صناديقها السيادية على مدى العقد الماضي؛
- ومن غير المحتمل أن تعاود أسعار النفط الوصول إلى المستويات التي شهدتها قبل جوان 2014، ومنه فإن الفوائض المالية الضخمة التي عرفتتها تلك الدول النفطية لن تتكرر، لذا يتوجب عليها استغلال ما تبقى منها استغلالاً أمثلاً.

### وبناء على نتائج التحليل هناك مجموعة من التوصيات التي يمكن أن تأخذ بها:

- بالرغم من إثبات معظم الدراسات بأن الدول المالكة للصناديق السيادية - صناديق الاستقرار - هي أكثر استقرارا في موازاناتها واقتصادياتها من تلك النفطية التي لا تحوز عليها، إلا أن الدور الاستقراري لهاته الصناديق يظل محتشما. لذا يتوجب على الدول المالكة لهاته الصناديق أن تبدل مجهودات إذا ما أرادت تحقيق كلا الهدفين: الاستقرار الاقتصادي وعدالة توزيع الثروات بين الأجيال؛
- نجاح صندوق سيادي يرتبط ارتباطا وثيقا بالإدارة السياسية، ووجود اتفاق واسع النطاق بين الكيانات السياسية والاقتصادية حول إنشاء الصندوق. فالصندوق السيادي هو أحسن وسيلة لإدارة أو تدوير العائدات النفطية إذا ما رافقته بانضباط وصرامة الموازنة شفافية عالية في طريقة الإدارة وتخصيص الإيرادات؛
- ولا ننكر نجاح التجربة النرويجية لصناديق الثروة النفطية وأنها تجربة رائدة في إدارة العوائد النفطية في العالم، لكن مع ذكر الإستراتيجيات الأخرى التي ساعدت ومهدت للنرويج للخروج أو التخفيف من أثر النفط على اقتصادها.

## الهوامش والمراجع:

- 1 ساخي بوبكر، «صناديق الثروة السيادية ودورها في معالجة الأزمة المالية الحالية»، مجلة "الأبحاث الاقتصادية"، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، العدد 10، جوان 2014، ص ص 175-192.
- 2 I.M.F., «Sovereign wealth funds», 28/28/2008, p. 26.  
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>
- 3 BLUNDELL-WIGNALL Adrian, HU Yu-Wei & YERMO Juan, «Sovereign wealth and pension fund issues», n°14, OECD publishing, 2008, p. 4.  
<http://www.oecd.org/finance/private-pensions/40435767.pdf>
- 4 ROZANOV Andrew, «Who hold the wealth of nation?», State Global Advisors, august 2005, p. 1.  
<http://piketty.pse.ens.fr/files/capital21c/xls/RawDataFiles/WealthReportsEtc/SovereignFunds/General/Rozanov2005.pdf>
- 5 TRUMAN Edwin, «Sovereign wealth fund Acquisition and other foreign government investissement in the united states, Assessing the economic and national security implications», Peterson Institute for international Economics, november,14, 2007, p. 2.  
<https://piie.com/commentary/testimonies/sovereign-wealth-fund-acquisitions-and-other-foreign-government-investments>
- 6 لسوس مبارك & بن عبد العزيز فطيمة، «قراءة في الصناديق السيادية-إسقاط على حالة الجزائر-»، مجلة "الأبحاث الاقتصادية"، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، العدد 06، جوان 2012، ص ص 47-66.
- 7 بريزة عبد السلام، «دور صناديق الثروة السيادية في إدارة الفوائض البترولية: دراسة مقارنة بين صندوق ضبط الموارد الجزائري وصندوق التقاعد الحكومي النرويجي»، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013، ص 113.
- 8 ساخي بوبكر، مرجع سابق، ص 183.
- 9 إرجع إلى:
- قدي عبد المجيد، «الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة»، مجلة "اقتصاديات شمال إفريقيا"، مخبر العولمة واقتصاديات شمال أفريقيا، جامعة الشلف، العدد 06، 2009، ص ص 1-16؛
- هزاع داود سلمان & محمد ناجي محمد، «الصناديق السيادية ودورها في الاقتصاد العالمي»، 2012، ص 191.  
[http://www.uokufa.edu.iq/journals/index.php/kufa\\_arts/article/view/304/pdf\\_126](http://www.uokufa.edu.iq/journals/index.php/kufa_arts/article/view/304/pdf_126)

10 ارجع إلى:

- BERTIN DELACOUR Caroline, «Les fonds souverains: Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale, Les Echos éditions & Eyrolles, Paris, 2009, pp. 33-38;

- فرحات عباس & سعود وسيلة، «حوكمة الصناديق السيادية - دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر»، مجلة "الباحث الاقتصادي"، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة برج بوعريش، العدد 04، ديسمبر 2015، ص ص 9-25.

11 CHEVALIER Jean-Marie, «Les fonds souverains pétroliers», In Revue d'économie financière, numéro hors-série: Les fonds souverains, 2009, pp. 21-26.

12 بوفليح نبيل، «دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية»، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، تخصص نفوذ ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011، ص 92.

13 CHEVALIER Jean-Marie, op. cit.

14 AOUN Marie-Claire & BOULANGES Quentin, «Les nouveaux défis des fonds souverains pétroliers», février 2015, pp. 8-9,

<https://www.ifri.org/fr/publications/enotes/notes-de-lifri/defis-fonds-souverains-petroliers>

15 أحمد الصفتي، «الخليج نموذجا: مستقبل الصناديق السيادية في الاقتصاد العالمي»، موقع المستقبل للدوااسات والأبحاث المتقدمة، 2016/04/28،

<https://futureuae.com/ar-AE/Mainpage/>

16 PAUHOFOVÁ Iveta & SVOCÁKOVÁ Soňa, «Impact of oil price on sovereign funds (the assets and investments)», Ekonomický časopis, 64, 2016, pp. 41-42,

[https://www.sav.sk/index.php?lang=en&doc=journal-list&part=list\\_articles&journal\\_issue\\_no=11113862](https://www.sav.sk/index.php?lang=en&doc=journal-list&part=list_articles&journal_issue_no=11113862)

17 PAUHOFOVÁ Iveta & SVOCÁKOVÁ Soňa, idem, p. 39.

18 PAUHOFOVÁ Iveta & SVOCÁKOVÁ Soňa, idem, pp. 45-46.

19 ممدوح سلامة، «العوامل الكامنة وراء التراجع الحاد لأسعار النفط الخام»، ندوة «تداعيات هبوط أسعار النفط على البلدان المصدرة»، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، الدوحة، نوفمبر 2015.

20 بن قسمي طارق & فرحاني الزهرة، «تقلبات أسعار النفط في السوق العالمية وأثرها على النمو الاقتصادي للجزائر»، المؤتمر الأول حول «السياسات الإستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية»، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2015 [كتاب الملتقى، ص 5].

21 عطار عبد المجيد، «انخفاض أسعار النفط، وتأثيراته في الاقتصاد الجزائري»، ندوة «تداعيات هبوط أسعار النفط على البلدان المصدرة»، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، الدوحة، نوفمبر 2015.

- 22 SIMOLA Heli, «Russia's international reserves and oil funds», bank of Finland, Institute for Economies in transition, 2015, n° 04, pp. 5-7,  
[https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/13669/bpb0415\[1\].pdf?sequence=1](https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/13669/bpb0415[1].pdf?sequence=1)
- 23 فاروق القاسم، «النموذج النرويحي: إدارة المصادر البترولية»، الكتاب رقم 373 من عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، مارس 2010، ص. 404.
- 25 GRAHAM Parry, «WILL SWF sell out of real estate in 2016?», Globale out look, february 2016, p. 2,  
<http://www.grosvenor.com/news-views-research/research/2016/will-swfs-sell-out-of-real-estate-in-2016/>
- 25 BEHRENDT Sven, «Oil funded swfs at t? Nuning point», GeoEconomica political risk management, Geneva, april 2016, p. 1,  
<http://www.ifswf.org/sites/default/files/Publications/SWFs%20April%202016.pdf>
- 26 «Oil funded swfs at tuning point», Idem, p.2.
- 27 المجلس الشعبي الوطني (لجنة المالية والميزانية)، التقرير التمهيدي عن مشروع قانون المالية لسنة 2016، دورة الخريف 2015 [التقرير، ص 18].
- 28 بنك الجزائر، «التوجهات المالية والنقدية لسنة 2015 وتسعة أشهر الأولى من سنة 2016»، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، 2016، ص 10.
- 29 AOUN Marie-Claire & BOULANGES Quentin, idem, p. 21.
- 30 PAUHOFVÁ Iveta & SVOCÁKOVÁ Soňa, idem, p. 39.
- 31 «Oil funded swfs at a turning point», Idem, p 1.
- 32 «Oil funded swfs at a turning point», Idem, pp. 1-2.
- 33 خاطر بن راشد خاطر، «تحديات انهيار أسعار النفط والتنويع الاقتصادي في دول مجلس التعاون»، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، مؤسسة بحثية عربية للعلوم الاجتماعية والعلوم التطبيقية والتاريخ الاقليمي والقضايا الجيوستراتيجية، الدوحة، أوت 2015، ص 25.
- 34 رابح أرزقي & آخرون، «صناديق الثروة النفطية في عصر النفط الجديد»، منتدى صندوق النقد الدولي، 2015/10/26.  
<https://blog-montada.imf.org/?p=3776>