

صندوق التقاعد الحكومي النرويجي كنموذج لاستثمار العوائد النفطية وتجنب ظاهرة المرض الهولندي

Norway Government Pension Fund as a model for investing oil revenues and avoiding the Dutch disease phenomenon

قسول أمين-أستاذ محاضر - جامعة الشلف
aminemagi8@gmail.com

بلقة براهيم -أستاذ محاضر - جامعة الشلف
belkellabrahim@gmail.com

ملخص:

رغم تباين التجارب العالمية واختلافها في استثمار الفوائض فإن القاسم المشترك بينها يكمن في أن إدارة هذه الموارد توكل إلى مؤسسات عامة أو إلى صناديق، وفي هذا الإطار فقد عكفت النرويج طيلة العقد الماضي على استثمار عوائد النفط وغيره من الفوائض من خلال صندوق التقاعد الحكومي (صندوق النفط سابقاً)، والذي يستثمر أمواله في الكثير من دول العالم وفي أكثر من ثلاثة آلاف شركة. وقد أكد جميع الخبراء أنه ليس هناك مثال يعطى للعالم أفضل من مثال النرويج التي قدمت للعالم نموذجاً لكيفية استثمار العائد من الموارد الطبيعية بما يخدم المصالح الطويلة المدى ويجنب الاقتصاد مخاطر ظاهرة المرض الهولندي (نقمة الموارد).

Abstract:

Despite international experiences varied and differ in investment surpluses, the common denominator among them is that the management of these resources entrusted to public institutions or to the funds, and in this framework has dwelled Norway over the past decade on oil revenues, investment and other surpluses through the Government Pension Fund (oil Fund previously), and who invests his money in a lot of countries around the world and in more than three thousand companies. All the experts have confirmed that there is no example given the world the best of the example of Norway, which has given the world a model of how to invest revenue from natural resources to serve the long-term interests of the economy and avoids the risk of the phenomenon of Dutch disease (curse Resources).

مقدمة:

يعتبر النفط من الموارد الاقتصادية الناضبة لأنه ذو طبيعة استنفاذية، فالنفط باعتباره مصدرا غير متجدد، لا يعدو أن يكون نوعا من الأصول أو رأس المال، فعائد النفط ليس دخلا لرأس مال مملوك، وإنما هو تصرف في هذا الأصل ومن هذا المنطلق فإن الدول النفطية تملك أصولا عينية في باطن الأرض تتمثل في آبار النفط وحين تبيعها فإنها تستبدل أصولا نقدية أو مالية بهذه الأصول العينية. وبالرغم من الوفرة الكبيرة في العائدات النفطية لبعض البلدان، إلا أن معظم اقتصاديات هذه البلدان المصدرة حققت أداءا اقتصاديا مخيبا، وضعفا واضحا في مؤشرات التنمية الاقتصادية. فبالإضافة إلى الخصائص السابقة الذكر تتميز الدول المصدرة للنفط عن غيرها من دول العالم بظاهرة المرض الهولندي (Dutch Disease) أو ما يصطلح عليه بنظرية نقمة الموارد الطبيعية (Natural Resource curse) وهي ظاهرة تنشأ وتتزايد أعراضها خاصة في فترات الطفرات النفطية وهي فترات تتميز بتحقيق الدول النفطية لمداخيل قياسية ناتجة إما عن ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية أو الزيادة الكمية في مستوى الصادرات النفطية علما أن هناك تفاوت في مستوى ومدى إصابة كل بلد بأعراض هذا المرض وذلك حسب درجة ارتباط اقتصاد البلد بالقطاع النفطي.

لقد تعددت التجارب العالمية واختلفت في طريق استثمارها للفوائض المالية، إلا أنها اختلفت في مدى نجاحها، وتأتي في مقدمة التجارب الناجحة في استثمار الفوائض المالية النفطية التجربة النرويجية، التي استطاعت توظيف فوائضها المالية توظيفا أمثل يضمن لها الاستمرار في عملية التنمية، ويجنبها آثار نقمة النفط وتقلبات أسعاره. مما سبق يمكن طرح السؤال الرئيسي التالي:

إلى أي مدى استطاعت النرويج تجنب مخاطر ظاهرة المرض الهولندي وإدارة فوائضها النفطية من خلال صندوق التقاعد الحكومي النرويجي ؟

ويهد الإمام بجوانب هذا الموضوع يمكن الاعتماد على المحاور التالية:

أولاً: ارتباط النفط بظاهرة نقمة الموارد (المرض الهولندي).

ثانياً: أهمية النفط والخدمات النفطية في صادرات النرويج.

ثالثاً: خطوات تجنب نقمة النفط في النرويج.

رابعاً: إستراتيجية إدارة الفوائض من خلال صندوق التقاعد النرويجي.

أولاً: ارتباط النفط بظاهرة نقمة الموارد (المرض الهولندي): ترتبط نظرية نقمة الموارد الطبيعية (Natural Resource curse) تاريخياً بالأداء الاقتصادي الضعيف والمخيب للبلدان الغنية بالموارد الطبيعية، مقارنة بتلك البلدان الفقيرة من حيث وفرتها على هذه الموارد، وهي تمس حالياً عددا لا يستهان به من البلدان المصدرة لمورد النفط، وبالرغم من الوفرة الكبيرة في العائدات النفطية، إلا أن معظم اقتصاديات هذه البلدان المصدرة حققت أداءا اقتصاديا مخيبا، وضعفا واضحا في مؤشرات التنمية الاقتصادية. سنقوم من خلال هذا العنصر إلى التطرق إلى مفهوم نقمة الموارد أو المرض الهولندي، وإلى تحديد العلاقة بين ريع النفط وظاهرة نقمة الموارد.

1- مفهوم ظاهرة المرض الهولندي: تهدف نماذج المرض الاقتصادي الهولندي "Dutch Disease" لتحليل الآثار السلبية التي تنتج عن الزيادة الكبيرة في كميات وأسعار صادرات البلد من الموارد الطبيعية، و خاصة إذا كانت هذه الموارد تمثل نسبة عالية من الصادرات الإجمالية لاقتصاد البلد، وقد ظهرت هذه النماذج ابتداء من سنوات الستينات في أعقاب التجربة التي شهدتها هولندا خلال الفترة الممتدة من 1959 حتى عام 1975¹، ففي سنة 1959 تم اكتشاف كميات كبيرة من النفط و الغاز الطبيعي في المناطق التابعة لهولندا في بحر الشمال و التي سرعان ما ترتب عنها تراجع كبير في الاقتصاد الهولندي وانكماشاً في قطاع الصناعة التحويلية خاصة. و في هذا المجال تعتبر الدراسة التي أجراها عالما الاقتصاد (J.D.Sachs & A.M.Warner (1995 واحدة من أكثر الدراسات شمولا، والتي كانت بعنوان "وفرة الموارد الطبيعية والنمو الاقتصادي"، حيث استخلصا هذان الاقتصاديان أنه من بين أبرز الخصائص الحديثة للنمو الاقتصادي المثيرة للدهشة هو أن الدول التي تتميز بوفرة في الموارد تحقق معدلات نمو منخفضة، مقارنة بتلك الدول التي لا تمتلك موارد كبيرة، إذ أن الاقتصاديات التي تمثل فيها صادرات الموارد الطبيعية نسبة كبيرة من مجموع الصادرات المحلية بالنسبة للنتائج الداخلي الخام لسنة 1971 نتجه نحو تحقيق معدلات نمو اقتصادي منخفضة في الفترة اللاحقة من 1971 حتى 1989². ويرجع Throvaldur Gylfason هذا الارتباط السلبي بين ثروة الموارد و النمو إلى أربعة عوامل رئيسية:³

- تؤدي وفرة الموارد الطبيعية إلى ارتفاع في سعر الصرف الحقيقي، و بالتالي تعرض الاقتصاد لظاهرة المرض الهولندي الذي يترتب عليه تراجع القطاع الصناعي، وانخفاض حجم الصادرات خارج الموارد الطبيعية.

- إن وفرة الموارد قد تؤدي إلى ما يسمى بسلوك البحث عن الربح، حيث تقوم الدولة (السلطة الحاكمة) بعملية توزيع الربح الناتج عن تدفق إيرادات المورد الطبيعي، وهو الوضع الذي سوف يؤدي إلى انتشار الفساد وعدم الشفافية في مجالات الأعمال، التخصيص الغير منتج للعمل، انخفاض مستوى الاستثمار وبالتالي تباطؤ معدل النمو الاقتصادي.

- تؤدي وفرة الموارد الطبيعية إلى انخفاض حافز العمل لدى أفراد البلد وبالتالي انخفاض حافز خلق الثروة، كما أن هذا الوضع يجعل الحكومات تهتم أقل بالمصلحة الاقتصادية في إبرامها للاتفاقيات التجارية مع دول أخرى، مما يفضي إلى قدر كبير من الضرر بقطاعات الاقتصاد المنتجة ولا يشجع على الاستثمار.

- إن البلدان التي تعتقد أن الموارد هي أهم الأصول التي تمتلكها، يجعلها تقلل من شأن الاستثمار في مواردها البشرية بإعطاء اهتمام أقل و تخصيص نفقات منخفضة للتعليم.

ويشير مصطلح العلة الهولندية، المرض الهولندي، لعنة الموارد، نقمة الموارد إلى معنى واحدا رغم اختلاف طرق وأوجه التعريف، إذ تعرف على أنها:

هي حالة الانفجار (boom) في قطاع إنتاجي مصدر يؤدي إلى انتقال عوامل الإنتاج من القطاعات الأخرى إلى هذا الأخير، بمعنى آخر أن زيادة كبيرة وغير متوقعة لأسعار السلع الغير تجارية وكذا الخدمات، تعطي نتائج سلبية على القطاعات التي تنتج السلع التجارية⁴.

وقدم صندوق النقد الدولي أفضل تعريف لظاهرة لعنة الموارد، ومفادها أنها ظاهرة معقدة يمكن فيه لوفرة الإيرادات من الموارد الطبيعية أن تترجم إلى هدر وكساد وفساد ونزاع، وذلك من خلال العديد من الآليات الاقتصادية والمؤسسية، وآليات انتقال تداعيات الاقتصاد السياسي، وتتضمن قضايا رئيسية تتمثل فيما يلي:⁵

- "المرض الهولندي" وهو مجموعة من الآثار الاقتصادية الكلية السلبية، التي تنشأ من حدوث زيادة كبيرة في الإنفاق الممول بإيرادات النفط والغاز، فإذا كان هذا الإنفاق موجهًا أساسًا إلى سلع منتجة محليًا، يمكن أن ترتفع السلع المحلية وترتفع قيمة سعر الصرف، ويمكن أن يؤدي ذلك إلى تحول رأس المال والعمالة إلى إنتاج سلع غير تجارية، وإلى تآكل القدرة التنافسية للاقتصاد في النفط.

- التعامل مع التقلب الشديد للإيرادات يؤدي إلى الهدر ودورات الانتعاش والكساد والاقتراض المفرط (إما توقعًا لإدراج الإيرادات أو لدعم مستويات الإنفاق عندما تتراجع الإيرادات النفطية).

- الاعتماد المفرط على إيرادات الموارد يمكن أن يحول البلدان المنتجة للموارد إلى دول تعتمد على الربح، وفيها تركز الحكومة اهتمامًا أكبر لوظائف إعادة التوزيع التي يحتمل أن تكون غير فعالة، بدلًا من وظائف المتعلقة بالتنظيم والإشراف والضرائب وإدارة الاقتصاد.

2- تحديد العلاقة بين ريع النفط وظاهرة المرض الهولندي: لقد لاحظ الكثير من الباحثين الاقتصاديين أن النفط بدلًا من أن يؤدي إلى تحسين وضع الدول التي تحظى بوجوده على أراضيها، أدى ويؤدي في الواقع إلى ظواهر سلبية تتمثل في ازدياد اعتماد البلد على النفط، بحيث يصبح الاعتماد كليًا على ريع النفط بعد فترة قصيرة من الزمن، كما يتدهور الاقتصاد الوطني غير المعتمد على النفط تدريجيًا مع مرور الزمن، بحيث يكون النمو فيه سلبيًا بدلًا من أن يتحسن مع زيادة ريع النفط في البلد، وقد وجد الباحثون في هذا الإطار أن النمو في القطاعات غير النفطية ينخفض عكسيًا مع زيادة نسبة النمو في الإيرادات من قطاع النفط نسبة إلى إجمالي الناتج الوطني الإجمالي، وهذا ما أثبت رقميًا فيما كان معروفًا في الأوساط الاقتصادية بظاهرة "الداء الهولندي"⁶. إذ يرجع الطابع الدوري للنشاط الاقتصادي بنسبة كبيرة لتقلبات أسعار النفط، كما أن تقلب عائدات النفط تجعل من إدارة الاقتصاد عملية صعبة ومعقدة خاصة في الحالة التي لا يمكن التنبؤ فيها بهذه التغيرات الدورية .

يتجلى تأثير هذه التقلبات في مداخل النفط على الاقتصاد في علاقة الارتباط الموجبة بين المداخل المحصلة و النفقات العامة، حيث أن عدم الاستقرار والتذبذب في عائدات النفط ينتج عنه تقلب في سياسة الإنفاق العام أو ما يسمى بـ "دورية السياسة المالية" والتي تتمثل في سياسات الإنفاق التي تكون توسعية أثناء الانتعاش (زيادة المداخل) و تكون انكماشية في فترات الركود (أو تراجع المداخل)⁷، وتؤدي التقلبات الكبيرة و الغير متوقعة في النفقات العامة إلى تكاليف اقتصادية كلية هامة، تشمل كل

من تخصيص الموارد المرافقة لتغيرات الطلب، و الأسعار النسبية، و تقلبات سعر الصرف الحقيقي ذات التأثير السلبي على تنافسية الصادرات المحلية، وزيادة المخاطر التي يواجهها المستثمرون في القطاعات خارج الموارد النفطية، كما أن التقلبات الحادة في النفقات الحكومية تجعل القطاع الخاص يواجه صعوبات في تخطيط استثماراته و اتخاذ قراراته في المدى الطويل، وبما ينطوي هذا من آثار سلبية على الاستثمار الخاص و على النمو في قطاعات الاقتصاد الأخرى خارج قطاع النفط،⁸ وبالتالي انخفاض النمو الاقتصادي. وفي هذا الإطار فقد توصل من خلال الدراسة المعدة من طرف Kamilya Tazhibayva (anna Ter-Martirosyan) في سنة 2008 أن السياسة المالية تتجه لتكون توسعية عندما ترتفع أسعار البترول (العينة تشمل 10 دول مصدرة للنفط) ، وأن استجابة السياسة المالية لتقلبات أسعار البترول في البلدان المصدرة للبترول لها تأثير سلبي على الدورة الاقتصادية خاصة في تلك البلدان التي تتميز بصغر حجم القطاع خارج المحروقات.

ثانيا: أهمية النفط والخدمات النفطية في صادرات النرويج: بدأت النرويج في إنتاج النفط خلال سبعينيات القرن العشرين⁹، وقد أصبح النفط منذ الثمانينات يشكل أهمية بارزة في الإنتاج الوطني النرويجي، حيث انتقلت قيمة صادرات النفط والغاز من 41.39 مليار كرونة نرويجية والذي يمثل 45.16% من إجمالي الصادرات سنة 1980 إلى ما قيمته 534.83 مليار كرونة نرويجية عام 2013 والتي تمثل 59% من إجمالي الصادرات، وبذلك فإننا نلمس زيادة إسهام النفط في إجمالي الصادرات، ونتيجة لجملة من الخطوات التي اتبعتها النرويج فقد تمكنت من خلق صناعة لتجهيز عمليات النفط على مستوى دولي مرموق، إذ أصبح تصدير التجهيزات النفطية حاليا من أهم مصادر التصدير في النرويج، حيث بلغت صادراتها في عام 2013 نحو 6993 مليون كرونة نرويجية. ومع هذا فإن نسبة التصدير من النفط والخدمات البترولية إلى مجمل الصادرات النرويجية تدل بوضوح على أن القطاعات غير النفطية مازالت مزدهرة وتؤدي الدور الرئيسي في اقتصاد النرويج، إذ كانت صادرات النرويج الغير مرتبطة بالنفط قد ساهمت بنسبة 40.22% في إجمالي الصادرات عام 2013.

الجدول(1): أهمية النفط والمنتجات النفطية في اقتصاد النرويج
الوحدة: مليون كرونة نرويجية

السنوات	1970	1980	1990	2000	2004
النفط الخام والغاز الطبيعي	0	41399	88540	306625	322779
السلع والخدمات البترولية	2179	3826	10488	7798	6313
صادرات غير مرتبطة بالنفط	15371	46447	112551	215388	225805
إجمالي الصادرات	17549	91672	211579	529811	732669
السنوات	2006	2008	2010	2012	2013
النفط الخام والغاز الطبيعي	473640	583868	447581	569858	534836
السلع والخدمات البترولية	7370	10998	7052	5729	6993

364570	359705	333486	358288	301934	صادرات غير مرتبطة بالنفط
906398	935292	788119	953154	782943	إجمالي الصادرات

Source: Norway's central institution for producing official statistics:

<https://www.ssb.no/statistikbanken/SelectVarVal/Define.asp?>

ثالثاً: خطوات تجنب نقمة النفط في النرويج: لا تعني نقمة النفط أن وفرة الموارد الطبيعية (خاصة النفط) تنعكس بالضرر على تطورات النمو الاقتصادي، إذ تعتبر النرويج من التجارب المهمة في التنمية الناجحة المعتمدة على الموارد الطبيعية، وتتلخص أهم الخطوات التي ساعدت النرويج على تجنب نقمة النفط فيما يلي:¹⁰

- إتباع سياسة التآني والتخطيط والحذر في البداية من تعجيل عمليات النفط، فبعد ثبوت وجود النفط بكميات وافرة منذ العام 1970، تحولت سياسة البلد إلى مزيد من التآني في تصعيد عمليات التنقيب ريثما يتهيأ البلد اقتصادياً واجتماعياً وسياسياً لتقبل صناعة النفط والاستفادة منها.

- دعم وتشجيع الصناعة المحلية على المشاركة في عمليات النفط، سواء كان ذلك مباشرة كمستثمر، أو بصورة غير مباشرة عن طريق تزويد عمليات النفط بالمعدات والخدمات، وكان الهدف من ذلك هو تحقيق مبدأ السيطرة الوطنية على أهم القرارات المتعلقة بصناعة النفط، وكذا خلق فرص جديدة للاستثمار في النرويج منبثقة من وجود النفط النرويجي.

- دعم الصناعة النرويجية وزيادة تجهيز الخدمات المحلية لعمليات النفط، حيث شجعت الحكومة النرويجية شركات النفط الدولية على دعم عملية تطوير التقنية النرويجية، وخصوصاً داخل قطاع النفط من أجل اللحاق بالتقنية العالمية وتجهيز الخدمات لعمليات النفط في النرويج.

- الإجماع السياسي المبكر على ضرورة استعمال النفط كوسيلة لتنمية صناعات جديدة مستدامة، غير معتمدة على استمرار عمليات النفط في النرويج.

- شرط موافقة البرلمان على خطط تطوير الحقول، وقد كان ذلك مهماً جداً كوسيلة فعالة لغرض سيادة البلد وتحقيق أهدافه وخطته الإستراتيجية في قطاع النفط.

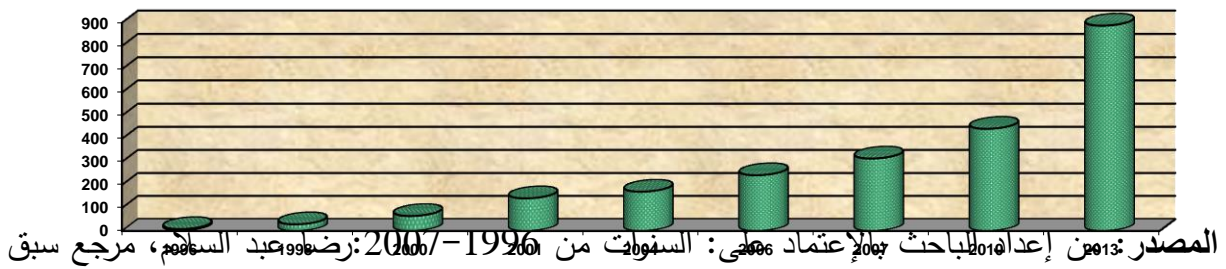
- لقد ساعد اشتراك وزارة المالية الفعال في تخطيط الصناعة النفطية، وبدور التخطيط الاقتصادي الشامل والمتكامل كثيراً على حماية الاقتصاد الوطني من التأثيرات العفوية التي كان من الممكن أن تنبثق عنها صناعة النفط، وتقادي المخاطر قبل وقوعها.

رابعاً: إستراتيجية إدارة الفوائض من خلال صندوق التقاعد النرويجي: بعد 17 سنة من بداية عمليات النفط، وبعد 7 سنوات من بداية الربح الإيجابي، عينت الحكومة النرويجية في عام 1982 لجنة خاصة لبحث موضوع زخم قدمت اللجنة تقريرها عام 1983، ومن جملة ما أوصت به اللجنة ما يتعلق بضرورة خلق صندوق لعائدات النفط يفصل عائدات الدولة من النفط عن الاقتصاد الوطني وعن الاستهلاك الداخلي، ويشكل في الوقت نفسه احتياطياً يحمي اقتصاد البلد من التذبذبات العنيفة المحتملة في أسعار

النفط، غير أن السلطات لم تتبع هذه التوصية مباشرة وإنما أخذت الوقت الكافي للتفكير في الأمر، وتصميم الصندوق قبل تشكيله عام 1990.

أ- **نشأة الصندوق:** نشأ صندوق النفط عام 1990 بالقانون رقم 36 الصادر عن البرلمان النرويجي (والمعدل بالقانون رقم 2 لعام 2006)، ولكن لم يبدأ العمل به إلا في عام 1996، وقد تغير إسمه في عام 2006 من "صندوق النفط النرويجي" ليصبح "صندوق التقاعد الحكومي العالمي" وذلك بعد إدماجه في صندوق التأمين العام¹¹، وقد بلغ حجم أصول الصندوق في نهاية 2013 مقدار 818 مليار دولار، ليصبح تقريبا بحجم الناتج المحلي الإجمالي للنرويج، وأكبر صندوق استثماري وادخاري في العالم.

الشكل (1): تطور رأس مال صندوق السيادي النرويجي خلال الفترة 1996-2013. الوحدة: مليار دولار.



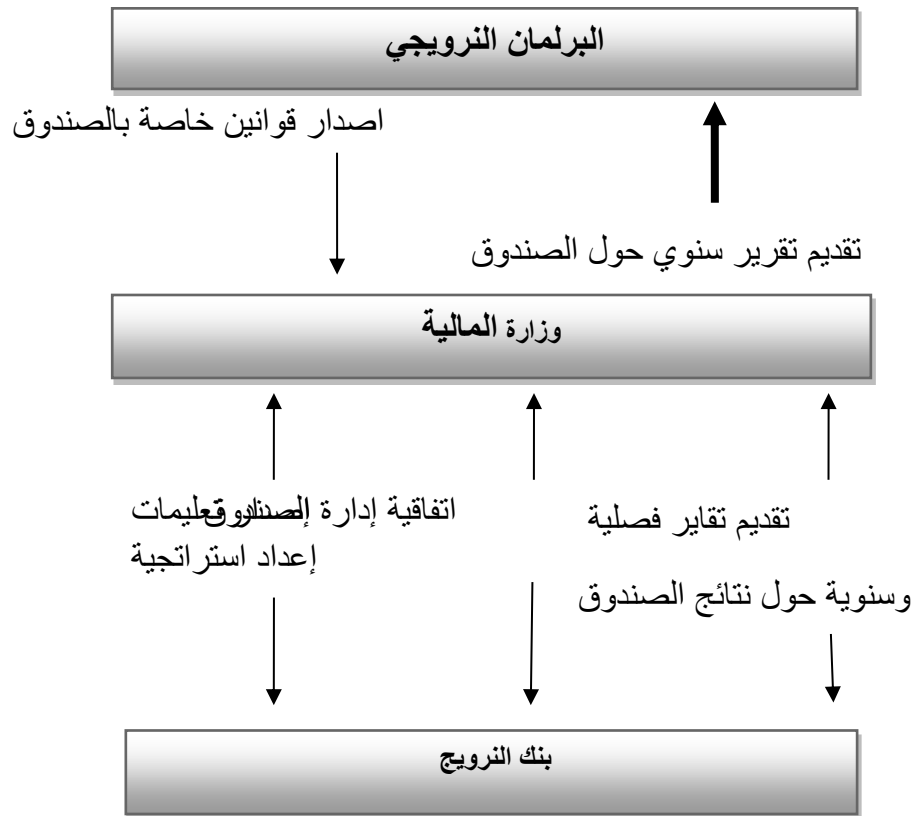
المصدر: إعداد الباحث 2015، الإ اعتماد على: السنوات من 2010-1996: رضا عبد السلام، مرجع سبق ذكره، ص 34. السنوات من 2010-2013: Fund Rankings, Sovereign Wealth Fund Institute.

ومما تجدر الإشارة إليه هو أن حصة الفوائض النفطية تستحوذ على النصيب الأكبر من رأس مال الصندوق، حيث تبلغ أكثر من 75% في المتوسط، إلا أن أكثر من 20% من رأسماله يأتي من مصادر أخرى غير النفط، وربما كان ذلك من بين أسباب تغيير اسم الصندوق من صندوق النفط إلى صندوق التقاعد الحكومي ليعكس تلك التركيبة، وبهذا فقد أصبحت النرويج إحدى أعلى نسب احتياطي رأسمالي لكل فرد على مستوى العالم، بعد أن تعدت حصة الفرد النرويجي من هذا الصندوق 81.5 ألف دولار في عام 2008¹²، كما أن الصندوق النرويجي يعد أكبر صندوق من نوعه في أوروبا، وثاني أكبر صناديق الثروة السيادية عالميا بعد صندوق أبو ظبي للاستثمار وهذا قبل سنة 2012، ليتصدر قائمة صناديق الثروة السيادية الموجودة في العالم سنة 2013. ومن المتوقع أن يفوق رأسمال الصندوق النرويجي إلى 900 دولار بحلول عام 2017¹³.

ب- **إدارة الصندوق:** يعتمد نظام الرقابة والإشراف والتسيير لصندوق الثروة السيادي على تدخل ثلاثة هيئات تتمثل في:

- البرلمان الذي تتمثل مهمته الأساسية في مراقبة ومساءلة وزارة المالية.
- وزارة المالية التي تعتبر الجهة المالكة للصندوق.
- البنك المركزي الذي توكل إليه مهمة تسيير وإدارة الصندوق.

المحظ (1): إدارة صندوق المعاشات الحكومي النرويجي



Source: Norges Bank Investment Management, GPF annual Report, 2008, p12.

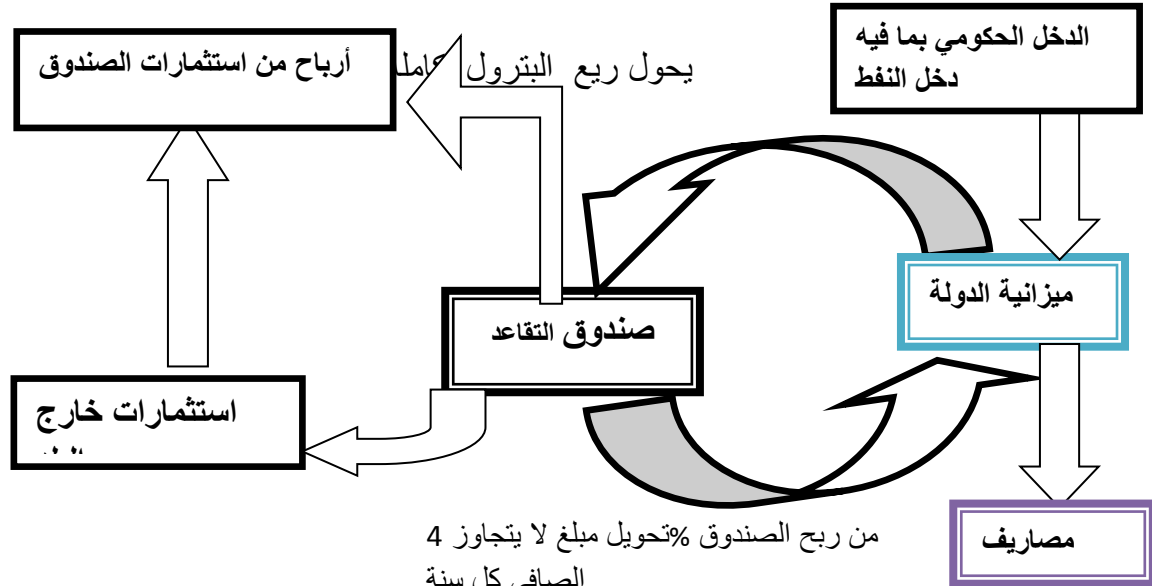
تتولى وزارة المالية المسؤولية العليا لصندوق التقاعد، وتقوم الوزارة سنويا بتحضير بيان مفصل في عائدات النفط تقدمه الحكومة إلى البرلمان كجزء من ميزانية الدولة. وقد عهدت وزارة المالية مهام الصندوق التشغيلية للبنك المركزي النرويجي¹⁴ ولهذا الغرض قام البنك بتأسيس وحدة فرعية تابعة له تحت مسمى بنك إدارة الاستثمارات النرويجي "NBIM"¹⁵، وقد أنشئ مجلس إشرافي في عام 2004 ليراقب أوجه الاستثمار. ويخضع الصندوق النرويجي في سياسته الاستثمارية لرقابة البرلمان الذي يتعين أن تعرض عليه ميزانية الصندوق السنوية وإنتاجيته، ويلزم أن تحظى إدارة الصندوق باعتماد وموافقة البرلمان على برامجه المستقبلية¹⁶، وقد رأت الكثير من الدراسات أن في خضوع وإدارة موارد الصندوق لرقابة البرلمان سبيلا لمزيد من الشفافية في إدارة الصندوق واستثمار موارده.

كما أنه من حق الحكومة أن تلزم الصندوق بعدم الاستثمار في دول معنية لاعتبارات متعددة، كأن تكون الدولة خاضعة لعقوبات دولية أو ما إلى ذلك، مثلما حدث مع مينمار عندما حظر عليه الاستثمار فيها.

ج- السياسة الاستثمارية لصندوق التقاعد النرويجي: يستثمر الصندوق رأسماله خارج النرويج، وذلك نظرا لصغر حجم السوق النرويجية، وتحدد وزارة المالية إستراتيجية الاستثمار من خلال تحديد حافطة معيارية يسعى البنك المركزي في ضوءها إلى تحقيق أكبر عائد ممكن، غير أن وزارة المالية تتحكم أيضا في مدى التعرض للمخاطر حتى يظل العائد الفعلي في حدود عائدات الحافطة المعيارية¹⁷. والجدير بالإشارة إلى أن سياسة المالية العامة في النرويج هي التي تقود عمليات صندوق التقاعد النرويجي وليس العكس، حيث يجمع صندوق التقاعد النرويجي جميع إيرادات النفط وعائدات الاستثمارات المالية، ولا يقوم

بأي تحويلات للموازنة إلا بالقدر الضروري لتمويل العجز غير النفطي (4%) الذي يتحدد حسب الأهداف السنوية ومتوسطة الأجل للسياسة المالية، وبهذا فإن صندوق التقاعد النرويجي العالمي هو بمثابة صندوق تمويلي. وتحقق أهداف التثبيت والاستمرارية من خلال سياسة المالية العامة وليس من خلال صندوق التقاعد النرويجي العالمي¹⁸، كما يتضح أن الصندوق هو جزء من ميزانية الدولة.

المخطط (2): العلاقة بين ميزانية الدولة وصندوق المعاشات الحكومي الإجمالي



المصدر: فاروق القاسم، النرويج كسبت نعمة النفط وتجنببت نقمته، مرجع سبق ذكره، ص359.

لقد سجلت المحفظة الاستثمارية للصندوق عدة تعديلات منذ بدأ النشاط الاستثماري للصندوق بالاستثمار (1996) في السندات فقط، وفي عام 1998 تم إضافة الاستثمار في الأسهم إلى المحفظة الاستثمارية مع تعديل مكوناتها لتصبح: 60% سندات موزعة على النحو التالي: 35% في السوق الأمريكي، 55% في الأسواق المالية الأوروبية، 10% في الأسواق المالية لآسيا وأقيونيديا، أما النسبة المتبقية والتي تشكل 40% من أصول الصندوق فهي مستثمرة بشكل أسهم موزعة على نحو 50% في السوق المالي الأمريكي و50% في السوق المالي الأوروبي¹⁹. وفي 2007 تم تعديل مكونات المحفظة الاستثمارية للصندوق لتصبح 60% أسهم موزعة على نحو يمثل 60% في منطقة أوروبا، 35% في منطقة أمريكا وإفريقيا، 15% في منطقة آسيا والمحيط الهادي، أما النسبة المتبقية والتي تشكل 40% من أصول الصندوق فهي تستثمر في شكل سندات موزعة على نحو يمثل من 60% في منطقة أوروبا، 35% في الولايات المتحدة الأمريكية وكندا، 5% تستثمر في منطقة آسيا والمحيط الهادي²⁰.

وفي 1 مارس عام 2010 أصدرت وزارة المالية تعديلا جديدا يتمثل إضافة عنصر جديد للمحفظة الاستثمارية يتمثل في الاستثمار في الأصول العقارية يمكن أن يصل إلى 5% من إجمالي المحفظة من خلال إجراء تخفيض مماثل في الاستثمارات ذات الدخل الثابت (السندات)، وبذلك فإن مكونات المحفظة تكون على النحو التالي: الأسهم: 60%، السندات: 35-40%، العقارات: 0-5%²¹، وحسب تقرير بنك النرويج لسنة 2012 فقد توزعت محفظة الاستثمار ما بين 56% أسهم، 39% سندات، 5% عقارات،

وأن إجمالي استثمارات الصندوق توزعت جغرافيا على الشكل التالي: 48% في منطقة أوروبا، 32.2% أمريكا الشمالية، 2.7% أمريكا اللاتينية 12.9% آسيا، 0.7% إفريقيا، 2.3% أوقيانوسيا ، 0.3% الشرق الأوسط²². وبشكل عام فإن الحافظة المعيارية تتألف من أسهم في مؤشرات أسهم الفاينانشال تايمز (فوتسي) (FTSE) في 27 بلدا، والسندات في مؤشرات سندات (ليمان) العالمية المجمع (Lehman global Aggregate) بعملات 21 بلدا²³.

ومن بين أهم المؤشرات التي يمكن اعتمادها في تقييم مستوى نجاح الصندوق السيادي النرويجي هي تطور العائد (ربحية) على محفظة الاستثمار الخاصة بالصندوق، وفي هذا الشأن فقد سجل العائد الحقيقي لمحفظة الصندوق تطورات متباينة منذ إنشائه إلى حد الآن، فبعد أن سجلت الفترة 2000-2005 ارتفاعا في قيمة العائد الصافي، شهدت سنة 2008 تسجيل عائد سلبي قدر بـ (-23.3%) ويعود ذلك إلى التأثيرات السلبية للأزمة المالية العالمية على استثمارات الصندوق، لتسجل سنة 2009 رقما قياسيا بلغ 25.62% وهو أعلى عائد حققه الصندوق منذ بداية نشاطه، ويمكن تفسير ذلك بتحسين أوضاع الأسواق المالية العالمية وبداية تعافياها من تداعيات الأزمة المالية العالمية التي عصفت بها، بالإضافة إلى نجاح الإستراتيجية الجديدة للصندوق التي رجحت كفة الأسهم على حساب السندات، إلا أن العائد ما فتى أن عرف انخفاضا كبيرا سنة 2011 بتسجيله لمعدل سلبي قدر بـ (-1.39%) ومرد ذلك يعود إلى تأثيرات أزمة الديون السيادية في أوروبا والتي تمثل أهم منطقة لاستثمارات الصندوق، ومع عودة التعافي المالي لهذا المنطقة بدأ العائد الحقيقي في التحسن التدريجي ليسجل رقما كبيرا في سنة 2013 قدر بـ 15.95%. ومما تجدر الإشارة إليه هو أنه لا يمكن أن نحصر تقييمنا لمستوى نجاح الصندوق السيادي النرويجي في مجرد مؤشرات ربحيته وإدارته، ولكن من المهم أن نشير كذلك إلى الدور الذي لعبه في تحقيق الاستقرار المالي، والارتقاء بمعدل الاستثمار.

الجدول (2): تطور العائد الحقيقي لعناصر المحفظة الاستثمارية للصندوق السيادي النرويجي خلال الفترة 2000-2013

السنوات	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
العائد على الأسهم	5.82-	22.4	6.82-	40.7-	34.27	13.34	8.84-	18.06	26.28
العائد على السندات	8.41	3.82	2.96	0.52-	12.49	4.11	7.03	6.68	0.1
العائد على العقارات	-	-	-	-	-	-	4.37-	5.77	11.79
العائد الكلي	3.47	3.79	0.15	23.3-	25.62	9.62	2.54-	13.42	15.95

الوحدة: %.

Source: Norges Bank Investment Management, GPF annual Report, 2000-2013.

وفي نهاية 2004 استعانت إدارة استثمارات بنك النرويج بخدمات 19 شركة استثمار متخصصة لإدارة حافظة أسهم الصندوق بمقتضى 44 تكليفا مختلفا، وأوكلت إدارة حافظة الدخل الثابت (السندات)

للصندوق إلى 16 شركة أخرى بمقتضى 21 تكليفاً، وتتمثل دوافع استثمار أصول الصندوق في الخارج إلى ما يلي:

- الفصل بين الصندوق والموازنة العامة لتثبيت التداخل الذي قد يحصل بينها وبين الصندوق من حيث الأهداف والوظائف.

- تجنب التأثيرات السلبية الناجمة عن ارتفاع المداخل النفطية على الاقتصاد النرويجي، والتي تتمثل في عوارض المرض الهولندي.

- تحقيق أكبر عائد ممكن بالنظر لتنوع المحافظ المالية التي يمكن للحكومة الاستثمار فيها وتجنب انخفاض قيمة أصول الصندوق في حالة الاحتفاظ بها على شكل سيولة.

وتجدر الإشارة إلى أن صندوق التقاعد النرويجي لا يعول فقط على اعتبارات الربح، وإنما يضع في حسابه الاعتبارات الإنسانية، وفي هذا المجال فقد قامت وزارة المالية عام 2004 بتكوين مجلس آداب المهنة يوجهها نحو أداء الشركات في ظل التوجهات الأخلاقية للصندوق التقاعد الحكومي²⁴، وذلك بغية تشجيع الحوكمة السليمة في قطاع الشركات، وكذلك لفحص الشركات المخالفة لمبادئ السلوك الأخلاقي واستبعادها من خيارات استثمار الصندوق.

4- عوامل نجاح صندوق التقاعد النرويجي في إدارة الفوائض النفطية: يعتبر صندوق التقاعد النرويجي من أهم الصناديق الرائدة في تسيير وإدارة الموارد النفطية، ويرجع ذلك إلى جملة من العوامل تتمثل فيما يلي:

- تتمتع النرويج بدرجة عالية من التجانس السياسي، ودرجة عالية من الشفافية في العملية السياسية، وبذلك فإن هناك قلة قليلة جداً من النرويجيين الذي يشككون في قدرة الحكومة على إدارة العوائد النفطية بكفاءة، وقد يكون هذا هو الدافع لدى الحكومة النرويجية لعدم لجوؤها إلى توزيع العوائد النفطية في شكل حصص نقدية على المواطنين كما جرى في دول نفطية أخرى خاصة العربية منها.

- يدار صندوق التقاعد النرويجي بطريقة تتمتع بدرجة عالية من الشفافية والمسؤولية وبتطبيق معايير الحوكمة، إذ أن الصندوق يخضع لمعايير الحوكمة التي وضعتها منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، كما يعطي أهمية بالغة لقضايا البيئة وحقوق الإنسان ومكافحة الفساد.

- أكدت الدراسات أن السبب الرئيسي وراء نجاح النرويج في إدارة عوائدها النفطية يكمن في إصلاح بيئة الاقتصاد الكلي قبل شروعها في عمل الصندوق.

- يمكن اعتبار عمليات صندوق التقاعد النرويجي العالمي من أفضل الممارسات للصناديق المعنية بالموارد، لأنها تشكل جزءاً من إستراتيجية متماسكة لسياسة المالية العامة، وتتألف هذه الإستراتيجية من دعمتين رئيسيتين، أولاهما تهدف إلى تخفيف مستوى الإنفاق العام مع مرور الوقت، وفك ارتباطه بإيرادات النفط المتقلبة، وثانيها تسعى لاستبدال ثروة النفط بأصول مالية ينتظر ازدياد قيمتها مع مرور الوقت لكي تتمكن من التعامل مع الزيادة المتوقعة في الإنفاق العام المصاحبة لزيادة عدد المسنين²⁵، والأهم من ذلك أن سياسة المالية العامة هي التي تقود عمليات الصندوق وليس العكس.

-يمكن أن يعزى جانب من نجاح صندوق التقاعد النرويجي العالمي إلى مواطن قوة تاريخية لدى النرويج مثل إطار مؤسسي راسخ، وباع طويل في مجال شفافية المالية العامة وأنشطة البنك المركزي، وقاعدة عريضة من الإيرادات المتنوعة.

-توفر النرويج مثالا لأفضل ممارسة في إدارة أصول صناديق النفط، والتي تعتبر عنصرا مهما في سياسة المالية العامة التي تجمع أصولا مالية من مدخرات وإيرادات النفط، حيث تعكس هذه الممارسة أهداف الصندوق النهائية، مثل الأهمية النسبية لأهداف المدخرات والاعتبارات الاقتصادية الكلية مثل الرغبة في تجنب آثار المرض الهولندي، وكذا تطبيق وظيفة إدارة الأصول وفق مبادئ توجيهية تتسم بالوضوح والعلانية والمساءلة حول أداء الصندوق.

-لقد ساعدت تدفقات رأس المال الخارجة عبر الصندوق على الحفاظ على هيكل صناعي متنوع، ما مكن من وضع الأساس لتنمية متوازنة في الاقتصاد النرويجي²⁶، ومن ثم فهناك سياسة استقرار هامة ومبادئ منطقية للسياسة النقدية الخاصة بالقاعدة المالية وآلية صندوق النفط.

خاتمة: إن وفرة الموارد الطبيعية بشكل عام وموارد النفط خاص بقدر كبير في دولة ما له آثار إيجابية وأخرى سلبية، إذ تتجلى نعمة هذه الموارد في العوائد المالية التي تحصلها هذه الدول والتي تساعد على زيادة الدخل القومي وكذا الفردي وبالتالي تحسن القدرة الشرائية وزيادة مستوى الرفاهية، وتتجلى نقمة هذه الموارد في زيادة اتكال الدولة على هذه الموارد الناضبة مما يشجع القطاع الإستخراجي على غيره من القطاعات الإنتاجية الأخرى فيؤدي إلى ظهور فوائض في الميزان التجاري في المرحلة الأولى ولكنها فوائض إسمية وليست حقيقية، ثم يليه ظهور اختلالات مستمرة في ميزان المدفوعات وبالتالي ظهور أعراض المرض الهولندي، والتي تتمثل المشكلة الأساسية التي يطرحها في أن رواج الصادرات يؤدي إلى إرخاء القيد الخارجي دون أن يشكل في حد ذاته عامل تنمية.

وفي الأخير فإن الأمر في اعتبار أن الفوائض النفطية قد تكون نقمة أو نعمة على مستوى الاقتصاد، يتوقف على طريقة إدارة الأصول المجمعمة واستثماراتها، إذ يكمن نجاح التجربة النرويجية في إدارة عوائدها النفطية بشكل عام في منظومة الصندوق وطريقة إدارته ومسؤوليته أمام البرلمان، وفي دوره في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد النرويجي. ويمكن للدول الأخرى المصدرة للنفط في هذا الشأن أن تسترشد بهذه التجربة وتطبيقها وذلك بما يتفق وخصائصها الاقتصادية، إذ لا يمكن لأي بلد أن يطبق النهج النرويجي مباشرة، كون أن هناك دروس كثيرة من هذا النهج يجدر بالدول الأخرى أن تدرسها قبل اختيار الحلول التي تناسب ظروفها الخاصة.

-المراجع والهوامش:

¹ Arzelier , Marie-Pierre , " Dépenses Publiques , Ressources Naturelles et Croissance Sectorielle : Une Comparaison Afrique-Asie ", Revue économique, Vol. 49, No. 1, Janvier 1998 , P.120.

² Sachs J.D. & Warner A.M., " Natural Resource Abundance and Economic Growth ", National Bureau of Economic Research, Working paper 5398 , Cambridge, December 1995 , P:2,3 .

³ Gylfason T, " Natural Resources ,Education, and Economic Development", European Economic Review 45, 2001, P:848-850.

⁴ Marc-antoine adam, "la maladie hollandaise: une étude empirique appliquée a des pays en développement exportateurs de pétrole, université de montréal, 2003; p8.

⁵ سلسلة تقارير سامبا، دول مجلس التعاون الخليجي: اقتصاديات آخذة في التنوع المتزايد، مجموعة سامبا المالية، المملكة العربية السعودية، أبريل 2010، ص13.

⁶ Farouk AL-Kasim, "managing petroleum resources, the Norwegian model in a broad perspective, oxford institute for energy studies, UK 2006

ترجمة ، فاروق القاسم، النموذج النرويجي وإدارة المصادر البترولية، عالم المعارف، الكويت، مارس 2010، ص388-389.

⁷ Manasse Paolo, " Procyclical Fiscal Policy: Shocks, Rules, and Institutions—A View From MARS", International Monetary Fund , working Paper ,2006,P.04.

⁸ Barnett S.& Ossowski R., "Operational Aspects of Fiscal Policy in Oil-Producing Countries" IMF Working Paper ,Fiscal Affairs Department, October 2002,P.15.

⁹ رضا عبد السلام علي، اقتصاديات استثمار الفوائض النفطية (دراسة مقارنة وتطبيقية على المملكة العربية السعودية، دراسات إستراتيجية، العدد138، مركز الإمارات للبحوث والدراسات الإستراتيجية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2008، ص33.

¹⁰ فاروق القاسم، النموذج النرويجي وإدارة المصادر البترولية، مرجع سبق ذكره، ص397-403.

¹¹ رضا عبد السلام علي، مرجع سبق ذكره، ص357.

¹² رضا عبد السلام علي، مرجع سبق ذكره، ص35.

¹³ فاروق القاسم، النزوح كسبب نعمة النفط وتجنب نغمته، "الطفرة النفطية الثالثة وانعكاسات الأزمة المالية العالمية"، مركز دراسات الوحدة العربية، منتدى التنمية، بيروت، نوفمبر 2009، ص358.

¹⁴ رضا عبد السلام ، مرجع سبق ذكره، ص35.

¹⁵ NBIM: Norges Bank Investment Management

¹⁶ فاروق القاسم، النزوح كسبب نعمة النفط وتجنب نغمته، مرجع سبق ذكره، ص358.

¹⁷ صندوق النقد الدولي، المرشد إلى شفافية إيرادات الموارد ، ص49.

¹⁸ صندوق النقد الدولي، المرشد إلى شفافية إيرادات الموارد، مرجع سبق ذكره، ص49.

¹⁹ بوفليح نبيل، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخل النفط في الدول العربية، الأكاديمية للدراسات الإنسانية والاجتماعية، العدد 4، جامعة الشلف، 2010 ، ص89.

²⁰ بوفليح نبيل، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية "الواقع والأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر ، مرجع سبق ذكره، ص133.

²¹ Norges Bank Investment Management, 2012, p26.

²² Norges Bank Investment Management, 2012, p28

²³ رضا عبد السلام علي، مرجع سبق ذكره، ص40.

²⁴ محمد رضا العدل، نبيل حشاد، مرجع سبق ذكره، ص119.

²⁵ صندوق النقد الدولي، المرشد إلى شفافية إيرادات الموارد، مرجع سبق ذكره، ص44

²⁶ محمد رضا العدل، نبيل حشاد، مرجع سبق ذكره، ص117.