

مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي لدول النامية
حالة جمهورية التشيلي للفترة 2000-2017

*The Extent to Which Sovereign Wealth Funds Contribute to The Financial
Stability of Developing Countries: A Case to The Republic of Chile*

أحمد نصير^{1*}، يونس زين²، بشير بن موسى³

¹ جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي (الجزائر).

² جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي (الجزائر).

³ جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي (الجزائر).

تاريخ النشر: 2019/09/30

تاريخ القبول: 2019/09/13

تاريخ الاستلام: 2019/04/04

ملخص: تهدف الدراسة إلى إبراز دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي للدول النامية، مع تقديم دراسة تقييمية لصندوق جمهورية التشيلي، حيث عرفت هذه الظاهرة انتشارا واسعا في دول العالم وازداد الاهتمام بما أكثر مع مطلع الألفية الثالثة، خاصة بالنسبة للدول التي تترتع على موارد طبيعية ناضبة، وبالتالي اعتمدت كأداة استثمارية هامة تعمل على تحقيق الاستقرار المالي للدول المالكة لها من خلال تعبئة الفوائض المالية الناتجة عن تصدير تلك الموارد، خاصة وأنها تنتهج استراتيجية استثمارية على المدى البعيد، ولتوضيح أكثر معالم الدراسة اسقطناها على صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي للتشيلي حيث استخدمنا بعض المتغيرات التي لها علاقة بالاستقرار المالي و بالصندوقين كأسعار النفط، الناتج المحلي الإجمالي، رصيد الموازنة، الإيرادات النفطية...، وتبين لنا من خلال دراستنا هذه أن تجربة التشيلي تعد من التجارب الرائدة من حيث حسن التسيير والشفافية والافصاح وتحقيق الاستقرار المالي.

الكلمات المفتاح: صناديق الثروة السيادية، الاستقرار المالي، الاقتصاد التشيلي، صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي.

تصنيف JEL: G19؛ F63.

Abstract: The study aims to highlight the role of sovereign wealth funds in achieving financial stability of developing countries, with an evaluation study of the Fund of the Republic of Chile, where this phenomenon has become widespread in the countries of the world and increased interest in it more at the beginning of the third millennium, especially for countries that have natural resources And therefore adopted as an important investment tool to achieve the financial stability of the owners by mobilizing the financial surpluses resulting from the export of those resources, especially as they pursue an investment strategy in the long term, and to clarify the most features of the study we dropped on the Fund The economic and social stability of Chile, where we used some variables related to financial stability and the two funds such as oil prices, GDP, budget balance, oil revenues ..., and we found through this study that the experience of Chile is one of the pilot experiences in terms of good governance and transparency Disclosure and financial stability.

Keywords: Sovereign Wealth Funds, Financial Stability, Chilean economy, Economic and Social Stability Fund.

Jel Classification Codes : G19 ؛F63.

معظم الدول الغنية بالموارد الطبيعية الناضبة تعاني من تدني في مستوى أداء اقتصادياتها وتفشى فيها مشكلات اقتصادية كال فقر والبطالة وسوء توزيع الدخل وتعجز عن تنوع اقتصادها وتقليل اعتمادها على قطاع الموارد بصورة لا تتلاءم مُطلقاً مع ما تملكه من موارد وهي الظاهرة التي أطلق عليها نقمة الموارد.

تُعتبر جمهورية تشيلي التي يسكنها 15 مليون نسمة، نموذجاً في تنفيذ إصلاحات اقتصادية واسعة النطاق، قائمة على تحرير آليات السوق والتجارة، فقد تمكنت تشيلي من تجاوز الأرجنتين لتصبح أغنى دولة في أميركا اللاتينية، فعلى مدى ثلاثة عقود، كان الاقتصاد في تشيلي يسجل نمواً هو الأسرع في المنطقة، وانخفض معدل الفقر بشكل كبير، وارتفعت مستويات المعيشة وتحسنت أوضاع المواطن التشيلي بشكل ملحوظ، واحدة من أهم السمات المميزة للإصلاح الاقتصادي الذي تبنته الحكومة التشيلية هي سياستها المالية.¹ تهدف السياسة المالية في التشيلي إلى المساهمة في استقرار الاقتصاد الكلي وتوفير السلع العامة التي تزيد من الفرص والحماية الاجتماعية للمواطنين التشيليين.

فمنذ عام 2001، تسترشد السياسة المالية في تشيلي بتوازن هيكلي، أو على وجه أدق، بقاعدة توازن معدلة دورياً، مما يخفف من تأثير التقلبات في النشاط الاقتصادي على أسعار المالية العامة وأسعار النحاس وعوامل ثانوية أخرى، وهذا يعني الإدخار في أوقات الإزدهار والقدرة على استخدام هذه الوفورات خلال فترات الركود الدورية، ونتيجة لذلك فإن القاعدة المالية لها تأثير على استقرار المالية العامة والدورة الاقتصادية وتحسن الوصول إلى التمويل لكل من القطاعين العام والخاص.

وتشيلي إحدى الدول الغنية بالموارد التي تمتاز بنجاحها في تفادي نقمة الموارد وتحقيق قدر كبير من الاستقرار في النشاط الاقتصادي، حيث اتصفت سياساتها الاقتصادية خلال العقود الماضية بوعي تام بهذه المشكلة، هذا أولاً، وثانياً في تبنيها لإستراتيجيات اقتصادية مناسبة مكنتها من تفادي أعراضها بقدر كبير من النجاح ولكي تضع تشيلي إطاراً قانونياً ومالياً لسياساتها الاقتصادية فقد أقرت في عام 2000 قاعدة الفائض المالي الهيكلي **The Structural Fiscal Surplus Rule** ، التي تهدف إلى أن يصبح الإنفاق الحكومي مرتبطاً بالإيرادات الهيكلية وليس مرتبطاً بالإيرادات الجارية.

ولإدارة الفوائض المالية المتحققة من قاعدة الفائض المالي الهيكلي أقرت التشيلي في عام 2006 قانون المسؤولية المالية **The Fiscal Responsibility Law**، والذي تم بموجبه إنشاء صندوقين للثروة السيادية.

ولضمان استمرارية الإنفاق العام بمرور الوقت والمساهمة في القدرة التنافسية للإقتصاد، تم إصدار قانون المسؤولية المالية في سبتمبر 2006، والذي أنشئ بموجبه صندوق احتياطي المعاشات **PRF** وأذن رئيس الجمهورية بإنشاء صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي **ESSF** ، الذي تم إنشاؤه في فبراير 2007، يجمع هذان الصندوقان الموارد الناتجة عن تطبيق قاعدة الفائض الهيكلي.² مما سبق يمكن طرح الإشكال الرئيسي التالي لدراسة :

مامدى مساهمة وفعالية صناديق الثروة السيادية في الاستقرار المالي لجمهورية التشيلي ؟ ،وماهي أهم الوسائل والإجراءات لإدارة صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي لتحقيق الإستقرار المالي ؟

وتهدف هذه الدراسة تحليل وتقييم وصندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي التشيلي والذي يعتمد بنسبة كبيرة على النحاس هذا من جهة ومن جهة أخرى التعرف على كيفية إدارة صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي التشيلي من أجل تحقيق الإستقرار المالي.

ولهذا سنحاول في هذه الدراسة إلى التطرق إلى العناصر التالية :

1- نشأة وأنواع صناديق الثروة السيادية وأهميتها ومخاوف وتحديات الدول منها:

أنشئت صناديق الثروة السيادية للدول، وهي صناديق تنشؤها الحكومات لأغراض اقتصادية كلية، فتودع فيها فوائضها المالية الزائدة عن حاجتها الإنفاقية لتستغلها في فترات العجز الموازي، أو تتركها كمدخرات للأجيال القادمة كضمان لحقوقهم في الثروات الطبيعية. ، أو أن تستغلها للإستثمار المحلي أو الدولي.

1-1- نشأة صناديق الثروة السيادية: تعود نشأة صناديق الثروة السيادية لأول مرة في نقابات الضرائب التجارية في شبه الجزيرة الإيطالية في القرن 14 أين كانت وظيفتها تسديد الدين العام في تلك المدن، في حين أستخدم هذا المصطلح من قبل الإقتصادي روبرت والبول **Robert Welpol*** في وقت مبكر 1716م و بشكل فعال في 1720م ثم أستخدم الصندوق السيادي في بريطانيا العظمى في القرن 18 للحد من الديون الوطنية حيث كان هذا الصندوق يتلقى الفائض من الميزانية الوطنية كل عام.³

و في حقيقة الأمر أن مصطلح صناديق الثروة السيادية لم يتداول بهذه التسمية إلا بعد 2005 من خلال ما أطلقه محلل الأسواق المالية أندرو روزانوف **Andrew Rozanov** في مقاله الشهير بعنوان "من الذي يمسك بثروة الأمم"، حيث سبقت هذه الحافظات الإستثمارية بالعديد من التسميات على رأسها "البترودولار" الذي ظهر مع ظهور الصدمة الأولى لأسعار النقد (1973-1974)، إلى جانب تداول مصطلحات عدة كصناديق النفط، صناديق ادخار كذلك صناديق الأجيال، صناديق المستقبل... الخ.⁴

ومع تطور الأوضاع الاقتصادية عرفت صناديق الثروة السيادية انتشار واسع في العديد من المناطق الجغرافية، فأنشأ أول صندوق سيادي في الكويت عام 1953 تحت تسمية هيئة الإستثمار الكويتية ثم تلتها كل من سنغافورة و الإمارات عامي 1974 و 1976 على التوالي ، حيث وصل عدد الصناديق على مستوى العالم إلى 21 صندوق سنة 1999⁵، و بلغت سنة 2015 خمسة و سبعون صندوق، أما سنة 2017 فقد وصل عددها إلى حوالي 77 صندوق⁶، والجدول الموالي يوضح لنا أهم الصناديق السيادية في العالم .

جدول 1: أهم الصناديق السيادية وتقييم حجم أصولها (نوفمبر 2017)

الوحدة: مليار دولار أمريكي

الترتيب	الصندوق السيادي	الدولة	حجم الأصول
01	صندوق التقاعد الحكومي (NIBM)	النرويج	922.1
02	شركة الصين الاستثمار (CIC)	الصين	813.8
03	جهاز ابوظبي للاستثمار (ADIA)	الإمارات	792
04	الأصول الأجنبية لمؤسسة العربي السعودي	السعودية	576.3
05	الهيئة العامة للاستثمار (KIA)	الكويت	592
06	شركة سيف للاستثمار (SAFE)	الصين	474
07	محفظة الاستثمار التابعة لمؤسسة النقد يونغ كونغ (HKMA)	الصين	456.6
08	شركة حكومة سنغافورة للاستثمار	سنغافورة	350
09	هيئة قطر للاستثمار (QIA)	قطر	335
10	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	الصين	295
11	مؤسسة دبي للاستثمار	الإمارات	200.5
12	صندوق الاستثمارات العامة	السعودية	183
13	تماسك القابضة لسنغافورة	سنغافورة	108

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا على: -معهد صناديق الثروة السيادية على الموقع www.swfinstituts.org تاريخ الاطلاع: 11/ 08/ 2017 على الساعة 11:00

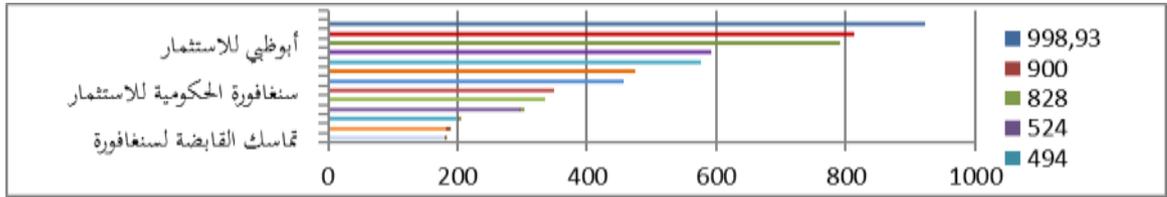
مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي لدول النامية

حالة جمهورية التشيلي للفترة 2000-2017

من خلال معطيات الجدول أعلاه نلاحظ أن صندوق التقاعد النرويجي يحتل الصدارة في لائحة الصناديق السيادية العالمية بأصول تقدر بـ 922.1 مليار دولار، ثم تليها شركة الصين للإستثمار بقيمة 813.8 مليار دولار أما المرتبة الثالثة فكانت لجهاز أبوظبي للإستثمار بأصول تقدر بـ 792 مليار دولار، أما هيئة قطر للإستثمار فقد أحلت المرتبة التاسعة بحجم أصول 335 مليار دولار، ومؤسسة دبي للإستثمار فقد كانت في المرتبة الحادية عشرة بأصول تقدر بـ 200.5 مليار دولار.

واستنادا إلى آخر تقرير الذي نشر من طرف معهد الصناديق السيادية حول حركة هذه الصناديق تفيد بأن الصندوق النرويجي احتل المرتبة الأولى بأصول قيمتها 998.93 مليار دولار في الوقت الذي تربعت فيه شركة الإستثمار الصينية في المرتبة الثانية بأصول تقدر بـ 900 مليار دولار بعدما كانت تحتل المرتبة الثالثة عالميا السنة السابقة، ثم تلاها صندوق الإستثمار التابع لحكومة أبوظبي بأصول تقدر بـ 828 مليار دولار، وبقاء هيئة الإستثمار القطرية في المرتبة التاسعة مع ارتفاع طفيف في حجم أصولها الذي قدر بـ 359 مليار دولار، أما المرتبة الأخيرة فكانت لصندوق تماسك القابضة لسنغافورة بأصول تقدر بـ 197 مليار دولار، والشكل التالي يوضح لنا تسلسل الصناديق السيادية لسنة 2018 على حسب حجم أصولها.

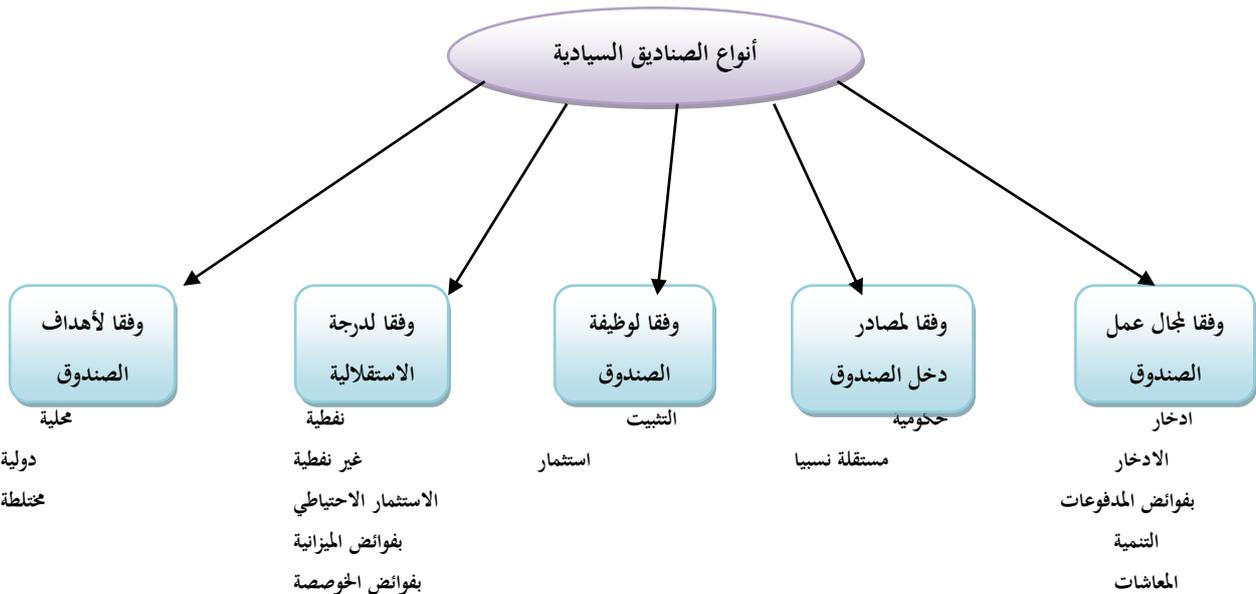
الشكل 1: ترتيب الصناديق السيادية خلال سنة 2018



المصدر: من إعداد الباحثين استنادا على - معهد صناديق الثروة السيادية على الموقع www.swfinstituts.org، تاريخ الاطلاع: 11/ 08/ 2017 على الساعة 13:00

1-2- أنواع صناديق الثروة السيادية: تتنوع الصناديق الثروة السيادية استنادا لعدة معايير، وهذا ناتج عن تنوع مصادر دخلها و الوظائف التي تؤديها هذه الصناديق من جهة، والأهداف التي تسعى لتحقيقها والجهات القائمة على هذه الصناديق من جهة أخرى كما يتولد عن هذه التقسيمات أنواع متعددة، و المخطط التالي يبرز ذلك بوضوح:

الشكل 2: أنواع صناديق الثروة السيادية



المصدر : من إعداد الباحثين استنادا إلى : -نبيل بوفليح، "دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع و الأفاق مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، (أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011)، ص: 105.

- 1-2-1- وفقا لمجال عمل الصندوق: حيث تنقسم صناديق الثروة السيادية وفق هذا المجال إلى صناديق محلية و أخرى دولية:⁷
- ✓ صناديق سيادية محلية: يتركز نشاطها داخل البلد ونعني بها توظيف الفوائض المالية لهذه الصناديق في مختلف المجالات و الفرص المتاحة للاستثمار في الداخل، و تعود هذه الصناديق بفوائد كبيرة لاقتصادها الوطني من حيث التسريع من وتيرة التنمية الاقتصادية و نمو الناتج المحلي الإجمالي (الخام).
- ✓ صناديق سيادية دولية: تستثمر بعض الدول صناديقها السيادية في الخارج كي لايزاحم الاستثمار الحكومي الاستثمار الخاص أو لتجنب أعراض ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية "المرض الهولندي"، من خلال أدوات و آجال محددة مسبقا .
- ✓ صناديق سيادية مختلطة: تقوم بأنشطة استثمارية و ادخارية داخل و خارج الوطن في نفس الوقت.⁸
- 1-2-2- وفقا لمصادر دخل الصندوق: طبقا لهذا المعيار نجد صناديق ممولة عن طريق عوائد المواد الأولية (النفطية)، وأخرى ممولة بفوائض المدفوعات الجارية ، بفوائض الميزانية و كذلك الممولة بعوائد الخوصصة.⁹
- ✓ الصناديق الممولة عن طريق عوائد المواد الأولية(النفطية): بحيث يكون النفط هو المورد الأساسي لهذه الصناديق، فوجدت الدول المصدرة للنفط أن مثل هذه الصناديق هي الحل الأنسب للمحافظة على نصيب الأجيال القادمة من هذه الثروات.
- ✓ الصناديق الممولة بفوائض المدفوعات الجارية: هذا النوع من الصناديق كان نتيجة الفوائض المالية التي حققتها الدول غير نفطية بفضل ازدياد حدة تنافسيتها التصديرية على مستوى الأسواق العالمية، و هذا ما جعلها تقوم بتحويل جزء من تلك الفوائض إلى صناديق سيادية.
- ✓ صناديق الممولة بعوائد الخوصصة: حيث انبثق هذا الصنف من الصناديق نتيجة قيام الكثير من الدول بعملية خوصصة القطاع العام، مما أدى بها إلى تحقيق فوائض مالية ضخمة ارتأت إلى تحويل جزء أو كل تلك العوائد إلى صناديق سيادية.
- ✓ الصناديق الممولة بفائض الميزانية: و تتمثل مواردها من الفائض في الموازنة العامة للدولة الذي تحققه هذه الأخيرة، مما يدفعها لاستثمار تلك الفوائض في الأصول المالية بهدف تحقيق عوائد.
- 1-2-3- وفقا لوظيفة الصندوق: ونجد وفقا لهذا المعيار نوعين من الصناديق متمثلة في:¹⁰
- ✓ صناديق ادخارية: و يطلق عليها أيضا صناديق الميراث أو الأجيال و يهدف هذا الصندوق إلى ضمان حق الأجيال القادمة من الثروة و التي قد يكون مصدرها نسبة ثابتة من عوائد النفط(مثل صندوق ألاسكا)¹¹ ، أو نسبة من إجمالي العوائد الحكومية (كصندوق الأجيال الكويتي)، و قد يكون أيضا موارده عبارة عن صافي العوائد الحكومية أو فائض الموازنة(كصندوق النرويج) أو أن يكون موارده عبارة عن عوائد النفط التي تتعدى توقعات الميزانية(صندوق ضبط الموارد الجزائري).
- ✓ صناديق استثمارية: تقوم بتوظيف أصولها في الأسواق المالية العالمية مهما كانت أداة الاستثمار المستخدمة كالعقارات، الأوراق المالية، الذهب، العملات الأجنبية و غيرها.
- 1-2-4- وفقا لدرجة الاستقلالية: طبقا لهذا المعيار تنحصر الصناديق السيادية في نوعين هما:
- ✓ صناديق سيادية حكومية: هي صناديق تابعة للحكومة ولا تتمتع باستقلالية القرار، كما أنها لا تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة، على غرار صندوق ضبط الموارد الجزائري.
- ✓ صناديق سيادية مستقلة نسبيا: وهي صناديق سيادية تتمتع بالاستقلالية نسبية عن الحكومة، إذ تديرها الحكومة بالإضافة إلى البنك المركزي، كما أنها تخضع لرقابة ومساءلة السلطة التشريعية والرأي العام، على غرار صندوق النفط النرويجي.
- 1-2-5- وفقا لأهداف الصندوق: حيث تصنف الصناديق السيادية إلى أربعة أنواع وهي كالآتي:¹²

- ✓ صناديق التثبيت: ويكمن الهدف الرئيسي في حماية الميزانية العامة للدولة والاقتصاد الوطني من تقلبات أسعار سلعة /سلع إستراتيجية معينة.
- ✓ صناديق الادخار: يتم تكوينها لإفادة الأجيال القادمة، أي تحويل جزء من إيرادات الأصول غير المتجددة إلى محفظة من الأصول المتنوعة لتجنب المشكلات التي تنجم عن ما يعرف بالمرض الهولندي، ويمثل هذا النوع مع صناديق التثبيت، وفقا لبعض الدراسات، حوالي ثلثي عدد الصناديق السيادية.
- ✓ شركات الاستثمار الاحتياطي: والتي تشكل أصولها من أصول احتياطية وتهدف لزيادة العائد على الاحتياطات.
- ✓ صناديق التنمية: تساعد في تمويل المشروعات الاقتصادية والاجتماعية، وترويج السياسات الصناعية التي قد تزيد من النمو الممكن تحقيقه.
- ✓ صناديق المعاشات الاحتياطية المحتملة: وتساهم في تأمين توفير موارد المعاشات للمواطنين، وتتكون من مصادر غير مساهمات الأفراد في المعاشات والالتزامات غير المحددة المحتملة في ميزانية الحكومة. وتقدر نسبة هذا النوع حوالي 20% من إجمالي عدد الصناديق السيادية.
- 1-3- أهمية صناديق الثروة السيادية:** حيث تحضى الصناديق السيادية بأهمية بالغة على الصعيد الاقتصادي نظرا للدور الهام الذي تؤديه، ويمكن إيجازها في النقاط التالية:¹³
- ✓ قدرتها على أداء دور الاحتياطي بالنسبة للدول المالكة لها، بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال القادمة.
- ✓ سماحها بتنوع مصادر الناتج المحلي الإجمالي بتطوير أنشطة جديدة كما هي الحال في صناديق أبوظبي و دبي بتطويرها للسياحة و الأنشطة الأخرى.
- ✓ توفيرها لمواد دائمة و منتظمة للدول المالكة لها تكون غير مرتبطة بالمواد الأولية التي مهما بلغ مخزونها تبقى قابلة للنضوب، ومن ثم فهي تقوم بدور استقراري عن طريق تقليل الصدمات الناجمة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية، فيسمح تكوين صندوق سيادي بتوفير مداخيل سنوية غير مرتبطة بأسعار المواد الأولية و تعمل على تغطية الصدمات الاقتصادية
- ✓ تعد الصناديق السيادية عاملا مساعدا في معالجة الإختلالات المالية على الصعيد العالمي، و ذلك من خلال نقل الأموال من دول الفائض إلى الدول التي تعاني من عجز مالي و تحتاج إلى مثل هذه الأموال.
- ✓ الإسهام في تكوين المعرفة أو نقلها من خلال الاستثمار فهناك البعض من هذه الصناديق تستثمر في مجال البحث و التطوير، و كذلك الاستثمار في مجال الطاقة و الاتصالات السلكية و اللاسلكية و العلوم البيولوجية و الكيماوية كصناعة الأدوية هذا في مجال تكوين المعرفة، أما فيما يتعلق بنقلها فتعمل بعض الصناديق السيادية على نقل التكنولوجيا و الخبرات من خلال الدخول بشراكات مع شركات علمية هذا يعني أن لها دورا مهما في إستراتيجية التنمية الاجتماعية و الاقتصادية و خلق فرص عمل مفيدة لمواجهة الأخطار التي تتعرض لها الدول.
- مع إقبال معظم الدول إلى تبني ظاهرة صناديق الثروة السيادية، أصبح من الضروري وضع بعض الأسس و القواعد يجب على الدول احترامها و العمل بها حفاظا على التسيير الجيد لهذه الصناديق، وعلى هذا الأساس أشاد صندوق النقد الدولي بالدور الهام الذي تلعبه هذه الصناديق في الحفاظ على استقرار النظام المالي و النقدي الدولي.

مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي لدول النامية

حالة جمهورية التشيلي للفترة 2000-2017

وفي عام 2008 قام هذا الأخير بالاجتماع الذي تم عقده في واشنطن لتأسيس مجموعة العمل حول صناديق الثروة السيادية و هي مجموعة تضم في عضويتها 26 دولة، حيث كلفت بوضع المبادئ التي تهدف إلى تحسين حوكمة الصناديق السيادية¹⁴، وجاء ذلك في اجتماع عقد بالتشيلي في سبتمبر 2008. حيث سميت هذه المبادئ بمبادئ سانتياغو والتي تتكون من 24 مبدأ¹⁵. حيث تمحورت هذه المبادئ حول ثلاث ركائز أساسية و هي:

- **المحور الأول:** ويضم الأهداف والإطار القانوني والسياسات الاقتصادية الكلية، يعتبر هذا المحور ركيزة أساسية لإطار مؤسسي قوي وهيكلي للحكومة¹⁶ مستقر كما تسير عملية صياغة استراتيجيات الاستثمار الملائمة التي تنسق مع أهداف سياسية معلنة. (من المبدأ 1 إلى غاية المبدأ 5) للإطلاع على المبادئ انظر الملحق رقم: 01.
- **المحور الثاني:** ويضم هيكل الحوكمة والإطار المؤسسي الذي يفصل بين وظائف الجهة المالكة والجهاز الحاكم وفريق الإدارة، مما يؤدي إلى الاستقلالية في إدارة صندوق الثروة السيادي بما يكفل اتخاذ قرارات الاستثمار وبدون تدخل سياسي، وتعمل سياسة الاستثمار على إظهار التزام الصندوق بخطة استثمار وممارسات استثمارية منضبطة (من المبدأ 6 إلى غاية المبدأ 17).
- **المحور الثالث:** ويتضمن إدارة المخاطر وإطار الاستثمار وهو محور يضم مبادئ تهدف إلى تشجيع سلامة العملية الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية. (من المبدأ 18 إلى غاية المبدأ 24)

1-4- مخاوف وتحديات بعض الدول للصناديق السيادية: فلم تنحصر مخاوف الدول في مجال الاستثمار في الصناديق السيادية إلى

مخاوف اقتصادية فحسب بل تعدتها إلى أن تشمل مخاوف سياسية أيضا، وهذا ما تولد عنه ردود أفعال مختلفة بين الدول استنادا للأهداف التي تسعى إليها. ومن خلال الجدول التالي سنحاول إبراز ذلك بشئ من الاختصار:

جدول 2: مخاوف وتحديات الدول للصناديق السيادية

مخاوف بعض الدول من الصناديق السيادية	تحديات الدول للصناديق السيادية
<p>*المخاوف الاقتصادية:</p> <p>1- الصناديق السيادية تعطي حكوماتها تأثير مباشر على الأسواق العالمية</p> <p>2- يتم ضبطها من قبل دول تتبنى مبادئ محاسبية متدنية مما يجعل حكومتها تواجه مخاطر كبيرة مع الأموال الحكومية.</p> <p>3- تساهم في اضطراب السوق لاسيما أن عملياتها لا يتم الكشف والإفصاح عنها حالة بحالة.</p>	<p>*رد فعل ألمانيا: "أول دولة كان لها رد فعل ضد هذه الصناديق"</p> <p>قانون مراقبة الاستثمار الأجنبي لصناديق الثروة Market Angel* إعلان حكومة</p> <p>السيادية و الذي يمنع الأجانب تملك الشركات المحلية إذا كانت الصفقة تمثل خطرا على من أسهم الشركة. %مصلحة الدولة أو حمايتها و تجاوزت 25</p> <p>*رد فعل صندوق النقد الدولي :</p> <p>* إيجاد آليات تمكن من إدماج هذه الصناديق ضمن قواعد النظام المالي العالمي من خلال وضع مجموعة من القواعد التي تحكم الممارسات في مجال إدارة الصناديق السيادية.</p>
<p>*المخاوف السياسية:</p> <p>1- التخوف من استخدامها لاقتناء التقنيات والخبرات الحيوية من خلال الدخول في الصناعات الإستراتيجية.</p> <p>2- سعي الدول التي تدير استثمارات الصناديق السيادية إلى تحقيق أهداف سياسية وما ينتج عنها من مشاكل و اختلالات اقتصادية.</p>	<p>*رد فعل الولايات المتحدة الأمريكية:</p> <p>* إلغاء الكونغرس الأمريكي صفقة إدارة الموانئ الستة الأمريكية من طرف شركة موانئ دبي العالمية المملوكة للإمارات العربية المتحدة.</p>

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى :

- شريف شعبان مبروك، صناديق الثروة السيادية بين تحديات الغربية و الأفق الخليجية، الطبعة الأولى، مركز الإمارات للدراسات و البحوث الإستراتيجية، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 22-24.

2- صندوق الإستقرار الإقتصادي والاجتماعي لجمهورية التشيلي

لهذا اتجهت العديد منها على غرار جمهورية والتشيلي إلى إنشاء صناديق للثروة السيادية تودع فيها الفوائض المالية الناتجة عن فوائض موازنتها العامة ، لتعود لإستغلالها في فترات العجز الموازني حفاظا على استقرارها المالي ، وبهدف تمويل العجز الموازني وسداد الدين العام أنشأت التشيلي صندوق الإستقرار الإقتصادي والاجتماعي سنة 2006 .

1.2. نشأة صندوق الإستقرار الإقتصادي والاجتماعي (ESSF): ينطوي قانون المسؤولية المالية التشيلي كما ذكرنا على إنشاء صندوقين جديدين للثروة السيادية، و أول هذه الصناديق هو صندوق احتياطي المعاشات التقاعدية The Pension Reserve Fund (PRF) الذي أنشئ في 28 ديسمبر 2006 الذي يعد أساسا صندوق مدخرات (لا يسمح بالسحب من الصندوق لمدة لا تقل عن عشر سنوات). ويتلقى هذا الصندوق ما بين 0.2% و 0.5% من الناتج المحلي الإجمالي اعتمادا على حجم فائض ميزانية العام لشيلي كل سنة، وفي البداية تلقى مبلغ \$ 600 مليون دولار كمساهمة أولى في عام 2006 لبدء الصندوق.

وفي 6 مارس 2007، أنشأت الحكومة التشيلية الصندوق الثاني، وهو صندوق الإستقرار الإقتصادي والاجتماعي The Economic and Social Stabilization Fund (ESSF) ، هذا الصندوق استبدل الصندوق الأصلي لإستقرار النحاس The copper stabilization fund (CSF) المنشأ في العام 1985، وأودع فيه حوالي 5 مليارات \$ كمساهمة أولى عند إنشائه (نتيجة لإغلاق صندوق استقرار النحاس الأصلي) ، و اقترحت اللجنة المالية لوزارة المالية في التشيلي سياسة الاستثمار في المجالين الاجتماعي والاقتصادي من خلال هذا الصندوق ، وتهدف إستراتيجية الاستثمار لتنويع الأصول فيه.¹⁷

ويعد الصندوق السيادي التشيلي -صندوق الإستقرار الإقتصادي والاجتماعي- أهم صندوق ثروة سيادي في أمريكا اللاتينية، وهو يشبه الصندوق السيادي النرويجي، بمعنى أنه وسيلة لإستثمار الفوائض من صادرات الموارد الطبيعية، ومصدر التمويل الأساسي هو النحاس إذ تمتعت التشيلي بفائض كبير في ميزان المدفوعات من خلال ارتفاع أسعار النحاس عالميا.¹⁸

2.2. دوافع إنشاء صندوق الإستقرار الإقتصادي و الاجتماعي (ESSF): هناك العديد من الدوافع وراء إنشاء صندوق الإستقرار الإقتصادي و الاجتماعي لجمهورية التشيلي، و يمكن تلخيصها في دافعين:

✓ دافع داخلي : يتمثل في الإيرادات المتطايرة للضرائب و النحاس وغيرها من المصادر.

✓ دافع خارجي : يتمثل في تقلبات الإقتصاد العالمي.¹⁹

3.2. الإطار المؤسسي لصندوق الإستقرار الإقتصادي و الاجتماعي (ESSF) : ويهدف الإطار المؤسسي للصندوق إلى تيسير اتخاذ القرارات، تنفيذ الأداء، رصد المخاطر ومراقبة سياسات الاستثمار، والكيانات التي تشكل الإطار المؤسسي للصندوق هي وزارة المالية وهيئاتها التابعة، اللجنة المالية، بنك التشيلي المركزي، مدراء المحافظ الخارجية، خزانة التشيلي العامة، والأمين العام .

1.3.2. وزارة المالية والهيئات التابعة : ويسمح القانون لوزير المالية بإتخاذ قرارات بشأن استثمار وإدارة الموارد في صناديق الثروة السيادية للتشيلي، وهو يمنح للوزير سلطة القرار فيما إذا كانت الإدارة التشغيلية لإستثمار الأموال ستنفذ مباشرة أو تفوضها إلى البنك المركزي التشيلي (CBC) أو غيره من المديرين الخارجيين الآخرين، هذا القانون أي قانون المسؤولية المالية يخول لوزير المالية تحديد سياسة استثمار الموارد في الصندوقين.²⁰

2.3.2. اللجنة المالية : هي هيئة استشارية خارجية يتمتع أعضائها بخبرة واسعة في المجالات الإقتصادية والمالية، تم إنشاؤها رسميا بموجب المرسوم رقم 621 الصادر عن وزارة المالية في عام 2007 لإسداء المشورة للوزير بشأن تحليل وتصميم إستراتيجية استثمار صندوق الثروة السيادية وفقا للمادة 13 من قانون المسؤولية المالية ، وتمثل صلاحيتها في:²¹

- إسداء المشورة إلى وزير المالية عند الطلب، بشأن سياسة الاستثمار الطويلة الأجل لصناديق الثروة السيادية، بما في ذلك اختيار فئات الأصول، المعايير، النطاق المقبول للانحراف، الاستثمارات المؤهلة، وإدراج بدائل استثمارية جديدة.
- تقديم توصيات إلى وزير المالية فيما يخص تعليمات محددة بشأن الإستثمار، وعمليات المناقصات، واختيار مديري الصناديق، و إبداء الرأي حول هيكل ومحتوى التقارير الفصلية التي تعدها وزارة المالية .

3.3.2. البنك المركزي للتشيلي: وقد حددت مهامه في إدارة صناديق الثروة السيادية التشغيلية بموجب المرسوم التنفيذي رقم 1383 الصادر عن وزارة المالية في عام 2006، والذي عدل لاحقا بموجب المرسوم رقم 1618 لعام 2012، ويتولى البنك المركزي مسؤولية المحاسبة، الإشراف على مهام الصندوقين، إعداد البيانات المالية، المراجعة ومراقبة الالتزام بحدود الإستثمار.

4.3.2. مدراء المحافظ الخارجية: هم كيانات متخصصة في استثمارات المحافظ المالية التي تم التعاقد عليها لإستثمار محفظة أسهم (ESSF)، محفظة الأسهم (PRF)، والمحفظة ذات العائد الثابت للشركات، وتقع مسؤولية رصد أداء المديرين الخارجيين على عاتق الوزارة والخزانة، كما يجب على المديرين الخارجيين الإمتثال للمبادئ التوجيهية للإستثمار التي حددتها وزارة المالية، والشكل الموالي يوضح لنا الكيانات التي تشكل الاطار المؤسسي لصندوقي

5.3.2. مصادر التمويل: وتتمثل في القواعد والإجراءات لتحويل الأموال من و إلى الصندوق السيادي خاصة ESSF الذي يرتبط ارتباطا وثيقا بقاعدة التوازن الهيكلية من جهة، واتجاه نمو الناتج المحلي الإجمالي من جهة أخرى.

حيث تتمثل إيرادات صندوق الإستقرار الإقتصادي والاجتماعي ESSF في "عوائد من الموارد النحاسية ما يقارب 1% من فوائض الهيكلية"¹⁹ إضافة إلى الفوائض المتبقي من ودائع صندوق احتياطي المعاشات التقاعدية PRF مخصوم منها الأموال التي استخدمت لتسديد الدين العام، أما إيرادات PRF فتتمثل في 0.2% كحد أدنى، تقتطع سنويا من الناتج المحلي الإجمالي للسنة السابقة، بحيث أن هذه النسبة يمكن أن ترتفع إلى 0.5% كحد أقصى، إضافة إلى الودائع التي يمكن أن تمول من طرف صندوق الإستقرار الإقتصادي والاجتماعي ESSF بأمر من وزير المالية.²⁰

أما في جانب الخصوم: يمكن سحب الأموال من صندوق الإستقرار الإقتصادي والاجتماعي ESSF في أي وقت من أجل سد الثغرات المالية في الميزانية خاصة من جانب الإنفاق العمومي، كما يمكن استخدام موارد الصندوق لسداد الدين العام أيضا، حيث أن هذا السحب يكون وفقا لتقديرات وزارة المالية من جهة ومراعاة قاعدة التوازن الهيكلية من جهة أخرى.

6.3.2. أهداف صندوق الإستقرار الإقتصادي والاجتماعي: يسعى صندوق الثروة السيادية التشيلي لتحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- تعظيم القيمة المتراكمة له من أجل تغطية انخفاض الإيرادات المالية والحفاظ على مستوى متدني من المخاطر، من خلال اختيار محفظة استثمارية عالية السيولة ذات مخاطر ائتمانية متدنية بما يضمن توافر الموارد المالية في الوقت المناسب لتمويل العجز.²¹
- تمويل العجز المالي الذي يمكن أن تحدث في فترات انخفاض نمو أو انخفاض أسعار النحاس، وهذا يساعد على الحد من التقلبات في الإنفاق المالي عبر الدورة الاقتصادية.
- ويمكن أيضا ESSF من سداد الديون العامة و السندات الاعتراف وكذلك المساهمة في صندوق PRF طبقا لما ينص عليه قرار وزير المالية.²²

3- صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي في التشيلي أداة لضبط مؤشرات الاستقرار المالي :

منذ عام 2001 ، استرشدت السياسة المالية بقاعدة الفائض الهيكلي ، التي تسعى إلى تخفيف أثر التقلبات الدورية على المالية العامة، لاسيما في النشاط الاقتصادي ، بسبب تذبذب سعر النحاس وعوامل أخرى والذي قد يكون بسبب الصدمات الخارجية ، وهو ما كان عليه الأمر في المدى الماضي، وقد تم ذلك بهدف فصل الإنفاق العام عن التطور الدوري الفعال لإيرادات الضرائب، وربطه بالمسار التقديري لإيرادات الضرائب الدائمة أو الهيكلية.

وصندوق الإستقرار الإقتصادي والإجتماعي ESSF هو عنصر أساسي في السياسة المالية ، وفيه يتم ايداع الإيرادات الضريبية المتراكمة الزائدة عن الحاجة الإنفاقية للبلد والتي تتجاوز اتجاهه على المدى الطويل، ومنه يتم سحب الموارد المتراكمة لتمويل العجز المالي الذي نشأ، كما سبق أن لوحظ من التقلبات الدورية وبالنظر إلى أهدافه، يعتبر ESSF صندوق إستقرار لأنه يسمح بتثبيت الإنفاق العام واستدامته، وقد قُدر الإستخدام المضاد للدورات الإقتصادية في أنه على سبيل المثال ، بعد الأزمة المالية في الفترة 2007-2008 ، في عام 2009 تم سحب الموارد بنحو 9 مليارات دولار لتمويل جزء من العجز المالي ، وفي نهاية عام 2010 بلغ رصيد الصندوق 12.700 مليون دولار.

وفيما يتعلق بسياسة الإستثمار، تم تصميم السياسة الحالية على أساس دراسة أولية أجريت في عام 2006 من قبل وزارة المالية التي نظرت فقط في فئات الأصول التي يمكن أن يقوم بها البنك المركزي التشيلي مباشرة، في نهاية عام 2007، أوصت اللجنة المالية بتغيير هذه السياسة مع الأخذ بعين الإعتبار ، من بين عوامل أخرى ، دراسة أجرتها شركة ميرسر، في المرحلة الأولى وكسياسة انتقالية ، أوصى البنك المركزي التشيلي بسياسة استثمارية مماثلة لصندوق ESSF ولصندوق احتياطي المعاشات PRF، واقترحت هذه السياسة تنويع المحفظة وإدماجها في اقتناء سندات الشركات وأسهمها نتيجة للأزمة المالية الدولية ، لم يتم تنفيذ هذه التوصية ولا يزال ESSF مستثمرا في الوقت الحالي وفقاً لسياسته الأولية.²³

كما هو منصوص عليه في المرسوم رقم 128/20، يجوز تخصيص موارد ESSF لما يلي:

- ✓ تمويل قانون الموازنة ، حتى المبلغ المنصوص عليه في القانون المذكور ، والمدرجة في حساب الإيرادات العامة للأمة المعنية .
 - ✓ استبدال الدخل و / أو تمويل الإنفاق العالي الذي يحدث أثناء تنفيذ الميزانية ، وفقا للتراخيص والقيود المنصوص عليها في التشريع الساري .
 - ✓ الإهلاك أو الفائدة أو المصروفات الأخرى لمفهوم الدين العام ، بما في ذلك النفقات الناشئة عن اتفاقات الصرف الخاصة بأسعار الفائدة و / أو العملات .
 - ✓ الإهلاك أو الفوائد أو المصروفات الأخرى لسداد سندات الاعتراف المشار إليها في المادة 11 من المرسوم بقانون رقم 3 500 لعام 1980 ، بما في ذلك تلك الناشئة في اتفاقات الصرف المتعلقة بأسعار الفائدة و / أو العملات .
 - ✓ تمويل المساهمة المشار إليها في الحرف أ من المادة 6 من القانون رقم 128/20، عندما يقدم ذلك وزير المالية .
 - ✓ تمويل المساهمات غير العادية للصندوق المشار إليه في المادة 5 من القانون رقم 128/20، عندما يقدم ذلك وزير المالية.²⁴
- 3-1- مجلس الاستقرار المالي التشيلي :** تم إنشاء مجلس الإستقرار المالي في عام 2011 لضمان نزاهة وسلامة النظام المالي، وتوفير آليات للتنسيق وتبادل المعلومات اللازمة لاتخاذ إجراءات وقائية من المخاطر النظامية ولتسوية الحالات الحرجة التي تنطوي على ممارسة وظائف وصلاحيات المشرفين في المنطقة الاقتصادية.
- بهدف تعزيز وتحسين الإطار المؤسسي ، في نوفمبر 2014 ، سُن القانون رقم 789/20 ، مما منحه وضعًا قانونيًا.

وتتمثل الأهداف الرئيسية للمجلس في السماح بإتاحة المعلومات بشأن الأنشطة التي تخضع للإشراف والتنظيم، بهدف الإدارة السليمة للمخاطر النظامية، ويكون التنسيق السليم بين المشرفين والمنظمين وتحليلها على أساس موحد لممارسة الإشراف المتكامل للتكتلات المالية وتنفيذ السياسات العامة بهذا الشأن، وتقديم التوصيات ذات الصلة بالتصميم التشريعي والتنظيمي.

3-1-1- أعضاء المجلس: ويتكون أعضاء مجلس الاستقرار المالي للتشيلي من:

- وزارة المالية التي ترأسها ؛

- المشرف على الأوراق المالية والتأمين ؛

- المشرف على البنوك والمؤسسات المالية ؛

- المشرف على المعاشات ؛

بالإضافة إلى ما سبق ذكره، بمناسبة الاجتماعات التي عقدها المجلس، طُلب منه الحصول على مشورة دائمة من البنك المركزي في جميع الأمور المتعلقة بمهامه، ولهذا الغرض يتوجب حضور رئيس البنك أو نائب يعينه مكانه.²⁵

3-1-2- القواعد الداخلية لإجراءات مجلس الاستقرار المالي: وفقا لأحكام المادة 5 من القانون رقم 789/20 لعام 2014، يوافق

مجلس الإستقرار المالي على قواعد التشغيل واعتماد الاتفاقيات التالية:²⁶

المادة 1: تردد الدورات: يعقد المجلس اجتماعات دورية مرة واحدة في الشهر، بعد استدعائه من قبل الأمانة الفنية.

كما يجوز للمجلس أيضا عقد دورة استثنائية عند انعقاده لاسيما من قبل الأمانة الفنية، بناء على طلب من وزير المالية أو ثلاثة أعضاء الآخرين من المجلس.

المادة 2: مكان الجلسات: تكون اجتماعات المجلس تابعة لوزارة المالية ومع ذلك، و في حالات القوة القاهرة يجوز للمجلس عقد اجتماعات واعتماد صدق اتفاقياته في مؤسسات أخرى المشاركة في المجلس.

المادة 3: استشهاد الجلسات: يجب أن يتم الإقتباس من الجلسات على الأقل 5 أيام عمل قبل تاريخ الدورة المعنية، بغض النظر عن ما إذا كان اسم الجلسة غير عادية مع يوم عمل مقدم.

ويجب أن يذكر الاستدعاء تاريخ ومكان وموعد الاجتماع، ويتضمن جدولاً للمواد التي يجب معالجتها والمستندات أو السوابق المتعلقة بهذا الموضوع، إذا كان ذلك مناسباً.

المادة 4: النصاب القانوني للإجتماع: يجتمع المجلس بحضور ثلاثة على الأقل من أعضائها، ويجب أن يكون من بينهم وزير المالية أو ممثل له، في حالة غياب أو تعذر حضور أي عضو في المجلس، أو الرئيس من البنك المركزي، يتم الإبلاغ عن ذلك وبشكل دائم تكون الدورة معتمدة من الأمانة الفنية، وتسجيل كل المعلومات بالتفصيل.

المادة 5: التدقيق: تقوم الأمانة الفنية بوضع سجل لكل جلسة، وفيه يسجل تاريخ ومكان انعقاد الدورة المعنية والأشخاص الذين حضروا الإجتماع، فضلا عن الجوانب الرئيسية للمناقشة، والاتفاقات التي اعتمدها المجلس، ترسل الأمانة الفنية اقتراحا بالتدقيق إلى الأعضاء لرصد بعض التحفظات .

المادة 6: وظائف أعضاء المجلس:

✓ حضور الدورات، وفي حالة غياب أو عائق، إبلاغ الأمانة التقنية لإتخاذ الإجراءات الضرورية لذلك.

✓ إبلاغ الأمانة الفنية بالأشخاص الذين سيرافقونهم في كل جلسة.

✓ تقديم الوثائق المتعلقة بالمواضيع التي سيتم معالجتها .

✓ إدارة معالجة وإرسال طلبات للحصول على معلومات أو دراسات .

✓ تزويد الأمانة الفنية بالدعم المطلوب للإمتثال لأهداف المجلس على النحو المطلوب، على أعضاء المجلس إخطار الأمانة الفنية بمسؤوليتها التي ستشكل جزءاً من مجموعات العمل التي أنشأها المجلس.

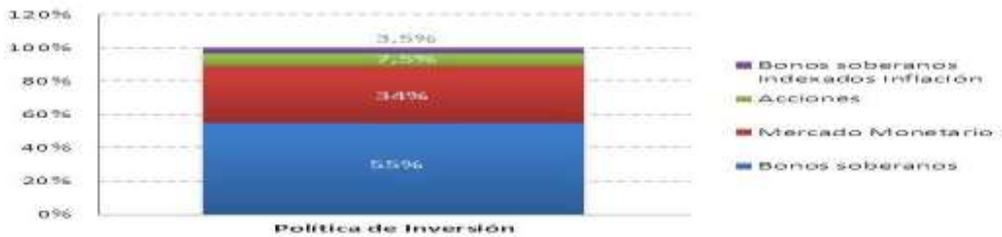
3-2-سياسة الاستثمار وآداء صندوق الإستقرار الإقتصادي والاجتماعي : إضافة الى كون صندوق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي صندوق سيادي هدفه تحقيق الاستقرار في التشيلي فهو كذلك صندوق استثماري ونستعرض فيما يلي سياسة استثماره وتطور قيمته السوقية و آدائه.

3-2-1-سياسة الاستثمار : تماشياً مع أهداف الصندوق الموضحة سابقاً ، يتمثل الهدف الرئيسي لسياسة الاستثمار في ESSF في تعظيم القيمة المتراكمة للصندوق من أجل تغطية التخفيضات الدورية في الإيرادات المالية بشكل جزئي مع الحفاظ على مستوى منخفض من المخاطر، وينعكس فوراً من المخاطر في اختيار محفظة استثمارية ذات مستوى سيولة مرتفع ومخاطر ائتمانية منخفضة التقلبات ، مما يضمن توافر الموارد لتغطية العجز المالي وتجنب الخسائر الكبيرة في قيمة الصندوق.

منذ نشأتها وحتى يوليو 2013، ركزت سياسة الاستثمار في ESSF على الاستثمار في الأدوات ذات الدخل الثابت المقومة بعملات احتياطية ، والتي عادةً ما تسير بشكل جيد في أوقات الأزمات، ومع ذلك ، تم تنفيذ سياسة استثمارية جديدة في أغسطس 2013 ، والتي تم تحديدها من قبل وزارة المالية على أساس توصيات اللجنة المالية في عام 2012، وتضع هذه السياسة الاستثمارية تخصيص محفظة بنسبة 15% في الودائع المصرفية ، و 74% في الفواتير السيادية و السندات السيادية ، و 3.5% في السندات السيادية المرتبطة بمعدل التضخم و 7.5% في الأسهم.

بالنسبة لمحفظة الدخل الثابت ، يتم تخصيص العملة بنسبة 40% بالدولار الأمريكي (USD) ، و 25% باليورو (EUR) ، و 20% بالين الياباني (JPY) ، و 7.5% بالفرنك السويسري (CHF) ، معبراً عنه كنسبة مئوية من إجمالي المحفظة، كما تؤدي السياسة الجديدة إلى زيادة مدة محفظة الإيرادات الثابتة لما يقرب من 4.8 سنوات.²⁷ والشكل التالي يوضح تقسيم استثمارات الصندوق :

الشكل 2: تقسيم إستثمارات الصندوق



Source: Ministerio de Hacienda ,chile, <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica-y/politica-de-inversion.html> ,11 /08/2018,14:00.

وتحدد الأدوات والمصدرون المؤهلون للإستثمار وفقاً للمعايير المرجعية المناظرة، كما يسمح لمدراء المحفظة بالإستخدام المحدود لصناديق الإستثمار المتداولة، والصناديق المشتركة والعقود الآجلة من أجل تسهيل تتبع المؤشر الأساسي للأسهم.

وللحفاظ على توافق الصندوق مع تخصيص الأصول الإستراتيجية، تم تحديد سياسة إعادة توازن المحفظة، والتي تتمثل في العودة إلى التخصيص الإستراتيجي مرة واحدة في السنة، وكلما كانت نسبة الأسهم خارج نطاق 5.5% - 9.5% من إجمالي المحفظة، وتنسق عملية إعادة التوازن السنوية مع مساهمات الصندوق.

أما القيمة السوقية للصندوق لتوضيح تطور القيمة السوقية لصندوق الإستقرار الاقتصادي والاجتماعي نستعرض الجدول التالي :

جدول 3: تطور القيمة السوقية لصندوق الإستقرار الاقتصادي والاجتماعي 2007-2018

مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي لدول النامية

حالة جمهورية التشيلي للفترة 2000-2017

الوحدة: مليون دولار أمريكي.

السنوات	القيمة السوقية الأولية	مساهمة	السحب	الفوائد المتراكمة	المكاسب الرأسمالية (أو الخسائر)	الإعتماد والحفظ وغيرها من التكاليف	القيمة السوقية النهائية
2007	0	13100	0	326.15	606.81	-0.35	14032.61
2008	14032.61	5000	0	623.95	556.08	-1.96	20210.68
2009	20210.68	0	-9277.71	404.27	50.83	-1.62	11284.78
2010	11284.78	1362.33	-150	227.63	3.51	-1.13	12720.10
2011	12720.10	0	0	236.99	200.71	-1.16	13156.64
2012	13156.64	1700	0	201.89	59.71	-1.3	14997.52
2013	14997.52	603.39	0	184.10	363.71	-2.17	15419.13
2014	15419.13	0	-498.93	188.28	416.97	-2.69	14688.82
2015	14688.82	0	-463.88	167.08	422.87	-2.87	13966.28
2016	13966.28	0	-462.29	161.56	109.12	-2.61	13772.06
2017	13772.06	0	0	153.01	816.56	-2.80	14738.82
جانفي 2018	14738.82	0	0	13.67	204.35	-0.03	14956.82
فيفري 2018	14956.82	0	0	13.24	118.85	-0.20	14851
من البداية	0	21765.71	-10852.81	2901.83	1057.18	-20.91	14851

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى :

Ministerio de Hacienda ,Fondo De Estabilización Económica Y Social, Informe Ejecutivo Mensual a Febrero de 2018, p: 02: <http://www.hacienda.cl/fondos-soberanos/fondo-de-estabilizacion-economica-y/informes-mensuales.html>,11/08/2018,23:05

بلغت القيمة السوقية لصندوق الإستقرار الإقتصادي والإجتماعي ESSF في نهاية عام 2016 ما قيمته 13772 مليون دولار أمريكي، كما أشرنا سابقا مقابل 13966 مليون دولار أمريكي في نهاية عام 2015، ويعزى هذا الانخفاض أساسا إلى سحب مبلغ 462 مليون دولار أمريكي لتمويل المساهمة المطلوبة قانونيا في صندوق إعادة التوطين، والذي قابله جزئيا صافي إيرادات الاستثمار البالغ 268 مليون دولار أمريكي، وقد سجل الصندوق منذ إنشائه في 6 مارس 2007 مساهمات رأسمالية قدرها 21766 مليون دولار أمريكي وسحب قيمته 10853 مليون دولار أمريكي، وحققت مكاسب مالية صافية بلغت 2901 مليون دولار أمريكي، والجدول الموالي يوضح قيمة المساهمات الرأسمالية في الصندوق و السحب منه (2016-2007)

جدول 4: قيمة المساهمات الرأسمالية في الصندوق و السحب منه (2016-2007)

الوحدة: مليون دولار أمريكي

الفترة	مساهمات رأسمالية	السحب من الصندوق
2007	13100	
2008	5000	
2009		9278
2010	1362	150
2011		
2012	1700	
2013	603	
2014		499
2015		464
2016		462
المجموع	21766	10853

Source: The Chilean Ministry of Finance, Annual Report Sovereign Wealth Funds 2016,chile,2017,P: 33.

مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي لدول النامية

حالة جمهورية التشيلي للفترة 2000-2017

3-2-2-أداء الصندوق: في عام 2016، كان العائد من الصندوق بالدولار صافية من تكاليف الإدارة 1.74٪، ويعكس ذلك أساسا العائد على محفظة الدخل الثابت 1.15٪، وهو ما يمثل 92٪ من الصندوق وبدرجة أقل عائدات محفظة الأسهم 8.27٪، والتي تمثل 8٪ فقط من الصندوق²⁸، وتعود عائدات الدخل الثابت إلى 1.38٪ بالعملة المحلية و -0.23٪ من آثار سعر الصرف، وكان صافي العائد المعادل في البيزو في العام -3.92٪، وهو ما يفسر بشكل رئيسي بانخفاض قيمة الدولار مقابل البيزو خلال الفترة، ومنذ 31 مارس 2007، بلغ صافي العائد السنوي بالدولار والبيزو 2.24٪ و 4.45٪ على التوالي (انظر الجدول 5).

جدول 5: العائد الصافي لصندوق الإستقرار الإقتصادي والإجتماعي التشيلي ESSF

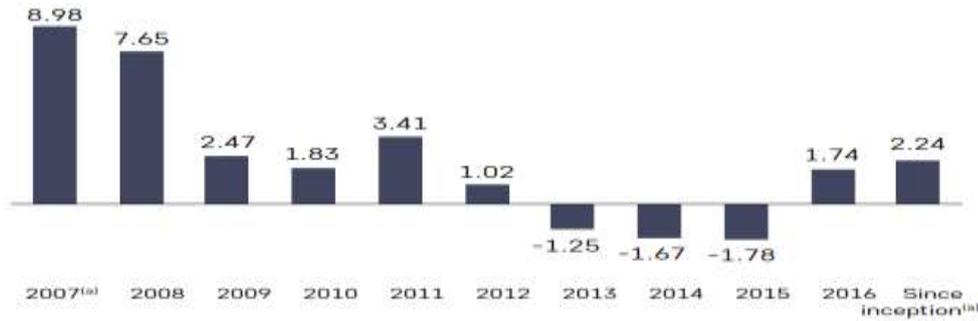
العائد	2016	ثلاث سنوات السابقة	منذ إنشائه
العملة المحلية	1.38	2.43	2.65
سعر الصرف	-0.23	-3.39	-0.61
العائد على محفظة الدخل الثابت	1.15	-0.96	2.04
العائد على الأسهم	8.27	3.58	-
العائد بالدولار الأمريكي	1.74	-0.58	2.24
عائد سعر الصرف CLP*	-5.66	8.41	2.21
العائد بـ CLP	-3.92	7.82	4.45

Source: The Chilean Ministry Of Finance, Annual Report Sovereign Wealth Funds 2016, chile, 2017, P: 33

* العائد في قوانين وسياسات المنافسة مقابل مجموع نسب الاختلاف في سعر الصرف بالدولار و البيزو.

والمدرج التكرار الموالي يوضح لنا العائد السنوي الصافي بالدولار الأمريكي للفترة (2007-2016)

الشكل 3: العائد السنوي الصافي بالدولار الأمريكي للفترة (2007-2016)



Source: The Chilean Ministry of Finance, Annual Report Sovereign Wealth Funds 2016, chile, 2017, P: 34.

ويظهر تحليل التطور التاريخي للصندوق بالشكل أعلاه أنه في الفترة من 2013 إلى 2015، قد سجل صندوق عائدات جد منخفضة بالدولار، ويرجع ذلك إلى حد كبير إلى أثر سعر الصرف في تلك الفترة. وبلغ معدل العائد الداخلي للدولار 1.96٪ في عام 2016 و 2.23٪ سنويا منذ تأسيس الصندوق.

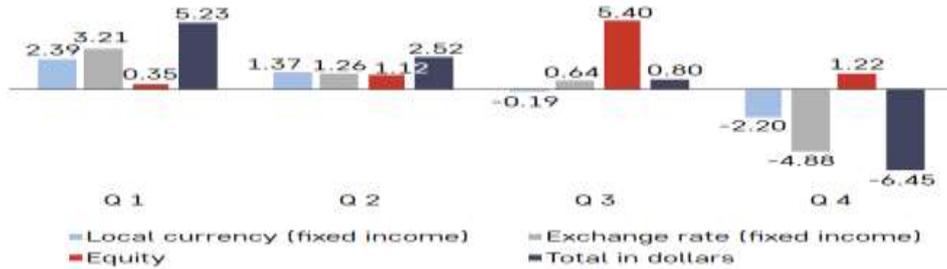
ويبين الشكل أدناه التوزيع الفصلي لصافي العائد بالدولار في عام 2016، وتحلل في العائد بالعملة المحلية وتأثير سعر الصرف في محفظة الإيرادات الثابتة، بالإضافة إلى محفظة الأسهم في الربع الأول، سجل الصندوق عائدا إجماليا بالدولار بنسبة 5.23٪، ويرجع ذلك أساسا إلى التأثير الإيجابي لارتفاع قيمة العملات الرئيسية التي تستثمر فيها محفظة الدخل الثابت في الصندوق (3.21٪) مقابل الدولار

مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي لدول النامية

حالة جمهورية التشيلي للفترة 2000-2017

والعوائد الايجابية لتلك المحفظة بالعملة المحلية، وكان عائد الصندوق إيجابيا أيضا في الربع الثاني 2.52٪، بسبب أداء محفظة الدخل الثابت بالعملة المحلية 1.37٪²⁹، وتقديرات أسعار الصرف في صندوق الدخل الثابت ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل 4 : العائد الفصلي الصافي لسنة 2016

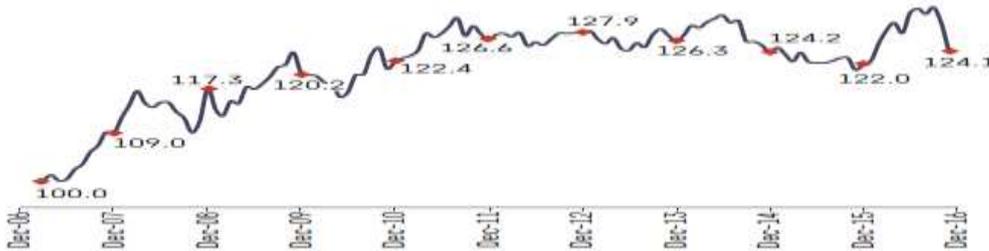


Source: The Chilean Ministry of Finance, Annual Report Sovereign Wealth Funds 2016,chile,2017,P:34.

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا أنه وفي الربع الثالث، كانت عائدات الصندوق بالدولار إيجابية مرة أخرى، حيث بلغت 0.80٪، وذلك بفضل الأداء القوي لمحفظة الأسهم 5.40٪ وارتفاع قيمة العملة في محفظة الدخل الثابت 0.64٪، والذي قابله جزئيا العائد بالعملة المحلية في محفظة الدخل الثابت (-0.19٪) وأخيرا، كان العائد في الربع الرابع (-6.45٪)، ويرجع ذلك أساسا إلى انخفاض قيمة العملات في محفظة الدخل الثابت مقابل الدولار (-4.88٪)، والأداء بالعملة المحلية (-2.20٪). وعوضت محفظة الأسهم جزئيا هذه الآثار (1.22٪).

ويمكن توضيح أداء الصندوق الاستثماري باستخدام مؤشر العائد الشهري للمحفظة، وبلغت القيمة الافتتاحية 100 نقطة في 31 مارس 2007، وبلغت 124.1 نقطة في نهاية عام 2016.

الشكل 5: أداء الصندوق الاستثماري 2006-2016



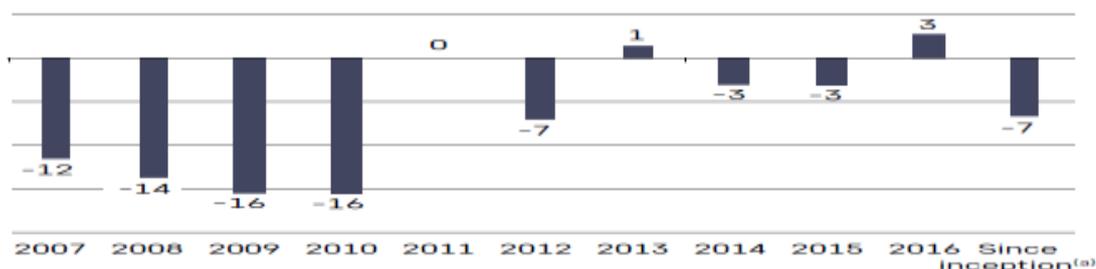
Source: The Chilean Ministry of Finance, Annual Report Sovereign Wealth Funds 2016,chile,2017,P: 35.

وفي عام 2016، كان أداء الصندوق، الذي تم قياسه بالفرق بين عائد المحفظة والعائد المرجعي، 3 نقاط أساس، وهو ما يتوافق مع التركيز الأكبر على استراتيجية الاستثمار السلبي منذ 1 ماي 2011، ومنذ 31 مارس 2007، بلغ العائد السنوي لصندوق ESSF : 7 نقاط أساس أقل من المؤشر المعياري والشكل الموالي يوضح ذلك:

مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي لدول النامية

حالة جمهورية التشيلي للفترة 2000-2017

الشكل 6: فائض إيرادات ESSF مقارنة بالمؤشر المعياري



Source: The Chilean Ministry of Finance, Annual Report Sovereign Wealth Funds 2016, chile, 2017, P: 35.

وحسب فئة الأصول، سجلت محفظة الإيرادات الثابتة فائض قدره 5 نقاط أساس مقارنة بالمؤشر المعياري في عام 2016، في حين أن محفظة الأسهم كانت 15 نقطة أساس أقل من المؤشر المعياري (انظر الجدول 6)، ومنذ إنشائه سجل صندوق ESSF : -7 نقطة أساس، وهذا ناتج أساسا من محفظة الدخل الثابت، بالنظر إلى أن الاستثمار في الأسهم لا يتعدى إلا أوت 2013.

جدول 6: فائض الإيرادات مقارنة بالمؤشر المعياري على حسب فئة الأصول

منذ إنشائه	ثلاث سنوات السابقة	2016	فئة الأصول
7-	2	5	الإيرادات (الدخل) الثابت
-	9-	15-	الأسهم
7-	1-	3	مجموع المحفظة الاستثمارية

المصدر : من إعداد الباحثين استنادا إلى:

The Chilean Ministry of Finance, Annual Report Sovereign Wealth Funds 2016, chile, 2017, P:36.

3-2-3- تكاليف الإدارة والإيرادات من برنامج إقراض الأوراق المالية: وشملت التكلفة الإجمالية لإدارة الصندوق في عام 2016 مبلغ 1 113 997 دولارا لخدمات الحفظ، و 935.495 دولارا لخدمات إدارة CBC، و 454.957 دولارا لخدمات المدراء الخارجيين، وفي السنة كانت هناك أيضا مدفوعات مرتبطة بالخدمات الاستشارية المقدمة من شركة فيروس الاستشارية، و 27 خدمة تدقيق للبيانات المالية لعام 2015، وخدمات الاستشارات الضريبية، بمبلغ إجمالي قدره 107.143 دولار أمريكي، وكان مجموع تكاليف الإدارة يعادل نقطتين أساسيتين من متوسط حجم الصندوق في عام 2016، وبلغت الإيرادات المتأتية من برنامج إقراض الأوراق المالية 3.440.007 دولارا أمريكي (أنظر الجدول أدناه).

جدول رقم 7: تكاليف الإدارة والإيرادات من برنامج إقراض الأوراق المالية 2012-2016

الوحدة: مليون دولار أمريكي

2016	2015	2014	2013	2012	البيانات
1.113.992	1.295.073	1.302.645	1.379.420	530.901	خدمات الحفظ
935.495	957.404	802.573	789.277	768.014	خدمات إدارة CBC
454.257	622.359	581.047	-	-	خدمات مدراء الخارجيين
107.143	-	-	-	-	خدمات اخرى
2.611.593	2.874.836	2.686.265	2.168.697	1.298.915	مجموع التكاليف
3.440.007	2.563.815	2.332.681	2.654.248	2.914.649	برنامج اقراض الأوراق المالية

المصدر : من إعداد الباحثين استنادا إلى:

The Chilean Ministry of Finance, Annual Report Sovereign Wealth Funds 2016, chile, 2017, P:38.

مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي لدول النامية

حالة جمهورية التشيلي للفترة 2000-2017

3-2-4- المخاطر المالية الرئيسية: تعرض الصندوق إلى أنواع مختلفة من المخاطر نتيجة استثماراته في أدوات مالية مختلفة، بما في ذلك مخاطر السوق ومخاطر الائتمان ومخاطر السيولة والمخاطر التشغيلية، وترتبط معظم هذه المخاطر ارتباطاً مباشراً بتخصيص الأصول والعملة واختيار المعايير، خاصة بالنظر إلى النهج السلبي لسياسة الاستثمار في الصندوق.

3-2-5- وضعية الدين العام في التشيلي: الجزء الأكبر من مخزون تشيلي الحالي من الدين العام صدر عن البنك المركزي، وهو راجع جزئياً إلى العمليات المنفذة بعد الأزمة المالية من عام 1982، عندما أصدرت السلطة النقدية كميات كبيرة من السندات من أجل تمويل و إنقاذ النظام المالي التشيلي، بتعبير أدق، تصرف البنك المركزي نيابة عن السلطة المالية من أجل توفير السيولة وإعادة رسملة النظام المصرفي في الوقت الذي تفتقر فيه السلطة النقدية إلى الحكم الذاتي في وقت لاحق، عندما منح البنك المركزي الاستقلال الذاتي في نهاية 1980 وحدد حجم رأس ماله، لم يتم الاعتراف بالكامل بالخصوم الناشئة عن عمليات الإنقاذ المالي في ميزانيته العمومية، حصة أخرى كبيرة من الدين العام الصادرة عن البنك المركزي ترتبط بتراكمها الهائل من الاحتياطيات الدولية في 1990، فقط قبل الأزمة الآسيوية.

حدث هذا التراكم في سياق تدفقات رأس المال الكبيرة إلى البلاد، منذ بداية العقد الماضي، بدأ الدين العام الإجمالي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في الانخفاض، وانخفض من حوالي 37% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2001 إلى 27% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2011، وكان السبب الرئيسي في نهاية المطاف تراكم ضخم من احتياطيات البنك المركزي، دون التدفقات الرأسمالية الكبيرة في التسعينات، و بعد أن توقفت السلطة بشكل منهجي التدخل في سوق الصرف وتجنب الحاجة إلى تعقيم مثل هذه التدخلات، استقرت الديون الاسمية وبدأت بفضل النمو المستدام تنخفض كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

في عام 2011، بسبب برنامج استثنائي للاحتياطيات المتراكمة تراجعت ديون البنك المركزي من حوالي 10% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2010 إلى 16% من الناتج المحلي الإجمالي بحلول نهاية عام 2011. ظلت الديون الحكومية مستقرة إلى حد ما على مدى السنوات الخمس عشرة الماضية، متذبذبة بين 5% و 10% من الناتج المحلي الإجمالي، وقد ازداد في السنوات الأخيرة بسبب السياسة الواضحة لوضع معايير لأسعار الأوراق المالية الخالية من المخاطر، وكذلك لتنوع تكوين العملة للتمويل العام،³⁰ والجدول الموالي يوضح تطور الدين العام في التشيلي للسنوات الأخيرة.

جدول رقم 8: تطور الدين العام في التشيلي 1991-2016

الوحدة : مليون دولار أمريكي

صافي الدين		الدين الإجمالي		السنة
الناتج المحلي الإجمالي	ملايين الدولارات	الناتج المحلي الإجمالي	ملايين الدولارات	
8,22%	7929	37.90%	13170	1991
1,15%	6505	1,31%	13385	1992
6,13%	6238	5,28%	13075	1993
8.10%	4796	9,22%	13498	1994
3.90%	2803	17.50%	12435	1995
1.50%	1099	7,14%	11117	1996
-0.40%	-352	9,12%	10445	1997
-0.30%	-219	12.20%	9651	1998
1.60%	1186	13.30%	9677	1999
3.10%	2264	2,13%	9690	2000
5.60%	3856	14.40%	9929	2001
7.60%	5153	1,15%	10228	2002

مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي لدول النامية

حالة جمهورية التشيلي للفترة 2000-2017

6.50%	5727	٪6.12	11095	2003
4.00%	4305	٪3.10	11126	2004
-0.10%	-72	7.00%	9373	2005
-6.60%	10176	5.00%	7666	2006
-13.00%	23649	3.90%	7094	2007
-19.30%	28745	4.90%	7335	2008
-10.50%	20089	5.80%	11096	2009
-7.00%	16651	8.60%	20358	2010
-8.60%	20031	٪1.11	25928	2011
٪-6.8	18387	11.90%	32423	2012
-5.60%	14803	12.70%	33515	2013
-4.30%	10642	٪9.14	36587	2014
-3.50%	7758	٪4.17	38963	2015
1.00%	2390	٪3.21	53365	2016

المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى :

Source: The Chilean Ministry of Finance, la deuda publica ,<http://www.hacienda.cl/oficina-de-la-deuda-publica/colocaciones-bcch-soma/evolucion-de-la-deuda.html> , 14/08/2018 ,23:00.

وبالنسبة لتقسيمات الدين العمومي بين الداخلي والخارجي نستعرض ذلك في الجدول الموالي :

جدول 9: إجمالي الدين الداخلي والخارجي للتشيلي 2004-2016

الوحدة: مليون دولار امريكي

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	
43285	31186	30042	28355	26288	20647	16262	8566	4400	3438	3495	5138	6172	الديون ال محلية
10081	7777	6544	5160	6135	5280	4095	2530	2935	3656	4171	4233	4949	الدين الخارجي
53365	38963	36587	33515	32423	25928	20358	11096	7335	7094	7666	9370	11121	الدين الكلي

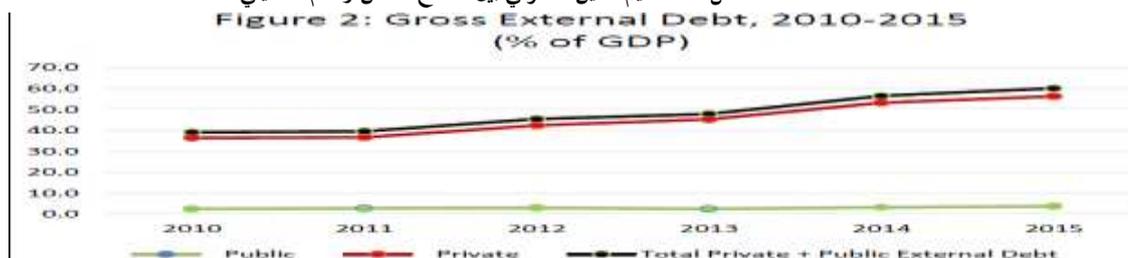
المصدر: من إعداد الباحثين استنادا إلى :

Source : The Chilean Ministry of Finance, <http://www.hacienda.cl/english/public-debt-office/statistics/historical-debt-composition.html> ,15 /08/2018 ,18:50.

ويشكل القطاع الخاص نسبة كبيرة من الدين الخارجي والشكل التالي يوضح ذلك :

الشكل 7: تقسيم الدين العمومي بين القطاع الخاص والعام للتشيلي

Figure 2: Gross External Debt, 2010-2015 (% of GDP)



Source: Sebastián Claro and Claudio Soto, Macro policies and public debt in Chile, BIS Papers No 67,chile ,p:105.

مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي لدول النامية

حالة جمهورية التشيلي للفترة 2000-2017

من خلال الشكل السابق يتبين أن أهم هزة ارتدادية منذ نهاية دورة السلع الأساسية هو التراكم السريع للديون الخارجية، ارتفع الدين الخارجي وخاصة الديون الخارجية للشركات غير المالية، من 39٪ من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2010 إلى ما يقدر بنحو 56٪ في نهاية عام 2015، وفي أعقاب انهيار صادرات النحاس في شيلي مباشرة، كانت الزيادة في الدين الخارجي ناتجة عن تخفيض قيمة العملة المترتب على ذلك، ومع هذا بما أن معظم التزامات تشيلي بالدولار طويلة الأجل، والتي تحمل آجال الإستحقاق البالغة 10 سنوات أو أكثر، فإن المشكلة المباشرة قد تم دفعها في الوقت المناسب.³¹

وكان الدافع وراء تراكم الديون الخارجية للشركات في التشيلي هو اقتراض الشركات غير المالية، في عام 2015، استحوذ القطاع الخاص على 94٪ من إجمالي الدين الخارجي - وهي حصة ظل عليها على الدوام على مر السنين -، وبالتالي فإن الزيادة في الديون الخارجية للشركات كانت زيادة في مبالغ الديون بدلا من حصص الديون، وقد نتجت هذه الزيادة عن حقيقة أن تراكم الديون كان يهدف إلى تمويل الزيادة في الاستثمار في قطاع التعدين.

أدت مخاوف استدامة الديون في شيلي إلى حد كبير إلى انهيار سعر الصرف في عام 2013، وإلى حد أقل إلى زيادة حصة الدين قصير الأجل في إجمالي الدين الخارجي للقطاع الخاص. يبدو أن نقطة التحول كانت في ربيع عام 2013، عندما أعلن مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بداية النهاية في برنامج التسهيل الكمي (QE). أدى هذا الإعلان إلى ما يطلق عليه اسم نوبة غضب الدولار، والتي أدت في تشيلي إلى عدة جولات من تخفيض قيمة البيزو التشيلي (CLP) مقابل الدولار الأمريكي (USD) التي أضافت بالفعل (في وقت كتابة هذه الورقة) إلى 50٪، حدثت الزيادة في الديون قصيرة الأجل بعد هذا الوقت مباشرة (2014-2015).

3-2-6 مؤشرات المالية العامة للتشيلي :

أما بالنسبة للعجز المالي ففي عام 2016، استمر العجز المالي للحكومة المركزية في اتجاهه التصاعدي، حيث ارتفع إلى 2.7٪ من الناتج المحلي الإجمالي (2.2٪ في عام 2015) نتيجة للتباطؤ الحاد في الإيرادات المالية - وخاصة الإيرادات الضريبية - التي انخفض نموها من 8.3٪ في عام 2015 إلى 0.9٪ في عام 2016 بالقيمة الحقيقية، وعلى الرغم من الجهود المبذولة للسيطرة على الإنفاق العام، والتي تباطأت من 7.4٪ في عام 2015 إلى 3.7٪ في عام 2016، بالقيمة الحقيقية.

والجدول الموالي نستعرض فيه قيمة العجز المالي للحكومة التشيلية في السنوات الأخيرة .

جدول 10: العجز المالي للحكومة التشيلية (2000-2016)

السنة	العجز أو الفائض	النسبة (٪ من الناتج المحلي الإجمالي)
2000	-542	-0.70%
2001	-354	-0.50%
2002	-824	-1.18%
2003	-318	-0.42%
2004	2033	2.05%
2005	5580	4.54%
2006	11552	7.46%
2007	13726	7.91%
2008	7057	3.93%
2009	-7327	-4.24%
2010	-787	-0.36%

**مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار المالي لدول النامية
حالة جمهورية التشيلي للفترة 2000-2017**

1.42%	3585	2011
0.68%	1818	2012
-0.47%	-1307	2013
-1.49%	-3881	2014
-2.09%	-5060	2015
-2.86%	-7075	2016

Source: Site Web of countryeconomy, <https://countryeconomy.com/deficit/chile>, 16/08/2018, 21:00

و الجدول الموالي يلخص لنا بعض مؤشرات المالية العامة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي :
جدول رقم 11: مؤشرات المالية العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للتشيلي (2008-2016)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	الحكومة المركزية
21.1	21.1	20.5	20.9	22.2	22.6	21.4	19	24.1	مجموع الإيرادات
18.8	19.1	17.9	18.1	19	18.6	17.1	15.2	18.8	الإيرادات الضريبية
23.8	23.2	22.1	21.5	21.6	21.3	21.9	23.3	20.2	مجموع النفقات
19.9	19	18.3	17.9	17.7	17.3	18	18.9	16.6	النفقات الجارية
0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	فائدة
4	4.2	3.8	3.6	4	4.1	3.9	4.4	3.6	النفقات الرأسمالية
-2	-1.5	-1	0	1.2	1.8	0	-3.8	4.3	الرصيد الأساسي
-2.7	-12.2	-1.6	-0.6	0.6	1.3	-0.5	-4.3	3.9	الرصيد العام

Source: Site Web of countryeconomy, <https://countryeconomy.com/deficit/chile>, 16/08/2018, 21:00

كان تباطؤ معدل نمو الإيرادات المالية واضحًا بشكل خاص في ضرائب الدخل (من 20.8٪ في عام 2015 إلى -5.8٪ في عام 2016 ، بالقيمة الحقيقية) ، والتي تمثل ما يقرب من 40٪ من إجمالي تحصيل الضرائب ، وبدرجة أقل في القيمة المضافة. مجموعة الضرائب (ضريبة القيمة المضافة) (التي تباطأت من 4.8٪ في عام 2015 إلى 2.1٪ في عام 2016 ، بالقيمة الحقيقية). ويعزى انخفاض تحصيل الضرائب إلى الأداء الباهت للاقتصاد بشكل عام ، وتقلص ناتج التعدين ، وانخفاض أسعار النحاس. وقد فاقت هذه العوامل بوضوح الأثر الإيجابي للإصلاح الضريبي ، الذي انعكس في معدل الضريبة الأعلى من الفئة الأولى ، في الإيرادات من الضريبة المؤقتة على صندوق الأرباح الضريبية التاريخ (FUT) ، وفي الإيرادات غير المتكررة من تسجيل الخارج حيازات رأس المال (543 مليار بيزو في عام 2015 و 520 مليار بيزو في عام 2016 ، أي ما يعادل 0.3٪ من الناتج المحلي الإجمالي في كل عام).

يعكس الانخفاض العام في الإنفاق العام التأثير المشترك للتباطؤ الطفيف في الإنفاق الجاري (الذي تباطأ من 7.3٪ في عام 2015 إلى 5.7٪ في عام 2016 ، بالقيمة الحقيقية) وتقلص الإنفاق الرأسمالي (الذي ارتفع بنسبة 14٪ في عام 2015 وانخفض 4.8٪ في عام 2016 ، بالقيمة الحقيقية).

كان الإنفاق العام الحالي موجهاً في الغالب نحو الصحة والتعليم ، في حين أن الإنفاق الرأسمالي - الذي سجل أدنى معدل نمو سنوي له خلال السنوات السبع الماضية - خضع لتعديلات هبوطية كبيرة في الصحة والتعليم والأشغال العامة ، مع نمو كبير في قطاع الإسكان فقط.

اتسع عجز الحكومة المركزية ، مع توسع الدين من 17.4 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2015 إلى 21.3 ٪ في عام 2016. وبناء على ذلك ، ارتفع إجمالي الديون للقطاع العام بين عامي 2015 و 2016 من 40.6 ٪ إلى 44.4 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي ، ومن المتوقع أن تصل إلى 50 ٪ من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2017. ومن المتوقع أن ينخفض الإنفاق العام بنسبة 2.7 ٪ بالقيمة الحقيقية في عام 2017، مع تخصيص العائدات المالية بشكل أساسي للسلامة العامة والصحة والتعليم، الهدف من هذا هو مواءمة الإنفاق العام مع الإنكماش الدوري للإقتصاد التشيلي ، من أجل ضمان الإستدامة المالية، سيتم دعم هذه الأهداف من خلال زيادة الدخل المالي بفضل ارتفاع أسعار النحاس العالمية (من 2.50 إلى 2.56 دولار للرطل الواحد).

الخاتمة :

بعد أن أقرت التشيلي سنة 2000 قاعدة الفوائض الهيكلية وإدارة هذه الفوائض المحققة من تطبيق هذه القاعدة أقرت في سنة 2006 قانون المسؤولية المالية ، والذي تم بموجبه إنشاء صندوقين للثروة السيادية FRP و ESSF ، وهذا الأخير استبدل صندوق النحاس المنشأ في 1985 ، ويعد وسيلة لاستثمار الفوائض المالية من صادرات الموارد الطبيعية للبلاد. و توصلنا من خلال هذه الدراسة الى رصد النتائج التالية:

- صناديق الثروة السيادية عبارة عن كيانات مملوكة للدولة، تختلف انواعها باختلاف مصادر تمويلها من جهة و اختلاف الأهداف التي انشأت من اجلها.
- أنشأت التشيلي صندوق الإستقرار الإقتصادي والإجتماعي بموجب قانون المسؤولية المدنية الذي سنته سنة 2006 وذلك للمساعدة في ضمان استدامة الإنفاق الإجتماعي وتحسين القدرة التنافسية للإقتصاد التشيلي وكذلك تغطية العجز المالي في حاله حدوثه.
- تعتبر التجربة التشيلية في ظاهرة الصناديق الثروة السيادية من التجارب الناجحة ، خاصة وأنها تحتل المراتب الأولى عالميا الى جانب النرويج وبعض الدول في درجة شفافية وإفصاح صناديقها السيادية وامتثالها بنسبة شبه كلية لمبادئ سانتياغو.

المراجع:

- 1- مازن أرشيد، مقال بعنوان : كيف نجحت تشيلي ، جريدة العربي الجديد، منشور بتاريخ: 2015/01/28 على الرابط : <https://www.alaraby.co.uk/supplements/> تاريخ الإطلاع : 2018/08/05 على الساعة : 16:30
- 2- **Ministerio de Hacienda** ,Annual Report Financial Committee 2016, Advisory Committee to the Ministry of Finance for Chile's Sovereign Wealth Funds,chile,2017,p:11
- 3- الهام محمد واثق و سعد سليمان المعيني، متطلبات الشفافية و الإفصاح عن صناديق الثروة السيادية في ظل مبادئ سانتياغو، كلية الادارة الاقتصادية ، جامعة بغداد،العراق،2014،ص:6.

- 4- سليمان زواري فرحات ،"دور صناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة (دراسة مقارنة حالة الجزائر و النرويج)"،(مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر03، 2011-2012)،ص:07.
- 5- منال نبيل عيون،"دور الصناديق السيادية في تعزيز الاستثمار-دراسة استكشافية في سوقا لأوراق المالية-"،(مذكرة ماجستير في العلوم المالية و المصرفية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم الإدارية، جامعة البرموك، الأردن، 2012-2013)،ص:11.
- 6- مناف قومان،مقالات حول: رؤية استراتيجية حول استثمارات صناديق الثروة السيادية العربية، على الرابط www.noopost.org/content/19018 تاريخ الاطلاع: 10/08/2018، على الساعة 00:00 ص:1.
- 7- عباس فرحات و وسيلة سعود ،حوكمة الصناديق السيادية-دراسة تجربة كل من النرويج و الجزائر،مجلة الباحث الاقتصادية،العدد04،جامعة 20 أوت 1955،سكيكدة ،الجزائر ،ديسمبر2015،ص:14.
- 8- نبيل بوفليح ،"دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع و الأفاق مع الاشارة الى حالة الجزائر"،(أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر2010،3-2011)،ص:105.
- 9- عبد المجيد قدي،مداخلة بعنوان: الصناديق السيادية والأزمة الراهنة، مقدمة بالمؤتمر الدولي حول: الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي الاسلامي، المنعقد يومي 13-14مارس ، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان،2009،ص ص : 1،2.
- 10- نبيل بوفليح،دور الصناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، بحوث اقتصادية عربية، العددان 48/49،خريف 2009 شتاء 2010،بيروت ، لبنان ،ص:100.
- 11- صندوق ألاسكا الدائم APE وهو الصندوق السيادي للولايات المتحدة، تديره شركة شبه مستقلة التي أنشأتها ألاسكا في عام 1976، وتتمثل موارده من عائدات بعض المعادن مثل بيع النفط والغاز أو الإتاوات.
- 12- عباس فرحات و وسيلة سعود ،مرجع سبق ذكره،ص:15.
- 13- رغد محمد نجم،مدى توافق صندوق تنمية العراق لمتطلبات صناديق الثروة السيادية دراسة تحليلية للآطار القانوني والهيكلي المؤسسي على وفق معايير سانتياغو،مجلة العلوم الاقتصادية و الادارية، المجلد22،العدد87،كلية الإقتصاد ،جامعة بغداد،العراق،2016،ص:216.
- 14- عماد عبد العزيز محمد ، امكانية تطبيق صناديق الثروة السيادية كأحد وسائل تنويع مصادر الدخل الوطنية في العراق (رؤيا مستقبلية)، مجلة نكريت للعلوم الادارية و الاقتصادية، كلية الادارة و الاقتصاد،العدد37، المجلد1، جامعة تكريت ،العراق، 2017، ص : 153.
- 15- أحمد نصير و سليمان زواري فرحات،مداخلة بعنوان:دراسة تحليلية لمدى امتثال صناديق الثروة السيادية لمبادئ سانتياغو،مقدمة بالمؤتمر الأول حول السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية، المنعقد يومي 7-8/4/2015،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة سطيف،2015،ص:6.
- 16- وتتمثل في المعايير و الإجراءات التي تجرى بموجبها إدارة المنظمات و الرقابة الفاعلة عليها كأساس للإدارة الجيدة الرشيدة ،من خلال الاستغلال الفضل للموارد الموجودة و إدارتها بكفاءة و فعالية.

17- Vu ،Pension Reserve and Social and Economic Stabilization Fund , paper from Ministry of Finance , Chile

18- علي واثق الموساوي، الاستقرار الاقتصادي: الصناديق السيادية ، الربيع، الموازنة العامة، السوق، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر، الجزء الأول، عمان، الأردن، 2017، ص: 227.

- 19- . Vu ،Informes Fondo de Estabilización Económica y Social (FEES),
<http://www.dipres.gob.cl/598/w3-propertyvalue-15497.html>, 11/08/2018,1:700.
- 20- Vu, **The Chilean Ministry Of Finance**,Annual Rapport on the sovereign wealh fond 2015,chile, 2016,P :15
- 21- La Biblioteca del Congreso Nacional de Chile (BCN), http://www.bcn.cl/obtienearc_hivo?id=repositorio/10221/11852/1/90958-E-1907211-CB-Descripcion-FEES-90958.doc,22 /06/2018 ,11:30
- 22- Vu, **The Chilean Ministry Of Finance**,Annual Rapport on the sovereign wealh fond , 2015,P :12.
- 23- **The Chilean Ministry Of Finance** ,<http://www.hacienda.cl/english/sovereign-wealth-funds/annual-report.html> , 12/08/2018,21:00
- 24- Khalid A.Alsweilen OPS,**Acomparative study of sovereign investor models**:Sovereign Fond Profiles,Harvard Kannedy Schoul,2015,P20
- 25- Eduardo Walker , **Un Asset Allocation para el FEES Informe Resumen1**, Escuela de Administración Pontificia Universidad Católica de Chile, Diciembre 2011,p:03.
- 26- Ibid,p03.
- 27- **Ministerio de Hacienda** ,Annual Report Financial Committee 2016, op.cit ,p: 16.
- 28- Vue Annual Report Sovereign Wealth Funds 2016,chile ,2017.
- 29- Vu, **The Chilean Ministry Of Finance** ,Annual Report Sovereign Wealth Funds 2016,chile ,2017.
- 30- Sebastián Claro and Claudio Soto, **Macro policies and public debt in Chile**, BIS Papers No 67.
- 31- Economic Survey of Latin America and the Caribbean ,p:01-0