

انهيار أسعار النفط وتأثيرها على صندوق الثروة السيادي الجزائري والسعودي خلال الفترة 2014-2017  
The collapsing of oil prices and their impact on the Algerian and Saudi sovereign wealth fund  
during the period 2014-2017

أ.د زبييري رابح  
جامعة الجزائر 3- الجزائر  
[zebiri.rabah@univ-alger3.dz](mailto:zebiri.rabah@univ-alger3.dz)

عكاش مسيفة  
جامعة الجزائر 3- الجزائر  
[akkache.massifa@univ-alger3.dz](mailto:akkache.massifa@univ-alger3.dz)

تاريخ النشر: 2019/12/31

تاريخ القبول: 2019/06/23

تاريخ الاستلام: 2018/02/28

**الملخص :**

ساهم ارتفاع أسعار النفط خلال العقد الماضي في بروز ظاهرة جديدة تتمثل في صناديق الثروة السيادية، حيث أدى تراكم الفوائض المالية الكبيرة عند الدول المصدرة للنفط إلى تكوين هذه الكيانات والتي أصبحت تدير أصولا ضخمة جدا، ومع ما شهدته الساحة العالمية خلال الثلاث سنوات الماضية من أحداث اقتصادية وجيوسياسية أدت لتراجع أسعار النفط جاءت فكرة دراستنا التي تهدف لمعرفة الأثر الذي خلفه هذا التراجع على موارد هذه الصناديق والكيفية التي واجهت بها الأزمة، وللوصول إلى هدف دراستنا ارتأينا أخذ الصندوقين السياديين السعودي والجزائري كحالة لمعرفة أدائهما خلال هذه الفترة، حيث يعتبر النفط المورد الأساسي لميزانية البلدين.

- الكلمات المفتاحية : صناديق سيادية، أسعار النفط، صندوق الاستثمارات العامة، صندوق ضبط الإيرادات، عجز الخزينة.
- تصنيف JEL : F21, G29, H62.

**Abstract :**

The rising in oil prices over the past decade has contributed to the emergence of a new phenomenon of sovereign wealth funds. The accumulation of large financial surpluses in the oil-exporting countries has led to the formation of entities that have become very large assets and the economic and geopolitical events that have taken place over the last three years. From the decline in oil prices emerges the idea of our study, which targets to find out the impact of this decline on the resources of these funds and how they encountered the crisis, and to reach the goal of our study, we took the Saudi and Algerian sovereign funds as a case to know their performance during this period, Oil is the main supplier of the two countries budgets.

- **Keywords:** sovereign wealth funds, oil prices, public investment fund, revenue regulation fund, Treasury deficit.
- **Jel Classification Codes :** F21, G29, H62

تمهيد :

اكتسبت صناديق الثروة السيادية أهمية متزايدة في النظام النقدي والمالي الدولي خلال العقد الماضي، بسبب تراكم الفوائض المالية للدول المصدرة للنفط وتحويلها لهذه الصناديق حيث يبلغ حاليا عدد الصناديق السيادية المعتمدة على النفط كمورد رئيسي 40 صندوقا سياديا.

وشكل انهيار أسعار النفط منتصف عام 2014 صدمة كبيرة على الاقتصاديات المعتمدة أساسا على النفط، حيث فقدت الأسعار خلال 6 أشهر أكثر من 40% من قيمتها، مما أدى إلى تراجع حاد لإيرادات الدول النفطية، مما كان له تأثير على المورد الرئيسي لهذه الصناديق ومن بينها صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الذي تصنفه مؤسسة صناديق الثروة السيادية كصندوق سيادي، إضافة لصندوق الاستثمارات العامة، الصندوق السيادي للسعودية.

ولمواجهة انهيار أسعار النفط اعتمدت الجزائر في تغطية عجز الخزينة العمومية على رصيد صندوق ضبط الإيرادات كأحد الموارد الرئيسية، فيما قامت السعودية بإطلاق رؤية جديدة من أهم أهدافها تنمية موارد صندوقها السيادي.

ويهدف معرفة الأثر الذي خلفه انهيار أسعار النفط بعد عام 2014 على صندوق الثروة السيادية السعودي والجزائري قمنا بصياغة الإشكالية التالية:

إشكالية البحث: كيف أثر تراجع أسعار النفط منذ 2014 على استراتيجية صندوق الثروة السيادي السعودي والجزائري؟

فرضية البحث : للإجابة على إشكالية البحث قمنا بصياغة الفرضيتين التاليتين:

-قام صندوق الاستثمارات العامة بإعادة هيكلة شاملة لمواجهة انهيار أسعار النفط منتصف عام 2014.

-عمل صندوق ضبط الإيرادات بفعالية لمواجهة انهيار أسعار النفط بعد منتصف عام 2014.

منهجية البحث : في ضوء أهمية البحث وفرضيته اعتمدنا المنهج الوصفي التحليلي معتمدا على المراجع من مقالات ودراسات ومواقع الكترونية ذات علاقة بموضوع البحث.

وعلى هذا الأساس سوف نتعرض في ورقة بحثنا إلى المحاور التالية:

1 : نظرة عامة حول صناديق الثروة السيادية.

2 : أسباب تراجع أسعار النفط منذ منتصف 2014.

3 : أثر انهيار أسعار النفط على صندوق الاستثمارات العامة السعودي

4 : صندوق ضبط الإيرادات ومواجهته لانهيار أسعار النفط.

### 1- نظرة عامة حول صناديق الثروة السيادية :

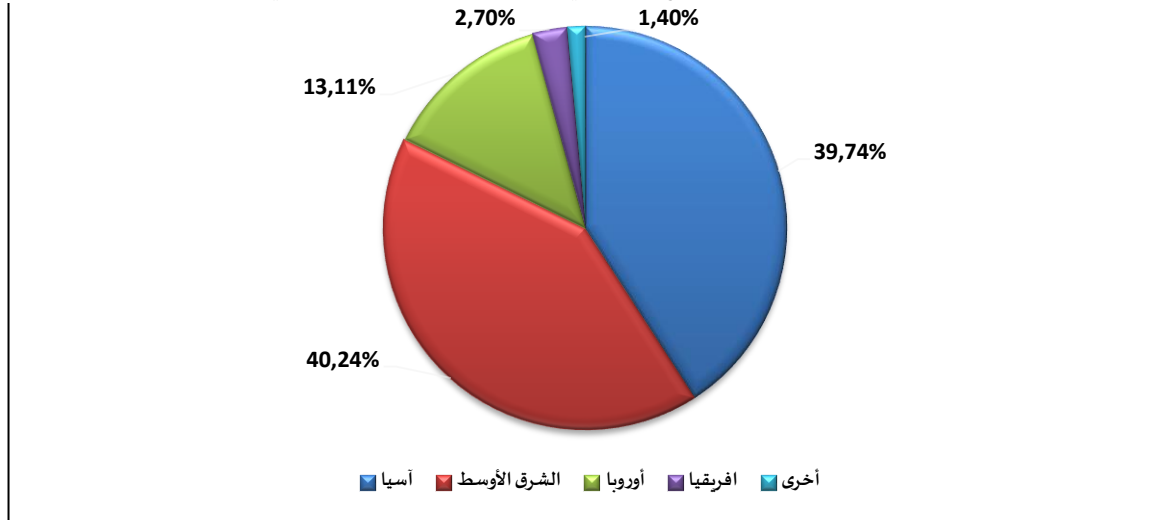
صناديق الثروة السيادية ليست بظاهرة حديثة من حيث توажدها في القطاع الاقتصادي فهي تعود إلى منتصف القرن الماضي، أما من حيث هذا المصطلح الذي أطلق عليها فهو حديث إذ ابتكر في عام 2005 نتيجة الضجة التي أحدثها المحلل المالي ANDREW "ROZANOV" في مقاله "من يمكث بثروة الأمم"، ويعرف صندوق النقد الدولي لصناديق الثروة السيادية على أنها صناديق لمؤسسات تابعة للحكومات، وتستخدم أصولها في عمليات الاستثمار طويل الأجل خارج الدولة (Allen, 2008).

كما تعرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "OECD" صناديق الثروة السيادية على أنها مجموعة من الأصول المالية المملوكة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من طرف الحكومة لتحقيق الأهداف الوطنية، وتكون الصناديق مموله من احتياطات الصرف الأجنبي أو صادرات المواد الأولية، أو الإيرادات العامة للدولة (A Blundell Wignall, 2008).

ويمكن تعريف "صناديق الثروة السيادية" على أنها كيانات استثمارية ضخمة مكلفة بإدارة الثروات والاحتياطات المالية للدولة، وتستثمر في أصول متنوعة مثل العقارات والأسهم والسندات وغيرها، فهي بمثابة الذراع الاستثماري للدولة ذات الفوائض المالية ويتم إدارتها وفق استراتيجيات متعددة بغرض تحقيق أهداف اقتصادية ومالية.

وكان عدد صناديق الثروة السيادية لا يتجاوز 13 صندوقا عام 1990، ووصل عددها إلى 21 صندوقا عام 1999 (Bouyoux, 2008) وبدأ عدد الصناديق السيادية يشهد ارتفاعا بعد عام 2000 تزامنا مع الارتفاعات التي عرفتها أسعار النفط آنذاك ليصل عددها بنهاية أكتوبر 2017 إلى 73 صندوقا تدير أصولا قيمتها 7.52 ترليون دولار، 40.24% منها صناديق تابعة لدول الشرق الأوسط، 39.74% منها هي صناديق لدول آسيوية.

الشكل رقم (01) : التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية في العالم



Source : (SWFI, 2017)

1.1- مصادر تمويل صناديق الثروة السيادية : هناك شريحتان من الصناديق السيادية وفقاً لنوع التمويل الذي يعتمد عليه الصندوق، الأولى تعتمد على صادرات الخامات كمصدر رئيسي للتمويل، وبلغ أصول هذه الصناديق بنهاية أكتوبر 2017 ما يقارب 4.17 ترليون دولار ما يمثل 56.16% من إجمالي أصول الصناديق، أما الأخرى فيتم تمويلها من فوائض الموازنات، وبلغت أصولها 3.25 ترليون دولار ما يعادل 43.84% من إجمالي أصول جميع صناديق الثروة السيادية (SWFI, 2017).

2.1- دو افع إنشاء صناديق الثروة السيادية : تتباين مبررات ودوافع إنشاء صناديق الثروة السيادية، لكن يمكن تلخيصها فيما (سعود وسيلة، 2015):

- التحسب للنضوب الطبيعي للموارد والحاجة لبناء أصول أخرى تدر دخلا يعوض نضوب الأصل الحالي، واستغلال إيراداته من قبل الجيل الحالي، وهو ما اصطلح عليه بتحقيق العدالة بين الأجيال.
- الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الوطني وامكانات تنوع قاعدته، وهذه تعتمد على حجم الاحتياطي والإنتاج، وبالتالي حجم العائدات بالنسبة للفرد وكذلك حجم الاقتصاد مقارنة بتلك العائدات، وعوامل أخرى مرتبطة بالإمكانات الحالية والممكنة لذلك الاقتصاد، وهذا يعني أن اقتصادات البلدان صغيرة الحجم قليلة السكان، وذات إمكانات التنوع المحدودة، يكون لديها حافز أكبر لإنشاء صناديق لادخار أو استثمار العوائد النفطية.
- إن وجود انعكاسات سلبية للتدفقات المالية الناتجة عن الثروة الطبيعية أو ما يعرف بأثر "المرض الهولندي" على اقتصاديات الدول المالكة لها يفرض عليها إنشاء آلية لادخار الفائض المالي أو استثماره خارجيا للحفاظ على استقرار النشاط الاقتصادي وحماية القطاع الصناعي من تداعيات هذا المرض.
- تعرض احتياطات الصرف الأجنبي لمخاطر مرتبطة بتقلبات معدلات الفائدة وسعر الصرف الأجنبي يفرض على الدول تنوع مجالات توظيف هذه الاحتياطات، وهو ما يمكن القيام به عن طريق إنشاء صناديق سيادية تقوم باستثمار جزء من هذه الاحتياطات في أصول مالية متنوعة مما يقلل من المخاطر.
- يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تساعد في نقل التكنولوجيا إلى الدول المالكة، حيث تؤدي الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة لهذه الصناديق في الدول المتقدمة إلى توسيع حجم المبادلات الاقتصادية بما فيها عمليات نقل التكنولوجيا.

### 3.1- أنواع صناديق الثروة السيادية :

تنشأ الحكومات صناديق الثروة السيادية لأسباب عديدة، ووفقا لصندوق النقد الدولي يوجد خمس أنواع من هذه الصناديق مصنفة حسب أهدافها الأساسية نذكرها فيما يلي (Allen, 2008):

- صناديق الاستقرار : يتمثل هدفها الأساسي في حماية الميزانية والاقتصاد ككل من تذبذبات أسعار السلع (النفط في العادة).
- صناديق الادخار للأجيال القادمة : تهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافطة أصول أكثر تنوعا.

- شركات استثمار الاحتياطات : هي صناديق لأصول تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية ويتم انشائها لزيادة العائد على الاحتياطات.
- صناديق التنمية : هي صناديق تساعد في العادة على تمويل المشاريع الاجتماعية-الاقتصادية أو تشجيع السياسات المتبعة في قطاعات الأنشطة التي يمكن أن تعزز النمو في الدولة.
- صناديق احتياطات الطوارئ : وهي صناديق تغطي -من مصادر بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد- التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الميزانية العمومية للحكومة.

## 2. أسباب تراجع أسعار النفط منذ منتصف 2014

شهدت أسعار النفط في الأسواق العالمية منذ جوان 2014 هبوطاً مطرداً، إذ كان سعر خام برنت في حدود 111.80 دولار للبرميل، ليصل في جانفي 2015 إلى ما دون 47.76 دولاراً (2017, "eia")، وتباينت الأسباب حول تراجع أسعار النفط بعد منتصف عام 2014 نذكر منها مايلي :

1.2- العرض والطلب : شهد متوسط إنتاج النفط العالمي خلال العام 2014 ارتفاعاً بنسبة 2.39 % ليصل إلى 92.22 مليون برميل في اليوم مقارنة بـ 90.07 مليون برميل في اليوم في عام 2013، فيما ارتفع متوسط الطلب العالمي على النفط بنسبة 1.06% ليصل إلى 91.2 مليون برميل يومياً مقارنة بنحو 90.2 مليون برميل يومياً في عام 2013، ليلعب بذلك فائض العرض 1.02 مليون برميل يومياً في 2014 (OPEC, "Monetary policies and their impact on the oil market", 2015)

2.2- عوامل سياسية : يرى بعض المحللين أن انهيار أسعار النفط ترجع لعوامل سياسية بين كبار المنتجين.

3.2- وفرة المعروض : التحليلات تربط بين انحدار سعر الخام ووفرة المعروض في أسواق النفط، لا سيما من خارج الدول المصدرة للنفط "أوبك"، وتحديداً ما يسمى بوفرة النفط الصخري في الولايات المتحدة، حيث بين صندوق النقد الدولي أن وفرة الإمدادات أسهمت بنسبة 60 % في الانخفاض المطرد للأسعار.

4.2- ضعف النمو الاقتصادي : أسهم ضعف النمو في منطقة اليورو وتباطؤه في الصين والبرازيل في التراجع الشديد لأسعار النفط في الأشهر الستة الأخيرة لعام 2015، وذلك على الرغم من التعافي القوي للاقتصاد الأمريكي الذي استفاد بشكل كبير من هبوط سعر الخام الذي قلص فاتورة الطاقة على المستهلكين الأميركيين، مما دعم إنفاقهم الذي يعد المحرك الأول للاقتصاد الأمريكي.

5.2- الزيادة المفاجئة في إنتاج النفط : نتجت أساساً عن التعافي السريع لإنتاج ليبيا النفطي وبلوغ الصادرات النفطية لكل من روسيا والعراق في النصف الثاني من عام 2015 لمستويات قياسية، ووصول مخزونات النفط العالمية - لا سيما في أميركا - إلى أعلى مستوياتها منذ عامين (ندی، 2016).

6.2- إبقاء منظمة الدول المصدرة للنفط "أوبك" على إنتاجها دون تغيير: في 27 نوفمبر 2014، قررت "أوبك" الإبقاء على سقف إنتاجها اليومي عند 30 مليون برميل، بعد محادثات مطولة أجرتها في مقرها في فيينا (OPEC, 166th Meeting concludes, 2016)، وأدى قرار أوبك حينها إلى انخفاض أسعار النفط إلى أن وصلت إلى أدنى مستوياتها في جانفي 2016 عند 28 دولاراً للبرميل منا يتضح في الشكل أدناه:

الشكل رقم (02) : أسعار خام برنت خلال الفترة من 2008 إلى 2017 (دولار للبرميل)



المصدر : (أرقام الاستثمارية التجارية، 2017)

### 3. أثر انهيار أسعار النفط على صندوق الاستثمارات العامة السعودي :

أدى انخفاض أسعار النفط منذ العام 2014 إلى تسجيل عجوزات متتالية في الموازنة العامة للسعودية حيث بلغ العجز في عام 2014 ما يقارب 26.8 مليار دولار ، وارتفع ليصل إلى 103.6 مليار دولار في 2015 (وزارة المالية السعودية، 2017).

#### الجدول رقم (01) : أهم مؤشرات الاقتصاد السعودي خلال الفترة 2014-2017

السنة	2014	2015	2016	2017
سعر الخام السعودي (دولار للبرميل)	97.18	49.85	40.96	52.59
الإيرادات النفطية السعودية (مليار دولار)	243.5	119.0	89.0	117.4
إجمالي الإيرادات (مليار دولار)	277.3	163.5	138.4	185.6
عجز الميزانية (مليار دولار)	26.8-	103.6-	82.9-	61.4-

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على وزارة المالية السعودية والتقارير السنوي لمؤسسة النقد العربي السعودي

نلاحظ من الجدول أعلاه الارتباط بين تراجع أسعار النفط وهبوط إجمالي الإيرادات السعودية، حيث أدى انخفاض أسعار النفط ما بين 2014 و2015 من 97.18 دولار للبرميل إلى 49.85 دولار للبرميل إلى انخفاض إجمالي الإيرادات السعودية بحوالي 113.8 مليار دولار، ومن الجدول يتضح لنا أن ذلك يرجع أساساً لهبوط الإيرادات النفطية التي شكلت أكثر من 87% من إجمالي الإيرادات في 2014، واستمرت الإيرادات في الانخفاض خلال عام 2016، ثم عادت للارتفاع في عام 2017 تزامناً مع التحسن الذي شهدته أسعار النفط.

ولمواجهة الارتباط الوثيق بين الاقتصاد السعودي وأسعار النفط أقرت المملكة العربية السعودية بتخطيط من مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية في أبريل 2016 خطة إصلاحية لمواجهة عصر ما بعد النفط حملت اسم "رؤية المملكة العربية السعودية 2030"، ومن أهم ما تضمنته هذه الخطة تحويل صندوق الاستثمارات العامة السعودي -أحد الصناديق السيادية للسعودية- إلى صندوق سيادي بأصول تقدر قيمتها بتريليوني دولار إلى 2.5 تريليون دولار ليصبح ان تمت الخطة أضخم الصناديق السيادية عالمياً وذلك عن طريق طرح نسبة 5% من أسهم شركة النفط الوطنية "أرامكو السعودية" -التي تعتبر شركة عالمية متكاملة للنفط والكيميائيات- للاكتتاب العام، وتخصيص عائدات الطرح لتمويل الصندوق السيادي السعودي.

#### 1.3- نظرة على صندوق الاستثمارات العامة السعودي :

تأسس صندوق الاستثمارات العامة في عام 1971 بهدف الاستثمار في المشاريع الإنتاجية ذات الطابع التجاري، وساهم صندوق الاستثمارات العامة منذ نشأته في تأسيس عدد من الشركات بهدف دعم الابتكار وتنوع وتطوير القطاع غير النفطي في المملكة وكذلك الاستثمار بشكلٍ انتقائي في مجموعة واسعة من الشركات والأصول على محلياً ودولياً.

يملك صندوق الاستثمارات العامة محفظة متنوعة تشتمل على 200 استثمار تقريباً، عشرون منها حصص في شركات مدرجة في سوق الأسهم السعودية "تداول"، إضافة إلى استثمارات في شركات دولية، والأصول العقارية والقروض والسندات والصكوك.

في مارس 2015 صدر قرار مجلس الوزراء السعودي القاضي بأن يكون ارتباط صندوق الاستثمارات العامة بمجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية وأن يرأس مجلس إدارته رئيس مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية (الحكومة السعودية، 2015)، وفي سبيل تحقيق رؤية المملكة بشأن عدم الاعتماد على النفط كمصدر أساسي للدخل وأهمية تنوع مصادرها والنظر في أساليب استثمار احتياطات الدولة بما يضمن الاستغلال الأمثل لها، اتخذ مجلس إدارة صندوق الاستثمارات العامة عدد من الخطوات لتحقيق رؤية الصندوق وأهدافه واستراتيجياته بما يحقق رؤية المملكة العربية السعودية 2030 مع الأخذ بالاعتبار الدور الهام الذي يؤديه الصندوق في خدمة الاقتصاد الوطني، ومن أهم تلك الخطوات المتخذة تنفيذ برنامج إعادة الهيكلة لتمكين الصندوق من بناء وإدارة محفظة استثمارية متنوعة تحتوي على الاستثمارات الحالية والمستقبلية وذلك من خلال بناء مؤسسي منظم يتناسب مع أهدافه الاستثمارية والعوائد التي يطمح إلى تحقيقها.

#### 2.3- أهداف برنامج صندوق الاستثمارات العامة السعودي :

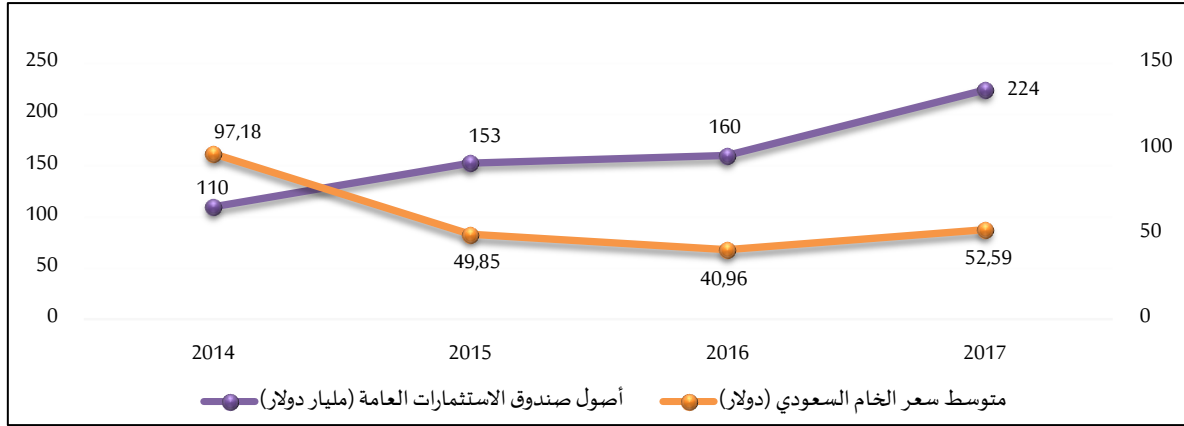
تضمن برنامج صندوق الاستثمارات العامة عدة أهداف أهمها ما يلي (الحكومة السعودية، 2016):

- تعظيم دور صندوق الاستثمارات العامة كمحرك للنمو ورفع أصوله إلى 1.5 تريليون ريال بنهاية 2020 وتحقيق عائد ما بين 4% إلى 5% على استثماراته.
- إطلاق قطاعات جديدة من خلال صندوق الاستثمارات العامة.

- توطين التقنيات والمعرفة من خلال صندوق الاستثمارات العامة.
- بناء شركات اقتصادية استراتيجية من خلال صندوق الاستثمارات العامة.

منذ انهيار أسعار النفط ومع بدء تطبيق خطة صندوق الاستثمارات العامة نلاحظ من الشكل أدناه أن أصول الصندوق لم تتأثر بتراجع أسعار النفط حيث تضاعفت أصوله من 110 مليار دولار في 2014 إلى 224 مليار دولار في نهاية سبتمبر 2017، وهي نفس الفترة التي فقدت فيها أسعار النفط أكثر من 50% من قيمتها، ويرجع ذلك إلى إعادة الهيكلة التي انتهجها الصندوق المتضمنة تطوير نوعية استثماراته والاستفادة من الأصول الحكومية غير المستغلة أو التي لا يتم الاستفادة منها على الوجه الأمثل (صندوق الاستثمارات العامة، 2017).

### الشكل رقم (03) : تطور أصول صندوق الاستثمارات العامة وعلاقتها بأسعار النفط



المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على تقارير مؤسسة النقد العربي، ومؤسسة صناديق الثروة السيادية.

### 3.3- مشاريع صندوق الاستثمارات العامة :

أطلق صندوق الاستثمارات العامة خلال الفترة من جوان 2016 إلى أكتوبر 2017 عدة مشاريع داخلية كما ساهم في مشاريع خارجية ومن أهمها مايلي :

#### 1.3.3- على المستوى الخارجي :

قام " صندوق الاستثمارات العامة " خلال عام 2016، بشراء حصص في ثلاث شركات تعمل في مجالات مختلفة، حيث ساهم منتصف عام 2016 في شركة "أوبر" التي تعمل في خدمات توصيل الركاب بقيمة استثمارات قدرها 3.5 مليار دولار عن طريق شراء 5% من أسهمها.

وخلال شهر نوفمبر 2016 ساهم في إطلاق منصة " نون دوت كوم " للتجارة الإلكترونية في منطقة الشرق الأوسط مع مجموعة من المستثمرين، كما اشترى حصة قدرها 50% من شركة "أديتيو" الاماراتية.

وخلال عام 2017 قام الصندوق بالمشاركة في تأسيس "صندوق رؤية سوفت" البالغ رأسماله 100 مليار دولار مع مجموعة من المستثمرين تضم كلا من مجموعة سوفت بنك اليابانية وشركة مبادلة للاستثمار "مبادلة" من دولة الإمارات، وشركة أبل، وشركة فوكسكون التقنية، بالإضافة إلى شركة كوالكوم إنكوربوريتد وشركة شارب، بهدف الاستثمار في التقنية للاستحواذ على حصص مختلفة من أسهم شركات ناشئة أو شركات ضخمة تعمل في مجالات التقنيات الجديدة والتي تتطلب تمويلاً كبيراً لتحقيق المزيد من النمو كما يوضح الجدول في الأسفل.

### الجدول رقم (02) : شركات دولية ساهم فيها صندوق الاستثمارات العامة خلال الفترة 2016-2017

التاريخ	الشركة	الدولة	نسبة الملكية	قيمة المساهمة	مجال العمل
20 ماي 2017	صندوق رؤية سوفت بنك	اليابان	غير محدد	المساهمة بـ 45 مليار دولار خلال 5 سنوات	تعزيز الاستثمارات في القطاع التقني على مستوى العالم
28 نوفمبر 2016	أديتيو	الإمارات	50%	غير محدد	العمل في مجال المطاعم وصناعة الأغذية في المنطقة عن طريق شركة امريكانا (أكبر مشغل لسلاسل المطاعم في الشرق الأوسط)
13 نوفمبر 2016	نون دوت كوم	الإمارات	50%	500 مليون دولار	أكبر منصة متخصصة في التجارة

الالكترونية على الإطلاق في منطقة الشرق الأوسط.					
توصيل الركاب في مختلف مدن العالم	3.5 مليار دولار	5 %	الولايات المتحدة الأمريكية	أوبر	2 جوان 2016

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على موقع صندوق الاستثمارات العامة.

### 2.3.3- على المستوى الداخلي :

أطلق صندوق الاستثمارات العامة منذ إعادة هيكلة عدة مشاريع داخلية كبرى تشمل : مشروع نيوم، ومشروع البحر الأحمر، ومشروع القدية، بالإضافة إلى تأسيس شركات تُعنى بإطلاق قطاعات جديدة وواعدة في المملكة، من بينها الشركة السعودية للصناعات العسكرية، وصندوق الصناديق، والشركة السعودية لإعادة التمويل العقاري.

### الجدول رقم (03) : مشاريع وشركات داخلية أطلقها صندوق الاستثمارات العامة خلال الفترة 2016-2017

التاريخ	المشروع/الشركة	القيمة	تفاصيل المشروع
أوت 2016	صندوق الصناديق	1.06 مليار دولار	الاستثمار في صناديق رأس المال الجريء والملكية الخاصة في السعودية، وفق أسس تجارية لدعم وتحفيز الفرص الاستثمارية للمنشآت الصغيرة والمتوسطة.
أفريل 2017	مدينة "القيدية"	غير محدد	مدينة ثقافية ورياضية وسياحية وترفيهية بمدينة الرياض على مساحة 334 كيلو متر مربع.
ماي 2017	السعودية للصناعات العسكرية	غير محدد	الاستثمار في مجال الصناعات العسكرية
أوت 2017	مشروع "البحر الأحمر"	غير محدد	تطوير منتجعات سياحية استثنائية على أكثر من 50 جزيرة طبيعية بين مدينتي أمالج والوجه بمنطقة تبوك.
سبتمبر 2017	شركة للاستثمار في الترفيه	2.67 مليار دولار	ستعمل الشركة على تأسيس عدة مشاريع في مجال قطاع الترفيه.
سبتمبر 2017	تطوير "جدة داون تاون الجديدة"	4.8 مليار دولار خلال 10 سنوات	تطوير الواجهة البحرية في وسط كورنيش مدينة جدة، بهدف تحويلها إلى واجهة سياحية وسكنية وتجارية .
أكتوبر 2017	شركة "رؤى الحرم المكي"	غير محدد	شركة لتطوير مشاريع تسهم في رفع الطاقة الاستيعابية لاستضافة الأعداد المتزايدة من الزوار القادمين للسعودية لأداء مناسك الحج والعمرة.
أكتوبر 2017	شركة "رؤى المدينة"	غير محدد	شركة تطوير عمراني تهدف إلى تعزيز جاهزية منطقة المسجد النبوي لاستضافة عدد أكبر من الزائرين.
أكتوبر 2017	الشركة السعودية لإعادة التدوير	غير محدد	تهدف إلى إدارة أنشطة الصندوق في قطاع إدارة التدوير في المملكة.
أكتوبر 2017	الوطنية لخدمات كفاءة الطاقة	506 مليون دولار	رفع كفاءة استخدام الطاقة في جميع المباني والمرافق الحكومية القائمة.
أكتوبر 2017	السعودية لإعادة التمويل العقاري	غير محدد	شركة لإعادة تمويل ما يقارب 75 مليار ريال لقطاع الإسكان بالمملكة خلال السنوات الخمس المقبلة، ولتصل إلى 170 مليار ريال بحلول 2026.
أكتوبر 2017	مشروع منطقة "نيوم"	500 مليار دولار	تشكل المدينة طريقة جديدة للحياة ومحوراً جديداً للاقتصاد والتجارة والابتكار وبيئة مثالية للعيش.

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على موقع صندوق الاستثمارات العامة السعودي.

من الجدول أعلاه، نلاحظ أن صندوق الاستثمارات العامة السعودي حقق قفزة نوعية في تحويل استراتيجيته، والاتجاه نحو الاستثمار داخليا وخارجيا، في مشاريع ذات عائد على المستوى الخارجي، وإطلاق قطاعات جديدة على المستوى الداخلي خاصة في القطاع السياحي الذي يعد قطاعا جديدا للاستثمار في المملكة العربية السعودية.

#### 4- صندوق ضبط الإيرادات ومواجهته لانهباء أسعار النفط :

تم إنشاء صندوق ضبط الإيرادات في عام 2000 أين سجلت ميزانية الجزائر فوائض مالية معتبرة خلال هذه الفترة نتيجة ارتفاع أسعار النفط إلى مستويات قياسية مقارنة بالأسعار السائدة في التسعينات.

#### 1.4- ماهية صندوق ضبط الإيرادات :

هو صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة وبالضبط إلى حسابات التخصيص الخاص وهي حسابات مستقلة عن الموازنة العامة للدولة أي أنها لا تخضع لقواعد ومبادئ إعداد وتنفيذ الموازنة العامة، كما أنها لا تخضع لرقابة السلطة التشريعية "البرلمان"، وتتمثل مصادر تمويل الصندوق في فائض الجباية البترولية الناتج عن تجاوز هذه الأخيرة لتقديرات قانون المالية بالإضافة إلى كل الإيرادات الأخرى المتعلقة بتسيير الصندوق (نبيل، 2011).

ويمكن أن نصنف صندوق ضبط الإيرادات إلى مايلي (زواوي، 2012):

- صندوق سيادي محلي وهذا وفقا لمعايير مجال عمل الصندوق.
- صندوق نفطي وهذا وفقا لمصادر دخل الصندوق.
- صندوق استقرار وهذا وفقا لوظيفة الصندوق.
- صندوق حكومي وهذا وفقا لدرجة استقلالية الصندوق.

تعتبر وزارة المالية الهيئة المكلفة بتسيير الصندوق حيث نص قانون المالية على أن الوزير هو الأمر بالصرف الرئيسي لهذا الصندوق، ويهدف هذا الأخير أساسا إلى تمويل عجز الموازنة العامة للدولة الناتج عن انخفاض إيرادات الجباية البترولية لمستوى أقل من تقديرات قانون المالية بالإضافة إلى تخفيض المديونية العمومية.

وقد عرف صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر خلال سنتي 2004 و2006 تعديلات مهمة تمثلت في إضافة تسبيقات بنك الجزائر الموجهة للتسيير النشط للمديونية ليكون مصدرا من مصادر تمويل الصندوق، وتعديل الهدف الرئيسي للصندوق ليصبح تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار، بمعنى تمويل أي عجز يشمل الخزينة العمومية وبالتالي الموازنة العامة للدولة مهما كان سبب العجز (عبدالله، 2015).

#### 2.4- دور صندوق ضبط الإيرادات بعد انهيار أسعار النفط في 2014 :

انخفض سعر الخام الجزائري بحوالي 64 دولار في 24 شهرا من جوان 2014 (112.7 دولار للبرميل) إلى جوان 2016 (49 دولار للبرميل)، وذلك بانخفاض قدره 57% (Ministère des finances, 2018).

أدى تراجع أسعار النفط ما بين 2014 و2016 إلى انخفاض الجباية البترولية المحصلة بنحو 1616 مليار دينار، وتسجيل عجز في الموازنة بنحو 3103.8 مليار دينار في 2014 و2285.9 مليار دينار في 2016.

ومن الجدول أدناه نلاحظ أن الجباية البترولية المحصلة شهدت ارتفاعا مع التحسن الذي شهدته متوسط أسعار النفط في 2017 لتصل 2200.1 مليار دينار.

الجدول رقم (04) : أسعار النفط والجباية البترولية المحصلة في الجزائر الفترة 2014-2017

السنة	2014	2015	2016	2017
سعر الخام الجزائري (دولار للبرميل)	99.68	52.79	44.28	55.22
الجباية البترولية المحصلة (مليار دينار)	3388.1	2273.5	1772.6	2200.1
رصيد الميزانية (مليار دينار)	3103.8-	3236.8-	2285.9-	1035.4-

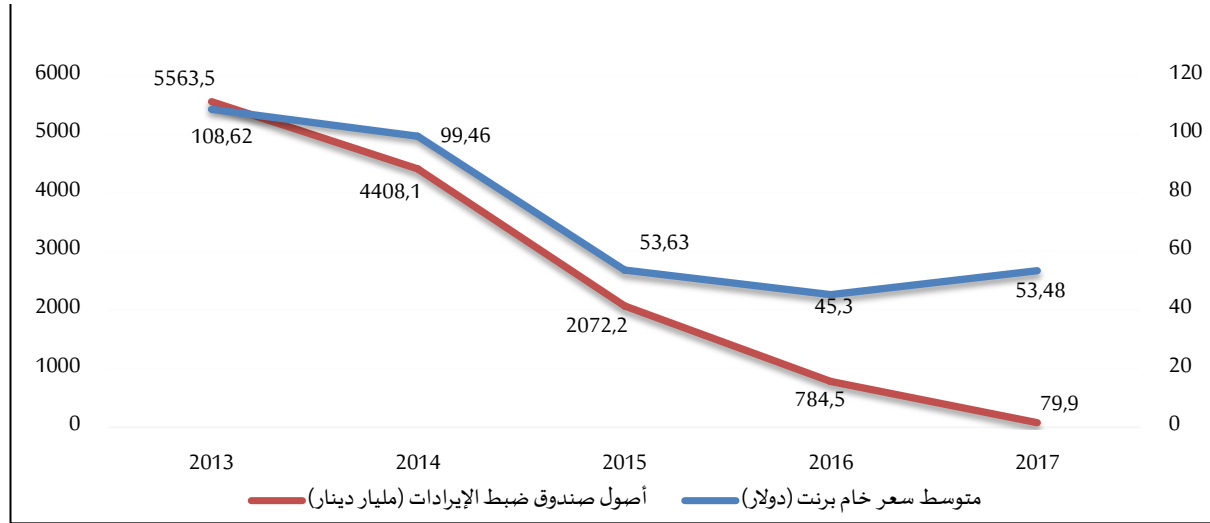
المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على تقارير أوبك السنوية وبيانات المديرية العامة للتقدير والسياسات الجزائرية.

يعتبر فائض الجباية البترولية المورد الرئيسي لصندوق ضبط الإيرادات وتزامنا مع انهيار أسعار النفط بعد عام 2014 بدأ رصيد صندوق ضبط الإيرادات بالتناقص كما يتضح في الشكل أدناه، حيث كان رصيد الصندوق في عام 2013 عند مستوى 5563.5 مليار دينار حين كانت أسعار النفط فوق مستوى الـ 100 دولار للبرميل وفقد رصيد الصندوق أكثر من نصف قيمته في



عام 2015 عندما تراجعت أسعار النفط أدنى مستوى 55 دولارا للبرميل ليتم استنفاد ما تبقى من رصيده خلال العامين 2016 و2017 ووصل رصيده إلى أقل من 100 مليار دينار كما يوضح الشكل أدناه :

الشكل رقم (04) : تطور أصول صندوق ضبط الإيرادات وعلاقتها بأسعار النفط



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على شركة "أرقام الاستثمارية التجارية"، وبيانات المديرية العامة للتقدير والسياسات الجزائرية.

عملت الجزائر على تغطية العجز في الخزينة بعد انهيار أسعار النفط عن طريق متاحات صندوق ضبط الإيرادات، حيث تعتبر الخزينة العمومية أهم منشأة مالية مكلفة بتسيير مالية الدولة، يقع على عاتقها عبء تسجيل العمليات المالية و ذلك عن طريق تحصيل الموارد المالية و إنفاقها في مختلف الميادين الاقتصادية والاجتماعية، و هي بالتالي أداة لتنفيذ الميزانية العامة للدولة، من خلال تحصيل الإيرادات وتسديد النفقات العمومية، إضافة إلى عمليات أخرى ذات طابع خاص بالخزينة العمومية، و التي يتم تنفيذها عن طريق الحسابات الخاصة التي تقيد فيها عمليات الإيرادات و عمليات النفقات لمصالح الدولة التي تجريها تنفيذا لحكم قانون المالية، خارج الميزانية العامة للدولة (لطرش ذهبية، كتاف شافية، 2018).

ولم تلجأ الدولة إلى استخدام موارد صندوق ضبط الإيرادات لتمويل عجز الخزينة العمومية إلا بعد التعديل الذي أجري على الصندوق في سنة 2006 كما ذكرنا سابقا.

ومع انهيار أسعار النفط بلغ الرصيد المستقطع من الصندوق خلال العامين 2014 و2015 حوالي 2965.7 مليار دينار و2886.5 مليار دينار على التوالي حيث بلغ عجز الميزانية خلال العام 2014 حوالي 3104 مليارات دينار و3237 مليار دينار في 2015، ووصل الصندوق إلى الحد الأدنى القانوني ب740 مليار دينار ، في نهاية جوان 2016 مقابل 2072,2 مليار دينار نهاية 2015.

الجدول رقم (05) : متاحات صندوق ضبط الإيرادات (مليار دينار)

البيان	2014	2015	2016	تقديرات 2017	تقديرات 2018
رصيد الصندوق	5563.5	4408.1	2072.2	1042.6	100.9
الجباية البترولية المقيدة في الميزانية	1577.7	1722.9	1682.6	2200.1	2359.7
فائض القيمة في الجباية البترولية	3388.1	2273.5	1772.6	2200.1	2577.3
فائض القيمة في الجباية البترولية	1810.3	550.6	90.0	0.0	217.6
متاحات صندوق ضبط الإيرادات قبل الاقتطاعات	7373.8	4958.7	2162.2	1042.6	318.5
تمويل عجز الخزينة	2965.7	2886.5	1119.6	941.7	318.5
رصيد صندوق ضبط الإيرادات بعد الاقتطاعات	4408.1	2072.2	1042.6	100.9	0.0

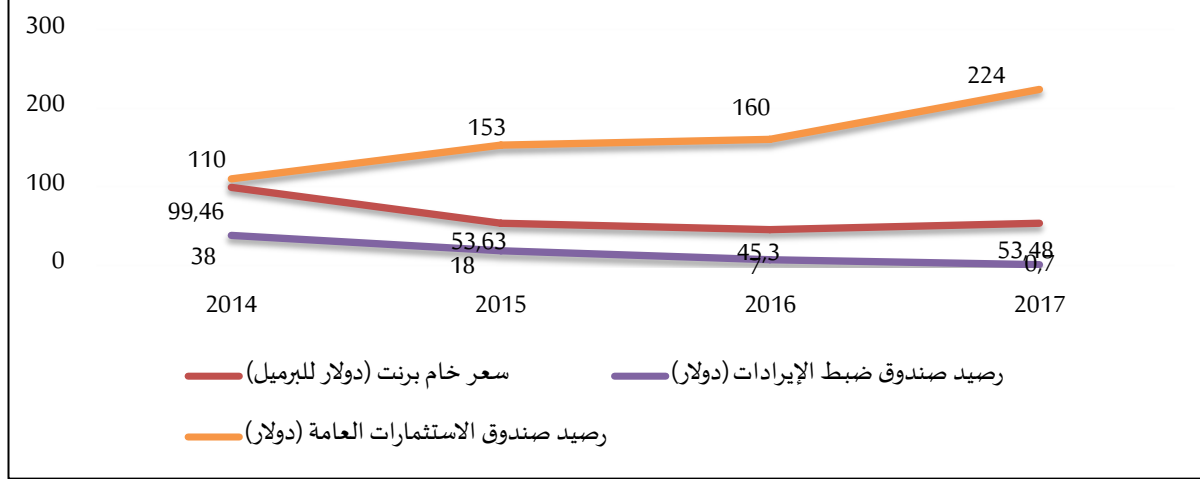
المصدر : (Ministère des finances, 2018)

قامت الجزائر ضمن قانون المالية للعام 2017 بإجراء تعديل على قانون صندوق ضبط الإيرادات في باب النفقات بإلغاء العتبة المتعلقة بالرصيد الأدنى للصندوق والمحددة بـ 740 مليار دينار (Ministère des finances, 2018). وبالنظر إلى إلغاء العتبة القانونية لصندوق ضبط الإيرادات سيبلغ رصيده 100.9 مليار دينار في سنة 2017 وسيصبح منعما في سنة 2018، وذلك بسبب انعدام فائض الجباية البترولية في 2017 مقارنة بـ 90 مليار دينار في 2016.

وتوقعت وزارة المالية الجزائرية بلوغ فائض الجباية البترولية المحصلة في 2018 حوالي 217.6 مليار دينار وذلك مع التوقعات بتحسن أسعار النفط، مما سيسمح بتعبئة مصادر التمويل للصندوق خلال الفترة من 2017-2019.

من خلال دراستنا لصندوق الثروة السيادية الجزائري والسعودي خلال فترة انهيار أسعار النفط ما بين 2014-2017 يتضح لنا أن منعي الصندوقين كان مختلفا تماما، حيث عمل صندوق ضبط الإيرادات على تمويل العجز دون إيجاد حلول جديدة لمواجهة انخفاض أسعار النفط الذي يعد المورد الأساسي للصندوق، فيما قام صندوق الاستثمارات العامة بإعادة هيكلة شاملة مما أدى لعدم تأثر موارده، فنلاحظ من الشكل أدناه أن العلاقة بين أسعار النفط وموارد صندوق الاستثمارات العامة كانت علاقة عكسية، فيما كانت العلاقة بين صندوق ضبط الإيرادات وأسعار النفط علاقة طردية.

الشكل رقم (05) : العلاقة بين أسعار النفط وموارد صندوق ضبط الإيرادات وصندوق الاستثمارات العامة



المصدر : من إعداد الباحثين بناء على المعطيات السابقة

#### الخلاصة :

تعد صناديق الثروة السيادية أداة لإدارة الفوائض المالية عن طريق استثمارها في مجالات بعيدة عن المخاطرة بغية تحقيق أهدافها بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني وحماية حقوق الأجيال القادمة.

ومن خلال دراستنا رأينا أن صندوق ضبط الإيرادات الجزائري يندرج ضمن صناديق الاستقرار، حيث أدى دوره في تمويل عجز الخزينة العمومية بفعالية بعد انهيار أسعار النفط في 2014، وهو ما يؤكد صحة فرضيتنا إلا أن موارده التي لم تكن مستدامة أدت إلى إنهاء رصيده المبني على عائدات النفط وليس الاستثمار.

وفي المقابل رغم اعتماد صندوق الثروة السيادي السعودي على النفط إلا أنه لم يواجه مصير الصندوق الجزائري لكثرة استثماراته خاصة في سوق الأسهم السعودي وخطته الجديدة لتنمية موارده عقب انهيار أسعار النفط وتقسيم محافظته على المستوى الداخلي والخارجي ستساعد في تخفيف مخاطر الاستثمار حتى وان لم يصل إلى أهدافه المنشودة بتنمية أصوله إلى الرقم المستهدف في عام 2020 إلا أن ذلك سيعزز موارده خاصة مع فتحه لمجالات استثمار جديدة لم تكن موجودة من قبل في السعودية كالتوجه نحو قطاعات الضيافة والترفيه والسياحة والتقنية، حيث نرى أن فكرته بالتركيز على الاستثمار المحلي كجزء أساسي من خطته ستخلق فرصا كبيرة للنمو، وهو ما يؤكد صحة فرضيتنا.

#### التوصيات :

- مع ارتفاع أسعار النفط فوق مستوى الـ 60 دولارا مع نهاية عام 2017 والتوقعات لبلوغها مستويات قياسية خلال العام 2018 في ظل الازمات الجيوسياسية الراهنة فإنه من المتوقع أن يخف الضغط على الموازنة العامة للدولة الجزائرية، وفي حال عاد صندوق ضبط الموارد لتكوين فوائض نفطية مجددا فينبغي فصل الصندوق عن وزارة المالية وتحويله إلى هيئة مستقلة وإدارته عن طريق كفاءات محترفة وذات رؤية استثمارية.
- وضع استراتيجية جديدة للصندوق تهدف إلى تعزيز استثماراته عن طريق فتح مجالات جديدة محليا، واقتناص الفرص على المستوى الخارجي والاستخدام الأمثل لموارده.

- رغم الخطة الكبيرة التي سطرته المملكة العربية السعودية لتنمية موارد صندوق الاستثمارات العامة وجعله أكبر صندوق سيادي في العالم إلا أن البيئة الاستثمارية في السعودية تواجه عدم وضوح خاصة مع حملة محاربة الفساد التي شملت وزراء سابقين وأمراء ورجال أعمال.
- المشاريع التي أطلقها صندوق الاستثمارات العامة السعودي تتطلب جهودا وموارد مالية كبيرة لخلق هذه القطاعات الجديدة المولدة للدخل، وعليه فإن السبيل الوحيد لذلك هو المراقبة الدورية والحرص على تنفيذها من قبل الكفاءات سواء المحلية أو الدولية.
- نشر تقارير دورية حول مشاريع الصندوق السعودي مما يتيح معرفة نسب الإنجاز ومدى التقدم في الخطط المسطرة.

#### -الاحالات والمراجع:

- 1 Allen, M (2008), "sovereign wealth funds", International Monetary Fund, Consulté le January 3, 2018, sur <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Sovereign-Wealth-Funds-A-Work-Agenda-PP4234>.
- 2 A Blundell Wignall, Y.-W. H (2008), "sovereign wealth and pension fund issues. working papers on insurance and private pensions", OECD, France.
- 3 Bouyoux, P (2008), "The conditions for a positive contribution of sovereign wealth funds to the world economy", Paris: Trésor-economics NO 28.
- 4 SWFI (2017, October 1), "sovereign wealth fund ranking", Consulté le November 4, 2017, sur <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>.
- 5 فرحات عباس سعود وسيلة (2015). "حوكمة الصناديق السيادية-دراسة لتجربة كل من النرويج والجزائر". مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 4، الجزائر: جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، ص 04.
- 6 "eia", E. I (2017), "Spot Prices for Crude Oil and Petroleum Products", Consulté le January 2018, 15, sur [https://www.eia.gov/dnav/pet/pet\\_pri\\_spt\\_s1\\_m.htm](https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm).
- 7 OPEC (2015), "Monetary policies and their impact on the oil market", monthly oil market report. Récupéré sur [https://www.opec.org/opec\\_web/static\\_files\\_project/media/downloads/publications/MOMR\\_January\\_2015.pdf](https://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/MOMR_January_2015.pdf).
- 8 حسين نيفين، الهاشمي ندى (2016). "انتهاء أسعار النفط وتداعياته على دول مجلس التعاون الخليجي"، الامارات: وزارة الاقتصاد الاماراتية.
- 9 OPEC (2016), "166th Meeting concludes", (OPEC, Éditeur) Consulté le January 15, 2018, sur [https://www.opec.org/opec\\_web/en/press\\_room/2938.htm](https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/2938.htm).
- 10 أرقام الاستثمارية التجارية (2017). "أسعار السلع"، تاريخ الاطلاع 15 سبتمبر، 2017، من <https://www.argaam.com/ar/interactive/charts/6>.
- 11 وزارة المالية السعودية (2017). تاريخ الاطلاع 8 سبتمبر، 2017، من <https://www.mof.gov.sa/docslibrary/StatisticalData/Pages/default.aspx>.
- 12 الحكومة السعودية (2015). "رؤية السعودية 2030"، تاريخ الاطلاع 5 جوان، 2016، من <https://vision2030.gov.sa>.
- 13 الحكومة السعودية (2016). "الأهداف الاستراتيجية وبرامج تحقيق رؤية 2030"، تم الاطلاع من <https://vision2030.gov.sa>.
- 14 صندوق الاستثمارات العامة (2017). "برنامج الصندوق خلال الفترة (2018-2020)"، السعودية، تم الاطلاع من [https://www.pif.gov.sa/style%20library/pifprograms/PIF%20Program\\_AR.pdf](https://www.pif.gov.sa/style%20library/pifprograms/PIF%20Program_AR.pdf).
- 15 بوفليح نبيل (2011). "دورصناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية-الواقع والآفاق مع الاشارة إلى حالة الجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية. الجزائر: جامعة الجزائر-03، ص 219.
- 16 فرحات زواري (2012). "دورصناديق الثروة السيادية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة - دراسة مقارنة لحالة الجزائر والنرويج"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، الجزائر: جامعة الجزائر-03، ص 210.
- 17 خبايا عبدالله (2015). "الصناديق السيادية آلية لضبط الفوائض المالية بما يحقق أهداف التنمية المستدامة - دراسة حالة الجزائر وأبوظبي"، المؤتمر الأول السياسات الاستخدامية للموارد الطاقوية بين متطلبات التنمية القطرية وتأمين الاحتياجات الدولية، الجزائر: جامعة سطيف، ص 07.
- 18 لطرش ذهبية، كتاف شافية (2018). "فعالية صندوق ضبط الإيرادات في تمويل عجز الموازنة العمومية خلال الفترة 2000 - 2017"، مجلة التنمية الاقتصادية، العدد 5، الجزائر: جامعة الوادي، ص 34.
- 19 Ministère des finances (2018), "Rapport de présentation de la loi de finance pour 2017 et prévisions 2018-2019", Algérie.