

# صعود صناديق الثروات السيادية

نحن لانعرف الكثير عن الهيئات الفاعلة الكبرى المملوكة للدولة

سيمون جونسون

Simon Johnson

الأمريكي تقدر بأكثر من ٥٠ تريليون دولار، وتقدر القيمة الدولية للأوراق المالية المتداولة بنحو ١٦٥ تريليون دولار. وفي مثل هذا السياق، فإن ٣ تريليونات دولار حجم كبير ولكنه ليس هائلا.

بيد أنه مبلغ كبير نسبيا بالقياس إلى حجم بعض الأسواق الناشئة. وتبلغ القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في دول قارة أفريقيا والشرق الأوسط الأوروبية الناشئة معا نحو ٤ تريليونات دولار، وهي بالتقريب نفس حجم هذه الأسواق في أمريكا اللاتينية كلها. كما تقدر الأصول الإجمالية الموضوعية تحت إدارة صناديق التغطية الخاصة - وهي فئة عريضة من صناديق الاستثمار الخاصة التي تسعى إلى تحقيق عائدات عالية، والتي تقدم نتيجة لذلك، على مخاطر جسيمة تُقدَّر عادة - بنحو ٢ تريليون دولار. ولهذا، وربما لا يدعو ذلك للدهشة. تدور الآن مناقشات حول المخاطر والفرص المحتملة أمام صناديق الثروة السيادية، مشابهة للمناقشات الدائرة حول صناديق التغطية.

## ندرة المعلومات

حيث صار جليا اليوم في الأسواق المحلية سريعة الإيقاع، فإن تأثير اتخاذ نقدي معين على الاستقرار المالي لا يعتمد على الأصول الخاضعة للإدارة فحسب وإنما يعتمد أيضا على روافع التأثير المحتملة (أي الديون) المستخدمة في استراتيجيات الاستثمار.

فعلى سبيل المثال، يتردد أن الكثير من صناديق التغطية، و (وأبناء عموماتها) صناديق حقوق المساهمين الخاصة، تستخدم نسبة للمديونية قدرها ١٠:١. وهذا يعنى أنها تقترض عشرة أمثال رأس مالها الخاص من أجل صفقات معينة. بل تزيد بنسبة المديونية في بعض الحالات، ربما تزيد كثيرا. وتعمل صناديق التغطية بصورة شبه مؤكدة على تحسين تخفيض رأس المال حول العالم، ولكن التطورات الحديثة تشير إلى أنها تمثل، في بعض الأشكال،

الثروات السيادية اسم جديد تماما **صناديق** يطلق على شيء قائم بين ظهرانيا منذ فترة: الأصول التي تحوزها حكومات

بعملة بلد أخرى. وتمتلك جميع الدول احتياطات بعملة أجنبية (تقيم هذه الأيام، بصفة نموذجية) بالدولار أو اليورو أو الين). وعندما يتوافر لبلد ما فائض متصل من الحساب الجاري، ويتراكم لديه المزيد من الاحتياطات أكثر من إحساسه بالاحتياج إليها لأغراض آنية، فإنه يستطيع إنشاء صندوق سيادي لإدارة تلك «الإضافية».

وقد وجدت الصناديق السيادية منذ الخمسينيات على الأقل، ولكن حجمها الإجمالي على النطاق العالمي زاد بصورة مثيرة على مدى من ١٠ إلى ١٥ سنة ماضية. وربما كانت الصناديق، في عام ١٩٩٠ حازت على أقصى تقدير ٥٠٠ مليار دولار، ولكن إجمالها يقدر الآن بما يتراوح بين ٣ تريليونات دولار، واستناد على المسار المرجح للحسابات الجارية، قد تصل إلى ١٠ تريليونات دولار بحلول عام ٢٠١٢.

وحاليا، لدى أكثر من ٢٠ دولة تلك الصناديق، وقد أعربت نصف دستة أخرى عن رغبتها في إنشاء صندوق. ومع ذلك، تبقى الحيازات حتى الآن متركزة، وتمثل أكبر خمسة صناديق نحو ٧٠ في المائة من إجمالي الأصول. ويقع أكثر من نصف تلك الأصول في أيدي البلدان التي تصدر كميات ضخمة من النفط والغاز. إذ تمتلك النرويج صندوقا سياديا كبيرا، تماما مثلما تملكها مناطق متباينة مثل ألاسكا، وكندا، وروسيا، وترينداد وتوباغو. وحوالي ثلث إجمالي الأصول تحوزه بلدان آسيوية ودول المحيط الهادى، بما في ذلك استراليا والصين وسنغافورة.

هل مبلغ ٣ تريليونات دولار مبلغ كبير؟ إن ذلك يعتمد على المقارنة. فالناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة يبلغ ١٢ تريليون دولار، والقيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة (الديون وحقوق المساهمين) المسماه بالدولار



سيمون جونسون مستشار اقتصادى ومدير دائرة الأبحاث فى صندوق النقد الدولى

خطرا على النظام المالي العالمي. ويقضى توافق الآراء حتى الآن بأنه في حين تستحق صناديق التغطية مزيدا من التدقيق، فإن هناك مزايا من وراء التخصيص العالمي لتدفقات رأس المال إذا ظل هذا القطاع يتحمل قدرا خفيفا نسبيا من العبء التنظيمي المباشر.

ومما يؤسف له، أن هناك الكثير مما لا نعرفه عن الصناديق السيادية. فأقل القليل منها ينشر المعلومات عن أصولها، أو التزاماتها، أو استراتيجياتها الاستثمارية. ويسود الاعتقاد بأنها تقليديا كانت «طويلة الأجل فقط»: بمعنى أنها تتبع استراتيجيات «اشتر واحتفظ»، بدون اتخاذ مراكز مكشوفة وربما دون اقتراض أو إقراض مباشر من أى نوع. ويحتمل أنها لديها آفاق بعيدة وأنها، مثل غيرها من المستثمرين للأجل الطويل، على استعداد للتدخل في حالة هبوط أسعار الأصول. وهذا يمارس على الأرجح تأثيرا باعنا على الاستقرار في النظام المالي العالمي. غير أن هناك أيضا شواهد تردد بأن بعض الصناديق السيادية وظفت استثمارات في صناديق أخرى لها تأثير قوى.

وتقول التقارير إن بنكا مركزيا واحدا على الأقل كان لديه استثمارات في إدارة رأس المال طويل الأجل عندما تعرض نفس صندوق التغطية للإفلاس عام ١٩٩٨. وقام أخيرا بنك مركزى بالاستثمار فى أحد صناديق حقوق المساهمين الخاصة. ويصرح صندوق الثروة السيادية النرويجي بأنه تحول بعض الشيء من السندات إلى الأسهم العادية، ونعتقد أن التحرك نفسه قد يكون جاريا بطريقة أكثر اتساعا. ويبدو واضحا أن جانبا من أصول صناديق التغطية وأصول صناديق حقوق المساهمين الخاصة تحت الإدارة حاليا تأتي من صناديق الثروة السيادية

(ينبغي مراعاة عدم مباشرة الحساب المزودج عندما تجرى إضافة أصول هذه الكيانات المتصلة)، ولكن ليس هناك أرقام.

كما أن التجار المارقين، وهم بمثابة قضية خطيرة لجميع أنواع صناديق الاستثمار، يمثلون أيضا مشكلة للصناديق السيادية. وبالرغم من عدم احتمال انتشار المشكلة على نطاق واسع، فإن هناك حالات محددة قام فيها من يتولون المتاجرة من العاملين في استثمار فائض البنوك المركزية بعمليات مضاربة كبرى وحققوا خسائر فادحة. وكان بعض هؤلاء المتاجرين على الأقل قد تصرفوا بدون موافقة المديرين المعتمدين لإدارة مخاطر الائتمان. ولم يكن الأمر يتطلب الكثير من مثل هذه الصفقات لإثارة الصيحات الداعية إلى تنظيم تدفقات رأس المال عبر الحدود عندما يتعلق الأمر بقرارات سيادية.

ولم يكن النهج الناشئ «لتنظيم» صناديق التغطية يستهدف تنظيمها، بقدر ما كان يستهدف المراقبة الدقيقة للجهات المنظمة الوسيطة التي تفرزها (أى البنوك التجارية والاستثمارية). والفكرة هي أن ذلك من شأنه حماية جوهر النظام المالي بينما يسمح بمباشرة الابتكار وتحمل المخاطرة. ولكنه مع تزايد أهمية الصناديق السيادية، فإنها تصبح عن جدارة مجموعة فاعلة غير منظمة من الوسطاء التي قد تستمر أو لا تستمر في صناديق التغطية في المستقبل.

ويتمثل الخطر الحقيقي في أن صناديق الثروة السيادية (وأشكالا أخرى من وسائل الاستثمار التي تساندها الحكومة) قد تشجع النزعة لحماية حساب رأس المال، الذي تستطيع الدول من خلاله أن تختار بحرية من الذى يمكنه الاستثمار وفي ماذا. وعلى الدوام، هناك بطبيعة الحال، بعض القيود المتعلقة بالأمن القومي على ما يستطيع الأجانب امتلاكه. ولكن التطورات الحديثة في

العالم توحى بأنه قد يكون هناك تصور بأن حكومات أجنبية معينة ينبغي عدم السماح لها بامتلاك ما يمكن اعتباره بمثابة «قمة حاكمة»، وهو منحدر زلق يؤدي بسرعة وبصورة مؤلمة إلى أشكال أخرى من النزعة للحماية. ومن الأهمية بمكان استباق تلك الضغوط.

### قوى فاعلة جديدة

من غير المحتمل أن تذهب الصناديق السيادية لحال سبيلها: إنها تعتمد على فائض الحساب الجارى ولن تصبح أقل أهمية إلا إذا بدأت الدول التي تملك فائضا كبيرا في التعرض إلى عجز ممتد في الحساب الجارى. وقد التزمت الدول الكبرى بالحد من اختلال التوازن في حسابها الجارى، وهذا من شأنه أن يحد من نمو الصناديق السيادية. ولكن الاقتصاد العالمي يتطور بشكل متواصل بطرق يصعب معها التأكد من أن الاختلال في توازن الحساب الجارى سوف ينكمش. فعلى سبيل المثال، قد يتسارع النمو العالمي أو يتباطأ، والمرجح أن يؤثر ذلك على أسعار السلع. أما إذا بقيت أسعار السلع عالية، فإن مصدرى السلع سيحققون فائضا كبيرا على مدى المستقبل المنظور. وإذا هبطت أسعار السلع، فإن الفائض الذى تحققه الدول الآسيوية المصدرة للمصنوعات قد يزداد.

ماذا ينبغي على صندوق النقد الدولي أن يفعله إزاء هذا الوضع؟ المؤكد أنه ليست هناك حاجة إلى عمل مثير. فإن الوضع، من ناحية، ينطوي على قضايا حساسة تمس السيادة الوطنية. ومن ناحية أخرى، فإن الصناديق السيادية، بمستواها الحالى البالغ ٣ تريليونات دولار، لا تمثل قضية ضاغطة. ولكنه مع تسلق المستوى مقتربا من ١٠ تريليونات دولار - ولو أن ١٠ تريليونات دولار ليست بالحجم الضخم من النقود - فإن الظاهرة من المرجح أن تجتذب قدرا أكبر من الاهتمام.

ومع ذلك، فقد حان الوقت، للبدء في عقد مناقشات بناءة حول القضايا البارزة قبل أن تصبح المناقشة مشحونة سياسيا أو جزءا من حملة انتخابية. ومن أجل تحقيق ذلك، لا بد من تقرير المعلومات التي ترغب الدول في تقاسمها، والمعلومات التي يجدر السعى للوقوف عليها، وماهية المعلومات التي يمكن استخدامها في تحليلاتنا الاقتصادية والمالية العالمية.

ليس هناك من سبب واضح يدعو إلى رؤية الوجود المتصل لهذه الصناديق باعتباره إخلالا بالاستقرار أو مثيرا للقلق. والواقع، أن صندوق النقد الدولي يشجع بقوة مصدرى الموارد غير المتجددة من أجل بناء نفس هذه الصناديق بالضبط تحسبا «ليوم عاصيب».

وإجمالا، تمثل صناديق الثروة السيادية كيانات فاعلة أساسية مملوكة للدولة في القرن الحادى والعشرين. وبينما تكتسب صناديق التغطية مزيد من الأهمية في هذا القرن، فإنها إلى حد ما بمثابة ارتداد إلى نهاية القرن التاسع عشر، حينما كانت الاتحادات الكبرى لرؤوس الأموال الخاصة تتحرك حول العالم بسهولة غير منضبطة - وأسهمت بصورة عامة في تحقيق انتعاش عالمى طويل الأجل، ونمو إنتاجى سريع فى سائر أنحاء العالم، وعدد لا بأس به من الأزمات. ماذا يحدث عندما يلتقى قطاع الدولة في القرن الحادى والعشرين مع القطاع الخاص للقرن التاسع عشر؟ سنتنظر لنرى النتيجة. ■