



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عمار ثليجي الاغواط



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود بنوك مالية

دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي
دراسة قياسية لحالة النرويج للفترة (1977-2018)

بإشراف الأستاذ
أ. د. علال بن ثابت

إعداد الطالب
الطاهر بن خيرة

لجنة المناقشة مكونة من الأساتذة:

رئيسا	جامعة الاغواط	أستاذ	أ.د. عبد القادر حفاي
مقررا ومشرفا	جامعة الاغواط	أستاذ	أ.د. علال بن ثابت
عضوا	جامعة الاغواط	أستاذ محاضر أ	د. أحمد تيجاني هيشر
عضوا	جامعة الاغواط	أستاذ محاضر أ	د. عطا الله بن طيرش
عضوا	جامعة الجلفة	أستاذ	أ.د. مختار حميدة
عضوا	المركز الجامعي أفلو	أستاذ محاضر أ	د. عبد القادر قطاف

نوقشت وأجيزت يوم: 19 ربيع الثاني 1442 الموافق ل 05 ديسمبر 2020

السنة الجامعية: 2019-2020



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عمار ثليجي الاغواط



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود بنوك مالية

دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي
دراسة قياسية لحالة النرويج للفترة (1977-2018)

بإشراف الأستاذ
أ. د. علال بن ثابت

إعداد الطالب
الطاهر بن خيرة

لجنة المناقشة مكونة من الأساتذة:

رئيسا	جامعة الاغواط	أستاذ	أ.د. عبد القادر حفاي
مقررا ومشرفا	جامعة الاغواط	أستاذ	أ.د. علال بن ثابت
عضوا	جامعة الاغواط	أستاذ محاضر أ	د. أحمد تيجاني هيشر
عضوا	جامعة الاغواط	أستاذ محاضر أ	د. عطا الله بن طيرش
عضوا	جامعة الجلفة	أستاذ	أ.د. مختار حميدة
عضوا	المركز الجامعي أفلو	أستاذ محاضر أ	د. عبد القادر قطاف

نوقشت وأجيزت يوم: 19 ربيع الثاني 1442 الموافق ل 05 ديسمبر 2020

السنة الجامعية: 2019-2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

الحمد لله الذي تتم به الصالحات، وصل اللهم على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلم. يقول النبي صلى الله عليه وسلم (من لا يشكر الناس لا يشكر الله)، وامثالاً لقول النبي نتقدم بجزيل الشكر والعرفان والتقدير لكل من أماننا على إتمام هذا العمل، وبخاص بالذكر الأستاذ الفاضل المفوض لغال بن ثابت، ولجنة التكوين الموقرة برئاسة الأستاذ الدكتور محمد قويدري، والأستاذ الدكتور محمد فرحي، والأستاذ الدكتور عبد القادر حفاي، والأستاذ الدكتور قويدر عياش، والأستاذ الدكتور لغال بن ثابت. كما نشكر كل الأساتذة الذين أهدفوا على تكويننا، كما نتوجه بالشكر والعرفان للأستاذ الدكتور محمد العقاب من جامعة الجلفة، على مساعدته لنا، ولجنة المناقشة لهم جزيل الشكر والعرفان، كما نشكر كل عمال وموظفي وأساتذة جامعة عمار ثليجي بالأغواط، والأستاذ فرحان ندار، وبن عبد الله بن حمزة، وللجميع ندعو الله أن يجازيهم عنا خير جزاء والحمد لله رب العالمين.

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر صناديق الثروة السيادية على الاستقرار الاقتصادي ومداه، من خلال تطبيق دراسة قياسية، على حالة صندوق التقاعد الحكومي النرويجي، وشملت الدراسة فترتين، الفترة الأولى تمتد من 1977 إلى 1997، والتي تم فيها دراسة سلوك متغيرات الدراسة في ظل عدم وجود الصندوق السيادي النرويجي، والفترة الثانية التي تمتد من 1998 إلى 2018، وقد تم فيها دراسة تأثير مساهمة الصندوق النرويجي على المؤشرات الاقتصادية الكلية للنرويج، حيث تمثل التحويلات من موارد الصندوق النرويجي للاقتصاد النرويجي؛ المؤشر المستقل، كما تمثل مؤشرات الاقتصاد الكلي، التي تمثل أركان المربع السحري لكالدور وهي: معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، ونسب البطالة، ومعدلات التضخم، ورصيد الميزان التجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، كمؤشرات تابعة، وتشير نتائج التحليل أن هناك أثر قوي للصندوق التقاعد الحكومي النرويجي على المؤشرات الاقتصادية الكلية،

- حيث يرتبط بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بعلاقة تأثير متبادلة، ويساهم الصندوق السيادي في تحديد التقلبات المستقبلية في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في النرويج،
 - ويساهم في التغيرات الحاصلة في معدل التضخم بنسبة كبيرة،
 - كما يساهم كثيرا في التخفيف من عبء البطالة ورفع مستوى التشغيل،
 - كما ان هناك سببية من الصندوق السيادي النرويجي نحو رصيد الميزان التجاري، يتضح من خلال النتيجة الدور الكبير للصندوق النرويجي في تحقيق التوازن الخارجي.
- وكنتيجة عامة مستخلصة تشير النتائج بأن الصندوق السيادي للنرويج له دور هام في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في النرويج.

الكلمات المفتاحية: صناديق الثروة السيادية، استقرار اقتصادي، الصندوق السيادي النرويجي، صندوق ضبط الإيرادات الجزائري، مؤشرات اقتصادية، نماذج ARDL و VAR.

Abstract:

This study aims to analyze the impact of sovereign wealth funds on economic stability and its extent, by applying a standard study, on the case of the Norwegian government retirement fund, and the study included two periods, the first period extending from 1977 to 1997, in which the behavior of the study variables was studied in the absence of the sovereign fund The Norwegian Fund, and the second period extending from 1998 to 2018, during which the impact of the Norwegian Fund's contribution on the macroeconomic indicators of Norway was studied, as it represents transfers from the resources of the Norwegian Fund for the Norwegian Economy; The independent index, as well as the macroeconomic indicators, which represent the corners of the magic square of the role, namely: GDP growth rates, unemployment rates, inflation rates, and the balance of trade balance as a percentage of GDP, as dependent indicators, and the results of the analysis indicate that there is a strong impact of the pension fund Norwegian government on macroeconomic indicators,

- Where it is related to the rate of GDP growth with a mutual influence, and the sovereign fund contributes to determining future fluctuations in the growth rates of GDP in Norway,
- It contributes to the changes in the inflation rate by a large percentage,
- It also contributes greatly to alleviating the burden of unemployment and raising the level of employment,
- There is also a reason for the Norwegian sovereign fund towards the balance of the trade balance. The result is clear from the great role of the Norwegian fund in achieving external balance.

As a general conclusion, the results indicate that the Norwegian sovereign fund has an important role in achieving economic stability in Norway.

Key words: Sovereign Wealth Funds, Economic Stability, Norwegian Sovereign Fund, Revenue Regulation Fund, Economic Indicators, ARDL and VAR Models.

Résumé:

Cette étude vise à analyser l'impact des fonds souverains sur la stabilité économique et son ampleur, en appliquant une étude standard, sur le cas du fonds de retraite public norvégien, et l'étude comprenait deux périodes, la première période s'étendant de 1977 à 1997, au cours desquelles le comportement des variables de l'étude a été étudié en l'absence du fonds souverain Le Fonds norvégien, et la deuxième période allant de 1998 à 2018, au cours de laquelle l'impact de la contribution du Fonds norvégien sur les indicateurs macroéconomiques de la Norvège a été étudié, car il représente des transferts des ressources du Fonds norvégien vers l'économie norvégienne; L'indice indépendant, ainsi que les indicateurs macroéconomiques, qui représentent les coins du carré magique du rôle, à savoir: les taux de croissance du PIB, les taux de chômage, les taux d'inflation et la balance commerciale en pourcentage du PIB, en tant qu'indicateurs dépendants, et les résultats de l'analyse indiquent qu'il y a un fort impact de la fonds de retraite Gouvernement norvégien sur les indicateurs macroéconomiques,

- Il est lié au taux de croissance du PIB dans une relation réciproque, et le fonds souverain contribue à déterminer les fluctuations futures des taux de croissance du PIB en Norvège.
- Il contribue à l'évolution du taux d'inflation par un pourcentage important,
- Elle contribue également grandement à alléger le fardeau du chômage et à relever le niveau de l'emploi.
- Il y a également une causalité du fonds souverain norvégien vers la balance commerciale, comme en témoigne le rôle important du Fonds norvégien dans la réalisation de l'équilibre extérieur.

En conclusion générale, les résultats indiquent que le fonds souverain norvégien a un rôle important à jouer dans la stabilité économique de la Norvège.

Mots clés: Fonds souverains, Stabilité économique, Fonds Souverain Norvégien, Le fonds de régulation des recettes, Indicateurs économiques, MODÈLES ARDL et VAR.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
I	الشكر والتقدير.....
II	الاهداء.....
V - III	المخلص.....
VII - VI	قائمة المحتويات.....
X - VIII	قائمة الجداول.....
XIII - XI	قائمة الاشكال.....
أ - ز	مقدمة.....
57 - 1	الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية.....
14 - 3	المبحث الاول: الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية.....
8 - 3	المطلب الاول: مفهوم صناديق الثروة السيادية وأهدافها.....
10 - 8	المطلب الثاني: دوافع انشاء الصناديق السيادية وخصائصها.....
14 - 11	المطلب الثالث: تصنيف الصناديق السيادية وعوامل نموها.....
29 - 14	المبحث الثاني: أهمية صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي.....
18 - 15	المطلب الاول: حجم اصول صناديق الثروة السيادية في العالم.....
24 - 18	المطلب الثاني: التوزع الجغرافي والاقليمي لصناديق الثروة السيادية في العالم.....
29 - 24	المطلب الثالث: تطور صناديق الثروة السيادية.....
56 - 29	المبحث الثالث: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية ومطالب الحوكمة.....
36 - 30	المطلب الاول: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية.....
41 - 36	المطلب الثاني: التوزع القطاعي والجغرافي لاستثمارات الصناديق السيادية.....
46 - 42	المطلب الثالث: الجدل والمخاوف اتجاه تنامي ظاهرة صناديق الثروة السيادية.....
56 - 47	المطلب الرابع: مطالب الحوكمة والشفافية ومبادئ سانتياغو.....
121 - 58	الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته.....
78 - 60	المبحث الاول: سياسات الاستقرار الاقتصادي في الفكر الاقتصادي.....
67 - 60	المطلب الاول: سياسات الاستقرار الاقتصادي المفهوم والنظريات.....
74 - 67	المطلب الثاني: التقلبات الدورية في الاقتصاد.....
78 - 74	المطلب الثالث: دور الدولة في النشاط الاقتصادي ومبررات تدخلها.....
101 - 78	المبحث الثاني: آليات تحقيق الاستقرار الاقتصادي.....
84 - 78	المطلب الاول: السياسة النقدية الأهداف والأدوات.....
90 - 84	المطلب الثاني: السياسة المالية أهدافها وأدواتها.....
94 - 90	المطلب الثالث: سياسة التجارة الدولية وميزان المدفوعات.....
101-94	المطلب الرابع: سياسات أخرى للاستقرار الاقتصادي.....

فهرس المحتويات

120 - 101	المبحث الثالث: مؤشرات الاستقرار الاقتصادي.....
105 - 102	المطلب الأول: الناتج المحلي الإجمالي.....
109 - 105	المطلب الثاني: مؤشر البطالة.....
115 - 110	المطلب الثالث: مؤشر التضخم.....
120 - 115	المطلب الرابع: ميزان المدفوعات.....
180 - 122	الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد.....
149 - 124	المبحث الأول: صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي.....
126 - 124	المطلب الأول: إمكانيات وخصائص الاقتصاد النرويجي.....
132 - 126	المطلب الثاني: التجربة النرويجية من خلال صندوق المعاشات الحكومي العالمي.....
149 - 132	المطلب الثالث: الاستراتيجيات الاستثمارية وإدارة المخاطر في الصندوق النرويجي.....
168 - 149	المبحث الثاني: صندوق ضبط الإيرادات الجزائري.....
157 - 150	المطلب الأول: المؤشرات الكلية للاقتصاد الجزائري.....
160 - 157	المطلب الثاني: التعريف بصندوق ضبط الإيرادات.....
168 - 160	المطلب الثالث: دور صندوق ضبط الإيرادات في الاقتصاد الجزائري.....
179 - 169	المبحث الثالث: تقييم التجربة الجزائرية على ضوء التجربة النرويجية.....
174 - 169	المطلب الأول: المآخذ والانتقادات الموجهة لصندوق ضبط الإيرادات.....
179 - 174	المطلب الثاني: استخلاص نموذج جزائري بالاستفادة التجربة النرويجية.....
242 - 181	الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج.....
204 - 183	المبحث الأول: دراسة تطور متغيرات الدراسة.....
190 - 183	المطلب الأول: تطور المؤشرات الكلية للاقتصاد النرويجي قبل تفعيل دور صندوق البترول.....
198 - 190	المطلب الثاني: تطور المؤشرات الكلية للاقتصاد النرويجي بعد تفعيل دور صندوق البترول.....
204 - 198	المطلب الثالث: تطور القيمة السوقية للصندوق في الفترة من 1998 الى 2018.....
222 - 205	المبحث الثاني: دراسة قياسية لمؤشرات الاستقرار الاقتصادي في النرويج للفترة (1977-1997).....
208 - 205	المطلب الأول: دراسة استقرارية المتغيرات للفترة (1977-1997).....
218 - 208	المطلب الثاني: دراسة حركية المتغيرات على المدى القصير للفترة (1977-1997).....
222 - 218	المطلب الثالث: دراسة التوازن بين متغيرات الدراسة على المدى البعيد للفترة (1977-1997).....
241 - 223	المبحث الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات الاستقرار الاقتصادي في النرويج للفترة (1998-2018) ..
226 - 223	المطلب الأول: دراسة استقرارية المتغيرات في ظل صناديق الثروة السيادية.....
237 - 226	المطلب الثاني: دراسة حركية المتغيرات على المدى القصير في ظل صناديق الثروة السيادية.....
241 - 238	المطلب الثالث: دراسة التوازن بين المتغيرات على المدى البعيد في ظل صناديق الثروة السيادية.....
249 - 243	خاتمة.....
272 - 250	قائمة المراجع والمصادر.....
319 - 273	قائمة الملاحق.....

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
الفصل الاول		
1-1	ترتيب صناديق الثروة السيادية في العالم حسب اصولها الخاضعة للإدارة لسنة 2018	15
2-1	توزع صناديق الثروة السيادية على القارات حسب تصنيف 2018	19
3-1	التوزع الاقليمي لصناديق الثروة السيادية حسب تصنيف 2018	21
4-1	نمو عدد وحجم صناديق الثروة السيادية كل عشر سنوات	25
5-1	وزن الاصول المدارة من قبل صناديق الثروة السيادية مقارنة بمؤسسات وهيئات مالية	26
6-1	تصنيف اعلى 100 مؤسسة حسب الاصول	27
7-1	صناديق جديدة محتملة التأسيس بعد سنة 2018	29
8-1	تصنيف المستثمرين السياديين	33
9-1	مقارنة بين خصائص الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية	35
10-1	يتضمن مبادئ مؤشر الشفافية Linaburg-Maduell	52
11-1	مجال مكونات الهيكل التنظيمي	52
12-1	مجال مكونات الحوكمة	53
13-1	مجال الشفافية والمساءلة	53
14-1	مجال السلوك	54
15-1	تقييم درجة الشفافية مؤشر لاينبورغ- ماديوول (Linaburg- Maduell)	55
16-1	تقييم صناديق الثروة السيادية حسب لوحة النتائج لترومان من 2007-2015	56
الفصل الثاني		
1-2	اقسام ومكونات ميزان المدفوعات	115
الفصل الثالث		
1-3	التطور التاريخي للصندوق السيادي النروجي وقيمة اصوله	128
2-3	توزع القيمة السوقية الاجمالية على استثمارات الدخل الثابت من 1998 الى 2018	134
3-3	نسبة القيمة السوقية لاستثمارات الأسهم من القيمة الاجمالية من 1998 الى 2018	138
4-3	توزع القيمة السوقية الاجمالية على استثمارات العقارات من 2011 الى 2018	142

قائمة الجداول

144	يلخص التغييرات التي مست الحدود التي وضعتها وزارة المالية	5-3
146	مدى التزام إدارة الصندوق لتعليمات وزارة المالية في إدارة المخاطر	6-3
147	نسب تصنيف سندات الصندوق حسب درجات التصنيف من 2012 الى 2018.	7-3
150	تطورات الناتج الداخلي الخام في الجزائر للفترة (2010-2018)	8-3
152	مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الاجمالي للجزائر للفترة (2010-2018)	9-3
154	تطورات معدلات البطالة في الجزائر للفترة الزمنية (2010-2018)	10-3
155	تطورات معدلات التضخم في الجزائر للفترة الزمنية (2010-2018)	11-3
156	تطورات الميزان التجاري الجزائري للفترة (2010-2018)	12-3
161	تطور رصيد الصندوق بدون الاستخدامات من 2000 - 2018	13-3
163	تطور السعر المرجعي المعتمد في تقديرات الميزانية العامة	14-3
163	استخدام رصيد صندوق ضبط الإيرادات في تمويل الميزانية	15-3
165	استخدام رصيد صندوق ضبط الإيرادات في تخفيض الدين العام	16-3
166	تطور المديونية العمومية من سنة 2000 الى 2009	17-3
168	الوضعية النهائية لموارد واستخدامات صندوق ضبط الإيرادات للجزائر في الفترة الممتدة من 2000-2018	18-3
171	تطور مديونية الجزائر من سنة 2000 الى 2008	19-3
172	الأعباء المالية لصندوق ضبط الإيرادات (الوحدة: مليار دينار)	20-3
الفصل الرابع		
184	تطور مؤشرات الكلية للاقتصاد النروجي في الفترة من سنة 1977 الى سنة 1997	1-4
190	تطور مؤشرات الكلية للاقتصاد النروجي في الفترة من سنة 1998 الى سنة 2018	2-4
199	تطور القيمة السوقية للصندوق من 1998 الى 2018 (الوحدة: مليار كرونة)	3-4
202	تطور العائد السنوي حسب فئة الأصول من 1998 الى 2018 (الوحدة: نسبة مئوية)	4-4
207	نتائج اختبار استقرارية المتغيرات للفترة (1977-1997) حسب اختبار (ADF)	5-4
207	نتائج اختبار استقرارية المتغيرات للفترة (1977-1997) حسب اختبار (PP)	6-4
210	تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدل نمو اجمالي الناتج المحلي للفترة (1977-1997)	7-4
211	تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدلات التضخم للفترة (1977-1997)	8-4

قائمة الجداول

212	تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدلات البطالة للفترة (1997-1977)	9-4
213	تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير رصيد الميزان التجاري للفترة (1997-1977)	10-4
217	نتائج اختبار سببية (Granger) للفترة (1997-1977)	11-4
219	نتيجة اختبار الأثر	12-4
220	نتيجة اختبار القيمة العظمى	13-4
221	نتيجة تقدير نموذج تصحيح الخطأ (VECM)	14-4
225	نتائج اختبار استقرارية المتغيرات للفترة (2018-1998) حسب اختبار (ADF)	15-4
225	نتائج اختبار استقرارية المتغيرات للفترة (2018-1998) حسب اختبار (PP)	16-4
227	تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدل نمو إجمالي الناتج المحلي للفترة (2018-1998)	17-4
228	تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدلات التضخم للفترة (2018-1998)	18-4
229	تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدلات البطالة للفترة (2018-1998)	19-4
230	تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير رصيد الميزان التجاري للفترة (2018-1998)	20-4
230	تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير صناديق الثروة السيادية للفترة (2018-1998)	21-4
236	نتائج اختبار سببية (Granger) للفترة (2018-1998) في المدى القصير	22-4
237	نتائج اختبار سببية Toda Yamamoto في المدى الطويل للفترة (2018-1998)	23-4
239	نتائج تقدير نموذج (ARDL) لرصيد الميزان التجاري في الأجل الطويل	24-4
240	نتائج تقدير نموذج (ARDL) لمعدل التضخم في الأجل الطويل	25-4
241	نتائج تقدير نموذج (ARDL) لمعدل البطالة في الأجل الطويل	26-4

قائمة الاشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
الفصل الاول		
1-1	توزع صناديق الثروة السيادية على القارات حسب تصنيف 2018	20
2-1	الاصول المملوكة لكل قارة ومصدرها حسب تصنيف 2018	20
3-1	امتلاك للدول العربية للصناديق السيادية وحجم أصولها حسب تصنيف 2018	22
4-1	تصنيف اصول صناديق الثروة السيادية للدول العربية والدول الاخرى حسب مصادرها	22
5-1	عدد صناديق الثروة السيادية المملوكة للدول الاسلامية مقارنة بالدول الاخرى	23
6-1	تصنيف اصول صناديق الثروة السيادية للدول الاسلامية حسب مصادرها	24
7-1	تطور حجم صناديق الثروة السيادية كل عشر سنوات	25
8-1	تخصيص الأصول التاريخية حسب نوع الصندوق	32
9-1	استثمارات صناديق الثروة السيادية المباشرة منذ عام 2000 الى 2016 (مليار دولار أمريكي)	37
10-1	استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأصول الآمنة 2007 - 2016 (مليار دولار أمريكي)	38
11-1	استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب المصدر وسعر النفط، 2000 - 2016	39
12-1	قيمة استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب القطاع المستهدف 2007-2016 (مليار دولار أمريكي)	40
13-1	استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب القطاع في الأسواق المحلية والأجنبية، 2016	40
14-1	استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المحلية والأجنبية، 2007-2016 (مليار دولار أمريكي)	41
15-1	قيمة استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب المنطقة المستهدفة من 2007 - 2016 (مليار دولار أمريكي)	41
الفصل الثاني		
1-2	مراحل الدورة الاقتصادية	69
2-2	مكونات مناخ الاستثمار	97

قائمة الأشكال

98	أولويات اصلاح مناخ الاستثمار	3-2
107	تقسيمات أخرى للبطالة	4-2
111	أنواع التضخم	5-2
114	منحنى فيليبس	6-2
الفصل الثالث		
130	آلية عمل الصندوق السيادي النرويجي في الاقتصاد	1-3
131	تقسيم الأدوار والمسؤوليات لإدارة الصندوق	2-3
136	التوزع القطاعي لاستثمارات الدخل الثابت	3-3
137	التوزع الجغرافي لاستثمارات الدخل الثابت	4-3
139	نسب التوزع القطاعي لاستثمارات الاسهم	5-3
140	نسب التوزع الجغرافي لاستثمارات الاسهم	6-3
142	نسب التوزع القطاعي لاستثمارات العقارات	7-3
143	نسب التوزع الجغرافي لاستثمارات العقارات	8-3
170	تطور العجز الموازي في الفترة من 2000 الى 2018	9-3
173	علاقة الترابط بين أسعار النفط ورصيد الصندوق	10-3
الفصل الرابع		
185	تطور الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للنرويج من 1977-1997 (مليار كرونة)	1-4
187	تطور معدل البطالة للنرويج من 1977-1997 (نسبة مئوية)	2-4
188	تطور معدل التضخم للنرويج من 1977-1997 (نسبة مئوية)	3-4
189	تطور ارصدة الميزان التجاري للنرويج من 1977-1997 (مليار كرونة)	4-4
191	تطور الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للنرويج من 1998-2018 (مليار كرونة)	5-4
193	تطور معدل البطالة للنرويج من 1998-2018 (نسبة مئوية)	6-4

قائمة الأشكال

194	تطور معدل التضخم للنرويج من 1998-2018 (نسبة مئوية)	7-4
195	تطور الميزان التجاري للنرويج من 1998-2018 (مليار كرونة)	8-4
197	تطور وضعية الاستقرار الاقتصادي للنرويج خلال الفترة 1977-2018	9-4
200	مكونات إيرادات الصندوق النرويجي من 1998-2018 (مليار كرونة)	10-4
203	تقلبات عوائد الاستثمار حسب فئات الأصول	11-4
206	دراسة وصفية لقيم المتغيرات في الفترة (1977-1997)	12-4
214	دوال استجابة معدل نمو إجمالي الناتج المحلي للفترة (1977-1997)	13-4
215	دوال استجابة معدل التضخم للفترة (1977-1997)	14-4
216	دوال استجابة رصيد الميزان التجاري للفترة (1977-1997)	15-4
217	دوال استجابة معدل البطالة للفترة (1977-1997)	16-4
224	دراسة وصفية لقيم المتغيرات في الفترة (1998-2018)	17-4
231	دوال استجابة معدل نمو إجمالي الناتج المحلي للفترة (1998-2018)	18-4
232	دوال استجابة معدل التضخم للفترة (1998-2018)	19-4
233	دوال استجابة رصيد الميزان التجاري للفترة (1998-2018)	20-4
234	دوال استجابة معدل البطالة للفترة (1998-2018)	21-4
235	دوال استجابة صناديق الثروة السيادية للفترة (1998-2018)	22-4

مقدمة

أولاً: تمهيد

الأزمات الاقتصادية والمالية سمة من سمات النظم الاقتصادية الوضعية، وهي ظاهرة مثيرة للاهتمام ومبعث للقلق والذعر، حيث لا تخلو فترة من فترات تطور النظام الاقتصادي إلا وحدثت أزمة من الأزمات، فمنذ نشأة الأسواق المالية والأنظمة الاقتصادية عرضة للهزات والتقلبات والأزمات، فقد سجل التاريخ الاقتصادي حدوث الكثير من الأزمات كانت أشدها وأطولها أزمة الكساد العظيم عام 1929، وكذلك الأزمة المالية العالمية 2008، وما خلفته هذه الأزمات من آثار وتداعيات على الأنظمة المالية العالمية بحكم ترابطها وتشابكها بفعل الانفتاح الاقتصادي والعولمة المالية التي ميزت العقود الأخيرة من الزمن.

فالالاقتصاد بطبيعته غير مستقر، تتناوبه صدمات متكررة مالم يستخدم صنّاع السياسة والاقتصاد سياسات الاقتصاد الكلي كالسياسة المالية والسياسة النقدية وسياسات أخرى لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، فإن هذه الصدمات تؤدي إلى تقلبات في الإنتاج والبطالة والتضخم، أي أن سياسات الاقتصاد الكلي يجب أن تحفز الاقتصاد في حالة الركود وتبطنه في حالة الانتعاش والتوسع الكبير، فهذه سياسات الاقتصاد الكلي هو الاستقرار الاقتصادي بمفهومه الشامل؛ فهي تهدف إلى زيادة الثروة الوطنية ورفع مستوى الدخل الوطني الإجمالي وبالتالي زيادة نصيب الفرد منه، أو النمو الاقتصادي، والذي يقاس بنمو الناتج المحلي الإجمالي، كما تسعى سياسات الاقتصاد الكلية للوصول إلى التشغيل الكامل أو مستوى قريباً منه في عنصر العمل وعناصر الإنتاج الأخرى، والتحكم في التضخم وتحقيق استقرار المستوى العام للأسعار، وهذه الأهداف تمثل مجالات الاستقرار الداخلي، أما الاستقرار الخارجي فيتمثل في تحسين وضع ميزان المدفوعات وتحقيق الفائض في الميزان التجاري. بيد أن تطبيق هذه السياسات لتحقيق أهداف الاستقرار الاقتصادي يحتاج إلى نظام مالي فعّال يضمن تمويلاً قوياً للاقتصاد، لأن مشكلة توفير التمويل من أعقد المشكلات التي تواجه الاقتصاديات، وخاصة الاقتصادات الريفية، كالاقتصاد الجزائري مثلاً، حيث يُعتبر التمويل الدعامة الأساسية لأي اقتصاد، وتتوقف فعالية أي نظام اقتصادي أساساً على فعالية النظام المالي والتمويل، وتبرز أهمية التمويل في تسريع وتسهيل انتقال الفوائض المالية بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض نحو الوحدات التي تعاني عجزاً، وكذلك توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع والبرامج التنموية، وبصورة عامة فإن التمويل يساهم في تفعيل الاقتصاد وزيادة النمو وتحقيق التنمية الاقتصادية، والتمويل إما أن يكون تمويلاً ذاتياً، وهو التمويل الأكثر أماناً والأقل تكلفة، أو أن يكون تمويلاً خارجياً عن طريق الاقتراض، ويعتبر هذا النوع مكلفاً جداً؛ في حالة أسعار الفائدة المرتفعة، إذ يزيد من عبء المديونية التي ترهق الاقتصاد وترهن

مقدمة

حاضر ومستقبل البلدان، وتعتبر المصادر التقليدية للتمويل غير كافية لمتطلبات الاستقرار الاقتصادي وخاصة في الاقتصاديات الأحادية. ومن البدائل في مجال التمويل التي ظهرت حديثا والتي تعتبر من أفضل البدائل الممكنة وأقلها تكلفة وأكثرها مردودية هو استخدام صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد، حيث تعد صناديق الثروة السيادية مصدرا هاما للتمويل الدولي وأحد أهم آليات تمويل السوق المالية لما تحوزه من احتياطات ضخمة من العملات الأجنبية، وقد نجحت نماذج عديدة من صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد وحمايته من تقلبات أسعار المواد الأساسية والدورات الاقتصادية بينما لم تحقق بعض النماذج نجاحا كبيرا.

ثانيا: الإشكالية الرئيسية

لمعرفة دور صناديق الثروة السيادية وأدائها وآثارها على الاقتصاد، وبناء على ما سبق ذكره في التمهيد من ندرة التمويل والبدائل المستخدمة، فإن الإشكالية الرئيسية التي تطرح:

ما مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي؟ وماهي آثارها على المؤشرات الاقتصادية الكلية؟

وانطلاقا من الإشكالية الرئيسية أو التساؤل الرئيس، تطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- هل نجحت التجربة الجزائرية من خلال صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق أهدافها مقارنة ببعض التجارب العالمية الناجحة؟
- كيف يمكن وإلى أي مدى يمكن لصناديق الثروة السيادية المساهمة في نمو الناتج المحلي؟
- ما هو تأثير صناديق الثروة السيادية على مستويات التشغيل والبطالة؟
- كيف يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تكبح معدلات التضخم؟
- ما مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في تعزيز الاستقرار الخارجي، وتغطية عجز الميزان التجاري؟

ثالثا: فرضيات الدراسة

وللإجابة على كل هذه التساؤلات فقد وضعت الفرضيات التالية:

- نجحت التجربة الجزائرية من خلال صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الأهداف التي أنشأ من أجلها، بتمويل عجز الميزانية وتخفيض المديونية.
- تؤثر صناديق الثروة السيادية تأثيرا ايجابيا في نمو الناتج المحلي الإجمالي.

- تساهم صناديق الثروة السيادية في رفع نسبة التشغيل وتخفيض نسبة البطالة من خلال انشاء وتمويل المشاريع الاستثمارية.
- يمكن أن تستخدم صناديق الثروة السيادية في استهداف التضخم، وتقليص معدلاته.
- تؤدي صناديق الثروة السيادية دورا مهما في تعزيز الاستقرار الخارجي، وسد عجز الميزان التجاري.

رابعاً: أهمية الدراسة

تتبع أهمية هذه الدراسة من خلال:

- ✓ إن الدراسات التي عالجت هذه الظاهرة من الناحية التطبيقية ومدى تأثيرها على الاقتصاديات قليلة.
- ✓ تعتبر الجزائر معنية بإنشاء صندوق سيادي نموذجي، أو تعديل صندوق ضبط الإيرادات بما يستجيب مع مواصفات النماذج العالمية الناجحة، باعتبار أن الجزائر من البلدان المصدرة للسلع الأساسية (النفط والغاز).
- ✓ ضرورة تفتيحها الطبيعة الهيكلية للاقتصاد الجزائري، وحتمية وجود منافذ للتنويع الاقتصادي.

خامساً: أهداف الدراسة

تتم أهداف الدراسة في:

- ✓ في البحث عن عوامل نجاح بعض نماذج صناديق الثروة السيادية في العالم، واستلهاهم نموذج أمثل لصندوق سيادي جزائري ناجح، يساهم في دعم الاقتصاد وتمويل الميزانية، واستثمار واثراء الفوائض المالية في أوقات الانتعاش وخلق القيمة، وتخفيف حدة صدمات الأسعار وانخفاضها، كأحد أفضل وسائل تنويع الدخل الوطني.

- ✓ محاولة تحليل أثر الصناديق السيادية على الاقتصاد الكلي وعرض أهم التجارب الدولية الناجحة.

سادساً: حدود الدراسة

تتعلق هذه الدراسة بآثار الصندوق التقاعد الحكومي العالمي النرويجي على المؤشرات الاقتصادية الكلية للاقتصاد النرويجي في الفترة من 1977 الى 2018.

سابعاً: منهجية وأدوات الدراسة

ولمحاولة الإجابة على التساؤل الرئيس والاسئلة الفرعية فقد اعتمدنا في دراستنا هذه على المنهج الوصفي في الفصل الأول والثاني والمنهج التحليلي والقياسي في الفصل الثالث، والفصل الرابع.

ثامنا: الدراسات السابقة

هناك بعض الدراسات التي تناولت موضوع تأثير صناديق الثروة السيادية على متغيرات الاقتصاد الكلي من زوايا مختلفة، من هذه الدراسات:

1- دراسة باقر كرجي حبيب، تقييم التجربة النرويجية في إطار صناديق الثروة السيادية، مقال، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، المجلد 11 العدد 3، 2019، ص ص 461-489، والتي هدفت إلى تحليل دور صندوق التقاعد النرويجي في الاقتصاد الكلي، وتقييم فاعلية الصندوق في تحقيق أهدافه من خلال طرح التساؤل التالي: مدى فعالية صندوق التقاعد النرويجي في النمو الاقتصادي في النرويج ومدى ارتباط ذلك بأسعار النفط. وقد شملت الدراسة القياسية (الجانب التطبيقي)، دراسة العلاقة بين المتغيرات الثلاثة وهي: أصول صناديق الثروة السيادية (SWF)، والنشاط الاقتصادي ممثلاً بالنتائج المحلي الإجمالي (GDP) للاقتصاد النرويجي، وأسعار النفط العالمية (OP)، في الفترة الممتدة من 1996 إلى 2016. باستخدام البرنامج القياسي (E-VIEWS7)، والتعرف على خصائص السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات، بتطبيق اختبار الاستقرار، وسببية كرانجر (Granger)، ونموذج الانحدار الذاتي (VAR)، فضلاً عن استخدام دالة الاستجابة للصدمات (Impulse Response). وقد خلصت الدراسة إلى نتائج من أبرزها: أن لصناديق الثروة السيادية دور في التأثير على متغيرات الاقتصاد الكلي من خلال التحليل الوصفي والتحليل القياسي، كما خلصت إلى ضعف العلاقة بين أصول صندوق التقاعد النرويجي، وأسعار النفط العالمية، مما يدعم أن طبيعة أصول الصندوق النرويجي لا تعتمد بشكل كبير على العوائد النفطية، كما استخلصت وجود علاقة إيجابية بين أصول الصندوق والنتائج المحلي الإجمالي وهي علاقة سببية باتجاهين، وهي علاقة تتفق مع المنطق الاقتصادي.

2- دراسة:

Osama El-Baz, The Role of Sovereign Wealth Funds in Promoting the External Stability of the Home Economy, Article, Scholedge International Journal of Management & Development, Vol.05, Issue 09, 2018, PP 96-113، والتي هدفت إلى البحث عن دور صناديق الثروة السيادية في تعزيز الاستقرار الخارجي للاقتصاد بالإشكالية التالية: كيف يمكن أن تلعب صناديق الثروة السيادية على كل من مستوى رصيد الحساب الجاري وتقلبه، وتم استخدام تقنيات الاقتصاد القياسي من خلال استخدام نماذج بيانات اللوحة الديناميكية (Arellano -

(Bond)، لتقييم علاج عينة البيانات التي تغطي 106 دولة من بينها مملكة النرويج للفترة (1997-2015)، وأهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة هي: أن لصناديق الثروة السيادية آثارا مهمة على تقييم الاستقرار الخارجي في الحساب الجاري وحساب رأس المال على المدى الطويل، كما يمكن أن تلعب دورا مهما في تسهيل إدارة رصيد الحساب الجاري على المدى الطويل، ومن المتوقع أن تتفوق صناديق الثروة السيادية القائمة على السلع على تلك التي تقوم على مصدر غير سلعي من حيث القدرة على تسهيل رصيد الحساب الجاري على المدى الطويل من خلال تدفق العائدات على الاستثمارات في الخارج، كما يتوقع للصناديق السيادية القائمة على السلع الأساسية أن تؤدي الفوائض المالية الحكومية فيها إلى الحد من تقلب رصيد الحساب الجاري على المدى الطويل.

3- دراسة:

Posti Mochebelele, The impact of a Sovereign Wealth Fund on the economy of the host nation, master of Business, University of Pretoria (South Africa), 11November 2013.

الهدف من هذه الدراسة تحليل الأثر الذي تمارسه صناديق الثروة السيادية على اقتصاديات الدول المضيفة وطرح إشكالية ما إذا كانت متغيرات الاقتصاد الكلي التي أدخلت عليها صناديق الثروة السيادية مستقرة، وقد استخدمت هذه الدراسة منهجا وصفيا وكميا باستخدام أدوات الإحصاء الوصفي (المتوسط الحسابي والانحراف المعياري...)، لفحص تأثير صناديق الثروة السيادية على الدول المضيفة بعينة من إحدى عشرة (11) دولة تحتضن صناديق الثروة السيادية لمدة أكثر من خمسة سنوات، باستخدام السلاسل الزمنية للفترة من (1960-2012)، للمتغيرات التالية: النمو الاقتصادي، شروط التجارة، صادرات السلع والخدمات كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي كمقياس للانفتاح الاقتصادي، رأس المال البشري، مؤشر التنمية البشرية، الإيرادات، نصيب الفرد من الدخل القومي الإجمالي، التضخم. وقد خلصت نتائج هذه الدراسة إلى أن صناديق الثروة السيادية تؤثر تأثيرا إيجابيا على النمو الاقتصادي، وعلى النمو الناتج المحلي الإجمالي بنسب متفاوتة بين الدول العينة، كما تساعد صناديق الثروة السيادية على استقرار الاقتصاد من خلال الحد من تقلبات التضخم وتختلف درجة الاستجابة من بلد إلى آخر حسب سياسة كل دولة في استهداف التضخم، كما أظهرت النتائج تحسينات كبيرة على مؤشرات التنمية البشرية عموما، كما أظهرت تحسن في صادرات الدول المضيفة، وأثارا إيجابية على شروط التجارة وتعزيز الانفتاح.

Ibrahim Elbadawi and Others, **SOVEREIGN WEALTH FUNDS AND MACROECONOMIC STABILIZATION IN THE HOME ECONOMY**, Working Paper 1175, The Economic Research Forum (ERF), Egypt, March 2018.

الهدف من هذه الدراسة دراسة تأثيرا صناديق الثروة السيادية على الاستقرار المالي والاستدامة المالية، حيث طُرحت إشكالية: هل ساعدت صناديق الثروة السيادية في تحسين الوضع المالي للاقتصادات المحلية (المالية العامة، الموازنة، الانفاق الحكومي، والارصدة المالية)، وقد استخدمت نماذج الاقتصاد القياسي، نماذج اللوح (Panal)، تتكون العينة من 120 دولة في الفترة من 1985 إلى 2015، وتمت الدراسة على المتغيرات التالية: أصول صناديق الثروة السيادية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشرات الاقتصاد الكلية (الناتج المحلي الإجمالي والتضخم)، ومؤشرات التنمية البشرية والتنمية، ومؤشرات الاستقرار السياسي ونظام الحكم، ومؤشرات السياسة المالية والسياسة النقدية، والتجارة الخارجية. ومن أبرز نتائج هاته الدراسة: أن هناك تأثيرا كبيرا لصناديق الثروة السيادية على استقرار الموازنات العامة حيث تواجه البلدان التي لديها صندوقا سياديا قدرا أقل من التقلبات الدورية، كما تعمل صناديق الثروة السيادية على الحد من مقدار الدين العام الحكومي واستقرار الأرصدة المالية، كما أن الاعتماد الكلي على صناديق الثروة السيادية لا يكفي لتحقيق الاستدامة المالية، وإنما تعززها وجود قواعد مالية التي تحد من الانفاق الحكومي، وقد وجدت الدراسة بأن البلدان التي تعتمد كلية على صناديق الثروة السيادية لها ارصدة مالية أسوء.

هذه الدراسات تلتقي مع دراستنا في كونها تدرس تأثير صناديق الثروة السيادية على الاقتصاد الكلي، باستخدام منهج الاقتصاد القياسي في تحليل أثر الصناديق السيادية على متغيرات الاقتصاد الكلي. وتختلف دراستنا عن هذه الدراسات من ناحية دراسة أثر صناديق الثروة السيادية على مؤشرات الاقتصاد الكلي التي تمثل أهداف السياسات الاقتصادية بما يعرف " بالمرعب السحري لكالدور"، أي مؤشرات الاستقرار الداخلي والخارجي، أما الدراسات الأخرى فتدرس أثر صناديق الثروة السيادية على بعض المؤشرات الاقتصادية فقط، كما تعتبر دراستنا الأحدث نوعا ما.

تاسعا: خطة الدراسة

للإجابة عن كل التساؤلات فقد تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول، فصلين نظريين وفصل تحليلي وفصل تطبيقي قياسي:

الفصل الأول: تم التطرق في هذا الفصل الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية، ففي المبحث الأول من هذا الفصل فقد تم عرض مفهوم صناديق الثروة السيادية وتعريفاتها المختلفة، وأهدافها، وتصنيفاتها المختلفة، وما يميزها عن غيرها من المؤسسات. أما أهميتها في النظام العالمي وتطورها وانتشارها فكان مضمون المبحث الثاني، أما مضمون المبحث الثالث فيدور حول نشاطها واستراتيجياتها الاستثمارية، والتوزيع القطاعي والجغرافي لاستثماراتها، ثم مطالب الحوكمة والشفافية ومبادئ سانتياغو.

أما الفصل الثاني: فيعرض سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته، فقد احتوى المبحث الأول على تعريف سياسات الاستقرار الاقتصادي ومفهومها في نظر المدارس الفكرية، والدورات الاقتصادية، ومبررات تدخل الدولة، أما المبحث الثاني فقد تضمن آليات تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وهي السياسات الاقتصادية الكلية والمتمثلة في السياسات المالية والنقدية والتجارية وسياسات أخرى وأدواتهن، وفي المبحث الثالث فقد تم تحديد مؤشرات الاقتصاد الكلي التي تعتبر أهدافا للسياسات الاقتصادية.

في الفصل الثالث: فقد تم تحليل دور الصناديق السيادية في الاقتصاد، فقد احتوى المبحث الأول من هذا الفصل على تحليل التجربة النرويجية من خلال صندوق التقاعد النرويجي وبيئته وهيكلته وتنظيمه وحوكمته ونشاطه الاستثماري وتصنيفه في جدول الحوكمة والشفافية، ثم حللنا التجربة الجزائرية من خلال صندوق ضبط الإيرادات في المبحث الثاني من الفصل الثالث بهدف استخلاص عوامل نجاح بعض الصناديق السيادية وفشل أخرى، لاستخلاص نموذج ناجح بالنسبة للجزائر وهذا محتوى المبحث الثالث.

وفي الجانب التطبيقي في الفصل الرابع: فقد تم استخدام منهج الاقتصاد القياسي في دراسة مدى مساهمة الصناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال دراسة حالة الصندوق النرويجي، فقد تم دراسة تطور المؤشرات الاقتصادية الكلية للنرويج في الفترة من 1977-2018، في المبحث الأول، ثم دراسة وتحليل نتائج الدراسة القياسية في الفترتين من 1977 الى 1997، بدون تدخل الصندوق النرويجي، في المبحث الثاني، ثم في الفترة الثانية من 1998 الى 2018، بوجود الصندوق النرويجي في المبحث الثالث.

الفصل الأول:
الجوانب النظرية
والتشغيلية لصناديق
الثروة السيادية

تمهيد الفصل الاول:

استقطبت ظاهرة صناديق الثروة السيادية اهتمام أركان النظام المالي والنقدي والسياسي العالمي، ليس فقط لحجم أصولها وعددها المتزايدين باستمرار، ولا لاستراتيجيات استثماراتها وتوجهاتها ومخاطرها، بل لدوافعها التي قد لا تكون مالية اقتصادية: مثل اهتمامات أخرى سياسية واجتماعية، الأمر الذي تولدت عنه مخاوف سياسية واجتماعية وعسكرية. فعكس المؤسسات الاستثمارية الأخرى فإن صناديق الثروة السيادية هي أموال تعود ملكيتها للدولة.

فمنذ بداية نشأة أول صندوق سيادي في بداية النصف الثاني من القرن العشرين عرفت صناديق الثروة السيادية تطور كبيرا في أعدادها وأحجام أصولها، ليصل عددها إلى 78 صندوق سيادي بحجم أصول إجمالي يتجاوز 8100 مليار دولار (8.1 تريليون دولار) حسب آخر تصنيف لمعهد صندوق الثروة السيادية في فيفري 2019، فصناديق الثروة السيادية تعتبر من أهم التطورات في الاقتصاد الدولي واقتصاد الموارد في السنوات الأخيرة، وتعد من أكبر المستثمرين في المحافظ الاستثمارية في العالم، وأبرز معالم النظام المالي والنقدي الدولي.

في هذا الفصل سيتم وصف الجوانب النظرية لصناديق الثروة السيادية المشتملة على مفهومها ودوافع انشائها وأنواعها، والجوانب التشغيلية بالنسبة لأهميتها الاقتصادية، ووزنها في النظام المالي العالمي واستراتيجيات استثماراتها، أما في الجوانب التنظيمية لصناديق الثروة السيادية فسيتم عرض مواقف الدول والمؤسسات منها، والجدل الذي أثير حول تأثيرها على سيادة البلدان المتلقية لاستثماراتها وضرورة فرض الحوكمة والشفافية على ممارستها.

المبحث الاول: الإطار النظري لصناديق الثروة السيادية

شكلت بروز ظاهرة صناديق الثروة السيادية في النصف الثاني من القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين- كأحد أبرز الفاعلين في الساحة المالية والنقدية الدولية- أبرز معالم النظام المالي والنقدي العالمي، خاصة بعد الازمة المالية العالمية 2007-2008، وغدت أحد الآليات الاستثمارية المؤثرة في مجريات الاقتصاد الدولي لاسيما في أوقات الأزمات والتقلبات والصدمات. فما هي سمات هذه الظاهرة وما هي أهدافها؟

المطلب الاول: مفهوم صناديق الثروة السيادية وأهدافها:

تاريخ نشأة صناديق الثروة السيادية: يرى مجموعة من الباحثين في موضوع صناديق الثروة السيادية أن بداية نشأة صناديق الثروة السيادية تعود إلى العصر الحديث في سنة 1953م أين أنشئ أول صندوق سيادي في الكويت تحت تسمية (هيئة الاستثمار الكويتية).

أما محاولات انشاء صناديق على شاكلة صناديق الثروة السيادية الحالية فكانت قبل هذا التاريخ، فقد أنشئ صندوق سيادي لأول مرة في نقابات الضرائب التجارية في شبه الجزيرة الايطالية في القرن الرابع عشر، حيث كانت وظيفته تسديد الدين أو مقابلة الديون القابلة للسداد في تلك المدن. في حين أُستخدم من قبل "روبرت والبول" في وقت مبكر عام 1716م وبشكل فعال عام 1720م، وبعدها أُستخدم الصندوق السيادي في بريطانيا لأول مرة للحد من الديون الوطنية، كان هذا الصندوق يتلقى الفائض من الميزانية الوطنية كل عام.

وفي عام 1772م الوزير "ريتشارد برايس" نشر كتيباً عن طريق تخفيض الديون الوطنية، الكتيب صاغ اقتراحاً لإصلاح الصندوق السيادي وأوصى بإنشاء صندوق يتم اعتماده وتطبيقه على الدوام في ظل الاتجاه الصحيح في إجراء التناقص التدريجي للديون¹.

كما أنشئت صناديق على نمط صناديق الثروة السيادية الحالية في الولايات المتحدة الأمريكية، كصندوق مدرسة تكساس الدائم عام 1854م وصندوق الجامعة الدائم لتكساس عام 1876م، وصندوق

¹ الهام محمد واثق و سعد سلمان المعيني، متطلبات الشفافية والإفصاح عن صناديق الثروة السيادية في ظل مبادئ سنباغو، بحث في جامعة العراق، 2014، الموقع الالكتروني: <https://ar.scribd.com/document/358015665/3> تاريخ الاطلاع عليه 2019/06/24 على الساعة 12:12.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

يوتا-ستيفو عام 1896م، هذه الصناديق يحصيها تصنيف معهد صناديق الثروة السيادية ضمن جدول ترتيب صناديق الثروة السيادية الموجودة في العالم.

وقد ورد في القرآن الكريم في قصة يوسف عليه السلام في الرؤيا التي فسرّها للملك، وأشار عليه بتخزين الفائض من الزرع، تحسباً لسنوات القحط، وهو نموذج تحاكيه صناديق الثروة السيادية الحالية، كما ذكر في القرآن الكريم من الآية 43 إلى الآية 50 من سورة يوسف مصداقاً لقوله تعالى:

﴿وَقَالَ الْمَلِكُ إِنِّي أَرَى سَبْعَ بَقَرَاتٍ سِمَانٍ يَأْكُلُهُنَّ سَبْعٌ عِجَافٌ وَسَبْعَ سُنبُلَاتٍ خُضْرٍ وَأُخَرَ يَابِسَاتٍ يَا أَيُّهَا الْمَلَأُ أَفْتُونِي فِي رُؤْيَايَ إِن كُنْتُمْ لِلرُّؤْيَا تَعْبُرُونَ ﴿٤٣﴾ قَالُوا أَضَعَتْ أَحْلَمٌ وَمَا نَحْنُ بِتَأْوِيلِ الْأَحْلَمِ بِعَلَمِينَ ﴿٤٤﴾ وَقَالَ الَّذِي نَجَا مِنْهُمَا وَادَّكَرَ بَعْدَ أُمَّةٍ أَنَا أُنَبِّئُكُمْ بِتَأْوِيلِهِ فَأَرْسِلُونِ ﴿٤٥﴾ يُوسُفُ أَيُّهَا الصِّدِّيقُ أَفْتِنَا فِي سَبْعِ بَقَرَاتٍ سِمَانٍ يَأْكُلُهُنَّ سَبْعٌ عِجَافٌ وَسَبْعِ سُنبُلَاتٍ خُضْرٍ وَأُخَرَ يَابِسَاتٍ لَعَلِّي أَرْجِعُ إِلَى النَّاسِ لَعَلَّهُمْ يَعْلَمُونَ ﴿٤٦﴾ قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأَبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تَأْكُلُونَ ﴿٤٧﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِّمَّا تُحْصِنُونَ ﴿٤٨﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ عَامٌ فِيهِ يُغَاثُ النَّاسُ وَفِيهِ يَعَصِرُونَ ﴿٤٩﴾ وَقَالَ الْمَلِكُ أَتُتُونِي بِهِ فَلَمَّا جَاءَهُ الرَّسُولُ قَالَ ارْجِعْ إِلَى رَبِّكَ فَسْأَلْهُ مَا بَالُ النِّسْوَةِ الَّتِي قَطَّعْنَ أَيْدِيَهُنَّ إِنَّ رَبِّي بِكَيْدِهِنَّ عَلِيمٌ ﴿٥٠﴾﴾

I- تعريف صناديق الثروة السيادية:

يرى كثير من الباحثين في ظاهرة صناديق الثروة السيادية، بأنه لا يوجد تعريف موحد شامل متفق عليه من طرف الباحثين - مؤسسات وأفراد - لظاهرة صناديق الثروة السيادية، بالرغم من كثرة هذه المفاهيم والتعاريف في هذا الشأن، وربما يرجع هذا الاختلاف وتعدد المفاهيم إلى الموقع والزاوية التي ينظر منها كل طرف لظاهرة صناديق الثروة السيادية، ولصياغة تعريف واف لظاهرة الصناديق السيادية اعتماداً على أهم المفاهيم والتعاريف لمؤسسات ومنظمات نقدية ومالية دولية وباحثين متخصصين نذكر

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

بعضها وللتذكير فإن مصطلح¹ "صناديق الثروة السيادية" لم يعرف كمصطلح إلا في سنة 2005، وأول من أطلق هذه التسمية هو الخبير الاقتصادي الروسي "ندريه رازدنوف".*

تعريف صندوق النقد الدولي (FMI): « صناديق الثروة السيادية هي صناديق استثمار ذات غرض خاص تملكها الحكومة العامة. وتنشئ الحكومة العامة صناديق الثروة السيادية لأغراض اقتصادية كلية، وهي تحتفظ بالأصول أو تتولى توظيفها أو إدارتها لتحقيق أهداف مالية، مُستخدمة في ذلك استراتيجيات استثمارية تتضمن الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية. وتتسم صناديق الثروة السيادية بتنوع هيكلها المنظم للجوانب القانونية والمؤسسية وممارسات الحوكمة. وهي مجموعة متغايرة الخصائص، فمنها صناديق استقرار المالية العامة وصناديق المدخرات ومؤسسات استثمار الاحتياطيات وصناديق التنمية وصناديق احتياطيات التقاعد غير المقترنة بالتزامات تقاعدية صريحة»².

كما يورد في الملاحق تعريف آخر لصناديق السيادية بمفهوم المبادئ والممارسات المقبولة عموماً، وهي المبادئ الاسترشادية المعروفة بمبادئ سانتياغو (GAPP) حيث تعرف صناديق الثروة السيادية بأنها:

« صناديق أو ترتيبات استثمارية ذات غرض خاص، تملكها الحكومة العامة. تقوم صناديق الثروة السيادية، التي أنشأتها الحكومة العامة لأغراض الاقتصاد الكلي، بحفظ أو إدارة الأصول لتحقيق الأهداف المالية، واستخدام مجموعة من استراتيجيات الاستثمار التي تشمل الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية. عادة ما يتم إنشاء صناديق الثروة السيادية من فوائض ميزان المدفوعات، وعمليات العملات الأجنبية الرسمية، وعائدات الخصخصة، وفوائض مالية، أو إيصالات ناتجة عن صادرات السلع»³.

ويُعرفها معهد صناديق الثروة السيادية (SWFI) بأنها: « صندوق الثروة السيادية (SWF) هو صندوق أو كيان استثماري مملوك للدولة يتم انشاؤه عادة من فوائض ميزان المدفوعات، وعمليات العملات

¹ جعفر طالب احمد، عقيل حميد سليمان، **الصناديق السيادية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة**، مقالة، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية، جامعة واسط بالعراق، العدد 28، الجزء الثاني، كانون الثاني 2018.

* اندريه رازدنوف: خبير اقتصادي روسي متخصص في دراسة ظاهرة صناديق الثروة السيادية عرف من خلال مقالة له عن الصناديق السيادية بعنوان "من يحمل ثروة الامم" المنشورة في المجلة المصرفية المركزية الروسية فضلا عن تقديمه للاستشارات الاقتصادية عن الاستثمارات الاقتصادية لخبرته.

² IWG, **Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles And Practices "Santiago Principles"**, October 2008, P 03

³ IWG, **ibid**, P 27.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

الأجنبية الرسمية، وعائدات الخصخصة، ومدفوعات التحويل الحكومية، والفوائض المالية، و/ أو الإيصالات الناتجة عن موارد صادرات. إن تعريف صندوق الثروة السيادية، يستبعد جملة من الأمور، الأصول الاحتياطية للعملة الأجنبية التي تحتفظ بها السلطات النقدية في ميزان المدفوعات التقليدي أو لأغراض السياسة النقدية، والمؤسسات المملوكة للدولة بالمعنى التقليدي، وصناديق معاشات التقاعد الحكومية (الممولة) من خلال مساهمات (الموظف/ صاحب العمل)، أو الأصول المدارة لصالح الأفراد»¹.

أما تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE): فهو «صناديق الثروة السيادية (SWFs) هي مجموعة من الأصول التي تملكها وتديرها الحكومات بشكل مباشر أو غير مباشر لتحقيق الأهداف الوطنية. يمكن تمويلها من خلال: احتياطات النقد الأجنبي أو بيع الموارد النادرة مثل النفط أو من الضريبة العامة والإيرادات الأخرى»².

ويعرفها البنك الألماني (Deutsche Bank) بأنها: «صناديق استثمار الحكومية - وهي أدوات مالية مملوكة من قبل الدول التي تملك أو تدير الأموال العامة وتستهتمرها في مجموعة واسعة من الأصول بمختلف أنواعها. وتستمد أموالها بشكل رئيسي من فائض السيولة في القطاع العام الناتج عن الفوائض المالية الحكومية أو من الاحتياطات الرسمية في البنوك المركزية»³.

ويعرفها معهد ماكينزي العالمي: «عادة ما يتم تمويل صناديق الثروات السيادية من احتياطات البنك المركزي في البلاد وتهدف إلى زيادة العائدات المالية إلى أقصى حد ضمن حدود معينة للمخاطر»⁴. ومؤسسة مورجان ستانلي: ترى أن مفهوم الصندوق السيادي «يحتاج صندوق الثروة السيادية إلى خمسة مكونات: ذات سيادة، ارتفاع التعرض للعملة الأجنبية، لا توجد التزامات صريحة، التسامح عالية المخاطر، وأفق الاستثمار طويل الأجل»¹.

¹ معهد صندوق الثروة السيادية (SWFI) الموقع الإلكتروني: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> تاريخ الاطلاع عليه 20/07/2019.

² A. Blundell-Wignall, Yu-Wei Hu, Juan Yermo, **Sovereign Wealth and Pension Fund Issues**, Working Papers on Insurance and Private Pensions, OECD Publishing, No. 14, January 2008, P04.

³ INTERNATIONAL MONETARY FUND, **Sovereign Wealth Funds**, A Work Agenda, February 29, 2008, P37.

⁴ INTERNATIONAL MONETARY FUND, **ibid**, P37.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

تعريف إدوين ترومان* (Edwin Truman): لصناديق الثروة السيادية بأنها «قنوات من الأصول الدولية وأحيانا من الأصول المحلية المملوكة والمدارة من حكومات لتحقيق أهدافا اقتصادية ومالية متنوعة»².
تعريف وزارة الخزانة الامريكية لصناديق الثروة السيادية: بأنها «لا يوجد تعريف واحد مقبول عالميا لصندوق الثروة السيادية. تعني عبارة صندوق الثروة السيادية، وسيلة استثمار حكومية تمويلها أصول صرف العملات الأجنبية ، وتدير تلك الأصول بشكل منفصل عن الاحتياطات الرسمية للسلطات النقدية»³.

تعريف سيمون جونسون* (Simon Jonson): «إن عبارة الصناديق السيادية مصطلح حديث يطلق على ظاهرة اقتصادية قديمة تتمثل في احتياطات الصرف الأجنبية المملوكة من طرف الدولة إذ أن جميع دول العالم تمتلك احتياطات صرف مقومة إما بالدولار الامريكي أو الأورو، أو بالين الياباني، وعند تحقيق أي بلد لفائض جاري فإن ذلك يؤدي إلى تراكم احتياطات صرف أجنبية تفوق احتياجاته الحالية، وبالتالي يمكن لهذا البلد انشاء صندوق سيادي لتسيير هذا الفائض في الموارد»⁴.

من خلال التعاريف السابقة، فإننا نخلص إلى التعريف التالي: "صناديق الثروة السيادية هي مؤسسات أو هيئات عامة، ادخارية للفوائض المالية المختلفة المحققة، تنشئها الدول بغرض المحافظة على حق الأجيال القادمة، ويتم استثمارها استثمارا متنوعا، لتحقيق أهدافا اقتصادية متعددة".

II- أهداف صناديق الثروة السيادية⁵: تتلخص أهداف انشاء الصناديق السيادية إلى:

- حماية واستقرار الميزانية والاقتصاد من التقلبات الزائدة في الإيرادات والصادرات؛

¹ INTERNATIONAL MONETARY FUND, **op.cit**, P37.

* إدوين ام ترومان اقتصادي امريكي متخصص في المؤسسات المالية الدولية لاسيما صندوق النقد الدولي وصناديق الثروة السيادية، انضم الى معهد بيترسون عام 2013 للاقتصاد الدولي، كان يشغل منصب مساعد وزير الخزانة الامريكية من 1998 الى 2001، كان أحد ثلاثة خبراء اقتصاديين في لجنة السوق المفتوحة الفيدرالية.

² ماجد عبد الله المنيف، **صناديق الثروة السيادية ودورها في ادارة الفوائض النفطية**، مقالة، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 48، صيف 2009، ص63.

³ INTERNATIONAL MONETARY FUND, **op.cit**, P37.

* سيمون جونسون: خبير اقتصادي امريكي بريطاني و استاذ جامعي، باحث في مركز ابحاث السياسات الاقتصادية ينتمي إلى معهد بيترسون للاقتصاد الدولي وكبير الاقتصاديين في صندوق النقد الدولي سابقا

⁴ بوفليج نبيل، **دور صناديق الثروة السيادية في تمويل اقتصاديات الدول النفطية الواقع والاتفاق مع الإشارة الى حالة الجزائر**، اطروحة دكتوراه في علوم التسيير فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، 2010-2011، ص88.

⁵ معهد صندوق الثروة السيادية (SWFI) الموقع الالكتروني: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund/> تاريخ الاطلاع عليه 2019/07/18.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

- تنويع صادرات السلع غير المتجددة؛
- كسب عوائد أكبر من احتياطات النقد الاجنبي؛
- مساعدة السلطات النقدية في توفير السيولة؛
- زيادة المدخرات للأجيال القادمة؛
- كصندوق للتنمية الاجتماعية والاقتصادية؛
- نمو رأس المال المستدام على المدى الطويل للبلدان المستهدفة؛
- استراتيجية سياسية.

المطلب الثاني: دوافع انشاء الصناديق السيادية وخصائصها

I- دوافع انشاء صناديق الثروة السيادية: تنشئ الدول صناديق سيادية لدوافع متعددة، منها دوافع عامة مشتركة، وهناك دوافع خاصة بكل دولة وظروفها وطبيعة اقتصادها والهدف من انشائه ويمكن تلخيص دوافع انشاء الصناديق السيادية فيما يلي:

- الفوائض المالية المحققة في فترات الازدهار والانتعاش، سواء كان مصدرها سلعي من بيع النفط والغاز أو مواد طبيعية أخرى كالنحاس والماس وعائدات الارض الأخرى، أو المتأتية من المصادر الأخرى كفائض الميزانية أو فائض الميزان التجاري وميزان المدفوعات أو عائدات الخوصصة،
- الاستقرار¹: يمكن أن يشكل صندوق الثروة السيادية ستارا واقيا يحمي الاقتصاد المحلي بصورة عامة والميزانية العمومية بصورة خاصة من تقلبات الاقتصاد العالمي، وتنشأ التقلبات عادة من التذبذب في أجواء الاقتصاد العالمي التي تتعرض لها اقتصاديات الأسواق الناشئة أو من التذبذب في أسعار السلع المصدرة التي تؤثر بالتحديد على اقتصاديات الأسواق الناشئة المتخصصة في إنتاج النفط والغاز، وتستطيع الصناديق السيادية خلال فترة ازدهار الدورة الاقتصادية حينما ترتفع أسعار صادرات هذه السلع أن تستجمع قدرا كبيرا من فوائض رأس المال من أجل الاعتماد عليه خلال فترات الركود الاقتصادي عندما تهبط الأسعار،
- عدالة توزيع الدخل والثروات بين الأجيال: من خلال تعبئة مدخرات صناديق الثروة السيادية واستثمارها، فإنها تساهم في الحفاظ على الثروة وتنميتها لحفظ حقوق الأجيال القادمة في الثروات

¹ راشد بن حمد الشرقي، صناديق الثروة السيادية في سياق العولمة الاقتصادية ثلاثة نماذج امارتية، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، بيروت لبنان، 2015، الطبعة الاولى، ص17.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

الناضبة، وهو هدف من الأهداف التنموية المستدامة التي ترعى حقوق الأجيال القادمة والمحافظة عليها،

- تكوين أداة مالية تساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي من التقلبات والأزمات والصدمات التي تصيب الاقتصاديات الدول، وخاصة الدول النامية والناشئة،

- التحسب لنضوب الموارد الطبيعية: في الاقتصاديات الريعية تعتبر مواردها محدودة وغير متجددة، ولذلك فإن وجود آلية كآلية صناديق الثروة السيادية تعمل لأجل إيجاد أصول أخرى مُدرة للدخل باستغلال الموارد الحالية،

- التنويع والتنمية¹: بفضل قدرة صناديق الثروة السيادية على توفير التمويل والسيولة، فإنه يستطيع القيام بدور أداة لتطوير التنويع الاقتصادي وبالتالي النمو الاقتصادي، وقد تحققت التنمية حتى الآن في عدد من الاقتصاديات الناشئة كدول الخليج العربي باعتبارها منتجا مصدرا لسلعة واحدة، حيث ساهمت الصناديق السيادية في تنويع اقتصاديات هذه الدول وتخصيص رأس المال المتراكم تحت ادارتها لمشاريع استثمارية مختلفة والتقليل الاعتماد على سلعة واحدة،

- ادارة الأصول²: يستطيع صندوق الثروة السيادية في مساعدة الحكومة في ادارة احتياطي الصرف بطريقة فعالة من حيث التكلفة، ويتم الاحتفاظ باحتياطي النقد الاجنبي في العادة للمساعدة في استقرار سعر صرف العملة مقابل العملات الرئيسية الأخرى كالدولار مثلا، وهذا هدف ضروري بدوره لاستقرار أسعار الصادرات والواردات.

II- خصائص ومميزات صناديق الثروة السيادية: لصناديق الثروة السيادية سمات خاصة، تختلف بها عن غيرها من المؤسسات والهيئات المالية والاستثمارية الأخرى، كما أنها تتشابه معها في بعض السمات، حيث تتميز صناديق الثروة السيادية بمميزات أهمها:

- الملكية: حيث تعود ملكيتها للدولة والحكومات العامة، ولا يكون الصندوق سياديا؛ إلا إذا كانت تملكه الدولة.

- الاستثمارات: حيث تستمر باستراتيجيات متنوعة في المُدد من متوسطة إلى طويلة الأجل، وفي تنويع الأصول من الاستثمار في القطاع المالي (أسهم وسندات) إلى الاستثمار في القطاع الحقيقي

¹ راشد بن حمد الشرقي، مرجع سابق، ص17.

² راشد بن حمد الشرقي، مرجع سابق، ص18.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

(في العقارات، والبنى التحتية، والطاقة، والخدمات، والصناعة، والزراعة)، ومن سياسات حذرة قليلة المخاطر إلى سياسات مندفعة عالية المخاطر، كما أنها تستثمر في الداخل كما تستثمر في الخارج.

- السلوك والأهداف: تسعى من خلال استثماراتها إلى تحقيق العوائد والأرباح فهي تسلك سلوك المستثمر الخاص، غير أن الأهداف تختلف، حيث تسعى صناديق الثروة السيادية إلى خدمة أهداف الاقتصاد الكلي.

- كفاءة توزيع الإيرادات وتعزيز سيولة الأسواق: كما يقول جون ليبسكي النائب الأول لمدير عام صندوق النقد الدولي "ومن منظور الأسواق المالية الدولية، يمكن لهذه الصناديق السيادية أن تساعد في رفع الكفاءة التوزيعية للإيرادات المحققة من الفوائض السلعية في البلدان المختلفة، وأن تعزز سيولة الأسواق حتى في أوقات الضغوط المالية العالية، كما يغلب عليها طابع الاستثمارات طويلة الأجل مع اقتصار السحب على قدر محدود من الموارد ويسمح لها بالصمود أمام ضغوط السوق في أوقات الأزمات وبتخفيف حدة التقلب¹.

كما تتميز صناديق الثروة السيادية عن غيرها من المؤسسات والهيئات المالية وقنوات الاستثمار الأخرى: - تتميز عن البنوك المركزية من حيث الإدارة والأهداف، حيث تدير البنوك السياسة النقدية والكتل النقدية وسعر الصرف والاحتياطات الأجنبية من العملة الصعبة، ولا تهدف في الغالب إلى الربح. أما صناديق الثروة السيادية فليست مسؤولة عن إدارة أية سياسة وهدفها ادخار الفوائض المالية واستثمارها وتحقيق العوائد والأرباح،

- كما تتميز عن صناديق التقاعد والمعاشات العمومية، في كونها مصدر أموالها من الفوائض المالية العامة التي تحققها الدولة أما هذه الأخيرة فتستمد مواردها من مساهمات المشتركين ومؤسساتهم وتخضع للالتزامات التقاعد المستقبلية،

وتختلف عن المؤسسات العمومية التي تأخذ شكل شركات تجارية تخضع للقانون التجاري ومهمتها الأساسية إنتاج السلعة والخدمات، أما صناديق الثروة السيادية فإنها تأخذ شكل صناديق استثمارية وظيفتها الرئيسية الاستثمار في مختلف الأصول المالية.

¹ واثق علي الموسوي، الاستقرار الاقتصادي للصناديق السيادية، الربح، الموازنة العامة، السوق، ج1، كتاب، دار الايام للنشر والتوزيع، الاردن، ط1، 2016، ص 41.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

المطلب الثالث: تصنيف الصناديق السيادية وعوامل نموها

I- تصنيف الصناديق السيادية: تصنف صناديق الثروة السيادية وفقا لعدة معايير فتصنف:

- حسب الهدف الأساسي من انشائها وهو تصنيف صندوق النقد الدولي
 - حسب مصادر تمويلها وهو تصنيف تقليدي
 - تصنيف "دكسون ومونك"
 - وهناك تصنيفات أخرى وفقا وظيفتها ودرجة استقلاليتها
- 1- تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب الهدف الأساسي من انشائها:** وهو تصنيف صندوق النقد الدولي، إذ يصنفها تبعا للهدف من إنشائها إلى خمسة أنواع أو أصناف هي¹:
- صناديق الاستقرار: التي يتمثل هدفها الأساسي في حماية الميزانية والاقتصاد ككل من تذبذبات أسعار السلع (النفط عادة)؛
 - صناديق الادخار للأجيال القادمة: التي تهدف إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعا؛
 - شركات استثمار الاحتياطيات التي لاتزال أصولها تدرج في الغالب ضمن فئة الأصول الاحتياطية ويتم انشاؤها لزيادة العائد على الاحتياطيات؛
 - صناديق التنمية، التي تساعد في العادة على تمويل المشاريع الاجتماعية - الاقتصادية أو تشجيع السياسات المتبعة في قطاعات النشاط والتي يمكن أن تعزز نمو الناتج المحتمل في البلد المعني؛
 - صناديق احتياطيات طوارئ التقاعد التي تغطي (من مصادر بخلاف اشتراكات الأفراد في معاشات التقاعد) التزامات التقاعد الطارئة غير المحددة في الميزانية العمومية للحكومة.
- 2- ويصنف معهد الصناديق السيادية تصنيفا تقليديا مشابها لتصنيف صندوق النقد الدولي إلى:**
- صناديق الاستقرار
 - صناديق الادخار أو أموال الأجيال المستقبلية
 - صناديق احتياطي المعاشات التقاعدية
 - احتياطي صناديق الاستثمار
 - صناديق التنمية الاستراتيجية (SDSWF)

¹ صندوق النقد الدولي، صندوق النقد الدولي يكتف عمله المعنى بصناديق الثروة السيادية، نشرة الكترونية، 2008/03/04.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

3- تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب مصادر تمويلها: وتصنف وفقا لهذا المعيار إلى:

- صناديق الثروة السيادية السلعية أو صناديق الثروة السيادية النفطية، وهي الصناديق السيادية الممولة من عوائد بيع المواد الأولية عموما كالنفط والغاز والماس والنحاس.... الخ، انشأتها الدول المصدرة للمواد الأولية والتي تمثل 54% من مجموع أصول الصناديق السيادية،
- صناديق الثروة السيادية غير السلعية، وهي التي يتم تمويلها من مصدر غير سلعي وهي:

- الصناديق الممولة بفائض الميزان التجاري واحتياطات الصرف،
- الصناديق الممولة بعوائد الخصخصة : وهي العملية التي نتجت عن الانتقال من نظام الاقتصادي الاشتراكي إلى النظام الرأسمالي (اقتصاد السوق) وهيكله الاقتصاد، والذي قررت فيه بعض الاقتصاديات خصخصة كثير من المؤسسات العمومية، وقد بلغت عائدات هذه العملية في الجزائر مثلا ما يقارب 16مليار دولار سنة 2008¹

4- تصنيف دكسون* (Adem.D.DIXON) و مونك* (Ashby.H.B.Monk): قدّم دكسون ومونك

تصنيف جديدا لصناديق الثروة السيادية يتضمن خمسة أنواع رئيسية هي²:

4-1- صناديق الثروة السيادية لما بعد الاستعمار: وهي الصناديق التي انشأتها الدول التي تحررت من الاستعمار، ويعتبر هذا النوع وسيلة لزيادة قدرة الدولة على الاندماج وتحسين جزئي للعجز السيادي الملاحظ في هذه الدول، ويستطيع الصندوق السيادي أن يعطي الدولة قدرة أكبر على الاندماج مع دول أقوى من خلال الاستثمار بها، وكذلك الاندماج في مؤسسات مثل الشركات المتعددة الجنسيات أو أي

¹ عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مداخلة في مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان طرابلس لبنان، 13-14 آذار 2009، ص02.

* ادم ديكسون: دكتوراه من جامعة أكسفورد، ماجستير وبكالوريوس في العلوم من جامعة باريس وجامعة جورج واشنطن، مدرس لدرجة الماجستير في دراسات العولمة والبيئة، استاذ مشارك في العولمة والتنمية بجامعة ماستريخت 2018، استا محاضر في الجغرافيا الاقتصادية في جامعة بريستول 2014-2017، مشارك في مجموعة ابحاث حول العولمة والقومية والتنمية ، خبير اقتصادي في العلاقات بين الدولة والاقتصاد، متخصص وباحث رئيسي في صناديق الثروة السيادية وكيف جعلها شرعية كأطراف فاعلة في الاسواق المالية العالمية والاوروبية وكذلك صناديق التقاعد، له مؤلفات عديدة حول صناديق الثروة السيادية وصناديق التقاعد والاستثمار.

* اشبي مونك: دكتوراه في الجغرافيا الاقتصادية من جامعة أكسفورد، ماجستير في الاقتصاد الدولي من جامعة باريس الاولى، بكالوريوس في الاقتصاد من جامعة برينستون، مؤسس مشارك ورئيس مجلس ادارة لعبة الادخار الطويل، شغل المدير التنفيذي للأبحاث في مركز ستانفورد للمشاريع العالمية، أحد الأكاديميين الأكثر نفوذا في عالم الاستثمار المؤسسي، باحث في تصميم وادارة المستثمرين من المؤسسات، متخصص في صناديق التقاعد والثروة السيادية، له مؤلفات كثيرة

² راشد بن حمد الشرقي، مرجع سابق، ص 57-61.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

شركات غير حكومية أخرى لها القدرة هائلة إن لم تكن مطلقة في الاقتصاد العالمي وبالتالي على الاندماج على الصعيد السياسي.

4-2- الصناديق الريفية: وهي صناديق سيادية التي تنتمي إلى الدول الريفية التي يعود ريعها الخارجي إلى الحكومة (مثل بيع الموارد الطبيعية في الأسواق العالمية)، وتكون صناديق الثروة السيادية هي المؤسسة التي تُستخدم لتوفير ضمان طويل الأمد بصون السيادة المحلية والحفاظ عليها وتعزيزها. ومثال على ذلك صندوق الثروة السيادي الكويتي، وصندوق مملكة بروناي.

4-3- صناديق الثروة السيادية المنتجة: وهي تلك الصناديق السيادية المنشئة في دول التي تتميز وظيفتها الرئيسية في:

- محاولة استخراج الجزء الأكبر من القيمة الناتجة من سلاسل القيمة العالمية،

- القيام باستثمارات استراتيجية في بعض الأنشطة (مثل البحث والتطوير والتوزيع) التي تستطيع

إعادة تشكيل الشبكة، وهي الصناديق المرتبطة بالدول الآسيوية عالية النمو وخير مثال هو هيئة

الاستثمار الصينية.

4-4- صناديق الثروة السيادية الإنفصالية: وهذا النمط من الصناديق السيادية أنشئ من أجل دعم

تنافسية الشركات المحلية داخليا وخارجيا على حد سواء، أي دور متوازن بين اشباع المصالح المحلية

والبقاء ملتزمة للتجارة الحرة وكمثال جيد على هذا النوع من الصناديق السيادية صندوق الاستثمار

الفرنسي الجديد الذي انشأته الحكومة الفرنسية عام 2008،

4-5- صناديق الثروة السيادية الأخلاقية(الفاضلة): وهو نموذج من الصناديق السيادية التي أنشئت

لتحقيق العدالة بين الاجيال، والنموذج النرويجي الحكومي العالمي للتقاعد كأفضل مثال عن هذا النوع.

5- تصنيفات أخرى¹: تصنف تبعا لوظيفتها، ودرجة استقلاليتها إلى:

- وفقا وظيفتها:

- صناديق ادخارية على غرار الصندوق النرويجي.
- وصناديق استثمارية تقوم بتوظيف أصولها في الأسواق المالية بشكل قيم منقولة مثل هيئة أبو ظبي للاستثمار.

¹ واثق علي الموسوي، الاستقرار الاقتصادي للصناديق السيادية، الربيع، الموازنة العامة، السوق، ج1، مرجع سابق، ص 24.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

- وفقا لدرجة استقلاليتها:

- صناديق سيادية حكومية تابعة للحكومة ولا تتمتع باستقلالية القرار ولا تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة مثل الصناديق السيادية للإمارات.
- وصناديق سيادية مستقلة نسبيا، إذ تديرها الحكومة بالإضافة إلى البنك المركزي، كما أنها تخضع لرقابة ومساءلة السلطة التشريعية والرأي العام، مثل الصندوق السيادي النرويجي.

II- عوامل نمو صناديق الثروة السيادية: يمكن تحديد العوامل الرئيسية وراء النمو السريع لصناديق الثروة السيادية بشكل أساسي في:

- الزيادة الاستثنائية والسريعة في أسعار النفط وارتفاع العوائد لمصدري النفط (مثل دول الشرق الأوسط وروسيا والنرويج)؛
- فائض ميزان المدفوعات الكبير وتراكم احتياطات العملات الأجنبية الذي حققته العديد من الاقتصادات الناشئة (مثل الدول الآسيوية).

ويتأثر معدل النمو الفعلي لصناديق الثروة السيادية بشكل كبير بعوامل اقتصادية عديدة، مثل¹:

- اتجاه أسعار النفط والسلع الأخرى؛
- النمو الاقتصادي الذي حققته بعض البلدان الآسيوية وغيرها من الاقتصادات؛
- احتياطي تداول العملات الأجنبية الاتجاه؛
- تأثير شيخوخة المجتمع على أنظمة التقاعد العامة؛
- ردود الفعل السياسية على استثمارات صناديق الثروة السيادية والقضايا السياسية الأوسع؛
- العائد المالي على استثمارات صناديق الثروة السيادية.

المبحث الثاني: أهمية صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي

تزداد أهمية ووزن صناديق الثروة السيادية عاما بعد عام بسبب نمو وارتفاع عددها وحجم أصولها وتوسع نشاطها الاستثماري وامتدادها، فهي تتحكم في أكثر من 08 تريليون دولار وسيجاوز عددها 100 صندوق قريبا، فقد أصبحت قوة رئيسية في الاسواق المالية وتشكل مصدرا رئيسيا لرأس المال بالنسبة للاقتصاديات العالمية، كما أنها تساهم في زيادة تدفقات رأس المال المتنقلة عبر الحدود، ففي خلال السنوات العشر

¹ Simone Mezzacap, The so-called "**Sovereign Wealth Funds**": **regulatory issues, financial stability and prudential supervision**, Economic Papers 378, April 2009, P19-20.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

الأخيرة تضاعف عددها بنسبة 56%، من 50 إلى 78 صندوق سيادي ما بين عامي 2010 و 2019، ونمت أصولها بنسبة 108% أي من 3900 إلى 8100 مليار دولار خلال نفس الفترة.

المطلب الأول: حجم أصول صناديق الثروة السيادية في العالم:

يُقدّر عدد صناديق الثروة السيادية 78 صندوق سيادي سنة 2018 بأصول تتجاوز 8100 مليار دولار حسب آخر تقديرات لمعهد صندوق الثروة السيادية (SWFI)، أما مؤسستي (IE)¹ و (ICEX)²، فتحصي 91 صندوق ثروة سيادي على المستوى العالم بأصول حجمها يتجاوز 8000 مليار دولار، وسيتم اعتماد تصنيف معهد صناديق الثروة السيادية لترتيب أصول صناديق الثروة السيادية في العالم، مع ملاحظة أن هذه المعطيات تعتبر أفضل تقديرات ممكنة نظرا إلى أحجام بعض صناديق الثروة السيادية عن الإفصاح عن أصولها، وكذلك هناك عامل آخر هو تغير القيم السوقية يوما بعد يوم والجدول الموالي يوضح ترتيب صناديق الثروة السيادية في العالم حسب أصولها:

جدول رقم (1-1) ترتيب صناديق الثروة السيادية في العالم حسب أصولها الخاضعة للإدارة لسنة 2018

الرقم	البلد	اسم الصندوق	قيمة الأصول (مليار دولار)	تاريخ النشأة	مصدر التمويل
1	النرويج	الصندوق الشامل التقاعدي الحكومي	1074,6	1990	نفط
2	الصين	شركة الاستثمار الصينية	941,4	2007	غير سلعي
3	الامارات / ابوظبي	هيئة ابوظبي للاستثمار	697	1976	نفط
4	الكويت	هيئة الكويت للاستثمار	592	1953	نفط
5	الصين - هونغ كونغ	حافضة استثمارات سلطة النقدية لهونغ كونغ	522,6	1993	غير سلعي
6	العربية السعودية	الاصول الاجنبية لمؤسسة النقد العربي	515,6	1971	نفط
7	الصين	شركة الاستثمار سايف	441**	1997	غير سلعي
8	سنغافورة	مؤسسة حكومة سنغافورة للاستثمار	390	1981	غير سلعي
9	سنغافورة	تيماسيك القابضة	375**	1974	غير سلعي
10	العربية السعودية	صندوق الاستثمارات العامة	360	1971	نفط
11	قطر	هيئة الاستثمار القطرية	320	2005	نفط + غاز
12	الصين	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	295	2000	غير سلعي

¹ (IE: Business School) بالإسبانية (Instituto de Empresa): كلية الدراسات العليا والجامعية للأعمال التجارية الموجودة في مدريد (إسبانيا).

² (ICEX-Invest in Spain) ورمز (ICEX) بالإسبانية مختصر لعبارة Instituto Español de Comercio Exterior: المعهد الإسباني للتجارة الخارجية وهي هيئة حكومية يرأسها وزير الدولة للتجارة بوزارة الصناعة والتجارة والسياحة.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

13	الامارات /دبي	مؤسسة الاستثمار لدي	233,8	2006	غير سلعي
14	الامارات /ابوظبي	شركة مبادلة للاستثمار	226	2002	نفط
15	كوريا الجنوبية	مؤسسة الاستثمار الكورية	134,1	2005	غير سلعي
16	استراليا	صندوق المستقبل الاسترالي	103	2006	غير سلعي
17	ايران	صندوق التنمية الوطنية الايراني	91	2011	نفط +غاز
18	روسيا	صندوق الرفاه الوطني	68,5	2008	نفط
19	ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية	66	2006	نفط
20	الو م ا - الاسكا	صندوق الاسكا الدائم	65,7	1976	نفط
21	كازاخستان	صندوق الرعاية الاجتماعية	60,9	2008	غير سلعي
22	بروناي	وكالة بروناي للاستثمار	60	1983	نفط
23	كازاخستان	الصندوق الوطني الكازاخستاني	57,9	2000	نفط
24	تركيا	صندوق الثروة التركي	40	2016	غير سلعي
25	ماليزيا	الخزانة الوطنية	38,7	1993	غير سلعي
26	الو م ا - تكساس	صندوق مدرسة تكساس الدائم	37,7	1854	نفط +مواد
27	الامارات / فيدرالية	هيئة الاستثمار الامارتية	34	2007	نفط
28	اذربيجان	صندوق النفط الحكومي	33,1	1999	نفط
29	نيوزيلندا	صندوق التقاعد النيوزيلندي	26,6	2003	غير سلعي
30	ايرلندا	صندوق الاستثمار الاستراتيجي الايرلندي	24,5	2001	غير سلعي
31	الو م ا-نيو مكسيكو	مجلس ولاية نيو مكسيكو للاستثمار	20,2	1958	نفط +غاز
32	سلطنة عمان	صندوق الاحتياطي العام الحكومي	18	1980	نفط +غاز
33	الو م ا - تكساس	صندوق الجامعة الدائم	17,3	1876	نفط +غاز
34	تيمور الشرقية	صندوق البترول لتيمور الشرقية	16,6	2005	نفط +غاز
35	الشيلي	صندوق الاستقرار الاجتماعي والاقتصادي	14,7	2007	نحاس
36	كندا	صندوق التراث والمدخرات لأبييرتا	13,4	1976	نفط
37	روسيا	صندوق الاستثمار المباشر الروسي	13	2011	غير سلعي
38	البحرين	شركة ممتلكات القابضة	10,6	2006	غير سلعي
39	الشيلي	صندوق احتياطي المعاشات التقاعدية	9,4	2006	نحاس
40	الو م ا- وايومنغ	صندوق الائتماني الدائم لوايومنغ	8	1974	معادن
41	البيرو	صندوق الاستقرار المالي	7,9	1999	غير سلعي
42	الجزائر	صندوق ضبط الإيرادات	7,6	2000	نفط +غاز
43	المكسيك	صندوق استقرار إيرادات نفط المكسيك	6	2000	نفط

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

44	سلطنة عمان	صندوق استثمار العماني	6	2006	نفط
45	بوتسوانا	صندوق - بولا	5,5	1994	ماس معادن
46	ترينداد وتوباغو	صندوق التراث والاستقرار	5,5	2000	نفط
47	الصين	صندوق التنمية الصيني الافريقي	5	2007	غير سلعي
48	انغولا	الصندوق السيادي لأنغولا	4,6	2012	نفط
49	الوم -داكوتا الشمالية	صندوق ميراث داكوتا الشمالية	4,3	2011	نفط +غاز
50	كولمبيا	صندوق الادخار والاستقرار لكولمبيا	3,5	2011	نفط + معادن
51	الوم ا - الاباما	صندوق ائتمان الاباما	2,7	1985	نفط + غاز
52	كازاخستان	مؤسسة الاستثمار الوطنية	2	2012	نفط
53	الوم ا - يوتا	يوتا -سيئفو	2	1896	معادن
54	الوم ا - ايداهو	مجلس استثمار صندوق الهبات (الوقف)	2	1969	معادن
55	نيجيريا -بايلسا	مؤسسة الاستثمار والتنمية لبايلسا	1,5	2012	غير سلعي
56	نيجيريا	هيئة الاستثمار السيادية النيجيرية	1,4	2012	نفط
57	الوم ا - لوزيانا	الصندوق الائتماني لجودة التعليم	1,3	1986	نفط +غاز
58	باناما	صندوق الادخار باناما	1,2	2012	غير سلعي
59	بوليفيا	صندوق الثورة الصناعية الإنتاجية	1,2	2012	غير سلعي
60	السينغال	صندوق الاستثمار الاستراتيجي السيادي	1	2012	غير سلعي
61	العراق	صندوق التنمية العراقي	0,9	2003	نفط
62	فلسطين	صندوق الاستثمار الفلسطيني	0,8	2003	غير سلعي
63	فنزويلا	صندوق استقرار الاقتصاد الكلي	0,8	1998	نفط
64	كيريباتي	صندوق احتياطي معادلة الإيرادات	0,6	1956	فوسفات
65	فيتنام	شركة استثمار رأس المال الدولة	0,5	2006	غير سلعي
66	الغابون	صندوق الثروة السيادية للغابون	0,4	1998	نفط
67	غانا	صندوق بترول غانا	0,45	2011	نفط
68	موريتانيا	الصندوق الوطني للاحتياجات الهيدروكربونية	0,3	2006	نفط +غاز
69	استراليا	صندوق مستقبل غرب استراليا	0,3	2012	معادن
70	منغوليا	صندوق الاستقرار المالي	0,3	2011	معادن
71	غينيا الاستوائية	صندوق الاجيال القادمة	0,08	2002	نفط
72	بابوا غينيا الجديدة	صندوق السيادي لبابوا غينيا الجديدة	n/a	2011	غاز
73	تركمانستان	صندوق استقرار تركمانستان	n/a	2008	نفط +غاز
74	الوم ا -غرب فرجينيا	صندوق مستقبل غرب فرجينيا	n/a	2014	نفط +غاز

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

75	المكسيك	صندوق النفط المكسيكي	n/a	2014	نفط + غاز
76	الإمارات الشارقة	إدارة أصول الشارقة	n/a	2008	غير سلعي
77	لوكسمبورغ	الصندوق ما بين الأجيال لوكسمبورغ	0	2015	غير سلعي
78	روسيا	صندوق الاحتياطي	0	2008	نفط
		مجموع الأصول	8144,53		

المصدر: معهد صناديق الثروة السيادية: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> تاريخ الاطلاع عليه 2019/03/31 على الساعة 18:47 الذي تم تحديثه في فبراير 2019. ملاحظات:

** هذا الرقم هو أفضل تقدير حسب تقديرات معهد صناديق الثروة السيادية.

المطلب الثاني: التوزيع الجغرافي والاقليمي لصناديق الثروة السيادية في العالم

تكمن أهمية التوزيع الجغرافي والاقليمي لصناديق الثروة السيادية إلى معرفة الجوانب التالية:

- تحديد مناطق تركيز هذه الظاهرة واستنتاج بعض خصائصها وأهدافها، كما يمكن استنباط خصائص اقتصاديات الدول الحاضنة لها؛
- تحديد مناطق المدخرات والفوائض المالية، واتجاهات رأس المال الخارجة وأثره في التمويل الدولي؛
- لفهم مبررات وأسباب الجدل الذي أثير حول صناديق الثروة السيادية وخاصة من لدن الدول الرأسمالية ومخاوفها بأن تكون لهذه الظاهرة أهدافا غير اقتصادية.

I- التوزيع الجغرافي لصناديق الثروة السيادية

- بناء على بيانات الجدول رقم (1-1) تتوزع الصناديق السيادية البالغ عددها 78 صندوقا تعود ملكيتها لثمانية وأربعون (48) دولة موزعة كالتالي:
- الولايات المتحدة الأمريكية تملك أكبر عدد من الصناديق السيادية، المقدر بإحدى عشرة (11) صندوق سيادي بأصول تقدر بنحو 161,2 مليار دولار، منها 149,2 مليار دولار مصدرها سلعي نفط وغاز و 12 مليار دولار مصدرها سلعي من عائدات الأرض والمعادن.
 - الصين تملك خمسة (05) صناديق سيادية بأصول تقدر بنحو 2205 مليار دولار مصدر أصولها جميعا غير سلعي.
 - الإمارات العربية المتحدة تملك خمسة (05) صناديق سيادية بأصول تقدر بنحو 1190,8 مليار دولار منها 957 مليار دولار ذات مصدر سلعي نفط وغاز والباقي مصدره غير سلعي.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

- كازاخستان تملك ثلاثة (03) صناديق سيادية بأصول تقدر بنحو 120,8 مليار دولار منها 59,9 مليار دولار أصول مصدرها سلعي (نפט وغاز) و60,9 مليار دولار مصدرها غير سلعي.
- وتملك روسيا ثلاثة (03) صناديق سيادية بأصول 81,5 مليار دولار منها 68,5 مليار دولار مصدرها سلعي (نפט وغاز) و13 مليار دولار مصدرها غير سلعي.
- وتملك السعودية صندوقين سياديين بأصول تقدر بنحو 875,6 مليار دولار مصدرها سلعي.
- كما تملك كل من الشيلي نيجيريا والمكسيك وأستراليا وسنغافورة صندوقين سياديين لكل دولة تقدر أصولها بالنسبة لشيلي 24,1 مليار دولار مصدرها سلعي (نحاس)، ونيجيريا بنحو 2,9 مليار دولار منها (1,4 مليار دولار مصدرها النفط و1,5 مليار دولار غير سلعي)، وتقدر أصول صندوقي المكسيك بنحو 06 مليار دولار مصدرها سلعي نفط وغاز، وأستراليا تقدر أصول صندوقها بنحو 103,3 مليار دولار منها 0,3 مليار دولار مصدرها معادن و103 مليار دولار مصدرها غير سلعي، وسنغافورة بأصول تقدر بنحو 765 مليار دولار مصدرها غير سلعي.
- وتملك 37 دولة صندوق سيادي واحد، أبرزها الصندوق السيادي للنرويج وهو أكبر صندوق سيادي في العالم تتجاوز أصوله 1074 مليار دولار، كما تملك الكويت صندوقا سياديا بأصول 600 مليار تقريبا، وكذلك قطر بأصول 320 مليار دولار، وهي صناديق مصدرها سلعي، وتملك كوريا الجنوبية صندوق سياديا بأصول تقدر بـ 134 مليار دولار ومصدره غير سلعي.

تتوزع صناديق الثروة السيادية جغرافيا عبر قارات العالم على النحو التالي:

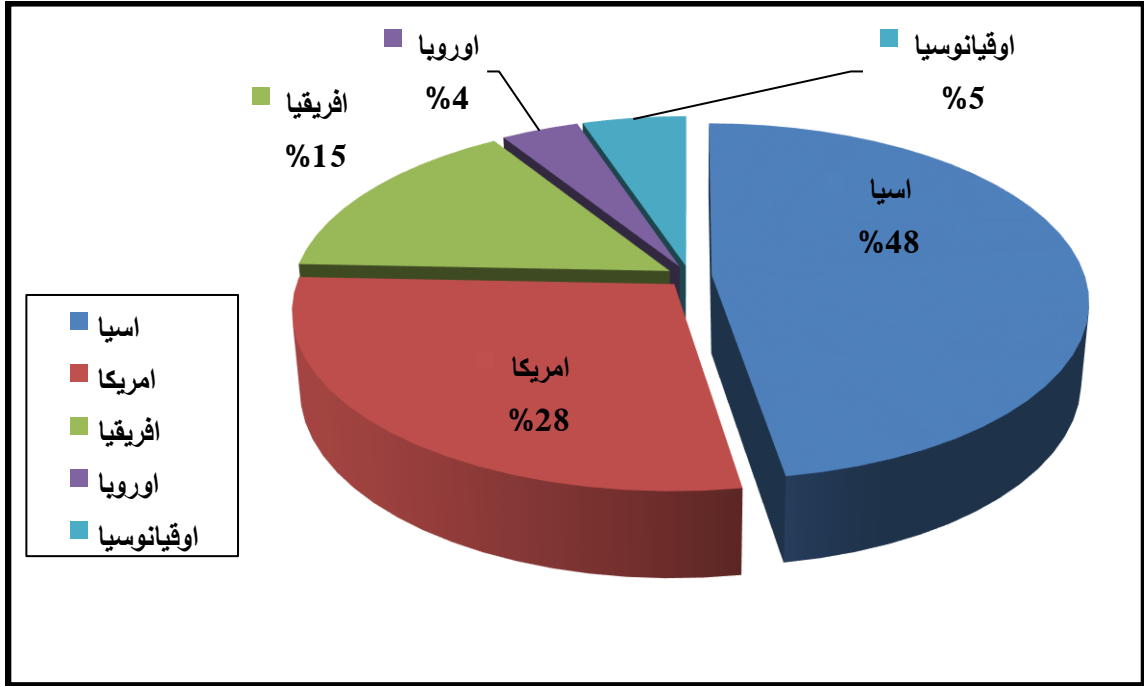
جدول رقم (1 - 2) توزيع صناديق الثروة السيادية على القارات حسب تصنيف 2018

الدول	عدد الصناديق	حجم الأصول		الأصول السلعية		نسبة الامتلاك	نسبة الامتلاك
		الاصول (مليار دولار)	النسبة (%)	النسبة (%)	الحجم		
اسيا	37	6601,30	46,94	3502,40	53,06	81,05	47,44
امريكا	22	224,80	95,42	10,30	4,58	2,76	28,21
افريقيا	12	88,83	97,19	2,50	2,81	1,09	15,38
اوروپا	3	1099,10	97,77	24,50	2,23	13,49	3,85
اوقيانوسيا	4	130,50	0,90	129,60	99,31	1,60	5,13
المجموع	78	8144,53	4475,23	3669,30		100,00	100,00

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على تصنيف معهد صناديق الثروة السيادية في الجدول رقم (1-1)

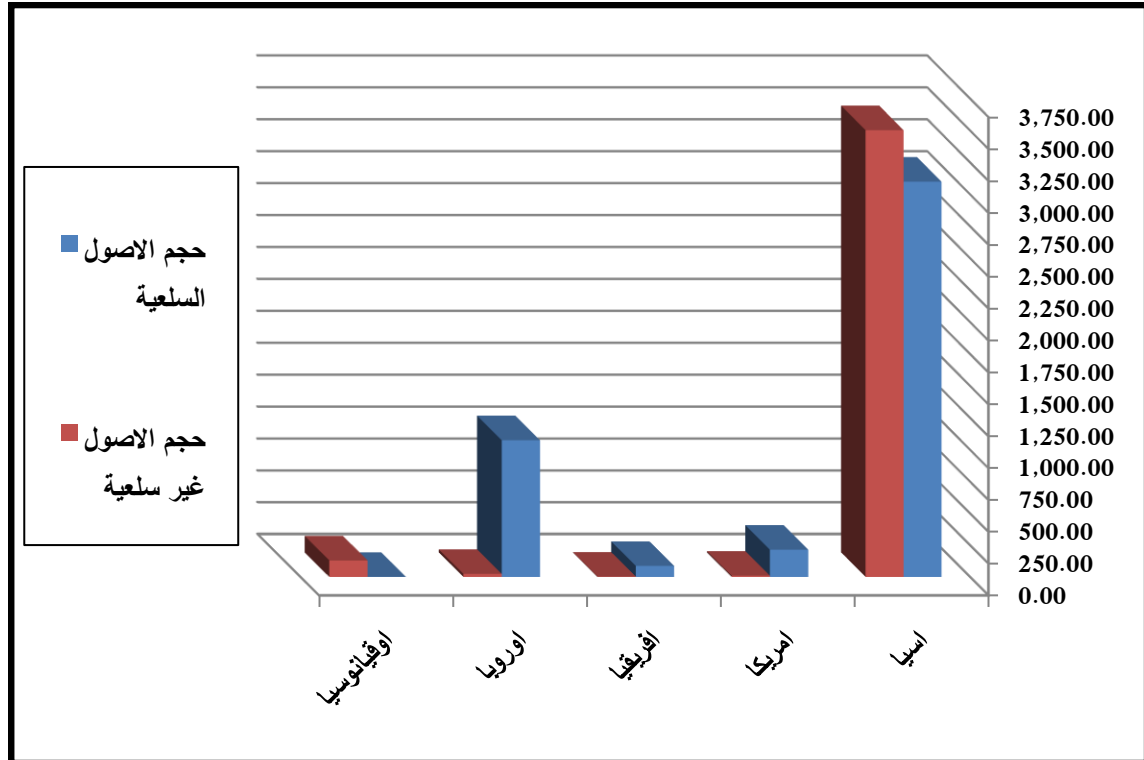
الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

شكل بياني رقم (1 - 1) توزع صناديق الثروة السيادية على القارات حسب تصنيف 2018



المصدر: من اعداد الطالب بناء على معطيات الجدول رقم (1-2).

شكل بياني رقم (1 - 2) الاصول المملوكة لكل قارة ومصدرها حسب تصنيف 2018



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول رقم (1-2).

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

من الجدول رقم (2-1) والشكلين البيانيين رقم (1-1) ورقم (2-1)، تتضح لنا خريطة توزيع الصناديق السيادية عبر القارات، التي تتوزع بالشكل التالي:

- تستحوذ قارة آسيا على 48% من الصناديق السيادية في العالم أي 37 صندوق سيادي، منها 47% ذات مصدر سلعي و53% مصدرها غير سلعي، وتقدر أصول الصناديق الاسيوية ما نسبته 80% من أصول الصناديق الثروة السيادية في العالم مجتمعة.
- تليها قارة أمريكا التي تحوز على 22 صندوقا سياديا بنسبة 28% من مجموع عدد الصناديق السيادية، بمجموع أصول يمثل نسبة 2.76%، منها 95% صناديق سلعية والباقي غير سلعي.
- وترتب افريقيا ثالثة من حيث عدد الصناديق السيادية بمجموع 12 صندوق سيادي، بنسبة 15% من مجموع عدد الصناديق، وبأصول تمثل 1.09% من مجموع الأصول منها 97% من الصناديق مصدرها سلعي.

- ثم قارة أوقيانوسيا بأربعة صناديق سيادية، أي بنسبة 05% بأصول تقدر بنسبة 1.6% من مجموع الأصول منها 0.7% مصدرها سلعي و93.3% مصدرها غير سلعي.

- وأخيرا قارة أوروبا تمتلك أقل عدد من الصناديق السيادية 03 صناديق سيادية، أي بنسبة 04% من مجموع الصناديق السيادية، ولكن بأصول تفوق القارات الثلاث، أمريكا وافريقيا واوقيانوسيا مجتمعة، إذا تقدر أصولها نسبة 13.5% من مجموع الأصول منها 98.8% سلعي، والباقي غير سلعي، ويستحوذ الصندوق النرويجي لوحده 98.8% من مجموع أصول الصناديق السيادية.

II- التوزيع الاقليمي لصناديق الثروة السيادية: عكس المؤسسات الاستثمارية والمالية الأخرى التي تمتلك معظمها الدول المتقدمة، فإن أغلبية صناديق الثروة السيادية تعود ملكيتها لدول نامية ودول ناشئة، حيث تمتلك الدول العربية خمسها، وتمتلك الدول الإسلامية بما فيها الدول العربية ما يمثل خمس عدد هذه الصناديق، مثلما يبيئه الجدول التالي:

جدول رقم (1 - 3) التوزيع الاقليمي لصناديق الثروة السيادية حسب تصنيف 2018

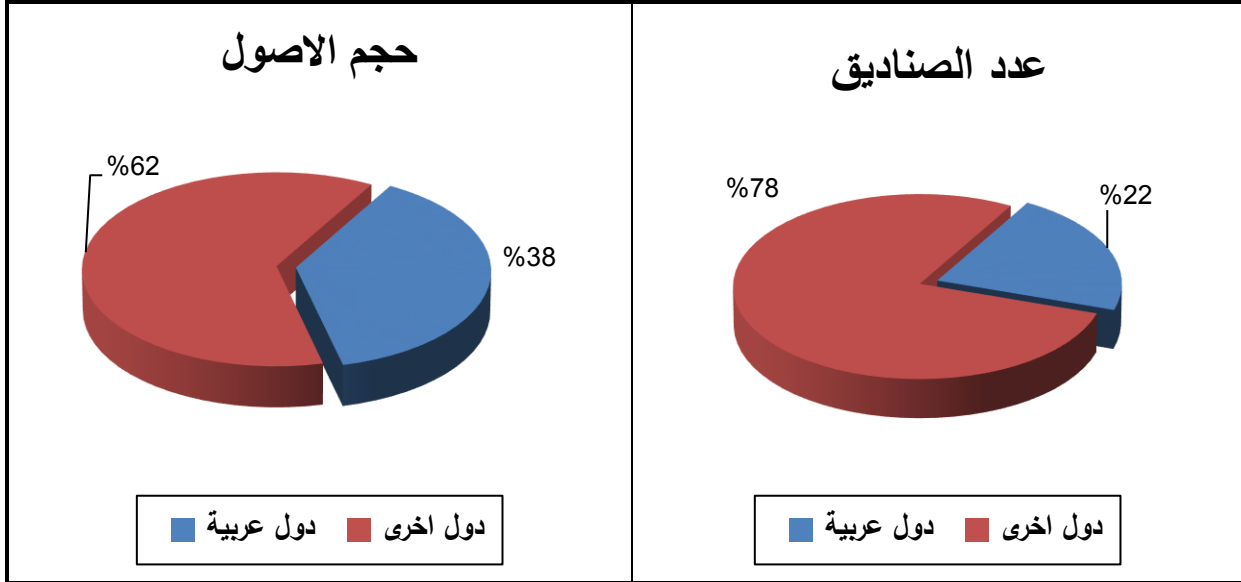
الدول	عدد الدول	مجموع الصناديق	حجم الاصول		حجم الاصول غير السلعية		نسبة املاك الصناديق (%)	نسبة املاك الاصول (%)
			النسبة (%)	الحجم	النسبة (%)	الحجم		
العربية	11	17	92.06	2843.40	7.94	245.20	21.79	37.92
الاخرى	38	61	32.28	1631.83	67.72	3424.10	78.21	62.08
المجموع	49	78	-	4475.23	-	3669.30	100	100
الاسلامية	21	31	72.83	3088.80	27.17	1152.30	39.74	52.07

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

47.93	60.26	64.48	2517	35.52	1386.43	3903.43	47	22	الآخري
100.00	100	-	3669.30	-	4475.23	8144.53	78	43	المجموع

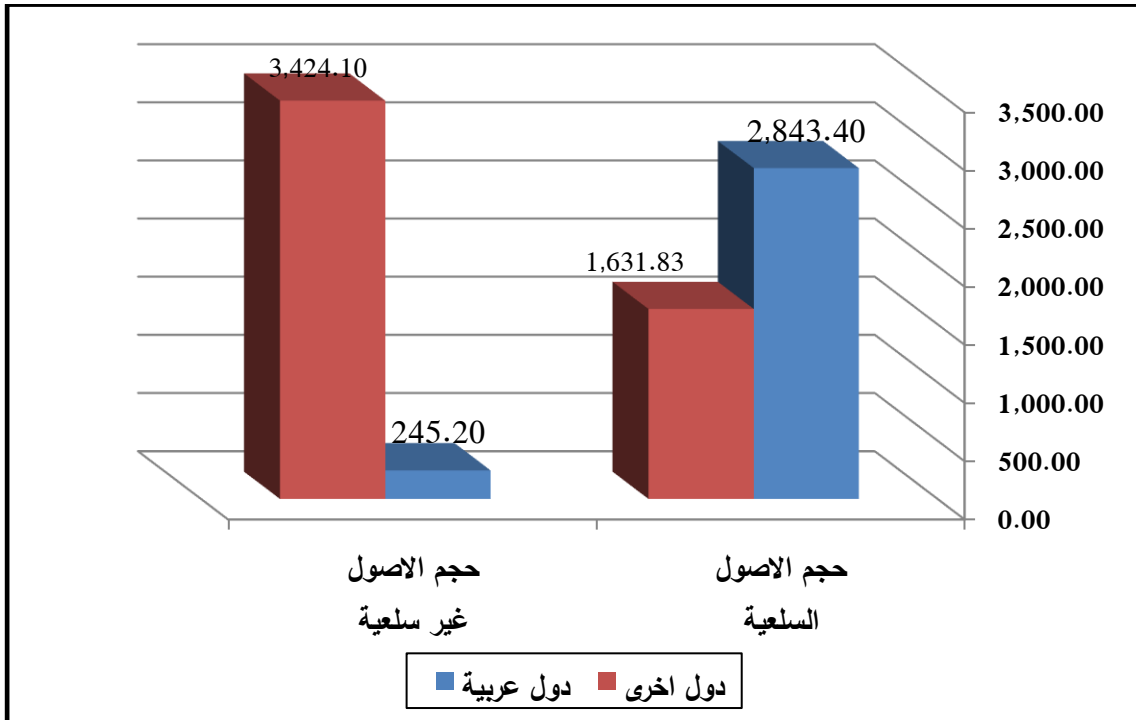
المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول رقم (1-1)

شكل بياني رقم (1 - 3) يبين امتلاك للدول العربية للصناديق السيادية وحجم أصولها حسب تصنيف 2018



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول رقم (1-3)

شكل بياني رقم (1 - 4) تصنيف اصول صناديق الثروة السيادية للدول العربية والدول الآخري حسب مصادرها

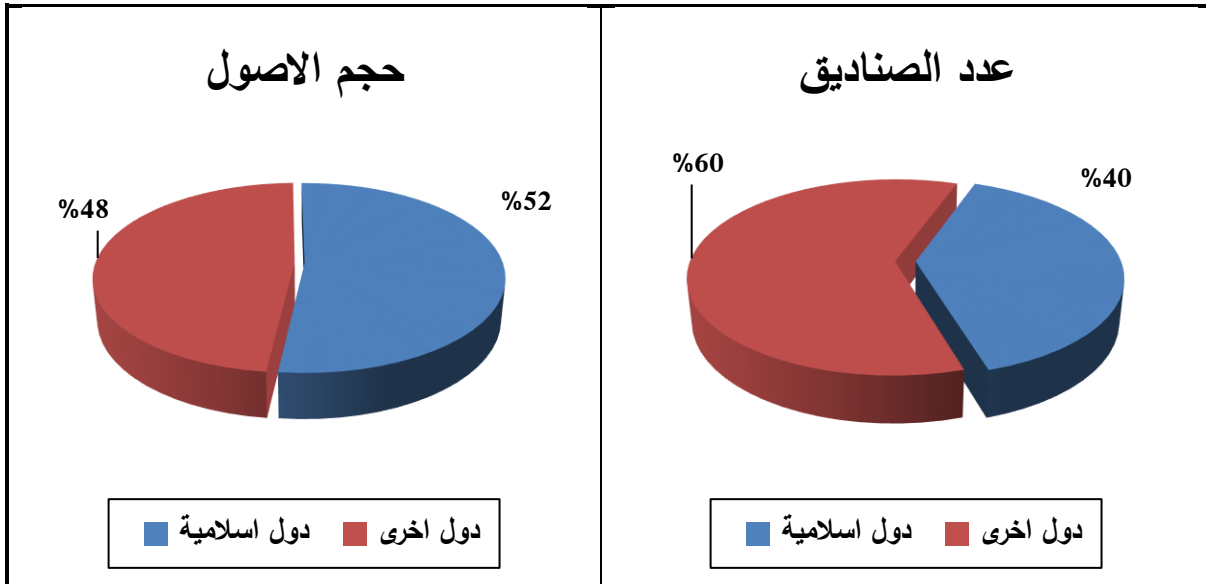


المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول رقم (1 - 3)

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

بملاحظة الجدول رقم (3-1) والشكلين البيانيين رقم (3-1)، ورقم (4-1) ، فإن إحدى عشر دولة عربية تمتلك صندوق سياديا واحدا على الأقل، بمجموع 17 صندوقا سياديا من أصل ثمانية وسبعون (78) صندوقا سياديا عبر العالم، أي أن الدول العربية تمتلك ما نسبته 22% من الصناديق السيادية الكلية، ويقدر حجم أصول صناديق الدول العربية أكثر من ثلاثة آلاف مليار دولار، أي نسبة 38% من مجموع الأصول الصناديق السيادية في العالم، منها 92% مصدرها سلمي والباقي مصدرها غير سلمي وتصنف أربعة صناديق سيادية عربية ضمن أفضل 10 صندوق سيادي في العالم من حيث الأصول. كما يوضح الشكلين البيانيين التاليين نسبة امتلاك الدول الاسلامية لصناديق الثروة وأصولها:

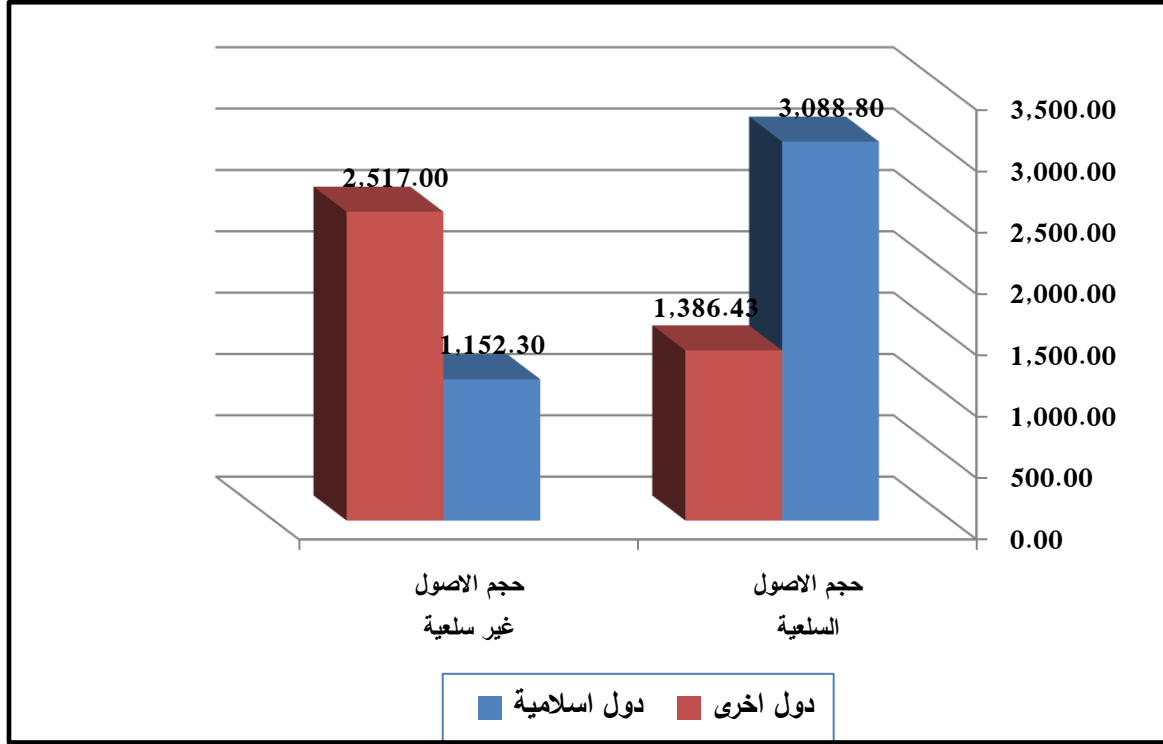
شكل بياني رقم (1 - 5) عدد صناديق الثروة السيادية المملوكة للدول الاسلامية مقارنة بالدول الاخرى



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول رقم (3-1)

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

شكل بياني رقم (1 - 6) تصنيف اصول صناديق الثروة السيادية للدول الاسلامية حسب مصادرها



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول رقم (1-3)

ويتضمن الشكلين البيانيين رقم (1-5) ورقم (1-6)، معلومات مستخلصة من الجدول رقم (1-3)، الذي يوضح مقدار امتلاك الدول الإسلامية للصناديق الثروة السيادية إذ تمتلك واحد وعشرون (21) دولة إسلامية، واحد وثلاثون (31)، صندوقاً سيادياً، أي تستحوذ على نسبة 40% من مجموع عدد الصناديق السيادية في العالم، وتقدر الأصول التي تحوزها هذه الصناديق حجماً يقدر بأكثر من 4200 مليار دولار، أي أكثر من نصف ما تمتلكه الصناديق السيادية مجتمعة بما يعادل نسبة 52% من مجموع أصول الصناديق السيادية كلها، من مجموع هذه الأصول نسبة 73% مصدرها سلعي ونسبة 27% مصدرها غير سلعي، وتعتبر هذه الإمكانيات المالية الضخمة فرصة كبيرة للدول العربية والإسلامية في تحقيق التنويع الاقتصادي للخروج من مأزق الاقتصاد الريعي. وتحفيز الاستثمار المحلي، وجذب الاستثمار الأجنبي، وتحقيق التنمية المستدامة.

المطلب الثالث: تطور صناديق الثروة السيادية:

عرفت ظاهرة صناديق الثروة السيادية توسعاً كبيراً من حيث عددها، وزيادة كبيرة في حجم أصولها.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

I- نمو صناديق الثروة السيادية: تضاعف عدد صناديق الثروة السيادية على ما هو عليه اليوم حوالي أربع مرات تقريبا مما كان عليه قبل سنة 2000، حيث تطور عدد صناديق الثروة السيادية منذ بداية نشأة أول صندوق سيادي إلى غاية سنة 2018؛ مثلما هو موضحا في الجدول لتالي:

جدول رقم (1 - 4) يبين نمو عدد وحجم صناديق الثروة السيادية كل عشر سنوات

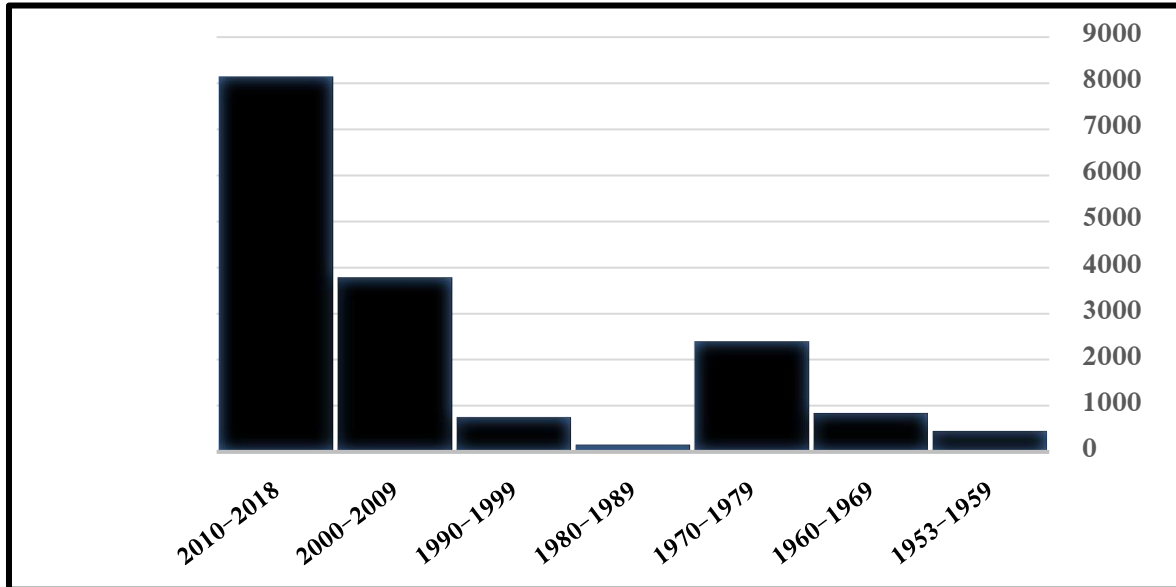
المدد	تطور عددها	نسبة نمو عددها (%)	تطور حجم اصولها (مليار دولار)	نسبة نمو حجم اصولها (%)
1959-1953	03	/	454	/
1969-1960	04	33.33	842	85.46
1979-1970	10	150	2398	184.80
1989-1980	15	50	154	-93.58
1999-1990	24	60	751	387.66
2009-2000	55	129.17	3791	404.79
2018-2010	78	41.82	8144	114.82
متوسط النمو		77.39		180.66

المصدر: موقع صندوق الثروة السيادية الالكتروني:

<https://www.swfinstitute.org/research/sovereign-wealth-fund> تاريخ الاطلاع عليه

2019/07/18

شكل بياني رقم (1 - 7) يبين تطور حجم صناديق الثروة السيادية كل عشر سنوات



المصدر: من إعداد الطالب بناء على الجدول رقم (1-4).

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

من خلال الجدول رقم (1-4)، والشكل البياني رقم (1-7)، تبدو زيادة أهمية صناديق الثروة السيادية جلية، إذ شهدت الفترة من 2000 إلى 2018 زيادة عدد صناديق الثروة السيادية من أربع وعشرين (24)، صندوقاً سيادياً إلى ثمانية وسبعون (78)، صندوقاً سيادياً سنة 2018، أي تطورت بنسبة 225% عما كانت عليه قبل عام 2000، وذلك بزيادة أهميتها في الاستحواذ على الاستثمارات الأجنبية ومساهمتها في دعم اقتصاديات الدول المالكة لها، كما ساهمت مساهمة كبيرة في انقاذ كثير من المؤسسات المالية والمصارف المتضررة من تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008.

II- وزن صناديق الثروة السيادية في النظام المالي العالمي: بالرغم من أهمية حجم الأصول المدارة من طرف صناديق الثروة السيادية والتي تتجاوز 8.15 تريليون دولار، ويتوقع أن تنمو بنسبة سنوية تتراوح من 10% إلى 20%، خاصة في ظل انتعاش أسعار النفط بالنسبة لصناديق الثروة السيادية، التي مصدرها سلعي والتي تشكل 55% من مجموع أصول صناديق الثروة السيادية، وكذلك احتمال تأسيس وتفعيل 20 صندوق سيادي آخر قريباً، فإن حجم أصول صناديق الثروة السيادية وما أثير حولها من جدل ومخاوف يبقى متواضعاً مقارنة بالمؤسسات المالية والاستثمارية الأخرى، فهي تمثل 50% من الأصول المدارة لأعلى 100 صندوق معاشات حكومي فقط، و80% من الأصول المدارة لأعلى 55 شركة تأمين، و50% من الأصول المدارة لأعلى 88 بنك، و37% من الأصول المدارة من الاحتياطات الأجنبية لأعلى 60 بنك مركزي. والجدول الموالي يوضح حجم الأصول لهذه المؤسسات:

جدول رقم (1 - 5) وزن الأصول المدارة من قبل صناديق الثروة السيادية مقارنة بمؤسسات وهيئات مالية

المؤسسات والهيئات	التصنيف	حجم الأصول المدارة (مليار دولار)	نسبة أصول الصناديق السيادية (%)
البنوك	أعلى 88 بنك مصنف حسب إجمالي الأصول	41289	19.72
الشركات القابضة	أعلى 42 شركة مصنفة حسب إجمالي الأصول	27616	29.49
البنوك المركزية	أعلى 60 بنك مركزي حسب إجمالي الأصول	21718	37.50
المعاشات الحكومية	أعلى 100 صندوق حسب إجمالي الأصول	14947	54.49
شركات التأمين	أعلى 55 شركة تأمين حسب إجمالي الأصول	9942	81.92
صناديق الثروة السيادية	مجموع أصول صناديق الثروة السيادية مجتمعة	8144	
الشركات المملوكة للدولة	أعلى 25 شركة مصنفة حسب إجمالي الأصول	3049	
صناديق التقاعد	أعلى 22 صندوق حسب إجمالي الأصول	649	

المصدر: الموقع الإلكتروني لمعهد صندوق الثروة السيادية <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings>

تاريخ الاطلاع عليه 2019/07/21

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

أما وزن صناديق الثروة السيادية كمؤسسات فردية مقارنة بنظيراتها من المؤسسات والهيئات المالية والاستثمارية الأخرى في النظام المالي العالمي فمن بين 100 أعلى مؤسسة مصنفة حسب الأصول، نجد 12 صندوق سيادي من بين المائة مؤسسة الأعلى من حيث الأصول حيث يتبوأ الصندوق السيادي النرويجي المرتبة 28 كما جاء في تصنيف معهد صندوق الثروة السيادي (SWFI).

جدول رقم (1 - 6) تصنيف أعلى 100 مؤسسة حسب الأصول

المرتبة	اسم المؤسسة	النوع	اجمالي الأصول	المنطقة
01	بنك الشعب الصيني	بنك مركزي	5196.56	الصين
02	بنك اليابان	بنك مركزي	4945.44	اليابان
03	نظام الاحتياطي الفيدرالي	بنك مركزي	4218.91	و. م أ
04	البنك الصناعي والتجاري الصيني	بنك	4122.43	الصين
05	البنك الزراعي الصيني	بنك	3524.41	الصين
06	بنك الصين للتعمير	بنك	3443.30	الصين
07	بنك الصين	بنك	2989.16	الصين
08	الصناديق الاستثمارية للضمان الاجتماعي	معاشات عامة	2898.37	و. م أ
09	شركة ميتسوبيشي الائتمانية والمصرفية	شركة مالية قابضة	2694.46	اليابان
28	صندوق المعاشات الحكومي	صندوق سيادي	1072.84	النرويج
36	شركة الصين للاستثمار	صندوق سيادي	941.41	الصين
48	هيئة ابوظبي للاستثمار	صندوق سيادي	696.60	الامارات العربية
55	هيئة الاستثمار الكويتية	صندوق سيادي	592.00	الكويت
63	حافضة استثمارات هيئة النقد هونغ كونغ	صندوق سيادي	509.35	الصين-هونغ كونغ
64	هيئة النقد العربية	صندوق سيادي	505.75	السعودية
71	مؤسسة الحكومة للاستثمار	صندوق سيادي	440.00	سنغافورة
72	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	صندوق سيادي	437.90	الصين
76	شركة الاستثمار سايف (SAFE)	صندوق سيادي	417.84	الصين
83	تيماساك القابضة	صندوق سيادي	375.38	سنغافورة
97	صندوق الاستثمارات العامة	صندوق سيادي	320.00	السعودية
98	هيئة الاستثمار القطرية	صندوق سيادي	320.00	قطر

المصدر: الموقع الإلكتروني لمعهد صندوق الثروة السيادية <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings>

تاريخ الاطلاع عليه 2019/07/22

ملاحظة: هناك بعض الاختلافات في بعض الأصول بين هذا الجدول والجدول السابق رقم (1-1) ومرد ذلك لاختلاف

تاريخ ادراج البيانات بين شهر فيفري 2019 وجويلية 2019

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

ويمكن لهذه الصناديق وهي بهذا الحجم المساهمة في النظام المالي العالمي ب¹ :

- قدرتها على أداء دور الاحتياط بالنسبة للدول المالكة لها، بتحويل جزء من عوائدها لصالح الأجيال المولودة بعد نضوب المواد الأولية؛

• سماحها بتنوع مصادر الناتج المحلي الخام بتطوير أنشطة جديدة. كما هو حال صناديق أبو ظبي، دبي بتطويرها للسياحة وصناعات التسلية والأنشطة الأخرى المرتبطة بالمواد الأولية؛

• توفيرها لموارد دائمة ومنتظمة للدول المالكة لها تكون غير مرتبطة بالمواد الأولية التي مهما بلغ مخزونها تبقى قابلة للنضوب؛

• بقيامها بدور استقراري بامتصاص الصدمات الناجمة عن الانخفاض المؤقت في أسعار المواد الأولية، فيسمح تكوين صندوق سيادي بتوفير مداخيل سنوية غير مرتبطة بأسعار المواد الأولية، وتعمل على تغطية الصدمات الاقتصادية السلبية. فلقد استطاع صندوق الأجيال القادمة في الكويت مثلا تمويل إعادة اعمار الكويت بعد الغزو العراقي؛

• المساهمة في تنمية الدول المستقبلية للاستثمارات الصناديق، بتمويل الهياكل القاعدية. وهذا ما دفع رئيس البنك العالمي إلى اقتراح على هذه الصناديق استثمار 01% من أصولها في المؤسسات الأفريقية بالتعاون مع البنك؛

• المحافظة على الوظائف التي توفرها الشركات بدعمها لرؤوس أموال الشركات المتعثرة؛

• المساهمة في زيادة تكامل الاقتصاد العالمي وزيادة المشاركة وربط المصالح؛

• المساهمة في تحقيق مزيد من الاستقرار الاقتصادي، في الدول المنتمية إليها بتنوع الاقتصاد بالتوسع في الأنشطة غير النفطية خاصة؛ بما يعمل على تقليص الاعتماد على واردات السلع الاستهلاكية، ومن ثم تأثيرات التضخم المستورد.

III- آفاق توسع ظاهرة صناديق الثروة السيادية: حسب تقرير سنة 2018، عن الاستثمار الأجنبي

المباشر بعنوان " صناديق الثروة السيادية"، الصادر عن المعهد الاسباني للتجارة الخارجية (ICEX)، وكلية الدراسات العليا والجامعية للأعمال التجارية (IE)، فإنه من المتوقع أن يشهد النظام المالي المزيد من تأسيس وتفعيل صناديق جديدة لدول مختلفة، دول متقدمة وأخرى نامية من مختلف مناطق العالم، مصدرها متنوع سلعي وغير سلعي يقدر عددها ب 18 صندوق خلال السنوات القليلة المقبلة.

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص04.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

جدول رقم (1 - 7) صناديق جديدة محتملة التأسيس بعد سنة 2018.

الرقم	البلد	اسم الصندوق	قيمة الأصول (مليار دولار)	تاريخ الانشاء
01	اليابان	اليابان	غير محدد	غير محدد
02	الهند	الهند	غير محدد	غير محدد
03	اسرائيل	اسرائيل	غير محدد	غير محدد
04	جزر توركس وكايكوس	توركس وكايكوس	غير محدد	غير محدد
05	غويانا	غويانا	غير محدد	غير محدد
06	جنوب افريقيا	جنوب افريقيا	غير محدد	غير محدد
07	لبنان	لبنان	غير محدد	غير محدد
08	كينيا	كينيا	غير محدد	غير محدد
09	زامبيا	زامبيا	غير محدد	غير محدد
10	الموزمبيق	الموزمبيق	غير محدد	غير محدد
11	نامبيا	نامبيا	غير محدد	غير محدد
12	تانزانيا	تانزانيا	غير محدد	غير محدد
13	ليبيريا	ليبيريا	غير محدد	غير محدد
14	كندا	ساسكاتشوان Saskatchewan	غير محدد	غير محدد
15	بنغلاديش	بنغلاديش	غير محدد	غير محدد
16	كاليدونيا الجديدة	كاليدونيا الجديدة	غير محدد	غير محدد
17	المملكة المتحدة	صناديق بريطانيا المستقبلية	غير محدد	غير محدد
18	منغوليا	صندوق الميراث المستقبلي	غير محدد	غير محدد

ملاحظة: هذه الصناديق الـ 18 لم تكن نشطة عندما تم اصدار هذه الطبعة.

المصدر: ICEX-Invest in Spain and IE Business School, Sovereign wealth funds 2018, Report On Foreign Direct Investment(FDI), Publisher ICEX and IE, 21/03/2019, P68

المبحث الثالث: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية ومطالب الحوكمة

تعتبر وظيفة الاستثمار الوظيفة الرئيسية الثانية لصناديق الثروة السيادية التي تركز على الوظيفة الأولى الأساسية وهي وظيفة ادخار الفوائض المالية المحققة من مصادرها المختلفة. حيث تعتبر صناديق الثروة السيادية في الوقت الراهن من أكبر المستثمرين السياديين، وأحد أهم أنواع أدوات الاستثمار السيادية إلى جانب صناديق المعاشات (التقاعد) العامة والشركات المملوكة للدولة، وشركات الثروة

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

السيادية، واكتسبت بذلك أهمية كبيرة ومثيرة في النظام المالي والاقتصادي العالمي، وتعدى نشاطها الاستثماري الأسواق المحلية ليشمل الأسواق الجهوية والعالمية. وسيتم في هذا المبحث التطرق إلى الاستراتيجيات الاستثمارية وسياسات الاستثمار التي تنتهجها صناديق الثروة السيادية وسلوكها الاستثماري واتجاهاتها الجغرافية والقطاعية، وكذلك المخاطر التي تواجهها، بالإضافة إلى الجدل والحساسية التي أثارها بعض الاقتصاديات المتقدمة من احتمال وجود أهداف غير اقتصادية لصناديق الثروة السيادية، تهدد السيادة والأمن القوميين للدول المستقبلة لاستثماراتها.

المطلب الأول: الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية

I- استراتيجية تخصيص الأصول: تاريخياً استثمرت صناديق الثروة السيادية في أربع فئات للأصول¹: (1) النقد وما يعادله (2) الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (3) الأسهم العادية (4) الأسواق الخاصة، والتي شملت فئات الأصول البديلة مثل العقارات والبنى التحتية والاستثمارات الخاصة / الاستثمار المباشر. وقد استخدمت صناديق الثروة السيادية عدّة أنماط من الاستراتيجيات الاستثمارية وغيّرت من سلوكها الاستثماري، ونوعت من تخصيص وتوزيع أصولها وفقاً لعوامل عديدة منها:

- **درجة استقرار النظام المالي العالمي:** تغيّرت الاستراتيجيات التي تبنتها صناديق الثروة السيادية قبل الأزمة المالية العالمية 2008 (أزمة الرهن العقاري) عما تبنته أثناء الأزمة، وتختلف كذلك عما سلكته بعد الأزمة.

• في الفترة ما قبل الأزمة المالية التي تميزت ببيئة استثمارية ملائمة ومستقرة نسبياً، ونمو الاحتياطات وتراكمها، وتواري النشاط الاستثماري لصناديق الثروة السيادية عن اهتمامات الدول الغربية ومخاوفها، فقد اتجهت استثمارات الصناديق السيادية عموماً والصناديق السيادية الخليجية خصوصاً نحو سندات الدين العمومية الأمريكية والأوروبية، وهي الأصول المالية التي تعرف بالدخل الثابت ذات العائد المنخفض والمضمون والأقل خطراً، واتجهت الصناديق الأخرى إلى الاستثمار المحلي أو في مناطق جغرافية قريبة منها.

¹ ORINOLA GBADEBO-SMITH, **The Wealth of Nations: Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds**, web/ <https://www.toptal.com/finance/market-research-analysts/sovereign-wealth-funds>, 15/08/2019.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

- وفي فترة الأزمة 2007 و2008، فقد اتجهت صناديق الثروة السيادية باستثماراتها اتجاها مناقضا لسلوك المؤسسات الاستثمارية الأخرى، فبينما فرت وابتعدت المؤسسات الاستثمارية الأخرى عن الاستثمار في البنوك والتأمين والمساحات المالية المتخصصة. فقد ساهمت الصناديق الثروة السيادية في رسملة المؤسسات المالية المتعثرة، ففي ظرف ستة أشهر استثمرت فيها الصناديق السيادية ما قيمته 76.83 مليار دولار في رأسمال المؤسسات المالية الغربية¹.
- أما فترة ما بعد الأزمة المالية فقد غيرت صناديق الثروة السيادية اتجاه استثماراتها من الأصول الآمنة التقليدية ذات الدخل الثابت (مثل السندات الحكومية) إلى فئات الأصول خارج السندات نحو الأسهم ذات المخاطر المرتفعة والأصول البديلة والأسواق الخاصة.
- **كما تختلف الاستراتيجيات الاستثمارية:** حسب الغرض أو الهدف الأساسي من انشاء صندوق الثروة السيادي، فاستراتيجية الاستثمار في تخصيص الأصول تختلف من صناديق الاستقرار إلى صناديق تعظيم رأس المال وزيادة العائدة (التي تشمل صناديق الادخار للأجيال القادمة واحتياطات التقاعد)، ويختلفان كذلك عن صناديق التنمية الاستراتيجية.
- فاستراتيجية تخصيص الأصول في هذه الأنواع هي كالتالي²:
- صناديق الاستقرار: التي تكلف بعزل الاقتصاد عن الصدمات، فلديها أفق استثماري قصير وحاجتها إلى توفير السيولة في غضون مدة قصيرة، فإنها تُركّز استثماراتها على النقد أو ما يعادله، والسندات القصيرة وطويلة الأجل وأدوات سوق المال (الأوراق المالية ذات الدخل الثابت)، فقد استثمرت 15% من رأسمالها في الأسهم العالمية و40% في النقد وما يعادله و45% في أدوات الدخل الثابت منخفضة المخاطر.
- أما صناديق تعظيم رأس المال وزيادة العائد: التي تتألف من صناديق الادخار والأجيال واحتياطات التقاعد فلها آفاق زمنية عبر الاجيال، تميل مخصصات محافظهم إلى زيادة الوزن تجاه الأسهم العالمية وفئات الاستثمار البديلة، فقد استثمر هذا النوع عادة حوالي 10% في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، و40% و50% على التوالي في الاستثمارات البديلة والأسهم العامة.

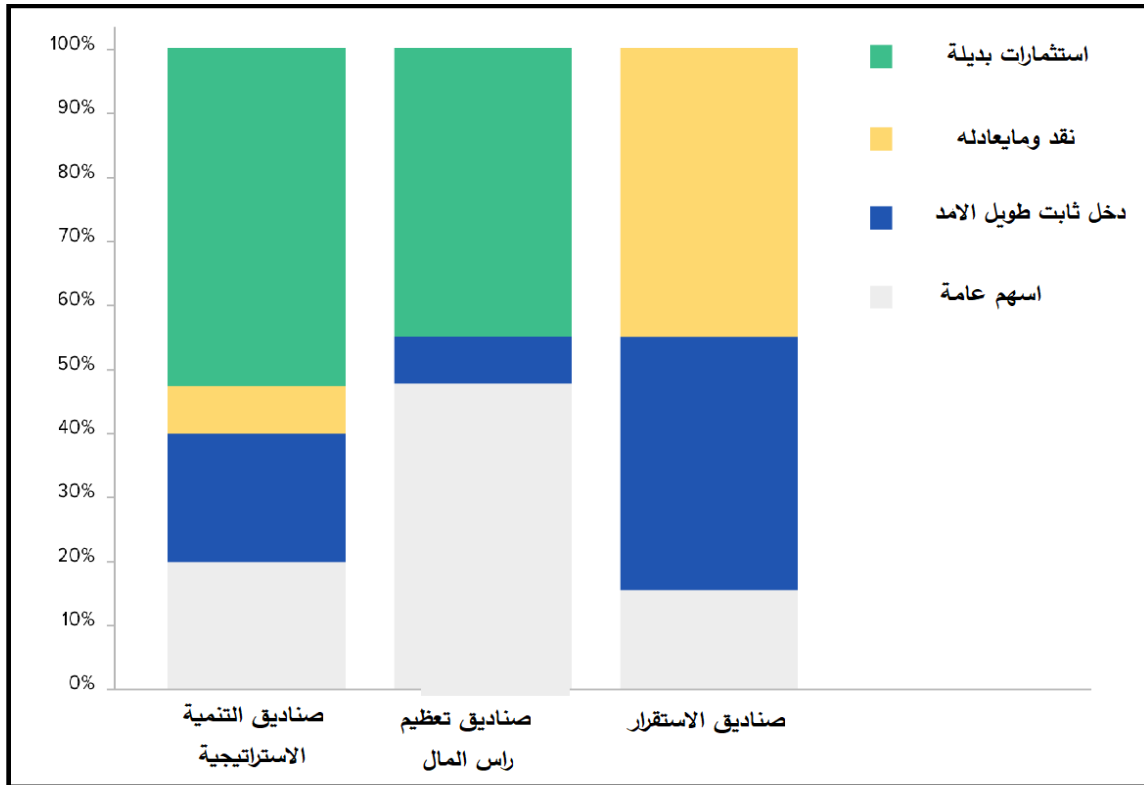
¹ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص07.

² ORINOLA GBADEBO-SMITH, op-cit.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

- وفي صناديق التنمية الاستراتيجية: والتي تشمل أولوياتها التنمية الاجتماعية، والتنويع الاقتصادي، وتحسين البنية التحتية المحلية فتميل إلى استثمار ما يصل إلى 50% من أصولها على المستوى المحلي، مع انتشار الفرق عالمياً عبر الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والأسهم العامة وما يعادلها واستثمارات السوق الخاصة. والشكل البياني التالي يوضح تخصيص أصول صناديق الثروة السيادية.

شكل بياني رقم (1 - 8) تخصيص الأصول التاريخية حسب نوع الصندوق سنة 2017.



المصدر: ORINOLA GBADEBO-SMITH, The Wealth of Nations: Investment Strategies of

Sovereign Wealth Funds, article, web/ [https://www.toptal.com/finance/market-](https://www.toptal.com/finance/market-research-analysts/sovereign-wealth-funds)

research-analysts/sovereign-wealth-funds, 2017.

II- خصائص وميزات الاستراتيجيات والسلوك الاستثماري للصناديق السيادية:

تتميز الاستراتيجيات الاستثمارية في صناديق الثروة السيادية بمميزات تختلف بها عن باقي

المستثمرين المؤسسيين ومن أهم هذه المميزات:

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

- من مزاياها كما يقول جون ليبسكي النائب الأول لمدير عام صندوق النقد الدولي¹ "من منظور الأسواق المالية الدولية، يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تساعد في رفع الكفاءة التوزيعية للإيرادات المحققة من الفوائض السلعية في البلدان المختلفة وأن تعزز سيولة الأسواق بشكل عام، حتى في فترات الضغوط المالية العالمية. ويغلب على هذه الصناديق أيضا طابع الاستثمارات طويلة الأجل مع اقتصار احتياجات السحب على قدر محدود من الموارد يسمح لها بالصمود أمام ضغوط السوق في أوقات الأزمات وتخفيف حدة التقلب؛"
- أنها مجموعة من المستثمرين يطبقون استراتيجيات استثمارية متنوعة تتوافق حسب أهدافهم المختلفة كذلك؛
- تضم المحفظة الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية تركيبة متنوعة من الأصول، من الأصول المالية (أسهم وسندات)، إلى أصول حقيقية والاستثمارات البديلة؛
- تستثمر الصناديق السيادية في مناطق جغرافية واسعة، وفي أسواق مالية مختلفة؛
- أفقها الاستثماري طويل المدى، وغير متحفظة اتجاه المخاطر، إذ تتعرض إلى مخاطر أعلى؛
- تختلف تركيبة صناديق الثروة السيادية عن غيرها من المؤسسات الاستثمارية السيادية من ناحية مصدر مواردها ووظيفتها ونموذج استثماراتها وهذا ما يجعل استراتيجيات استثماراتها مختلفة عن باقي المؤسسات السيادية الأخرى ملخصة في الجدول الموالي الذي يصنف فئات المؤسسات الاستثمارية السيادية وخصائصها إلى:

جدول رقم (1 - 8) تصنيف المستثمرين السياديين

نوع المستثمر السيادي	أهم مصادر رأسماله	الوظائف الرئيسية	نماذج الاستثمار	أمثلة
صناديق الثروة السيادية	- إيرادات الموارد - فائض احتياطات النقد الاجنبي	- استثمار الثروة الوطنية (الفوائض والمدخرات)، عادة من خلال كيان مستقل - تعزيز استقرار الاقتصاد الكلي والاستقرار المالي	- صناديق الادخار: محافظ متنوعة مع آفاق طويلة الأجل - صناديق الاستقرار: محافظ ذات سيولة عالية وذات دخل ثابت	صندوق التقاعد الحكومي النرويجي العالمي، هيئة أبوظبي للاستثمار، مؤسسة الصين للاستثمار، هيئة الاستثمار الكويتية، صندوق ضبط الإيرادات

¹ صندوق النقد الدولي، صناديق الاستثمار الحكومية، صندوق النقد الدولي يكثف عمله المعني بصناديق الثروة السيادية، نشرة

صندوق النقد الدولي الإلكتروني، 04 مارس 2008

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

البنوك المركزية الوطنية البنك الوطني السويسري، بنك الشعب الصيني، سلطة هونج كونج النقدية، مؤسسة النقد العربي السعودي، بنك الجزائر	- محافظ ذات سيولة عالية وذات دخل ثابت - محدودية التنوع في الأسهم السائلة، مؤشرات الأسهم والبدائل	محتفظ به في الغالب لأغراض إدارة سعر الصرف والتدخل	احتياطات النقد الأجنبي	البنوك المركزية
صناديق AP السويدية، وصندوق أستراليا المستقبلي، والصندوق الوطني للمعاشات التقاعدية كوريا، وصندوق الاستثمار الحكومي للمعاشات التقاعدية في اليابان، والمجلس الكندي للاستثمار في المعاشات التقاعدية	محافظ متنوعة مع آفاق طويلة الأجل والقدرة على الاحتفاظ بالأصول غير السائلة	تجمعات الأصول المخصصة دون التزامات قصيرة الأجل، وتشجيع الملاءة المالية طويلة الأجل لأنظمة التقاعد والضمان الاجتماعي الوطنية (تحسباً لاستحقاقات متزايدة)	مخصصات مالية مخصصة و / أو فائض الاشتراكات	صناديق احتياطي التقاعد العامة
بنوك التنمية الوطنية والإقليمية مبادلة (الإمارات)، تيماسيك (سنغافورة)، سمروك كازينا (كازاخستان)، الخزانة (ماليزيا)، صندوق الاستثمار العام (العربية السعودية)	تباين كبير في الأصول والمحافظ، مع الأصول التي قد تشمل الديون والأسهم العامة والخاصة والبنية التحتية والشركات بين القطاعات العام والخاص	الاستثمار في المشاريع والقطاعات ذات العوائد الاجتماعية والاقتصادية المرتفعة، لا سيما في سياق الفجوات التمويلية (يختلف الاتجاه التجاري مقابل التوجه التنموي)	التحويلات الحكومية والديون وتمويل الأسهم باستخدام الميزانية العمومية	صناديق التنمية السيادية والبنوك والوكالات

المصدر:

Khalid A. Alsweilem and Others, Sovereign investor models: Institutions and policies for managing sovereign wealth, Report, Harvard Kennedy School, USA, 2015, P13.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

- انتهجت صناديق الثروة السيادية خلال الاضطرابات المالية الاخيرة 2008/2007 نهجا مضادا للدورة الاقتصادية، عندما استثمرت في أسهم البنوك المتعثرة، كما تظهر بعض الدراسات أنها تتصرف بطريقة معاكسة للدورة الاقتصادية في استراتيجياتها الاستثمارية وخاصة امتلاك الأسهم¹؛
- كما تنتهج سلوكا مناقضا للمؤسسات الاستثمارية الأخرى، التي تفضل الاستثمار في البلدان التي تتمتع بدرجة أعلى من التنمية الاقتصادية والأسواق المالية الأكبر والأكثر سيولة والمناطق التي تحقق حماية أفضل للحقوق القانونية، والاقتصاد الكلي الأكثر استقرارا، أما صناديق الثروة السيادية فهي تزيد من عمليات استحوادها في البلدان التي تضرب فيها الأزمة²؛

والجدول التالي يتضمن مقارنة بين خصائص الصناديق السيادية السلعية، وغير السلعية:

جدول رقم (1 - 9) مقارنة بين خصائص الصناديق السيادية السلعية وغير السلعية

موضوع المقارنة	الثروة السيادية القائمة على الاحتياطات (غير سلعية)	الثروة السيادية القائمة على الموارد (السلعية)
مصدر الأصول	وفورات زائدة وفائض الحساب الجاري	الإيرادات المالية من الموارد الطبيعية
محفظة السائل		
الدافع الرئيسي وراء محفظة السائل	المدخرات الاحتياطية ضد الصدمات (الديون ، التجارة ، الأزمات المالية)	استقرار الإيرادات المتقلبة وصدمات أسعار السلع
مدير نموذجي لمحفظة السيولة	البنك المركزي (محفظة الاحتياطيات التقليدية)	وزارة المالية (صندوق الاستقرار)
هيكل محفظة نموذجية	سندات نقدية عالية السيولة قصيرة الأجل	سندات نقدية عالية السيولة قصيرة الأجل
آفاق الاستثمار	قصير (0-12 شهر)	قصير (0-12 شهر)
محفظة طويلة الأجل		
الدافع الرئيسي وراء محفظة الاستثمارات طويلة الأجل	ارتفاع العائد على الأصول الاحتياطية الزائدة	نضوب إيرادات الموارد والرغبة في إنشاء مصدر بديل للإيرادات المالية

¹ Alessio Ciarlone and Valeria Miceli, **Escaping financial crises? Macro evidence from sovereign wealth funds' investment behavior**, Emerging Markets Review 27, Netherlands, 2016, P 02.

² Alessio Ciarlone and Valeria Miceli, Ibid, P 02.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

مدير نموذجي لمحفظة الاستثمار طويل الأجل	هيئة استثمار مخصصة (أو كيان منفصل في البنك المركزي إذا كان نموذج الاستثمار غير معقد للغاية)	هيئة استثمار مخصصة (أو كيان منفصل في البنك المركزي إذا كان نموذج الاستثمار ليس معقدًا جدًا)
هيكل محفظة نموذجية	محفظة متنوعة ، مع التعرض الكبير للأصول المخاطر	محفظة متنوعة ، مع التعرض الكبير للأصول المخاطر
آفاق الاستثمار	متوسطة إلى طويلة الأجل (1-10 سنوات)	متوسطة إلى طويلة الأجل (1-10 سنوات)

المصدر:

Khalid A. Alsweilem and Others, Sovereign investor models: Institutions and policies for managing sovereign wealth, Report, Harvard Kennedy School, USA, 2015, P42.

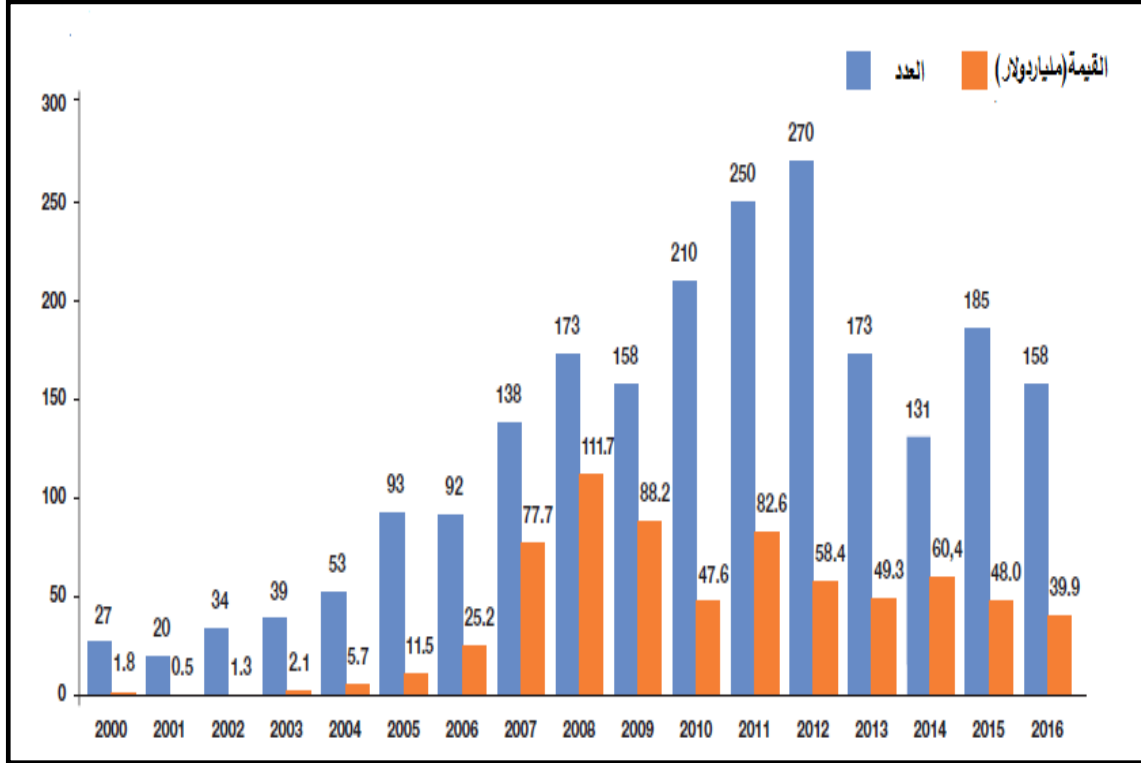
المطلب الثاني: التوزيع القطاعي والجغرافي لاستثمارات الصناديق السيادية:

تميزت استثمارات صناديق الثروة السيادية خلال الفترة من 2007 إلى 2016، بالتباين الشديد والتذبذب من سنة إلى أخرى، على مستوى عدد الصفقات المبرمة وحجمها، وعلى مستوى تخصيص الأصول، وكذلك على مستوى توزيعها حسب المناطق الجغرافية.

I- النشاط الاستثماري للصناديق السيادية: ارتفعت قيمة استثمارات صناديق الثروة السيادية منذ عام 2000 إلى 2016، من 1.8 مليار دولار إلى 39.9 مليار دولار أي بنسبة 2217%، هذا الارتفاع لم يكن على وتيرة واحدة بل كان متذبذباً، حيث بلغ أكبر مدى له في 2008، بقيمة 82.6 مليار دولار وهذا بسبب تذبذب أسعار النفط مع وجود ثلثي صناديق الثروة السيادية مصدرها سلعي (النفط والغاز) والشكل التالي يوضح النشاط الاستثماري لصناديق الثروة السيادية.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

شكل بياني رقم (1 - 9) استثمارات الصناديق السيادية المباشرة من عام 2000 إلى 2016 (مليار دولار أمريكي)

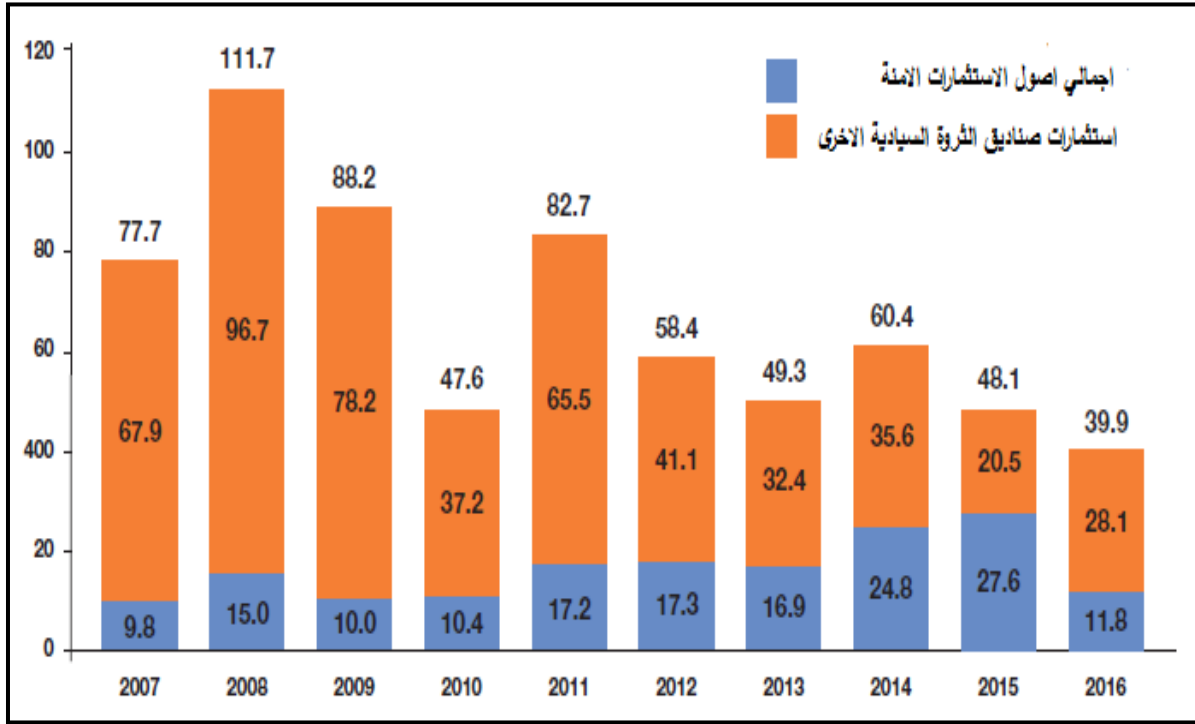


المصدر: University Bocconi, Sovereign Wealth Funds, Report Annual, 2016, P16

أما تنوع استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب الأصول، فقد ارتفعت قيمة الاستثمارات في الأصول الآمنة من نسبة 9.8% من مجموع الاستثمارات سنة 2007، إلى مستوى 27.6% سنة 2015، لتتخفص سنة 2016، إلى مستوى 11.8%، وهذا نتيجة الآثار التي خلفتها الأزمة المالية العالمية 2008، وما بعدها كأزمة الديون السيادية في 2010، ثم تباطؤ النمو العالمي بعدها. والجدول التالي يوضح استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب الأصول من سنة 2007 إلى 2016.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

شكل بياني رقم (1 - 10) استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأصول الآمنة 2007 - 2016 (مليار دولار أمريكي)



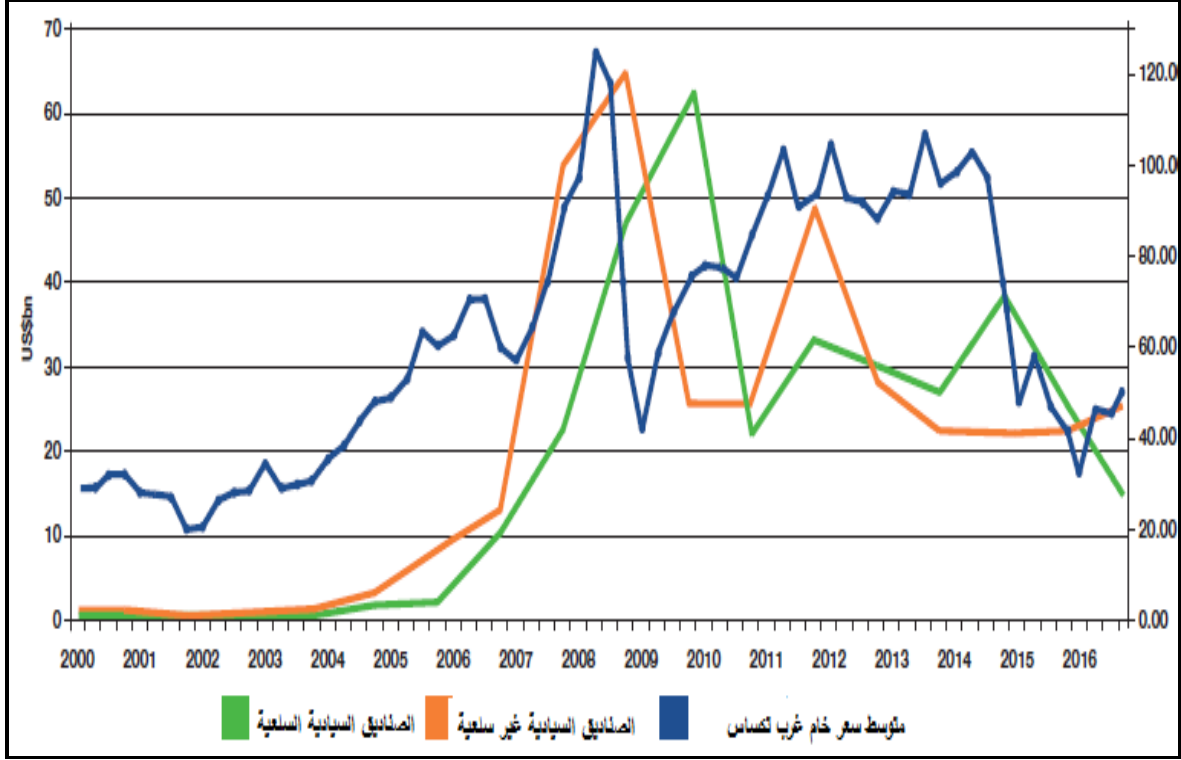
المصدر: . University Bocconi, Sovereign Wealth Funds, Report Annual, 2016, P25

II- العوامل المؤثرة في استثمارات الصناديق السيادية: يعتبر أسعار النفط والطاقة أهم عامل مؤثر على استثمارات صناديق الثروة السيادية بالإضافة إلى عوامل أخرى كالأستقرار الاقتصادي والأزمات، ثم مناخ الأستثمار السائد في مناطق المضيفة لاستثمارات صناديق الثروة السيادية، هذه العوامل الأخيرة يمكن للصناديق السيادية أن تتأقلم معها وتتفادى مخاطرها؛ إما بتنويع الأصول أو التحول من قطاع إلى قطاع أو الانتقال من منطقة جغرافية إلى منطقة أخرى، أما الآثار المختلفة لأسعار النفط والطاقة على استثمارات صناديق الثروة السلعية وغير السلعية، فلا يمكن لصناديق الثروة السيادية أن تكون بمنأى عنها، نظرا لكون أن 70% من صناديق الثروة السيادية مصدرها سلعي (نفط وغاز) والتي تمثل أصولها ما نسبته 56% من مجموع أصول الصناديق السيادية مجتمعة؛ فيؤدي ارتفاع سعر النفط إلى زيادة تراكم الاحتياطات لدى صناديق الثروة السيادية التي تعتمد أصولها على مداخيل النفط وبالتالي تزداد تدفقات استثماراتها، كما يؤدي انخفاض أسعار النفط إلى انكماش في تدفقات الاستثمار. في حين أن الدول الحاضنة لصناديق الثروة السيادية غير سلعية، فإن انخفاض أسعار النفط يخفض من تكاليف

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

الطاقة فيزداد الفائض التجاري لديها وتتراكم الاحتياطات ويزداد معها تدفقات الاستثمار كما هو موضح في الشكل التالي:

شكل بياني رقم (1 - 11) استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب المصدر وسعر النفط، 2000 - 2016

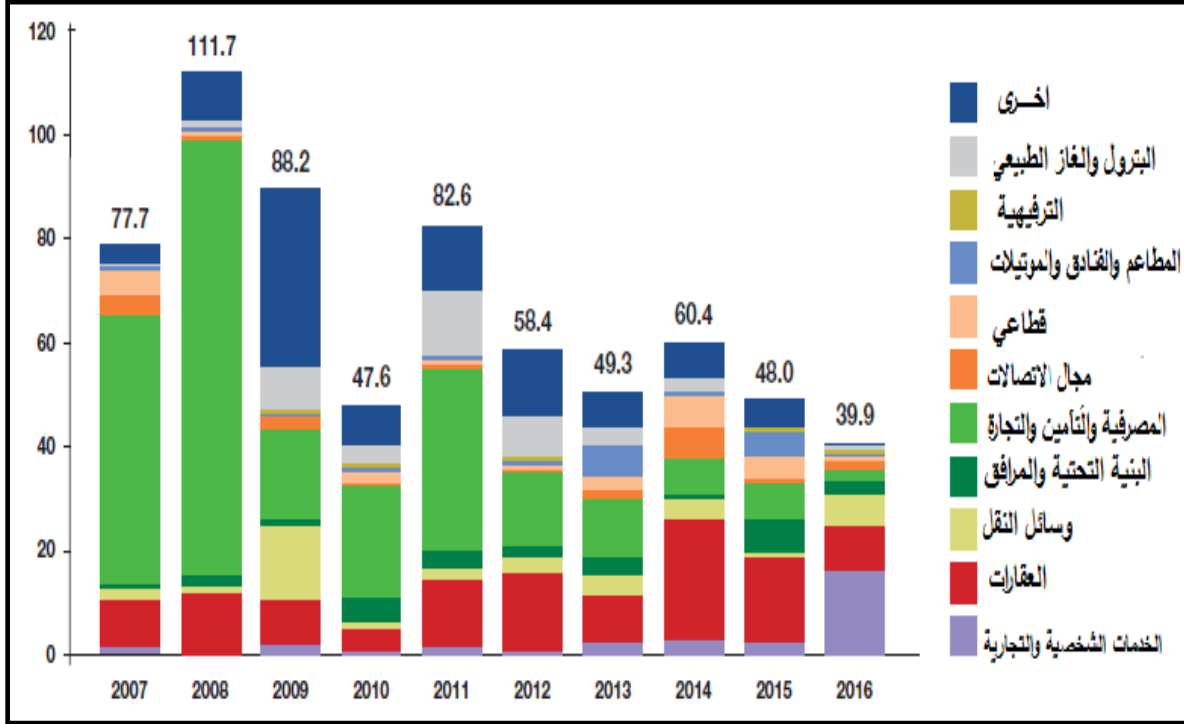


المصدر: University Bocconi, Sovereign Wealth Funds, Report Annual, 2016, P19.

III- توزيع استثمارات الصناديق السيادية بين القطاعات: شهدت الفترة ما بعد الأزمة المالية العالمية تحولا في الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية، فالملاحظ أن هناك تحول قطاعي لاستثماراتها بنسب متفاوتة من الأصول الآمنة التقليدية ذات الدخل الثابت إلى فئات الأصول خارج السندات نحو الأسهم ذات المخاطر المرتفعة والأصول البديلة والأسواق الخاصة، كما يلاحظ أن صناديق الثروة السيادية فقدت اهتمامها بالقطاع المالي نحو القطاعات الأخرى وتظهر الأشكال رقم (1-12) ورقم (1-13)، التنوع القطاعي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية محليا وخارجيا:

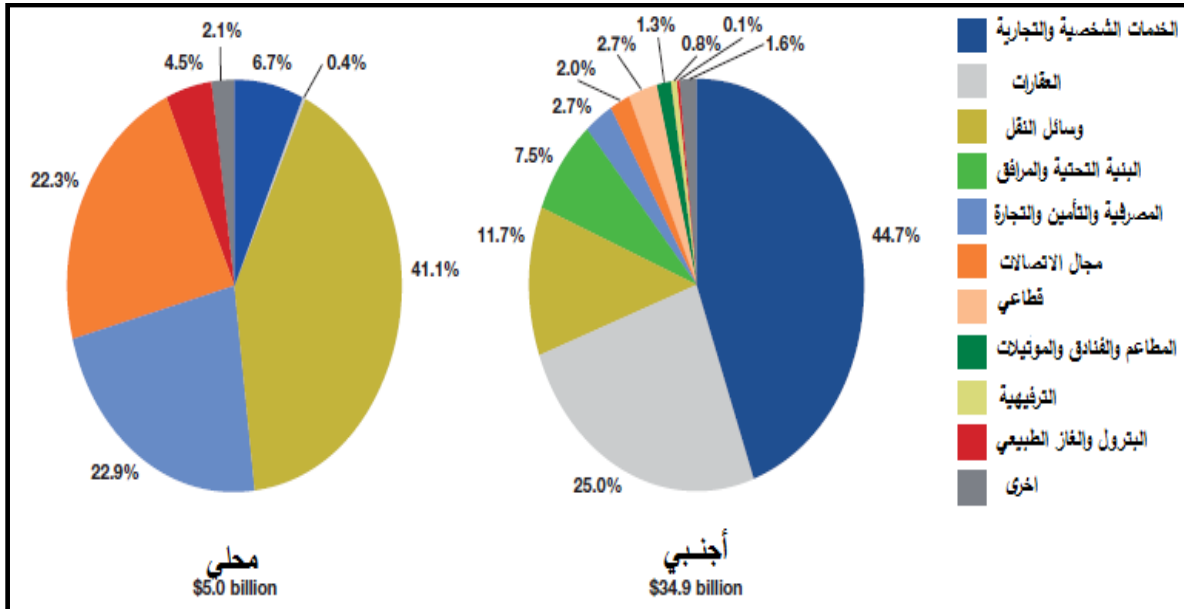
الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

شكل بياني رقم (1 - 12) قيمة استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب القطاع المستهدف 2007 - 2016 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: University Bocconi, Sovereign Wealth Funds, Report Annual, 2016, P23.

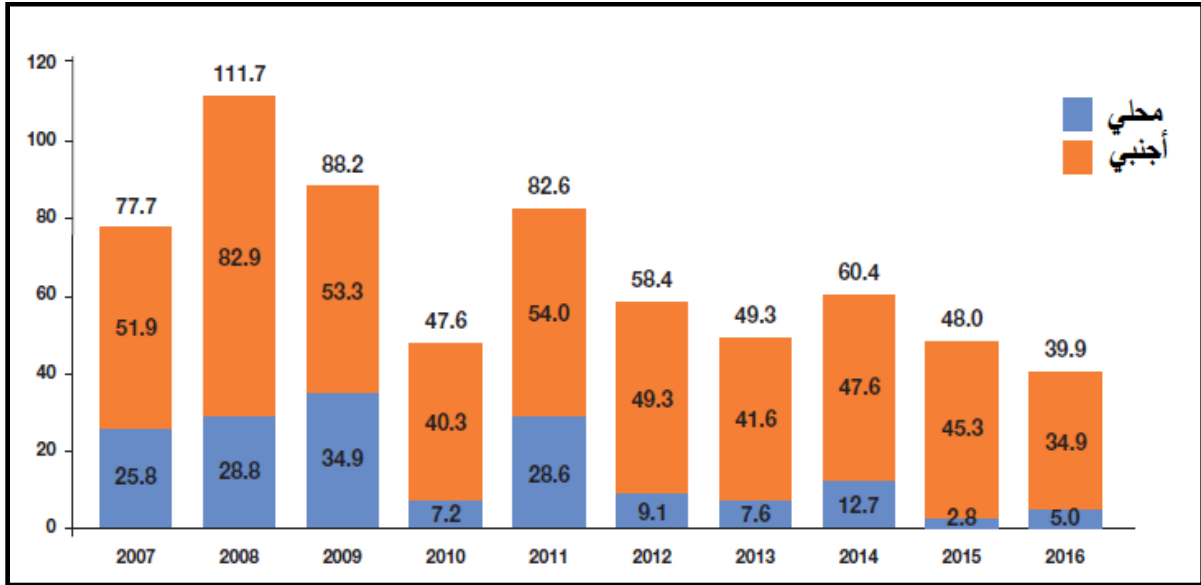
شكل بياني رقم (1 - 13) استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب القطاع في الأسواق المحلية والأجنبية، 2016



المصدر: University Bocconi, Sovereign Wealth Funds, Report Annual, 2016, P28.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

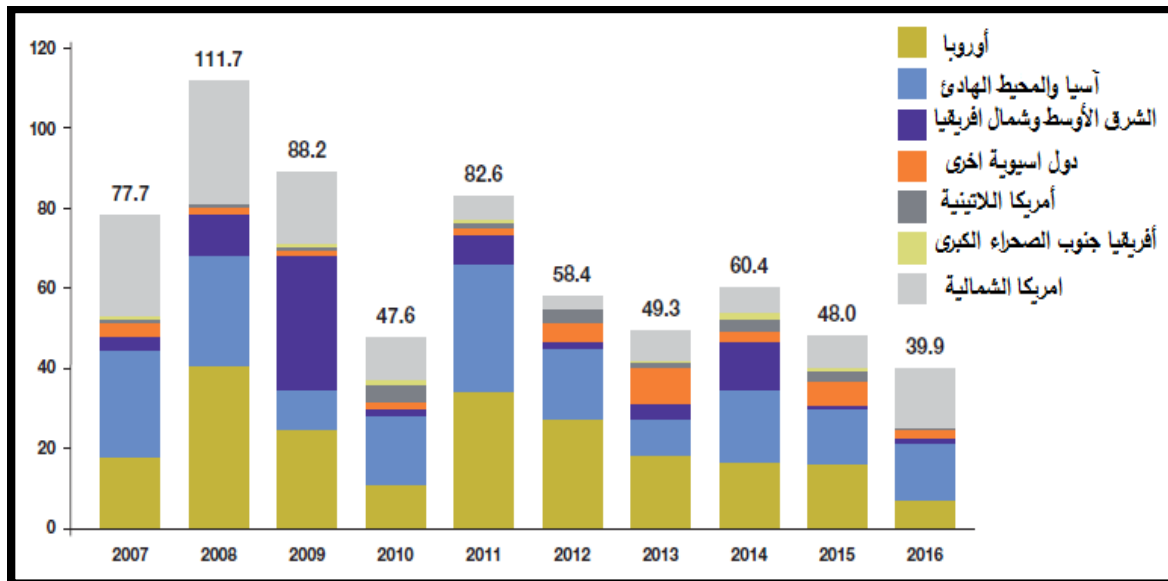
شكل بياني رقم (1 - 14) استثمارات صناديق الثروة السيادية في الأسواق المحلية والأجنبية، 2007-2016 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: University Bocconi, Sovereign Wealth Funds, Report Annual, 2016, P31.

IV- توزع استثمارات الصناديق السيادية بين المناطق الجغرافية: أما جغرافيا فتتوزع استثمارات صناديق الثروة السيادية على مستوى مناطق العالم حيث تتركز معظم استثماراتها في مناطق أوروبا، وآسيا والمحيط الهادي، وأمريكا الشمالية بشكل كبير، ويوضح الشكل التالي التوزيع الجغرافي لاستثمارات صناديق الثروة السيادية:

شكل بياني رقم: (1 - 15) قيمة استثمارات صناديق الثروة السيادية حسب المنطقة المستهدفة من 2007 - 2016 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: University Bocconi, Sovereign Wealth Funds, Report Annual, 2016, P29.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

المطلب الثالث: الجدل والمخاوف اتجاه تنامي ظاهرة صناديق الثروة السيادية:

بالرغم من أن صناديق الثروة السيادية تُعد مكسبا هاما للنظام الاقتصادي والمالي العالمي لما توفره من مزايا تمويلية واستثمارية وعامل استقرار كجدار حماية للنظام المالي العالمي من الأزمات لما تمتاز به صناديق الثروة السيادية من أصول ضخمة، وسيولة عالية، واستثمارات متنوعة طويلة الأجل، بالإضافة إلى تحملها لمخاطر عالية، وأقل حساسية لظروف السوق من المستثمرين المؤسسيين الآخرين، مما أثار مخاوف الدول الصناعية الكبرى وأثير حولها كثير من الجدل بخصوص سلوكها ونشاطها الاستثماري، الذي قد يهدد سيادة الدول المستضيفة لاستثماراتها.

I- الجدل حول صناديق الثروة السيادية: منذ الظهور اللافت للنظر لظاهرة صناديق الثروة السيادية منذ بداية القرن الواحد والعشرين، أثارت كثير من الجدل والمخاوف لدى الدول الغربية الرأسمالية، تتعلق هذه المخاوف بالأهداف غير المعلنة، وامكانية تهديدها للأمن القومي وغياب الشفافية فيها وممارسة النفوذ السياسي من وجهة نظر الدول الغربية التي لا تمتلك معظمها صناديق سيادية.

في البداية تم تصوير صناديق الثروة السيادية بـ " البرابرة عند البوابة" أو المخيفة الجديدة التي تهز منطق الرأسمالية، لكن سرعان ما تحولت إلى "الفرسان البيض" في وول ستريت، حيث بدأت أزمة الرهن العقاري بقوة. قدّم الركود العالمي المتزامن الذي نتج عن انهيار السوق عامل استقرار تلقائي للاختلالات العالمية المسؤولة جزئيا عن صعود الثروة السيادية، واليوم لم يعد يُنظرُ إلى صناديق الثروة السيادية أنها شيء يجب الرهبة منه وأنّ انشطتها لم تعد تتصدر عناوينها بشكل روتيني¹.

وترجع بداية اثاره الجدل حول صناديق الثروة السيادية الى التقرير الذي نشرته ستانلي مورغان حولها في سنة 2008. حيث أثار هذا التقرير مخاوف الدول الصناعية من كون الصناديق السيادية أصبحت عنصرا مهما للأسواق المالية العالمية تشكل فئة جديدة من المستثمرين.

II- مبررات مخاوف الدول الغربية: لقد برزت الدول الصناعية مخاوفها بمجموع من العوامل أبرزها²

- الطبيعة الاستراتيجية الكامنة في استثمارات هذه الصناديق، والطموحات الجيوسياسية لمالكها، والأخطار المحتملة على الأمن القومي، خاصة وأن بعضا من هذه الصناديق مملوك لدول ذات

¹ William Miracky and Bernardo Bortolotti, **Weathering the Storm-Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008**, SWFS Annual Rapport 2008, April 2009,P02.

² عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص04 و06.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

نظم سياسية من الصعب مراقبتها، وذات طموحات سياسية واسعة على المستوى العالمي والإقليمي كالصين، روسيا، فنزويلا، ليبيا. ويمكن أن نفهم هذا التخوف بالعودة قليلا إلى الوراء لما فازت شركة اتحاد موانئ دبي في ماي 2006 بإدارة ستة موانئ أمريكية، إذ كان هناك رد فعل حاد وعنيف من الكونغرس دفع بها إلى التخلي عن الصفقة. ونفس الأمر حدث في سبتمبر 2006 مع البنك العمومي الروسي VTB لما اشترى 5.02 % من رأسمال البنك الألماني الفرنسي EADS؛ إذ أثار ذلك موجة من التساؤلات في فرنسا وألمانيا بخصوص ما إذا كان وراء ذلك دوافع استراتيجية وسياسية. وهو ما تم من ذي قبل مع هيئة الاستثمار الكويتية في أواخر الثمانينيات من القرن العشرين عندما طرحت أسهم بريتيش بتروليوم للبيع في إطار سياسة الخصخصة التي انتهجتها آنذاك حكومة تاتشر، فاشترت الهيئة حصة بلغت 22 % من رأسمال الشركة لتصبح أكبر مساهم فيها؛ مما أثار القلق ودفع لجنة الاحتكارات والاندماجات البريطانية إلى القيام بتحقيق نجم عنه مطالبة هيئة الاستثمار الكويتية بتقليص حصتها إلى أقل من 9.9 % بحلول أكتوبر 1989. ورغم أن الهيئة أبلغت الحكومة البريطانية بعدم نيتها في القيام بدور فاعل في إدارة الشركة واستجابت للضغوط السياسية والتنظيمية التي تعرضت لها، وخفضت مساهمتها في الشركة.

- عدم تطابق إدارات هذه الصناديق مع مبادئ الحكم الراشد والشفافية، وتأثيرات ذلك على تطورات الأسواق والانكشاف التجاري للدول الصناعية الكبرى. ذلك أن هذه الصناديق تفتقر إلى الإطار القانوني بخلاف المستثمرين المؤسسيين. ومن شأن ذلك أن يهز أسس المنطق الرأسمالي الحر للأسواق الذي يتناقض مع سيطرة الدولة على ملكية الأصول. وما زاد في هذا التخوف هو فقدان الولايات المتحدة الأمريكية للهيمنة المالية. حيث أن الرملة المتراكمة لأكثر خمسمائة مؤسسة عالمية في بداية 2002 (حسب classement FT Global500) توزعت على النحو التالي: 57% للولايات المتحدة الأمريكية، 29% لأوروبا، 3% للدول الصاعدة. أما الآن فلقد أصبحت النسب كالتالي: 38% للولايات المتحدة الأمريكية، 32% لأوروبا، 17% للدول الصاعدة. وجزء كبير من ملكية الدول الصاعدة للأصول يتم عن طريق الصناديق السيادية.

III- مواقف الدول من صناديق الثروة السيادية: لقد أدى الجدل بخصوص الصناديق السيادية إلى

بروز عدة مواقف منها، لعل أبرز هذه المواقف¹

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 04 و 06.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

- الموقف السويسري: اتخذ المجلس الفدرالي السويسري في 30 يناير 2008 قرارا بالمراقبة الدقيقة لنمو الصناديق السيادية. وقدّر بأنه ليس من المستعجل وضع تدابير تشريعية خاصة بها. ونصح المصالح الفيدرالية بالمساهمة في المناقشات الجارية على المستوى الدولي والمتعلقة بوضع معايير الشفافية والممارسات التجارية لهذه الصناديق (Dossier politique, Mai2008)
- الموقف الفرنسي: قامت الجمعية الوطنية الفرنسية بدراسة واعية الصناديق السيادية وأصدرت بشأنها نصا تم إقراره في 30 جويلية 2008 تضمن (Assemblée Nationale، 2008):
 - دعوة الدول الأعضاء في اللجنة الأوروبية إلى تقديم مساهمات مشتركة في أعمال التفكير الجارية في إطار صندوق النقد الدولي حول إعداد قواعد بالممارسات السليمة للصناديق،
 - يعتبر من الايجابي تخصيص الدول المالكة للصناديق جزءا هاما من عوائدها ومواردها للتنمية المحلية، مع ضرورة إبقاء هذه الاستثمارات مفتوحة على الشركاء الدوليين،
 - يعتبر من الضروري، في ظل افتراض استثمار هذه الصناديق في دول الاتحاد الأوروبي، أن تتحمل دول الاتحاد مسؤولية تحديد وتعريف أساليب مواجهة الاستثمارات التي تمس المؤسسات أو القطاعات الاستراتيجية بهدف استكمال التشريعات الوطنية التي لا تتوافق مع القواعد الأوروبية للمنافسة.
- الموقف الايطالي: أعلن وزير الخارجية الإيطالي بعد عودته من رحلة إلى الإمارات العربية المتحدة، بأنه يرحب بمشاركة الصناديق السيادية العربية والأجنبية بحصة لا تتجاوز 5% من رأسمال الشركات أو البنوك الايطالية بشرط ألا تكون تلك المؤسسات مدرجة ضمن لائحة المؤسسات الاستراتيجية للدولة. وفي سياق ذلك شكلت إيطاليا لجنة مكونة من وزارة الاقتصاد والمالية ووزارة الخارجية والهيئات الأخرى المهمة بالاستثمار والسوق المالية لدراسة الطلبات المتعلقة باستثمارات الصناديق والحرص على شفافتها.
- الموقف الأوروبي: قامت هيئات الاتحاد الأوروبي ببلورة موقف مشترك من الصناديق السيادية وهو:
 - السعي المشترك لتحديد القطاعات الحساسة والاستراتيجية المحمية واعتماد مفهوم موحد للأمن الاقتصادي؛
 - دعم دور صناديق رأس المال المخاطرة الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاستراتيجية وتوفير الظروف الملائمة لتعبئة متزايدة للاذخار الوطني لتمويل المؤسسات؛

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

- اعتماد مبدأ المعاملة بالمثل بالضغط على الدول المالكة للصناديق السيادية للانفتاح أكبر أمام استثمارات الدول الأخرى؛
 - إجبار الصناديق السيادية على التزام بمجموعة من قواعد السلوك (شفافية، حوكمة.. إلخ)؛
 - إجبار الصناديق السيادية على أن تكون مسؤولة أمام الهيئات الدولية.
- موقف الولايات المتحدة الأمريكية: تتطلب مساهمات الصناديق السيادية موافقة لجنة الاستثمارات الخارجية، ولقد عملت الولايات المتحدة الأمريكية على الاجتماع بتمثلي الصناديق السيادية لسنغافورة وأبو ظبي بهدف إقرار إعلان مبادئ مشترك يحدد المبادئ الواجب احترامها من هذه الصناديق، حيث تضمن ذلك:
- الالتزام بالتصريح بأن محرك استثمارات الصناديق السيادية هي الدوافع التجارية فقط؛
 - النشر السنوي لوضع الاستثمارات وتخصيص الأصول؛
 - نشر أهداف استثمار الصناديق السيادية؛
 - نشر تشريعات البلدان المنشئة للصناديق وتلك المتعلقة بمراقبتها؛
 - اعتماد ونشر سياسة تسيير المخاطر؛
 - الالتزام بالمنافسة العادلة مع القطاع الخاص؛
 - احترام معايير بلد الاستقبال.
- IV- مصادر قلق الدول الصناعية الكبرى:** يمكن تلخيص المصادر الرئيسية لقلق الدول الصناعية الكبرى اتجاه الصناديق السيادية ب¹:
- عدم وضوح الحدود بين المستثمرين من القطاعين العام والخاص: إعادة إدخال الملكية العامة في اقتصاد السوق عبر "الباب الخلفي"، مما يعوق التنمية نحو نظام مالي قائم على السوق؛
 - انعدام الشفافية: قد يتعارض ذلك مع كفاءة الأسواق، ويضر بالمنافسة ويحد من الآثار الإيجابية الناشئة عن "انضباط السوق" الأقوى. علاوة على ذلك، فإن الافتقار إلى المعلومات الموثوقة يعيق التقييم الصحيح لتطورات "ظاهرة صناديق الثروة السيادية" وتحديد المصادر المحتملة للمخاطر الشاملة. على سبيل المثال، يؤثر سلبيًا على موثوقية أدوات صندوق النقد الدولي التي تهدف إلى

¹ Simone Mezzacapo, op-cit, P: 26-27.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

- زيادة الشفافية على مستوى تكوين احتياطات العملات الأجنبية (مثل قاعدة بيانات "تكوين العملة من احتياطات النقد الأجنبي الرسمية" و "قالب البيانات عن الاحتياطات الدولية وسيولة العملات الأجنبية" ، التي تعد جزءاً من معيار نشر البيانات الخاصة (SDDS)؛
- الغرض السياسي/الاستراتيجي من الاستثمارات: يتمثل الشاغل الرئيسي في أن صناديق الثروة السيادية قد تتخذ قرارات استثمارية لا تستند إلى اعتبارات اقتصادية/مالية بحتة ولكن منحازة أي مدفوعة بأهداف سياسية أو استراتيجية؛
 - التأثير السلبي على كفاءة حوكمة الشركات: قد تفرض صناديق الثروة السيادية "تكاليف الوكالة" الإضافية من خلال إجبار شركة المحفظة على التصرف لمصلحتها الخاصة لصالح مصلحة أصحاب المصلحة الآخرين؛
 - الأهمية الاستراتيجية للاستثمارات: يمكن أن يمنح الاستحواذ على حصة كبيرة في الأصول استراتيجية الأجنبية موقفاً من تدخل الحكومة الأجنبية لحماية المصالح الوطنية والأمن القومي؛
 - الآثار الجيوسياسية: من المرجح أن يثير الاستحواذ الكبير للأصول الأجنبية في البلدان المتقدمة في حد ذاته مخاوف سياسية وضغطاً لاتخاذ إجراءات الحماية؛
 - تركز القوة النقدية والمالية (التأثير على النظام المالي العالمي): يثير الحجم الكبير ونطاق صناديق الثروة السيادية مخاوف بشأن تأثير قراراتهم الاستثمارية على الأسواق المالية العالمية وأسعار الأصول (مثل مخاطر فقاعات أسعار الأسهم وزيادة التقلبات) وإدارة السياسات النقدية وسياسات الصرف (مثل انخفاض الطلب على سندات الخزنة)؛
 - ردود الفعل المحلية: قد يتساءل دافعو الضرائب في البلدان الراعية لصناديق الثروة السيادية عن الطريقة التي تستثمر بها الصناديق في مواردها (العامة) (على سبيل المثال، كما ورد في وقت سابق من عام 2007، وانتقدت الصحافة الصينية بشدة امتلاك 10 في المائة من أسهم (Blackstone)؛
 - رد فعل مساهمي الشركات المستهدفة: واجه بنك UBS رد فعل عنيف من المستثمرين الذين اعتقدوا أنهم لم يُمنحوا الفرصة لتأمين رأس مال جديد وفقاً للشروط ذاتها المقدمة إلى .GIC(FT,23.1.08)

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

المطلب الرابع: مطالب الحوكمة والشفافية ومبادئ سانتياغو

I- دوافع مطالب حوكمة صناديق الثروة السيادية وإنشاء مجموعة العمل الدولية:

1- دوافع مطالب الحوكمة: إن دوافع المطالبة بحوكمة صناديق الثروة السيادية والتي تتمثل في:

- عدم اليقين بشأن سلوك صناديق الثروة السيادية الاستثماري كمساهمين؛
- الاشتباه في احتمال وجود دوافع سياسية واستراتيجية؛
- عدم شفافية استثمارات وعمليات صناديق الثروة السيادية والتحيز الاستراتيجي والسياسي المحتمل في تشغيل الصناديق السيادية.

هذه الدوافع زادت من حدة مخاوف الدول الغربية حول ممارساتها كون صناديق الثروة السيادية شأنها شأن أي مستثمر أجنبي، يخضع لمجموعة شاملة من القواعد التي تُنظم عمليات المستثمرين الأجانب على المستوى الدولي والأوروبي، وهي الآثار السياسية والاقتصادية للاستثمارات الكبرى عبر الحدود لصناديق الثروة السيادية وما يرتبط بها، مما يوجب تحسين شفافتها وحوكمتها، مما أدى إلى نقاش عام بشأن تطبيق النظام التنظيمي والحوكمي على استثمارات صناديق الثروة السيادية، وقد تجسد ذلك بالعمل الذي قام به صندوق النقد الدولي ومجموعة العمل الدولية المكونة من مجموعة الدول التي تمتلك صناديق الثروة السيادية، لصياغة الأطر القانونية والتنظيمية والحوكومية لممارسات صناديق الثروة السيادية.

2- إنشاء مجموعة العمل الدولية (IWG)¹: تأسست مجموعة العمل الدولية لصناديق الثروة السيادية في اجتماع عقد في العاصمة واشنطن يومي 30 أبريل والأول من ماي 2008 بعضوية ممثلي البلدان التي تدير صناديق للثروة السيادية. وتم الاتفاق في الاجتماع على أن تبدأ المجموعة عملها بمساهمة من صندوق النقد الدولي في دور الميسر والمنسق. واختير للتشارك في رئاستها السيد "حمد السويدي" وكيل وزارة المالية في إمارة أبو ظبي، والسيد "خايمي كاروانا" مدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية بصندوق النقد الدولي .

وتتألف مجموعة العمل الدولية من 26 بلدا عضوا في صندوق النقد الدولي يملك صناديق للثروة السيادية، وقد عقدت المجموعة ثلاثة اجتماعات في العاصمة واشنطن وفي سنغافورة وفي سانتياغو

¹ IWG, **Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles"**, op-cit, P 01

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

(شيلي) لتحديد مجموعة من المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP) وصياغتها على نحو يعكس صورة صادقة لممارساتها وأهدافها الاستثمارية، واتفق أعضاؤها على "مبادئ سانتياغو" في الاجتماع الثالث، كما تم أيضا تشكيل مجموعة فرعية منبثقة عن مجموعة العمل الدولية برئاسة السيد ديفيد موراي، رئيس مجلس أوصياء صندوق المستقبل الاسترالي لتتولى أعمال الصياغة الفنية. وقد اجتمعت مجموعة الصياغة ثلاث مرات في أوصلو وسنغافورة وسانتياغو لصياغة المبادئ والممارسات المتعارف عليها. كما استعانت مجموعة العمل الدولية باللجنة الدولية للشؤون النقدية والمالية التي تضم أعضاء مجلس محافظي صندوق النقد الدولي الذي يتألف من ممثلين لجميع البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي وزراء المالية ومحافظي البنوك المركزية في العادة والبالغ عددها 186 بلدا .

تضم أعضاء مجموعة العمل الدولية البلدان التالية: أستراليا وأذربيجان والبحرين وبوتسوانا وكندا وشيلي والصين وغينيا الاستوائية وإيران وايرلندا وكوريا الجنوبية والكويت وليبيا والمكسيك ونيوزيلندا والنرويج وقطر وروسيا وسنغافورة وتيمور ليشتي وترينيداد وتوباغو والإمارات العربية المتحدة والولايات المتحدة. ويشترك فيها بصفة مراقب دائم كل من: سلطنة عمان والمملكة العربية السعودية وفيتنام ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية والبنك الدولي.

استخدمت مجموعة العمل الدولية نتائج الدراسة الاستقصائية الطوعية التي أجراها صندوق النقد الدولي بشأن الهياكل والممارسات الحالية، واستمدت من المبادئ والممارسات الدولية ذات الصلة التي اكتسبت بالفعل قبولا واسع النطاق في المجالات ذات الصلة، كما استفادت أيضا من مُدخلات عدد من البلدان المستفيدة - أستراليا والبرازيل وكندا وفرنسا وألمانيا والهند وإيطاليا واليابان وجنوب إفريقيا وإسبانيا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية ، وكذلك من المفوضية الأوروبية ومنظمة التنمية والتعاون الاقتصادي والبنك الدولي، كما قام صندوق النقد الدولي بتسهيل وتنسيق عمل مجموعة العمل الدولية، وعمل كأمانة لها.

II- مبادئ سانتياغو كإطار للحوكمة والشفافية: تضمنت نصوص المبادئ والممارسات المقبولة عموما أو (GAPP) اختصار لعبارة (Generally Accepted Principles and Practices) بالإنجليزية والمعروفة بمبادئ سانتياغو نسبة إلى مدينة سانتياغو عاصمة دولة شيلي، وهي المدينة التي استضافت آخر سلسلة من الاجتماعات الدولية في عام 2008 والتي أقرت إطارا عالميا طوعيا ومتقفا عليه بشكل عام لصناديق الثروة السيادية تحتوي هذه المبادئ على أربعة وعشرون بندا.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

1- أهداف وأسس هذه المبادئ: تقوم هذه المبادئ على الأهداف الاستراتيجية التالية:

- المساعدة على الاحتفاظ بنظام مالي عالمي مستقر وبحرية تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات؛
- الامتثال والالتزام بكافة متطلبات التنظيم والإفصاح المعمول بها في البلدان التي تستثمر فيها؛
- الاستثمار في ضوء المخاطر الاقتصادية والمالية والاعتبارات المتعلقة بالعائد؛
- إرساء هيكل شفاف وسليم للحوكمة يكفل الضوابط التشغيلية الملائمة وسلامة إدارة المخاطر والمساءلة.

2- طبيعة هذه المبادئ والغرض منها: الغرض من وضع المبادئ والممارسات المتعارف عليها هو تحديد إطار ترتيبات الحوكمة والمساءلة، وكذلك إدارة ممارسات الاستثمار في صناديق الثروة السيادية على أساس حكيم وسليم.

أما طبيعتها فهي تضم وثيقة المبادئ والممارسات المتعارف عليها مجموعة من المبادئ والممارسات الطوعية التي يدعمها أعضاء مجموعة العمل الدولية ويطبونها أو يطمحون إلى تطبيقها. وهي ممارسات ومبادئ عامة يمكن أن تحققها البلدان بجميع مستوياتها من حيث مراحل التنمية الاقتصادية، وتخضع لأحكام الاتفاقيات المعقودة بين الحكومات، والمتطلبات القانونية والتنظيمية. ولذلك يخضع تطبيق كل مبدأ منها للقوانين المطبقة في بلد الموطن¹.

3- دعائم مبادئ سانتياغو ومجالات تطبيقها: تركز المبادئ والممارسات العامة المقبولة عموماً التي صاغتها مجموعة العمل الدولية إلى ثلاثة أطر تنظيمية تشملها البنود الأربعة والعشرون تتلخص في:

أولاً: الإطار القانوني والأهداف المتوافقة مع السياسات الاقتصادية الكلية

ثانياً: الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة

ثالثاً: إطار الاستثمار وإدارة المخاطر

3-1- الإطار القانوني والأهداف المتوافقة مع السياسات الاقتصادية الكلية والمشار إليه في المبادئ من (01-05) والتي تنص على:

- أن يكون الإطار سليماً وفعالاً وواضحاً ويُدعم الأهداف المعلنة؛
- أن تستند معاملات الصندوق لهذا الإطار القانوني السليم؛

¹ IWG, op.cit,P:05

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

- أن يُفصح ويُكشف ويُبلغ للجمهور أهدافه، وغرضه، والهيكل الاساسي القانوني، وأنشطة السحب والتمويل والانفاق، والبيانات الاحصائية، وعلاقته بالهيئات الحكومية الأخرى؛
 - أن تكون الأهداف معلنة وواضحة ومتسقة مع سياسات الاقتصاد الكلي.
- 3-2- الإطار المؤسسي وهيكل الحوكمة** والمشار إليه في المبادئ من (06-17) والتي تنص على:
- أن يكون إطار الحوكمة سليما واضحا وفعّالا لتسهيل المساءلة والاستقلال التشغيلي في إدارة الصندوق لتحقيق أهدافه؛
 - أن تكون الأهداف، والهيكل التشغيلي، وتعيين الهيئات المسيّرة، وتحديد المسؤوليات، وممارسة الرقابة وفقا لإجراءات واضحة ومحدّدة وأن تكون الادارة التشغيلية مستقلة عن المالك؛
 - أن تكون المراقبة والتدقيق والمراجعة وإعداد التقارير السنوية وفق المعايير المحاسبية الدولية أو الوطنية المعترف بها، بطريقة متسقة وأن ينص على إطار المساءلة في الوثائق التأسيسية واتفاقيات الادارة؛
 - أن تكون تعاملات الصندوق مع الأطراف الأخرى مبنية على أسس اقتصادية ومالية وفق اجراءات واضحة، وعملياته في البلدان المضيفة وفقا لمتطلبات التنظيم والكشف المعمول بها في البلدان التي تعمل بها، وأن يتم الافصاح عن المعلومات المالية لإظهار التوجه الاقتصادي والمالي للمساهمة في الاستقرار في الأسواق المالية وتعزيز الثقة في البلدان المتلقية.
- 3-3- إطار الاستثمار وإدارة المخاطر:** والمشار إليه في المبادئ من (18-24) والتي تنص على:
- أن يتماشى ويتطابق أهداف عائد الاستثمار مع أهداف السياسة العامة لصناديق الثروة السيادية؛
 - أن تتوافق زيادة العوائد المعدلة حسب الأخطار مع سياسة الاستثمار في صندوق الثروة السيادي وتخصيص الأصول الاستراتيجية؛
 - تقوم صناديق الثروة السيادية بتطبيق العديد من تقنيات إنشاء المحافظ المناسبة للغرض الذي تم تأسيس صندوق الثروة السيادية من أجله؛
 - أن تطبق صناديق الثروة السيادية تقنيات متقدمة لإدارة المخاطر وقياس الأداء؛
 - تعمل صناديق الثروة السيادية في عضوية المنتدى إلى إنشاء عمليات لمراجعة تأييدها الطوعي لمبادئ سانتياغو.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

- 4- مؤشرات الشفافية والامتثال لمبادئ سانتياغو: يتم تقييم وقياس أداء صناديق الثروة السيادية مستوى الشفافية والحوكمة في صناديق الثروة السيادية وامتثالها لمبادئ سانتياغو باستخدام عدّة مؤشرات أهمها:
- مؤشر الشفافية كارل لاينبورغ ومايكل ماديول (Carl Linaburg and Michael Maduell)، الذي تم تطويره في معهد صناديق الثروة السيادية؛
 - مؤشر ايديون ترومان (لوحة نتائج ترومان)، حيث ابتكره الاقتصادي الدولي ترومان من معهد بيترسون للاقتصاد الدولي سنة 2007؛
 - فضلا عن مؤشرات الحوكمة العالمية لدانييل كوفمان وارت كراي وسيمو ماستريزي (Daniel Kaufmann, Aart Kraay and Massimo Mastruzzi).
- وسنذكر في هذا المجال مؤشري لاينبورغ - ماديول ومؤشر لوحة نتائج لترومان، حيث يعتمد هاذين المؤشرين في تقييمه على الاجابة على سلسلة أسئلة بنعم أو لا.
- 4-1- مؤشر لاينبورغ- ماديول (Linaburg- Maduell)¹: مؤشر الشفافية في معهد صندوق الثروة السيادية تم تطويره من قبل "كارل لاينبورغ" و"مايكل ماديول" وهو وسيلة لتقييم الشفافية فيما يتعلق بصناديق الثروة السيادية كأدوات استثمار مملوكة للحكومة، وقد تطويره عام 2008 كمؤشر شفافية التصنيف وتم استخدامه في جميع أنحاء العالم من قبل صناديق الثروة السيادية في تقاريرها وبياناتها السنوية الرسمية، كمعيار قياسي عالمي، يستند هذا المؤشر إلى عشرة مبادئ أساسية تصوّر شفافية صناديق الثروة السيادية للجمهور تضيف كل من المبادئ التالية نقطة واحدة من الشفافية إلى تصنيف المؤشر، المؤشر هو مشروع مستمر لمعهد صندوق الثروة السيادية .
- الحد الأدنى للتصنيف الذي يمكن أن يحصل عليه الصندوق هو :01 نقطة؛ ومع ذلك فإن معهد صندوق الثروة السيادية يوصي بحد أدنى من التصنيف يعادل 08 نقاط من أجل المطالبة بشفافية كافية. قد تتغير تقييمات الشفافية عندما تصدر الأموال معلومات اضافية. هناك مستويات مختلفة من العمق فيما يتعلق بكل مبدأ، يتم ترك الحكم على هذه المبادئ لتقدير معهد صندوق الثروة السيادية.

¹ معهد صندوق الثروة السيادية الموقع الالكتروني - <https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index> تاريخ الاطلاع عليه 2019/07/23

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

جدول رقم (1 - 10) يتضمن مبادئ مؤشر شفافية Linaburg-Maduell

نقطة	مبادئ مؤشر شفافية Linaburg-Maduell
+1	يوفر الصندوق التاريخ بما في ذلك سبب الإنشاء وأصول الثروة وهيكل ملكية الحكومة
+1	يوفر الصندوق تقارير سنوية حديثة ومدققة بشكل مستقل
+1	يوفر الصندوق نسبة ملكية ممتلكات الشركة والمواقع الجغرافية للممتلكات
+1	يوفر الصندوق إجمالي القيمة السوقية لمحفظه الأوراق المالية والعوائد والتعويضات الإدارية
+1	يوفر الصندوق إرشادات فيما يتعلق بالمعايير الأخلاقية وسياسات الاستثمار وفرض الإرشادات
+1	يوفر الصندوق استراتيجيات وأهداف واضحة
+1	إذا كان ذلك ممكناً ، يحدد الصندوق بوضوح الشركات الفرعية ومعلومات الاتصال
+1	إذا كان ذلك ممكناً ، يحدد الصندوق المديرين الخارجيين
+1	يدير الصندوق موقع الويب الخاص به
+1	يوفر الصندوق عنوان موقع المكتب الرئيسي ومعلومات الاتصال مثل (الهاتف والفاكس)

المصدر: معهد صندوق الثروة السيادية الموقع الإلكتروني تاريخ الاطلاع عليه 2019/07/23

<https://www.swfinstitute.org/research/linaburg-maduell-transparency-index>

4-2- مؤشر ترومان: تصنيف مؤشر ترومان وهو عبارة عن لوحة نتائج الصناديق بناءً على معلومات

عامة متاحة بشكل منظم. تقيس اللوحة، الصناديق السيادية في أربعة مجالات: - الهيكل التنظيمي - الحوكمة - الشفافية والمساءلة - السلوك. وفي كل فئة، يوجد مجموعة من أسئلة نعم أو لا، وأربعة أجوبة تسجل النتائج التالية وتُقيّم بالشكل التالي: 1 نقطة - 0.5 نقطة - 0.25 نقطة - 0 نقطة. باستخدام هذه اللوحة، اختبر ترومان معظم صناديق الثروة السيادية في العالم، وصنّفها في مرتبة تتراوح ما بين صفر ومائة كمرتفعة أو متوسطة، ومنخفضة الشفافية، وتفصل مكونات مجالات لوحة النتائج كالتالي:

جدول رقم (1 - 11) مجال مكونات الهيكل التنظيمي

التنقيط	المكونات
01	تحديد اهداف الصندوق
01	اتباع وتنفيذ التوجيهات
01	تغير هيكل الصندوق
01	استراتيجية الاستثمار
01	موارد الصندوق

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

01	كيفية استعمال عوائد الصندوق
01	التكامل مع الموازنة العامة
01	الفصل بين الصندوق واحتياطات الصندوق
08	المجموع

المصدر: زرقاطة مريم، أثر الحوكمة على اداء الصناديق السيادية في الاسواق المالية- دراسة مقارنة بين صندوق المعاشات الحكومي في النرويج وصندوق ضبط الموارد في الجزائر، اطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2018/2017، ص 49-51.

جدول رقم (1 - 12) مجال مكونات الحوكمة

التنقيط	المكونات
01	دور الحوكمة
01	وجود توجيهات تحدد مسؤولية الصندوق
01	دور مسيري الصندوق
01	القرارات المتخذة من المسيرين
01	وجود توجيهات اخلاقية تضبط نشاط الصندوق
01	المعايير الاخلاقية الداخلية
01	المبادئ التوجيهية لأخلاقيات الاستثمار
07	المجموع

المصدر: زرقاطة مريم، نفس المرجع، ص 49-51.

جدول رقم (1 - 13) مجال الشفافية والمساءلة

التنقيط	المكونات
01	الافصاح عن انواع الاصول المستثمر فيها
01	استخدام محفظة الاستثمار المرجعية
01	استخدام تقنية تصنيف القروض
01	الاستعانة بمدراء محافظ استثمارية اجانب
01	الافصاح عن حجم عوائد الصندوق

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

01	الإفصاح عن العائد المحقق
01	الإفصاح عن البلدان المستثمر فيها
01	الإفصاح عن الاستثمارات الخاصة
01	أنواع العملات المستخدمة في الصندوق
02	نشر تقارير سنوية وفصلية
03	وجود مراجعة مستقلة خارجية والإعلان عن نتائجها
14	المجموع

المصدر: زرقاطة مريم، مرجع سابق، ص 49-51.

جدول رقم (1 - 14): مجال السلوك

التنقيط	المكونات
01	كيفية تعديل المحفظة الاستثمارية
01	سياسات ادارة المخاطر
01	استخدام سياسات الرفع المالي
01	وجود سياسة خاصة بالمشتقات المالية
04	المجموع

المصدر: زرقاطة مريم، مرجع سابق، ص 49-51.

5- تقييم الامتثال للمبادئ والممارسات المقبولة عموماً (GAPP) حسب المؤشرين: حسب جدول تصنيف معهد صناديق الثروة السيادية لدرجة الشفافية وتنفيذ مبادئ سانتياغو والمنشور على موقعه في بداية عام 2019، فإن هناك 28 صندوق من بين 78 بنسبة 36%، يستجيبون للحد الأدنى من التصنيف المقبول والمحدد من التنقيط من 08 - 10 درجات. معظم هذه الصناديق من قارة أمريكا ب 12 صندوق منها (07 صناديق تملكها الولايات المتحدة الأمريكية)، وقارة آسيا بمجموع 10 صناديق وقارات إفريقيا وأوروبا وأوقيانوسيا بصندوقين لكل منهما. أما بالنسبة لصناديق السيادية الدول العربية فإن صندوقي الامارات أبو ظبي (مبادلة)، والبحرين يستجيبان للحد الأدنى للتصنيف المقبول، حيث يصنفان في الدرجة الكاملة العاشرة، ونيجيريا (09 نقاط) وأنغولا (08 نقاط) بالنسبة لأفريقيا. أما الصناديق السيادية التي تقيم في الحد الأدنى للنقاط وهو (01) والتي يمكن أن يحصل عليها أي صندوق، فنجد صناديق الجزائر وبروناي وفنزويلا وكيريباتي وموريتانيا في هذا التصنيف. وباقي التصنيفات ملخصة في الجدول التالي:

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

جدول رقم (1 - 15) تقييم درجة الشفافية مؤشر لاينبورغ- ماديول (Linaburg- Maduell)

درجة الشفافية	عدد الصناديق	النسبة (%)	مجموع الاصول (مليار دولار)	امثلة
10	14	18%	2029.6	النرويج- سنغافورة(Temsek)- الإمارات أبو ظبي(Mubadala)- استراليا(AFF) - الو م ا ألاسكا- كازاخستان(Samruk)- أذربيجان- نيوزيلندا- إيرلندا- الشيلي(SESF)- البحرين- الشيلي(PRF)- الو م ا داكوتا الشمالية- باناما
09	09	12%	273.5	كوريا الجنوبية- ماليزيا- الو م ا تكساس(TPSF)- الو م ا نيو مكسيكو- الو م ا تكساس(PUF)- كندا- الو م ا وايمينغ- الو م ا الامارات- نيجيريا
08	05	6%	1490.7	الصين(CIC)- الصين(هونغ كونغ)- تيمور الشرقية- ترينيداد وتوباغو- انغولا
07	01	1%	13	روسيا(RDIF)
06	04	5%	1684.5	الإمارات أبو ظبي(هيئة الاستثمار)- الكويت- سنغافورة(GSIC)- بوتسوانا
05	08	10%	1373.3	السعودية(PIF)- قطر- الصين(NSSF)- الإمارات دبي- إيران- روسيا(NWF)- الصين(الصيني الإفريقي)- روسيا(RF)
04	07	9%	1053.1	السعودية(SAMA)- الصين(SAFE)- ليبيا- سلطنة عمان(SGRF) - المكسيك(ORSEM)- سلطنة عمان(OIF)- فيتنام
03	01	1%	34	الإمارات فيدرالية(هيئة الاستثمار الامارتية)
02	01	1%	57.9	كازاخستان(Kazakhstan National Fund)
01	05	6%	69.3	بروناي- الجزائر- فنزويلا- كيريباتي- موريتانيا
غير محدد n/a		29%	65.63	تركيا- البيرو- كولومبيا- كازاخستان(NIC)- الو م ا يوتا- الو م ا ايداهو- نيجيريا(بايلسا)- الو م ا لوزيانا- بوليفيا- السنغال- العراق- فلسطين- الغابون- غانا- استراليا(WAFF)- منغوليا- غينيا الاستوائية- بابوا غينيا الجديدة- تركمانستان- الو م ا غرب فرجينيا- المكسيك(FMP)- الامارات الشارقة- لوكسمبورغ.
مجموع	78	100%	8144.53	

المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات جدول تصنيف معهد صناديق الثروة السيادية لصناديق الثروة السيادية.

الفصل الأول: الجوانب النظرية والتشغيلية لصناديق الثروة السيادية

أما تقييم درجة شفافية صناديق الثروة السيادية حسب لوحة النتائج لترومان والامتثال لمبادئ سانتياغو فقد أُتيح لنا الجدول التالي لسنة 2016 يلخص فيه نتائج اللوحة لصناديق الثروة السيادية من 2007 إلى 2015.

جدول رقم (1 - 16): تقييم صناديق الثروة السيادية حسب لوحة النتائج لترومان من 2007-2015.

النسبة المئوية لنقطة التغير من 2007 أو 2009 أو 2012 إلى 2015 درجة	لوحة النتائج				عدد الصناديق
	2015	2012	2009	2007	
16	67	59	58	51	33 صندوق
10	66	57	56		40 صندوق
15	61	48	46		(منها 07 صناديق جديدة)
10	63	53			45 صندوق
18	39	21			(منها 05 صناديق جديدة)
N/A	62				60 صندوق
N/A	56				(منها 15 صناديق جديدة)

المصدر:

IFSWF, the origin of Santiago Principles, Experiences from the past; guidance for the future, publication, 2016, P42

تحليل جدول النتائج¹

يعرض الجدول رقم (1-16) عشرات صناديق الثروة السيادية على لوحات النتائج الأربعة. في الأول، سجل 33 صندوقاً ما متوسطه 51%. في الرابع، سجل 60 صندوقاً 62% في المتوسط - وهي زيادة متواضعة لكنها مهمة. زيادة متوسط 33 صندوقاً تم تسجيلها لأول مرة لعام 2007 هي (16 نقطة مئوية). حدثت نصف الزيادة في الفترة التي سبقت إعلان مبادئ سانتياغو، مما يشير إلى التأثير الإيجابي للمبادئ والمخاوف في كل من البلدان الأصلية والمضيفة التي تحفز الصياغة. كان معظم التحسن المتبقي بين عامي 2012 و 2015، وهي فترة أصبح فيها منتدى صناديق الثروة السيادية أكثر نشاطاً في الترويج للتقييمات الذاتية من قبل صناديقه الأعضاء، على الرغم من ذلك أيضاً فترة تراجعت فيها الضغوط الخارجية على شفافية صناديق الثروة السيادية إلى حد ما.

¹ IFSWF, the origin of Santiago Principles, Experiences from the past; guidance for the future, publication, 2016, P42

خلاصة الفصل الأول:

منذ عام 1990 تضاعف عدد صناديق الثروة السيادية إلى أكثر من خمسة أضعاف ليصل إلى 78 صندوقاً سيادياً سنة 2018، حسب معهد صندوق الثروة السيادية (SWFI)، لتتجاوز أصوله مستوى ثمانية آلاف مليار دولار أمريكي.

تحتفظ صناديق الثروة السيادية بأصول مالية تتجاوز أحياناً الناتج المحلي الإجمالي للدول المالكة لها بعدة أضعاف، وتدير محفظة استثمارية من أكبر المحافظ الاستثمارية، وتتنوع استثماراتها في جميع أنحاء العالم، وتتنوع استثماراتها لتشمل قطاعات كثيرة في الاستثمارات المالية والبديلة، بأفق استثمار طويل المدى غير متحفظ اتجاه المخاطر، ويتميز صندوق الثروة السيادي عن غيره من المؤسسات المالية والاستثمارية الأخرى بأن ملكيته تعود للدولة، وهدفه تحقيق الأرباح والعوائد وبدون التزامات.

وصناديق الثروة السيادية هي مؤسسات أو هيئات عامة ادخارية للفوائض المالية المحققة من مختلف المصادر تُنشئها الدول بغرض المحافظة على حق الأجيال القادمة، واستثمارها استثماراً متنوعاً لتحقيق أهدافاً اقتصادية كلية متعددة، وتتألف أهدافها في حماية واستقرار الاقتصاديات، وتنويع الدخل وتحقيق العوائد واستدامة الثروة.

أنشأت بدوافع مختلفة أحياناً ومتشابهة أحياناً أخرى، نتيجة وفرة الفوائض المالية في فترة ازدهار الاقتصاد وارتفاع أسعار المواد الأولية وفوائض أخرى، لاستخدامها في حماية الاقتصاد وتمويل الميزانية في أوقات الركود والانكماش وتقلبات أسواق الأسعار، وتُصنف الصناديق السيادية إلى صناديق الاستقرار، وصناديق الادخار للأجيال القادمة وصناديق تمويل التنمية والمشاريع الاقتصادية، وصناديق الطوارئ.

وقد أثارت أصول الصناديق السيادية واستراتيجياتها الاستثمارية مخاوف الدول الغربية بحجة أن تكون استثمارات هذه الصناديق لها أهدافاً غير اقتصادية مالية؛ كأهداف سياسية واجتماعية وأهداف تهدد أمن وسيادة الدول المتلقية لاستثماراتها، ولذلك طالبت بوجود إضفاء الحوكمة والشفافية على نشاط هذه الكيانات. ونتيجة لذلك فقد تأسست مجموعة العمل الدولية (IWG)، لصياغة الأطر القانونية والتنظيمية والحوكومية لممارسات صناديق الثروة السيادية التي تعرف بـ "المبادئ والممارسات المقبولة عموماً (GAPP)، والتي تهدف إلى المساهمة والحفاظ على استقرار النظام المالي العالمي والامتثال للمتطلبات الإفصاح، والاستثمار باعتبارها اقتصادية وتحقيق العائد وإرساء هيكل شفاف.

الفصل الثاني:

سياسات الاستقرار

الاقتصادي ومؤشراته

تمهيد الفصل الثاني:

لقد أثبتت الوقائع الاقتصادية عبر الأحداث المتتالية، أن النظام الاقتصادي في أي بلد غير مستقر وعرضة للأزمات الاقتصادية والمالية، ولا يوجد أي اقتصاد بمنأى عن الاختلالات والتذبذبات الدورية، أو ما يعرف بالدورات الاقتصادية، و شكّل عدم الاستقرار والتذبذب هاجس ومصدر قلق متعدد الأطراف، كما أظهرته الأزمة المالية العالمية الأخيرة 2008، حيث أصبحت الاقصادات أكثر ارتباطا بفعل العولمة المالية مما مكّن من انتشار نقاط الضعف بسهولة عبر القطاعات والحدود، ولذلك يعتبر الهدف الأساسي والاستراتيجي للسياسات الاقتصادية الكلية هو استقرار الاقتصاد، وتحقيق التوازن الكلي، ورفع مستوى الأداء الاقتصادي من خلال مجموعة من السياسات والأدوات التي تعرف بسياسات الاستقرار الاقتصادي، كأدوات السياسة المالية، وأدوات السياسة النقدية وسياسة التجارة الخارجية، وسياسات أخرى تختلف حسب نوعيه وخصائص اقتصاد كل بلد، تعمل كل هذه الآليات وتهدف من أجل تحقيق نمو مستمر، ورفع مستوى التشغيل، وتخفيض معدل التضخم إلى أدنى مستوى ممكن، وتمثل هذه الأهداف أركان الاستقرار الداخلي، كما تعمل على تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات لدعم الاستقرار الخارجي الذي يمثل أحد دعائم الاستقرار الاقتصادي الكلي.

بيد أن فاعلية هذه السياسات في تحقيق الهدف تتوقف على مدى توفر الموارد المختلفة، خاصة الموارد المالية، التي تشكل أهم مشكلة تعاني منها معظم الاقتصاديات.

وتعتبر صناديق الثروة السيادية بالنسبة للدول التي تملكها فرصة كبيرة إلى تفعيل السياسات الكلية للاقتصاد لرفع مستوى أداء المؤشرات الاقتصادية الكلية، إذ أهم ما يميز الصناديق السيادية هي أنها تمتلك أصول مالية كبيرة بدون التزامات، يُمكن استخدامها في تمويل الاقتصاديات. وفي هذا الفصل سيتم عرض الجوانب النظرية والفكرية لسياسات الاستقرار الاقتصادي، والتقلبات الدورية التي تتعرض لها الاقتصاديات، كما يتم التطرق الى سياسات الاستقرار الاقتصادي وأدواتها، ثم المؤشرات الاقتصادية الكلية التي يمكن من خلالها قياس أداء الاقتصاد.

المبحث الأول: سياسات الاستقرار الاقتصادي في الفكر الاقتصادي

موضوع الاستقرار الاقتصادي من أهم المواضيع التي تشغل جميع الكيانات المحلية والإقليمية والعالمية والمنظمات الدولية اقتصادية كانت أم سياسية، وتعمل الدول جاهدة لتحقيق القدر الكافي من استقرار اقتصاداتها، مجندة لذلك ترسانة هامة من السياسات والآليات والبرامج لتحقيقه، ليس فقط على المستوى القطري، بل إن العديد من التكتلات الإقليمية والعالمية والمنظمات الدولية تبنت سياسات لتعزيز الاستقرار الاقتصادي العالمي.

وحسب رؤية صندوق النقد الدولي¹ (فإن الاستقرار الاقتصادي والمالي هو أحد الاهتمامات القومية والدولية على حد سواء. وقد أصبحت البلدان أكثر ترابطاً في الآونة الأخيرة، كما تبين من الأزمات المالية الأخيرة. فالمشكلات في أي قطاع قد تفضي إلى مشكلات في قطاعات أخرى وتداعيات تنتقل عبر الحدود. كذلك تؤثر الأوضاع الاقتصادية والمالية والعالمية تأثيراً كبيراً على التطورات في معظم الاقتصاديات الوطنية. علاوة على ذلك لا يوجد بلد يمثل "جزيرة منعزلة" فيما يتعلق باستقراره الاقتصادي والمالي).

المطلب الأول: سياسات الاستقرار الاقتصادي المفهوم والنظريات

I- مفهوم الاستقرار الاقتصادي وسياساته: يُعتبر مفهوم الاستقرار الاقتصادي من أكثر المفاهيم شيوعاً في الأدبيات والدراسات الاقتصادية، وعلى الرغم من ذلك فلا يوجد تعريف موحد له، وغالباً ما يتم المزج بين مفهوم الاستقرار الاقتصادي والاستقرار المالي. وذلك لكون الاستقرار الاقتصادي يساهم بدرجة كبيرة في تحقيق الاستقرار المالي والعكس صحيح. بالإضافة إلى ذلك فإن العديد من المبادرات الدولية المتبناة لتعزيز الاستقرار المالي تتضمن العديد من مؤشرات أداء الاقتصاد الكلي وثيقة الصلة بالاستقرار المالي².

1- تعريف الاستقرار الاقتصادي: يُعرّف الاستقرار الاقتصادي تعريفات متعددة منها:

- يشير مفهوم الاستقرار الاقتصادي إلى " أن الاستقرار الاقتصادي يعني الاستخدام الكامل للموارد دون أن يتعرض الاقتصاد القومي إلى هزات اقتصادية، أي دون تقلبات وأزمات كبيرة وارتفاع في

¹ صندوق النقد الدولي، كيف يدعم الصندوق استقرار الاقتصاد العالمي، صحيفة الوقائع المنشورة بموقعة الالكتروني: <https://www.imf.org/ar/About/Factsheets/Sheets/2016/07/27/15/22/How-the-IMF-Promotes-Global-Economic-Stability> ، 2018/03/31 ، ص01.

² هبة عبد المنعم، أداء الاقتصادات العربية خلال عقدين الماضيين ملامح وسياسات الاستقرار، دراسة، صندوق النقد العربي، يناير 2012، ص03.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

مستوى الاسعار، وتصبح مشكلة الاستقرار الاقتصادي هي العمل على مقاومة التقلبات التي تنتاب الاقتصاد، عند السعي إلى احداث تغيير في هيكل الناتج ومكوناته¹.

- كما ينصرف مفهومه حسب رؤية صندوق النقد الدولي إلى " تفادي الأزمات الاقتصادية والمالية والتقلبات الكبيرة في النشاط الاقتصادي والتضخم المرتفع والتقلب المفرط في أسعار الصرف والأسواق المالية. وقد يؤدي عدم الاستقرار إلى زيادة عدم اليقين، وتثبيط الاستثمار، وعرقلة النمو الاقتصادي، والتأثير على مستويات المعيشة."²

- ومن المفاهيم الأخرى للاستقرار الاقتصادي، يُذكر التعريف المتداول في أروقة الأمم المتحدة لحالة الاستقرار الاقتصادي بكونها الحالة التي يكون فيها الاقتصاد المحلي قادرا على امتصاص أثر الصدمات التي يتعرض لها من خلال التصدي لمواطن الضعف، ومن ثم ضمان تعافي منها بسرعة.³

- ويمكن تعريفه بأنه⁴ " تحسين التوازن بين الطلب الكلي والعرض الكلي لتخفيف الضغوط التضخمية وتعزيز وضع ميزان المدفوعات وبالتالي تحسين وضع التوازن الكلي على المستويين الداخلي والخارجي".

- ويمكن تعريف الاستقرار الاقتصادي كالتالي: "هو حماية الاقتصاد من التقلبات الدورية والاختلالات بفعل السياسات الاقتصادية وجعله في وضعية يتحقق فيها التوازن الاقتصادي على المستوى الداخلي والخارجي، وذلك بالوصول إلى معدلات نمو مُحَوَّزة، واستقرار المستوى العام للأسعار مع معدلات مقبولة من التضخم، ومعدلات منخفضة من البطالة، وتوازن في ميزان المدفوعات".

2- تعريف سياسات الاستقرار الاقتصادي: أمّا تعريف سياسات الاستقرار الاقتصادي فهي:

- تُعرّف سياسات الاستقرار الاقتصادي بأنها⁵ " حزمة من السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد الكلي والجزئي تُتخذ لإيجاد حالة من التوازن الديناميكي المستقر في الاقتصاد على

¹ عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق القاهرة، مطبعة العمرانية للاوقست الجيزة (مصر)، بدون رقم الطبعة، 1997، ص214.

² صندوق النقد الدولي، مرجع سابق، ص01.

³ هبة عبد المنعم، مرجع سابق، ص03.

⁴ حيدر نعمة بخيت، سياسات الاستقرار الاقتصادي في مصر والصين والولايات المتحدة الأمريكية، دار امانة للطبع والنشر عمان (الأردن)، 2014، ص11.

⁵ حيدر نعمة بخيت، نفس المرجع، ص11 و12.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

المستوى الداخلي والخارجي، وبصورة أدق فإن سياسات الاستقرار الاقتصادي تستهدف المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار وذلك عبر معدلات مقبولة من التضخم، وكذلك الحد من ارتفاع معدلات البطالة من خلال تحقيق مستويات عالية من التشغيل، وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات ولاسيما في ميزان حساب رؤوس الاموال طويلة الأجل، وتحقيق معدل نمو موجب ومستقر في الناتج المحلي".

- كما يمكن اعتبار السياسات الاقتصادية هي سياسات للاستقرار الاقتصادي في الأساس والتي تُعرّف بأنها¹ " جملة من الاجراءات والسياسات والأدوات المتعلقة بالسياسة المالية والنقدية والسياسات الداخلية والبرامج الاقتصادية التي تستهدف تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للنظام وأهمها:

1-2- تحقيق الاستقرار الاقتصادي ومن أبرز مؤشراتته:

- استقرار الأسعار والحفاظ على معدل تضخم منخفض قريبا من الصفر.

- المحافظة على بطالة مقبولة اقتصاديا واجتماعيا بين (3-6).

- معدل نمو اقتصادي مرغوب يتراوح بين (5-10).

- وضع مستقر مرغوب لميزان المدفوعات.

- استقرار سعر صرف العملة الوطنية.

2-2- تخصيص الموارد في أفضل استخداماتها.

2-3- ضمان عدالة توزيع الدخل والثروة.

3- محددات وعناصر سياسات الاستقرار الاقتصادي: يتضمن مفهوم سياسات الاستقرار الاقتصادي ثلاثة محددات هي:

- أنها سياسات تهدف إلى حماية الاقتصاديات من الاختلالات والتقلبات الدورية، وهو ما يفسر ويُثبت تعرض هذه الأنظمة إلى الدورات الاقتصادية؛

- أنها سياسات على المستوى الكلي، يجب تدخل الدولة لتنفيذها وتجسيدها، وهنا ما يبرر دور الدولة في الاقتصاد وما أثير حوله من جدل بين المدارس الفكرية؛

¹ محمد احمد الافندي، النظرية الاقتصادية الكلية السياسة والممارسة، كتاب، الامين للنشر والتوزيع، صنعاء-اليمن، الطبعة الثانية، 2014، ص 509.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

- كونها سياسات لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، فلا بدّ لها من منظومة متكاملة ومتناسقة من الأدوات والاجراءات والآليات لتجسيدها وبلوغ أهدافها.

II- سياسات الاستقرار الاقتصادي في الفكر الاقتصادي: المشكلة الاقتصادية أو مشكلة الندرة واشباع الحاجات وُجدت بوجود الانسان على الأرض، ولذلك كانت كل أفكاره وحركاته وحروبه ونزاعاته هدفها الأساسي إيجاد موارد جديدة تضمن له الاستقرار المعيشي، فقد حاول المفكرون والفلاسفة والنخب الحاكمة في اختيار سياسات اقتصادية مناسبة لتخفيف من مشكلة الندرة. فعلم الاقتصاد والمدارس الاقتصادية والنظريات الاقتصادية؛ هي نتاج خزين من المعرفة الواقعية وجهاز من المفاهيم قد تطور ببطء عبر القرون في دراسات الفلاسفة، أو تراكم خزين من الوقائع والمفاهيم لدى الرجال الذين يهتمون بالشؤون العملية للقضايا الجارية. إن تاريخ الفكر الاقتصادي يبدأ من العصور القديمة التي قدمت اقتصاداتها ظواهر لم تكن مختلفة كلياً عن الظواهر الموجودة في اقتصاداتنا، وقدّموا مشاكل قاموا بإدارتها بطريقة لم تكن هي الأخرى مختلفة عن ادارتنا من حيث الأساسيات¹.

1- سياسات الاستقرار الاقتصادي في الفكر القديم:

- كان في مصر القديمة نوع من الاقتصاد المخطط، كما كان للثيوقراطيات الآشورية والبابلية مؤسسات عسكرية وبيروقراطية ضخمة وأنظمة قانونية محكمة، كما انتهجت سياسات خارجية نشطة، وكان لديها مؤسسات نقدية متطورة وعرفت الائتمان والصيرفة².

- وركز الفكر الصيني القديم على ضرورة تدخل الدولة من خلال سك نقود إضافية وضخها في السوق بغية القضاء على ظاهرة تذبذب الأسعار في المدن الصينية³.

- أما افلاطون فقد رأى في القرن الرابع قبل الميلاد، أن عدم الاستقرار الاقتصادي يعود إلى اشتعال الفتن والحروب المتكررة بين المدن اليونانية والدول المجاورة، وقد دعا إلى تدخل الدولة في جميع جوانب الحياة الاقتصادية لفرض تحقيق الاستقرار والأمن في الدولة المثالية⁴.

¹ جوزيف أ. شومبيتر، تاريخ التحليل الاقتصادي، مجلد 1، ترجمة حسن عبد الله بدر، المجلس الأعلى للثقافة القاهرة (مصر)، الطبعة الأولى، 2005، ص 91 و 92.

² جوزيف أ. شومبيتر، نفس المرجع، ص 92.

³ حيدر نعمة بخيت، مرجع سابق، ص 26 و 27.

⁴ حيدر نعمة بخيت، مرجع سابق، ص 25.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

- وفي الحضارة الإسلامية، فإن سياسات الاستقرار الاقتصادي وتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي مُرتب وفق الأولويات التي تخدم الكليات الخمس للشريعة الإسلامية (حفظ الدين - حفظ النفس - حفظ العقل - حفظ النسل - حفظ المال)، فالدولة تتدخل راعية وحامية وموجهة: حيث أنها: تقوم بأوجه الإنفاق الكامل للموارد المتجمعة في بيت مال المسلمين والمتأتية من مختلف المصادر كالزكاة، والخراج، والجزية وغيرها، على كل عاجز ومحتاج واطعام كل جائع، كما تتكفل بإنجاز المشاريع الكبرى كالطرق والمستشفيات والجسور، وتضمن الملكية الفردية والمنافسة الحرة وتحميها وتمنعها من الغش والاحتكار والمحرمات، وترعى مصلحة الفرد والجماعة وتحقق العدالة الاجتماعية والتكافل الاجتماعي، وفي مجال النقود فقد سكت عملة إسلامية في عهد الخليفة الأموي عبد الملك بن مروان.

2- سياسات الاستقرار الاقتصادي في الفكر التجاري: وهي المدرسة التجارية التي سادت أفكارها من نهاية القرن الخامس عشر ميلادي إلى القرن الثامن عشر، والتي أسست لظهور الرأسمالية الحديثة ونظم هذه المدرسة ثلاثة اتجاهات: أنصار السياسة المعدنية بإسبانيا، وأنصار سياسة التصنيع بفرنسا، وأنصار سياسة التبادل التجاري ببريطانيا، وأنصار سياسة التسيير الإداري العام أو علم الخزانة بألمانيا. وقد اهتم الفكر التجاري بجمع المعدنيين النفيسين (الذهب والفضة)، أما سياسات الاستقرار الاقتصادي التي تُحقق قوة الدولة وراثتها فقد نادوا:

- بضرورة تدخل الدولة بسياسات اقتصادية بغية ضمان تحقيق استقرارها وقوتها، وتحافظ على ما تمتلكه من معادن نفيسة، وأن تمنع خروجهم؛
- وأن تعمل الدولة على تشجيع زيادة السكان، كونه عامل مساعد على تجييش الجيوش من جهة، وزيادة عرض العمل فيخفض معدل الأجر، وما يترتب عن ذلك ازدهار الصناعة من جهة ثانية¹؛
- وضرورة تدخل الدولة بسياسات تجارية تمنع خروج المعدنيين الذهب والفضة، وكذا تنظيم التجارة الخارجية باستيراد السلع الضرورية اللازمة للتصنيع فقط مقابل تصدير سلع أخرى وليس مقابل المعادن النفيسة؛

بسبب الانتقادات والتحفظات التي وُجّهت للسياسات الاقتصادية للتجارين وما علق بها من سلبيات في تطبيقها العملي¹ " بأن هذه السياسات في انطوائها على زيادة التصدير وتقييد الاستيراد، أنها سياسة

¹ حيدر نعمة بخيت، مرجع سابق، ص 25.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

ممكنا عمليا، شريطة أن تطبقها دولة واحدة فقط، كما وجهت انتقادات من ناحية التطبيق العملي للسياسة الاقتصادية للتجاربيين في دول أوروبا إذ كشف الواقع عن بعض السلبيات منها، نقشي ظاهرة التضخم النقدي، وتدهور القطاع الزراعي وأحوال المزارعين، واستغلال للمستعمرات، وارتفاع الأسعار بسبب زيادة مخزون المعدن النفيس". ونتيجة لذلك فقد ظهرت بوادر فكر آخر هو الفكر الفيزيوقراطي أو المذهب الطبيعي في النصف الثاني من القرن الثامن عشر ميلادي الذي دعا إلى الحرية الاقتصادية، وعدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي.

3- سياسات الاستقرار الاقتصادي في الفكر الكلاسيكي: ظهرت هذه المدرسة على أنقاض الفكر التجاري والفكر الطبيعي في نهاية القرن الثامن عشر ميلادي ومن أهم روادها آدم سميث (1790-1723)، ومن أهم أطروحات وأفكار هذه المدرسة:

- إن العمل الحر للأسواق يعمل على الاستقرار المستمر الأوتوماتيكي للنظام الاقتصادي، ويؤدي إلى توازن التشغيل الكامل بدون تضخم، كما أن تدخل الحكومات قد يؤدي إلى عرقلة عمل هذا الميكانيزم ويشجع على بروز عدم الفعالية في الإنتاج، البطالة والتضخم²،
- لا وجود لفائض في الإنتاج ولا أزمات اقتصادية وأن العرض هو الأساس الذي يخلق الطلب الخاص به (قانون ساي للمنافذ)، وأن الاختلالات في الاقتصاد ظرفية،
- عدم فعالية السياسة المالية التي تعمل على رفع سعر الفائدة ومزاحمة الاستثمار، وكذلك عدم فعالية السياسة النقدية التي تؤدي إلى رفع الأسعار، ولا تؤثر في القطاع الحقيقي، والنقود محايدة،
- ونادوا بالحرية الاقتصادية الكاملة وعدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي (الدولة الحارسة) ودورها يقتصر على مجالات الأمن والدفاع والحماية.

4- سياسة الاستقرار الاقتصادي في الفكر الكينزي: جاءت أطروحات الفكر الكينزي مغايرة لأطروحات الفكر الكلاسيكي ومقيضة لأركان فرضياته، خاصة بعد ما عجزت المدرسة الكلاسيكية في تفسير وعلاج أزمة الكساد الكبير (1929-1933)، فكينز يرى أنه من خلال السياسة النقدية والمالية يمكن للحكومة أن تحرك الاقتصاد وتساعد في الحفاظ على مستويات مرتفعة من المخرجات والعمالة، فتحليلات كينز

¹ قادري محمد الطاهر، مدارس الفكر في الاقتصاد السياسي (المستقبل ابداع الماضي)، مكتبة حسن العصرية بيروت (لبنان)، الطبعة الأولى، 2013، ص 31-34.

² تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي مع تمارين ومسائل محلولة، دار أسامة للطباعة والنشر والتوزيع (الجزائر)، الطبعة الثالثة، 2013، ص 67.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

أحدثت ثورة في الاقتصاد الكلي، حيث قدّم المنهج الكينزي صيغة جديدة انتشرت في مختلف نواحي الاقتصاد وقلبت مفاهيم الحكومات وعلماء الاقتصاد عن الدورات الاقتصادية والسياسة الاقتصادية¹.

فالكينزيون يرون بضرورة تدخل الدولة بسياسات اقتصادية لتحقيق التوازن والاستقرار الاقتصادي:

- ضرورة التدخل بأدوات السياسة المالية للوصول إلى أعلى مستويات الطلب الفعّال،
- وباعتبار أن النقد النشط وله وظائف عديدة ويطلب لعدّة دوافع، فإنّه على الدولة أن تتدخل بسياسة نقدية تؤثر على المعروض النقدي،
- كما ترى ضرورة تدخل الدولة بسياسة التجارة الخارجية، لتشجيع الصادرات التي تعتبر عنصراً فعّالاً في الطلب الكلي، وتحد من الواردات.

5- سياسات الاستقرار الاقتصادي ما بعد الكينزيين: وهي أفكار تنتقد في مجملها أطروحات الفكر الكينزي في تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي بسياسات تهدف إلى استقرار الاقتصاد والرفع من مستوى الطلب الكلي والتشغيل، هذه المدارس تنتمي من الناحية الفكرية إلى فكر المدرسة الكلاسيكية وتعتبر امتداداً لها، وأطروحاتها قريبة من أطروحاتها وناقدة لأطروحات المدرسة الكينزية، كالمدرسة والنقودية، ومدرسة التوقعات العقلانية، ومدرسة اقتصاديات جانب العرض، أو أطروحات قريبة من أطروحات الكينزيين وناقدة لأطروحات الكلاسيك وهي المدرسة الراديكالية، وسنعرض أطروحات هذه المدارس بالنسبة لسياسات الاستقرار الاقتصادي وتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي:

- بالنسبة للمدرسة النقودية (ميلتون فريدمان) فترى أن وظائف الدولة في النظام الرأسمالي، ليست ضمان الاستخدام التام، وإنما دورها يتجسد في القيام بالوظائف التقليدية وإنجاز بعض المشاريع الاستثمارية، التي لا تحظى باهتمام القطاع الخاص،
- أمّا مدرسة التوقعات العقلانية فإن السياسات الاقتصادية-المالية والنقدية - في نظرها لن تكون فعّالة، ولن يتأثر بها مستوى الإنتاج ومستويات الأسعار،
- ومدرسة اقتصاديات جانب العرض التي نشأت على أنقاض الانتقادات الواسعة التي وُجّهت إلى المدرسة الكينزية وأهمالها للعرض الكلي وتركيزها على جانب الطلب،

¹ بول ا. مويلسون وويليام د. نورد هاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، الاهلية للنشر والتوزيع عمان الاردن، الطبعة الثانية، 2006، ص635.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

- أما أفكار المدرسة الراديكالية (جون كينيث كالبرت) فتعد بمثابة انتقاد للمدرسة الكينزية والمدرسة النيوكلاسيكية بكل تفرعاتها، ولا سيما مدرسة اقتصاديات جانب العرض فيما يتعلق برفضها للسياسة النقدية المتوقعة كونها لا تؤثر على مستويات الناتج والأسعار. ويرى كالبرت بأنه يجب على الدولة أن تأخذ على عاتقها مسألة تحقيق التوازن الاقتصادي لغرض الوصول بالاقتصاد الوطني إلى الاستقرار الاقتصادي عبر المزيد من التدخل الحكومي مع عدم إعطاء دور كبير للقطاع الخاص.

المطلب الثاني: التقلبات الدورية في الاقتصاد

تعرض الأنظمة الاقتصادية إلى مراحل الدورة الاقتصادية من القوة إلى الضعف فتكون عرضة للاختلالات والأزمات شأنها شأن الحضارات والدول وكذلك الانسان، فالإنسان يُخْلَق من ضعف ثم إلى قوة ثم إلى ضعف مصداقا لقوله تعالى في الآية 54 من سورة الروم ﴿اللَّهُ الَّذِي خَلَقَكُمْ مِنْ ضَعْفٍ ثُمَّ جَعَلَ مِنْ بَعْدِ ضَعْفٍ قُوَّةً ثُمَّ جَعَلَ مِنْ بَعْدِ قُوَّةٍ ضَعْفًا وَشَيْبَةً يَخْلُقُ مَا يَشَاءُ وَهُوَ الْعَلِيمُ الْقَدِيرُ﴾. كما تتعرض أحوال معيشة الانسان واقتصاده لمرحل النعمة والشدة بتشبيهها بالبقرات العجاف والبقرات السمان في القرآن الكريم، حيث كانت البقرة رمزا في ذلك الوقت للنعمة والغنى فيقول الله تعالى في سورة يوسف من الآية 47-49 ﴿قَالَ تَزْرَعُونَ سَبْعَ سِنِينَ دَأَبًا فَمَا حَصَدْتُمْ فَذَرُوهُ فِي سُنْبُلِهِ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تَأْكُلُونَ ﴿٤٧﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ سَبْعٌ شِدَادٌ يَأْكُلْنَ مَا قَدَّمْتُمْ لَهُنَّ إِلَّا قَلِيلًا مِمَّا تُحْصِنُونَ ﴿٤٨﴾ ثُمَّ يَأْتِي مِنْ بَعْدِ ذَلِكَ عَامٌ فِيهِ يُعَاثُ النَّاسُ وَفِيهِ يَعْرِضُونَ ﴿٤٩﴾﴾.

كما اعتبر ابن خلدون في مقدمته أن الدول لها أعمار طبيعية كما للأشخاص فيقول " وأما أعمار الدول أيضا لا تعدو أعمار ثلاثة أجيال والجيل هو عمر شخص واحد من العمر الوسط، الجيل الأول لم يزلوا على خلق البداوة وخشونتها وتوحشها من شظف العيش فحدهم مرهف وجانبهم مرهوب والناس لهم مَغْلُوبُونَ، والجيل الثاني تحوّل حالهم بالملك والترّفه من البداوة إلى الحضارة ومن الشظف إلى الترف والخصب ومن الاشتراك إلى المجد إلى انفراد الواحد به وكسل الباقين عن السعي فيه ومن عز الاستطالة إلى ذل الاستكانة فتتكسر حدة العصبية بعض الشيء وتؤنّس منهم المهانة والخضوع، وأمّا الجيل الثالث

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

يبلغ فيه الترف غايته فيصيرون عيالاً على الدولة حتى يتأدّن الله بانقراضها، فنذهب الدولة بما حملت. فهذا كما تراه ثلاثة أجيال فيها يكون هرم الدولة وتخلفها.¹

I- تعريف الدورة الاقتصادية: وردت تعريفات كثيرة للدورة الاقتصادية أو دورة الأعمال أهمها:

- تعرف الدورة الاقتصادية " الدورة الاقتصادية هي تأرجح مجموع الناتج القومي والدخل والعمالة، الذي يدوم عادة لفترة تتراوح ما بين سنتين إلى عشر سنوات، والتي يتصف بتوسع معظم قطاعات الاقتصاد أو انكماشها".²

- كما يُراد بها " يُراد بالدورة الاقتصادية عدم استقرار مؤسسات الأعمال إلا ما ندر. التوسع الاقتصادي والازدهار يعقبه الاضطراب والانهيار الاقتصادي ويحل الكساد، فينخفض مستوى الانتاج وحجم الاستخدام، وبعد أن يصل الاقتصاد إلى قاع الجمود يبدأ الانطلاق من جديد".³

- كما تعني أن " دورات الأعمال هي نوع من التقلبات الموجودة في النشاط الاقتصادي الكلي للدول التي تنظم أعمالها بشكل رئيسي في مؤسسات الأعمال. تتكون الدورة من التوسعات التي تحدث في نفس الوقت تقريباً في العديد من الأنشطة الاقتصادية، تليها فترات الركود العامة، والانقباضات، والإحياء التي تندمج في مرحلة التوسع في الدورة التالية؛ تسلسل التغييرات هذا متكرر ولكن غير دوري؛ تتراوح مدة دورات العمل من أكثر من عام إلى عشرة أو اثني عشر عاماً".⁴

II- مراحل الدورة ومداها: يوجد اتفاق بين الاقتصاديين على أن لكل دورة أربعة مراحل مع وجود اختلاف في مسمياتها وهي الكساد (Depression)، والانتعاش (Recovery)، والرواج (Boom)، والركود أو الانكماش (Recession). ويوضح الشكل التالي هذه المراحل:

¹ عبد الرحمان بن خلدون، مقدمة ابن خلدون، ضبط وشرح وتقديم محمد الاسكندراني، دار الكتاب العربي بيروت لبنان، بدون رقم الطبعة، 2006، ص: 167-168.

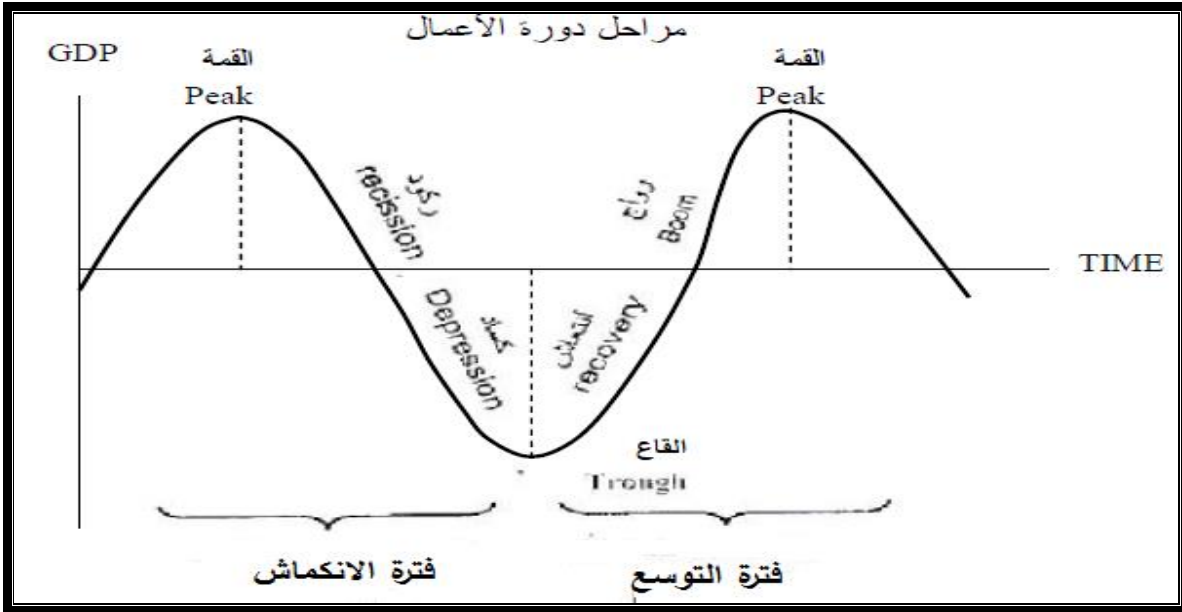
² بول ا. مويلسون وويليام د. نورد هاوس، الاقتصاد، مرجع سابق، ص 585.

³ ضياء مجيد موسوي، اسس علم الاقتصاد، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، بدون رقم الطبعة، 2011، ص: 139.

⁴ Andrew B. Abel and Others, **MACROECONOMICS**, Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, Seventh Edition, 2011, P: 275.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

شكل رقم (2-1) مراحل الدورة الاقتصادية



المصدر: رجاء خضير عبود موسى الربيعي، التحليل الفكري للدورات الاقتصادية، بحث، ص: 07.

- مرحلة الانتعاش (Recovery): تمثل المرحلة التي يميل فيها النشاط الاقتصادي إلى النمو ببطء وينخفض سعر الفائدة ويتضاءل المخزون السلعي وتزايد الطلبات على المنتجات لتعويض ما استنفذ من هذا المخزون، مصحوبة بزيادة ملحوظة في الائتمان المصرفي والنتيجة هي زيادة حجم التوظيف ببطء ويتم الوفاء بديون البنوك. إضافة إلى ذلك تتصف هذه المرحلة بارتفاع مستوى الإنتاج وانخفاض نسبي في مستوى البطالة وارتفاع ضئيل في الأسعار وتوسع في حركة الإقراض.
- مرحلة الرواج (Boom): ويطلق عليها القمة (Peak) وتتميز بارتفاع متزايد في الأسعار وتزايد في حجم الدخل وارتفاع مستوى التوظيف وتنتهي هذه المرحلة بحصول الأزمة الاقتصادية (Crisis)، إذ ينتقل الاقتصاد بعدها إلى مرحلة الانكماش وبالرغم من كلمة أزمة (تعني الانتقال من مرحلة إلى أخرى) لكن الاقتصاديين أطلقوها على التغيرات في النشاط عندما يكون الاقتصاد في حالة ازدهار كمرحلة أولى تليها مرحلة البطالة.
- مرحلة الركود أو الانكماش (Recession): وهي المرحلة التي تبدأ فيها الأسعار بالهبوط وينتشر الذعر التجاري وترتفع أسعار الفائدة وتزيد حجم البطالة وينخفض حجم الإنتاج والدخل إضافة إلى ذلك انخفاض التسهيلات المصرفية وارتفاع نسبة الاحتياط القانوني وضعف التسويات والإيداعات المصرفية. وغالبا ما تتخفف مشتريات المستهلكين بحدّة، في حين يتزايد مخزون قطاعات الأعمال من السلع الانتاجية وهبوط الاستثمار، وانخفاض الطلب على الأيدي العاملة يتبعها عمليات تسريح

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

مؤقت للعمال وارتفاع البطالة وكذلك تراجع الطلب على المواد الأولية وانخفاض أسعارها مع انخفاض أرباح قطاعات الأعمال بحدّة ترافقها هبوط في أسعار الأسهم، وحيث أن الطلب على القروض ينخفض في مثل هذه الأوضاع فإن أسعار الفائدة بشكل عام سوف تنخفض أيضا.

- مرحلة الكساد (Depression): وتتسم بانتشار البطالة وانخفاض مستوى النشاط الاقتصادي وهبوط في الأسعار. وأطلق عليها مصطلح القاع (Trough)، وهي النقطة التي تقع في الجزء الأسفل من النشاط الاقتصادي.

III- مؤشرات الدورة الاقتصادية وآثارها: تظهر آثارها في حجم الناتج الوطني والاستهلاك والاستثمار، وصناعة الإنشاءات والمنتجات، وفي سوق العمل والأسعار، والأجور والأرباح، والسوق المالية.

- الناتج الوطني: يعبر الناتج الوطني عن مجرى النشاط الوطني وقديما تبلورت الانهيارات الاقتصادية بتراجع ملحوظ في الناتج القومي القائم، فقد انخفض الناتج الوطني في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي 1929 و 1933، بنسبة 38% بالدولارات الثابتة.

- الاستهلاك والاستثمار: يتكون الدخل القومي من الاستهلاك والاستثمار، وأن الانهيارات الاقتصادية تؤثر في كل منهما. لأن الطلب يتعلق بالتغيرات التي تطرأ على الدخل الذي يتأثر بالانهيارات الاقتصادية وينعكس أثرها على الاستثمارات لإنتاج هذه السلع. وتعتبر الاستثمارات بمثابة مفتاح تقلبات الأوضاع الاقتصادية.

- المنتجات الصناعية وصناعة الإنشاءات: يتأثر الطلب على المنتجات الصناعية بالتغيرات في الطلب الاجمالي. وتعتبر صناعة سلع الانتاج أقل استقرارا من سلع الاستهلاك. كما أن صناعة الإنشاءات وبناء المساكن. تعتبر غير مستقرة، نتيجة تأثرها بشروط التمويل وأسعار الفائدة. ويؤثر بناء المساكن في الولايات المتحدة وكندا على استقرار الطلب الاجمالي.

- حجم الاستخدام: تُعد البطالة الدليل الاجتماعي الأكثر تعبيراً عن الدورة الاقتصادية، إذ تنعكس التقلبات الاقتصادية على سوق العمل. ففي فترة الانتعاش يتم استخدام عدد اضافي من الموظفين والعمال عندما يزداد الانتاج توسعا، ويحصل العكس في فترة الانتكاس الاقتصادي، ويرتفع حجم البطالة عندما يقع الاقتصاد إلى القعر في حالة الكساد الاقتصادي.

- مستويات الأسعار: يتزايد ارتفاع الأسعار خلال فترة الانتعاش عندما يكون الاقتصاد الوطني متجها نحو القمة، أي مرحلة الازدهار، حيث يقترب من مستوى الاستخدام التام للموارد الاقتصادية، لأن

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

عرضها يصبح قليل المرونة أو غير مرن، ويُبرّر المنتجون ارتفاع أسعار منتجاتهم نتيجة ارتفاع تكاليف إنتاجها، الأمر الذي يتقبله المستهلكون بسهولة. ويحصل العكس عندما يمر الاقتصاد في فترة الانهيار الاقتصادي، وفيها تنهار الأسعار وخاصة أسعار المواد الأولية.

- الأجور والأرباح: تعتبر الأرباح غير مستقرة عن باقي مكافآت عوامل الإنتاج، تزداد عند انطلاق الدورة وتتباطأ قبل إدراك القمة، نتيجة ارتفاع تكاليف الإنتاج، ثم تنهوى بشكل شديد عند بداية الانهيار الاقتصادي. أما الأجور فإنها تتأثر بالصعود أو الهبوط، فمنذ نمو النقابات العمالية أصبحت الأجور أكثر مقاومة للهبوط، كما أنها ترتفع عندما يتوجه الاقتصاد نحو الازدهار فتقترب من الاستخدام التام، والعكس يحدث في فترة تدهور الوضع الاقتصادي.

- الأسواق المالية: تعتبر الأسواق المالية مؤشرا مهما وحساسا ازاء قوى الدورات الاقتصادية، لأن أسعار السندات المالية والأسهم تسبق في الغالب تقلبات الإنتاج.

IV- النظريات المفسرة للدورة الاقتصادية: هناك عدة نظريات حاولت تفسير حدوث الدورات الاقتصادية وتحديد أسبابها يمكن تصنيفها إلى اتجاهين متباينين:

I- الاتجاه الأول (النظريات الخارجية): فسّر حدوث الدورات الاقتصادية إلى عوامل وأسباب خارج النظام الاقتصادي، أي إلى أسباب غير اقتصادية يصعب التنبؤ بحدوثها والسيطرة عليها وهو الاتجاه الذي ذهب إليه النظريات القديمة، وهو اعتقاد المدرسة الكلاسيكية الذين افترضوا أن النشاط الاقتصادي دائما في حالة توازن في وضعية التوظيف الكامل، وفسروا ما يتعرض له النشاط الاقتصادي من تذبذب واختلال إلى عوامل وصدمات مثل حركة العمل واكتشاف مناجم الذهب...، ومن أهم نظريات هذا الاتجاه:

- النظرية المناخية: ومن منظريها جيفونز (Jevons) و هنري مور (Moor)، وترى هذه النظرية أن سبب التقلبات الاقتصادية يعود إلى عوامل طبيعية متعلقة بحركة الكواكب، والتي تعرف بنظرية البقع الشمسية¹ "إذ أشارت إلى أنه عند ظهور البقع السوداء في قرص الشمس فإن ذلك يأتي على الأرض بالمشكلات من خلال تأثير حرارة الشمس والرياح والأمطار والذي ينعكس بدوره على النشاط الاقتصادي وخصوصا القطاع الزراعي الذي كان سائدا في حقبة ما قبل الصناعة".

¹ هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الاردن، 2005، ص:134.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

- النظريات الأخرى التي تعزوا حدوث الدورات الاقتصادية إلى عوامل أخرى تتعلق بالحروب، والكوارث الطبيعية، ومعدلات النمو السكاني، والاختراعات العلمية والتكنولوجية، واكتشاف الموارد الطبيعية وهجرات السكان.

II- الاتجاه الثاني: فسّر هذا الاتجاه حدوث الدورات الاقتصادية إلى عوامل وأسباب داخل النظام الاقتصادي، أي إلى أسباب اقتصادية، وهذه النظريات تفترض أنه بالإمكان التنبؤ بها والسيطرة عليها مع اختلاف الطرق التي تتم بها العملية، ومنذ الحرب العالمية الثانية، أصبحت النظريات تميل إلى الاتجاه الثاني ومن أهم هذه النظريات:

- نظرية المعجل والمضاعف (بي.سامويلسون): وتتص هذه النظرية على أن الصدمات الخارجية تتفاقم بفعل المضاعف وبارتباطها بنظرية الاستثمار المعروفة بالمعجل، وتؤد بالتالي تقلبات دورية منتظمة في المخرجات¹.

- النظرية السياسية في الدورات الاقتصادية (أم.كاليكي، دبليو.نوردهاوس): يعزو أصحاب هذه النظرية التقلبات إلى سياسيين يتلاعبون في السياسة المالية والنقدية كي يعاد انتخابهم، من الناحية التاريخية، كانت الانتخابات الرئاسية على الدوام حساسة للأوضاع الاقتصادية قبل (6-9) أشهر من الانتخابات مثال الرئيس رونالد ريغان في بداية فترة توليه السلطة كانت الولايات المتحدة الأمريكية تمر بفترة ركود اقتصادي عميق، لكن خلال خوضه معركة إعادة انتخابه في العام 1984، كان الاقتصاد يمر بفترة ازدهار طويلة ساهمت في إعادة انتخابه بأغلبية كبيرة².

- النظرية النقدية (فريدمان): يرى هذا الاتجاه أن الأسباب الحقيقية لحدوث الدورات الاقتصادية وتقلبات النشاط الاقتصادي مرجعه إلى التوسع والانكماش في المعروض النقدي، وكذلك التوسع والانكماش في وسائل الدفع الائتمانية. أي ارتباط التغيرات في معدل نمو الدخل النقدي بالتغيرات في معدل نمو المعروض النقدي، حيث يحدث الاختلال عندما لا يتناغم معدل نمو الدخل النقدي مع معدل نمو العرض النقدي.

- ملاحظات "كينز" حول الدورة الاقتصادية: يفسر كينز حدوث الدورات الاقتصادية إلى قصور الطلب، فهو ينسبها إلى أسباب حقيقية وليست نقدية وفي نظره فإن تحقيق مستوى الطلب الفعّال،

¹ بول ا. مويلسون وويليام د. نورد هاوس، الاقتصاد، مرجع سابق، ص 590.

² بول ا. مويلسون وويليام د. نورد هاوس، الاقتصاد، مرجع سابق، ص 590.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

الذي يتم بتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي بأدوات السياسة المالية من شأنه أن يساهم في استقرار النشاط الاقتصادي، ومعالجة الأزمات الاقتصادية وذلك بتنظيم مقدار الاستهلاك العام والتوظيف، ويخلص كينز¹ " بأن سبب الدورات هو الميل الحدي للاستهلاك، ففي الوقت الذي يحصل فيه زيادة في بناء رؤوس الأموال الانتاجية ويزداد عرض السلع في الأسواق، فإن الميل الحدي للاستهلاك يدفع الأفراد إلى التقليل من شراء السلع الاستهلاكية، مما يؤدي إلى تكديس السلع في الأسواق مما يضغط على المنتجين ويضطرهم إلى تخفيض الانتاج أو ربما غلق المصانع، وينعكس في ظهور البطالة على الساحة الاقتصادية".

- نظرية الابتكارات لجوزيف شومبيتر (1883-1950): وهي نظرية الابتكارات في تفسير الدورة الاقتصادية، أو عوامل تتعلق بالتطور العلمي والتكنولوجي التي تجعل من الابتكارات السبب الأساسي لحدوث دورة الأعمال في الاقتصادات الصناعية الحديثة² " فالابتكارات تؤدي إلى تغيرات في أساليب الانتاج والنقل، وفي التنظيم الصناعي، وانتاج سلع جديدة، وفتح أسواق جديدة، وفي مصادر جديدة للمواد. والفترات المتكررة للرخاء ذي الحركات الدورية هي الشكل الاساسي الذي يأخذه التقدم في المجتمع الرأسمالي. ووفقا لشومبيتر، تؤدي الابتكارات الكبيرة والمتراصة إلى موجة متنامية من الانفاق الاستثماري الكبير والمنافع كافيًا لخلق ظروف الازدهار في النشاط الاقتصادي، تدّر أرباحًا طائلة، بيد أن الابتكار سرعان ما يُقلد من جانب منشآت أخرى تتبنى عمليات جديدة لإنتاج وتسويق سلع وخدمات شبيهة بتلك التي انتهجتها الفئة السابقة الذكر، وكلما وسعت جماهير المُقلدين المتزايدة من نشاطها الاستثماري تسود موجة عارمة من النشاط الاستثماري في الاقتصاد القومي وتستمر الأرباح غير العادية، فلوقت تؤدي اتساع قاعدة المبتكرين إلى استمرار وتوسع نشاط الأعمال ثم تؤول إلى المنافسة الخائفة، وتتحصر أرباح المبتكرين، ويمر النشاط الاقتصادي بفترة ركود، ويتحول الاتجاه الصعودي إلى اتجاه نزولي متى ظهر أثر الاختلالات التي انطوى عليها النظام خلال عملية النشاط الابتكاري ثم يتحول النظام إلى الكساد".
- نظرية هيكس: إن التقلبات في الاقتصاد مرتبطة بالنمو الاقتصادي، ويُفسر هيكس حدوث الدورات الاقتصادية إلى عجز نمو الناتج الفعلي للتحرك عبر الزمن على مسار النمو الناتج المتوازن للدخل

¹ خزل البيروني، مبادئ الاقتصاد الكلي، مطبعة الديواني، 1983، ص: 456

² وحيد مهدي عامر، السياسة النقدية والمالية والاستقرار الاقتصادي النظرية والتطبيق، الدار الجامعية الاسكندرية مصر، الطبعة الاولى، 2010، ص: 283-284.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

والاستثمار المستقل- وهو الاستثمار العام الذي يحث استجابة مباشرة للاختراعات- وهذا بسبب التداخل بين المضاعف والمعجل للذان هما جانبيان لنظرية التقلبات، حيث يتحرك الناتج الفعلي في حركة مغايرة لوجهة حركة الدخل والاستثمار المستقل، وهو الذي يُحدث الدورات الاقتصادية.

المطلب الثالث: دور الدولة في النشاط الاقتصادي ومبررات تدخلها

إن من متطلبات سياسات الاستقرار الاقتصادي هو تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، وموضوع دور الدولة وتدخلها في النشاط الاقتصادي استأثر منذ القدم بكثير من الاهتمام والنقاش والجدل الفكري بين المدراس الاقتصادية والمذهبية والفكرية، وخاصة بعد الأزمات والكوارث والحروب ولاسيما في الأزمات والصدمات التي مسّت النشاط الاقتصادي، والتي كانت مبررا لحتمية تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي لإصلاح الاختلالات ورفع أداء النشاط الاقتصادي.

I- مفهوم الدولة ومجالات تدخلها: مفهوم الدولة مفهوم واسع وتعبير "الدولة" يُقصد به أمور مختلفة. وهو مصطلح سياسي صعب الضبط، فقد يقصد به¹ " المجتمع نفسه باعتبار أن الدولة التنظيم السياسي للمجتمع، وبالتالي فهو يشمل كل المندرجين تحت هذا التنظيم من أفراد وهيئات ومؤسسات وأحزاب وحكومة. ولكن التعبير في معنى أضيق يقصد به المؤسسات الحاكمة بالمقابلة للأفراد والهيئات الخاصة". ورغم تعدد تعريف مفهوم الدولة، فيبدو أن الحد الأدنى للاتفاق هو أن الدولة تتضمن عناصر ثلاثة شعب، وإقليم، وسيادة وأهم هذه العناصر هو عنصر السيادة الذي يُحدد طبيعة الدولة المعاصرة، كما ترتبط علاقته بالعنصرين التاليين.

وقد بدأت فكرة السيادة في الأصل² - كتصور سياسي وقانوني- وشارك في تحديدها عدد من المفكرين السياسيين وعلماء القانون، ولكنها خضعت في التطبيق الواقعي لعدد من الاعتبارات الأخرى، من اقتصادية ومذهبية وتكنولوجية، ولعل أول من أعطى فكرة السيادة معناها هو المفكر الفرنسي جان بودان (1530-1596) م. والمقصود بذلك أن الدولة تتمتع بالسلطة العليا والمطلقة لفرض القوانين وإلزام تطبيقها على شعبها في داخل إقليمها الوطني، وبالتالي تتمتع الدولة بسلطة استخدام القهر والقوة المنظمة لفرض الطاعة لقوانينها على إقليمها ومواطنيها".

¹ حازم الببلاوي، دور الدولة في الاقتصاد، دار الشروق القاهرة (مصر)، الطبعة الأولى، 1998، ص18.

² حازم الببلاوي، دور الدولة في الاقتصاد، نفس المرجع، ص20 و21.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

وبصرف النظر عما لحق دور الدولة من تطور في الزمان والمكان، فإن هناك أمور أساسية عديدة ثار الخلاف حولها وأهمها هي التي تتعلق بهذه المجالات:

- توفير الخدمات الأساسية للمجتمع،
- وضع القواعد القانونية المنظمة للنشاط الاقتصادي،
- نظام قضائي لحماية الحقوق واحترام التعاقدات،
- فرض الضرائب،
- النقود وسياسات الاستقرار الاقتصادي.

II- أشكال الدولة في الفكر الاقتصادي: شهد تاريخ الوقائع الاقتصادية سجالا وجدلا كبيرين بين مؤيدي مبدأ تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ومعارضيه، حيث اختلفوا بين:

- المنادين إلى عدم تدخل الدولة مطلقا في النشاط الاقتصادي واعتبروا أن الدولة حارسة للنظام وفق مبدأ (دعه يعمل، دعه يمر)، ومن أنصار هذا الاتجاه، منظري المدرسة الطبيعية والمدرسة الكلاسيكية (آدم سميث).
- والطرف المناقض له وهم المنادون بتدخل الدولة كليا بإشرافها وسيطرتها على الحياة الاقتصادية سواء بإلغاء الملكية الخاصة كليا وهو الفكر الماركسي الشيوعي وفق مبدأ (لكل حسب حاجته)، أو بالسماح بالملكية الفردية المحدودة في المذهب الاشتراكي (لكل حسب عمله)، وهم دعاة الدولة المتدخلة المسيطرة.
- وفي اتجاه ثالث دعاة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي في بعض الجوانب بغرض خلق الطلب الفعال، وإدارة السياسة المالية وتوجيه الانفاق العام والضرائب، وتحفيز الاستثمار والطلب الاستهلاكي ومن دعاة الدولة المتدخلة الراحية المدرسة الكينزية.
- وهناك اتجاه آخر متميز عن باقي الاتجاهات وهو الفكر الإسلامي في الاقتصاد، الذي يقف موقفا معتدلا متجاوبا مع فطرة الانسان، فلا يأخذ بموقف النظام الاشتراكي الذي يضع مبدأ الملكية العامة كمبدأ عاما ويدعو إلى تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ويحد من الملكية الفردية، فيقدم المساواة على الحرية. ولا يأخذ بموقف النظام الرأسمالي الذي يضع الملكية الفردية كمبدأ عاما ويحد من الملكية العامة إلا في بعض المظاهر وعدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، فيؤثر الحرية على المساواة، ولكنه يقر بالحرية الاقتصادية في نطاق محدود بقاعدة (لا ضرر ولا

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

ضرار)، ويعترف بالملكية المزدوجة: الملكية الخاصة للأفراد والملكية العامة للدولة، وزيادة على ذلك يكفل العدالة الاجتماعية للجميع بالعدل، وتدخل الدولة واجب في زمن الأزمات والمجاعات والحروب.

يمكن التمييز بين أشكالاً مختلفة للدولة نلخصها في الأشكال التالية:

1- الدولة الحارسة: مفهوم نادى أصحابه إلى عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وحيادها التام، أي الحرية الاقتصادية للأفراد، وأن تقتصر دورها على الأمن والحماية والدفاع والعدل واقامة بعض المرافق العامة والمؤسسات الخدمية، والبنى التحتية.

2- الدولة المتدخلة: انتشر مفهوم الدولة المتدخلة بعد أزمة الكساد العظيم والحرب العالمية الثانية، حيث يرى أصحاب الاتجاه إلى ضرورة التخلص من مفهوم الدولة الحارسة، ودعوا إلى حتمية تدخل الدولة في الاقتصاد لتحريك وتحفيز النشاط الاقتصادي واقامة بعض المشاريع.

3- الدولة المنتجة¹: انتشر هذا المفهوم بعد ازدهار المفاهيم الاشتراكية بعد الثورة البلشفية عام 1917م فلم يكتفوا بتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، بل دعوا إلى امتلاك وسيطرة الدولة على وسائل الانتاج، وأصبح علم المالية العامة جزء من الاقتصاد السياسي للاشتراكية.

4- دولة الرفاهية²: وهو شكل الدولة ظهر بعد 1945 معتمدا على سياسة ميزانية نشطة وعلى توسع في الحماية الاجتماعية. ذلك أن شكل الدولة أخذ على عاتقه مسؤولية توفير قدر من الحقوق الاقتصادية والاجتماعية للمواطنين وضمان درجة عالية من العدالة والمساواة بينهم. مستفيدة من سيادة الديمقراطية والمشاركة الشعبية في الحكم التي ما فتئت تُدعم المطالب الاجتماعية. إلا أن هذه الدول عرفت أزمات بنهاية السبعينيات نظرا لتراجع معدلات النمو الاقتصادي وهذا ما جعل الحكومات عاجزة عن التكفل بمشاكل المجتمع مثلما كان ذلك سابقا.

5- دولة التحويلات³: وهي عبارة عن تطور سلبي في مسار دولة الرفاهية حيث انطوت على تحويلات ليست بالضرورة من الأغنياء للفقراء. حيث مع مرور الوقت لم يعد التركيز منصبا على حماية القطاعات الأكثر تعرضا للأخطار الناجمة عن عدم المساواة المتأتية من النظام، وإنما انصب الاهتمام على

¹ عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكي، مرجع سابق، ص 237 و 238.

² عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية(الجزائر)، الطبعة الثالثة، 2006، ص 13.

³ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، نفس المرجع، ص 13.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

الاستمرار في تعويض الذين تخلفوا عن الركب في سباق الرخاء، مع ترك القطاعات الأضعف قدرة على ممارسة الضغط السياسي على أطراف الطريق.

III- تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية بين المؤيدين والمعارضين: أثارت فكرة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية جدلا كبيرا بين المؤيدين والمعارضين، فالمؤيدون لتدخل الدولة يرون بأن الأسواق عاجزة عن إعطاء الإشارات السعرية الملائمة وتخصيص الموارد وتزويد المتعاملين بالمعلومات الكافية، كما تفتقر الدول النامية إلى أسواق واسعة وعميقة؛ وقاعدة صناعية متنوعة. أما المعارضون (أنصار السوق) فيرون أن تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية هو الغاء لأسعار السوق والدور الاقتصادي لها، مما يجعل السوق عاجزا عن إعطاء صورة واضحة عن ندرة السلع وتكلفتها الحقيقية. فمدار الجدل حول ما إذا كانت الحكومات (الدول) أم الأسواق هي الأكثر قدرة على تخصيص الموارد¹.

1- حجج أنصار تدخل الدولة²: يقدم أنصار تدخل الدولة مجموعة من الحجج أهمها:

- عجز السوق عن اصدار الإشارات السعرية الملائمة عندما تكون هناك آثارا خارجية، حيث لا تعكس الأسعار في هذه الحالة التكلفة الحقيقية التي يتحملها المجتمع.
- عجز السوق عن تحريك الموارد من استخدام إلى آخر بسبب عدم قدرته الدائمة على تزويد المتعاملين بالمعلومات الكافية عن التوزيع الحالي للموارد ولعدم قدرتهم أحيانا على استغلال هذه المعلومات.
- عدم توفر بعض الأسواق بشكل كاف (واسع وعميق) في الدول النامية، مع ضعف العلاقة القائمة بين أنواع الأسواق ومحدودية طبقة رجال الأعمال.
- الإصابة بالمرض الهولندي: ذلك أن الدولة المصدرة للمواد الأولية تواجه تقلبات كبيرة في وضعها التجاري مقارنة بين بالدول التي لها قاعدة صناعية متنوعة. ولهذه التقلبات انعكاسات على الدخل الوطني. تركز نظرية المرض الهولندي على إعادة تخصيص عوامل الإنتاج والذي يحدث استجابة لصدمة إيجابية بسبب اكتشاف مورد ما أو ارتفاع سعره في الأسواق الدولية مثلما هو الحال في الدول النفطية.

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 13.

² عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 14.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

2- حجج معارضي تدخل الدولة¹: وردّ خصوم تدخل الدولة وأنصار السوق على الحجج السابقة بما يلي:

- يؤدي إلغاء أسعار السوق إلى إلغاء الدور الاقتصادي للسعر، مما يجعله عاجزا عن عكس الندرة والتكلفة، وهذا ما يؤدي إلى الإنتاج دون مراعاة القدرات الفعلية للمجتمع، ولا ظروف الندرة النسبية.
- يكون نشاط المؤسسة غير مراعى لاحتياجات السوق، وإنما يعمل على تلبية احتياجات خاصة بالسياسيين والتي قد تكون لأغراض انتخابية.
- لا تتحدد نتائج المؤسسة على أساس نشاطها الفعلي في السوق، بحيث أن بقاءها واستمرارها رهين القرارات الإدارية البعيدة عن الرشد الاقتصادي.

المبحث الثاني: آليات تحقيق الاستقرار الاقتصادي

يستخدم الاقتصاديون مصطلح سياسات الاستقرار الاقتصادي للإشارة إلى الإجراءات والسياسات والآليات التي تهدف إلى الحد من شدة التقلبات الاقتصادية والعمل على أن تستجيب هذه السياسات في تخفيف أثر الصدمات ومحاولة إرجاع الاقتصاد إلى مستواه التوازني.

هذه الصدمات قد تكون صدمة العرض الكلي، التي تصيب العرض الكلي، فتنتقل منحنى العرض الكلي عن مستواه التوازني، أو تصيب الطلب الكلي فتسمى صدمة الطلب، وتنتقل منحنى الطلب الكلي عن مستواه التوازني، هذه الصدمات تعطل الاقتصاد بدفع مستوى الإنتاج والعمالة ... بعيدا عن مستواهم في وضع التوازن والاستقرار وهذه السياسات هي:

المطلب الأول: السياسة النقدية الأهداف والأدوات:

تعتبر السياسة النقدية من أهم آليات تحقيق الاستقرار الاقتصادي وأقدمها، حيث بنت أول مدرسة للفكر الاقتصادي على معالم نقدية في تفسيرهم للظواهر الاقتصادية واستقراره. وإذ كانت السياسة المالية تدار من طرف الدولة أو الحكومة، فإن السياسة النقدية تدار من طرف البنوك المركزية التي تشرف على السياسة النقدية وتوجهها، وتعمل البنوك المركزية على إدارة السياسة النقدية، وتعزيز مستويات العرض النقدي الذي يحرك أسعار الفائدة ارتفاعا وانخفاضا، وكذلك يؤثر على الإنفاق الاستثماري والاستهلاك والصادرات والنواتج المحلي الإجمالي.

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 15.

I- مفهوم السياسة النقدية وأهدافها:

1- مفهوم السياسة النقدية: هناك تعريف عديدة للسياسة النقدية منها:

- تعرف السياسة النقدية على أنها¹ "مجموع التدابير المتخذة من قبل السلطات النقدية قصد إحداث الأثر على الاقتصاد ومن أجل ضمان استقرار أسعار الصرف، بهدف التأثير على الفعاليات الاقتصادية، عن طريق تغيير عرض النقود وتوجيه الائتمان باستخدام وسائل الرقابة على النشاط الائتماني للبنوك التجارية، فالسلطات النقدية تهتم بمراقبة حالة الأسواق من اختلال أو توازن على المستوى الكلي ولفهم نوع الاختلال داخليا أو خارجيا. لمعرفة التدابير الواجب اتخاذها"
- كما تعرف السياسة النقدية بأنها² "عبارة عن التحكم في كمية النقود المتاحة للتداول، وهي الاجراءات والأساليب المتعددة التي تتخذها السلطات النقدية في الدولة في ادارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة اللازمة للاقتصاد الوطني لتحقيق أهداف الدولة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والمالية"

2- أهداف السياسة النقدية: تستمد السياسة النقدية أهدافها من أهداف السياسة الاقتصادية الكلية باعتبارها مظهر من مظاهر السياسة الاقتصادية، وكانت السياسة النقدية الأداة الرئيسية التي تلجأ إليها الدول قبل بروز أهمية السياسة المالية بعد الازمة الاقتصادية 1929، والحرب العالمية الأولى. وأهداف السياسة النقدية هي أهداف السياسة الاقتصادية الكلية في جانبها النقدي.

كما تختلف أهداف السياسة النقدية باختلاف التشريعات النقدية للدول، حيث تقتصر أهدافها في الدول المتقدمة على هدف واحد وهو استقرار الأسعار (استهداف التضخم)، أو هدفين على الأكثر وهما تحقيق استقرار الأسعار وتعظيم العمالة في الولايات المتحدة الأمريكية. أما في البلدان النامية فإن أهداف السياسة النقدية متعددة: كتحقيق الاستقرار النقدي داخليا وخارجيا؛ وتشجيع النمو الاقتصادي؛ والمساهمة في انشاء أسواق مالية ونقدية متطورة؛ وتحقيق التوازن الداخلي والخارجي، مثلما هو الحال في الجزائر والبلاد العربية³.

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 53 و54.

² عوف محمود الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي (دراسة تحليلية مقارنة)، مركز الاسكندرية للكتاب(مصر)، الطبعة الثانية، 2006، ص 145.

³ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 54-59.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

فالسياسة النقدية تهدف إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية من أهمها¹:

- تحقيق الاستقرار في الأسعار: وهو أهم أهداف السياسة النقدية، حيث تسعى كل دولة إلى تلافي التضخم، ومكافحته وفي الوقت نفسه علاج احتمال حدوث الكساد والركود إن وجد، وتصبح مهمة السلطة النقدية احتواء تحركات مستوى الأسعار إلى أقل مستوى لها.
- تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي: وهو نابع من استقرار الأسعار، ويتم بتكييف عرض النقود على مستوى النشاط الاقتصادي والتحكم في كمية النقود بما يتلاءم مع مستوى النشاط الاقتصادي وتلافي حدوث الازمات النقدية والاقتصادية، حيث أن تحقيق الاستقرار النقدي يؤدي إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي.
- المساهمة في تحقيق توازن ميزان المدفوعات وتحسين قيمة العملة: ويتم ذلك في إطار سياسة تحرير وتعويم سعر الصرف في ظل السيطرة على التضخم والاستقرار السعري الذي يحافظ بدوره على قيمة العملة من التدهور، وتخفيض العجز في ميزان المدفوعات.
- المساهمة في تحقيق هدف التوظيف الكامل: وتشارك في ذلك مع السياسة المالية وتقوم بزيادة عرض النقود (المعروض النقدي) في حالة البطالة والكساد لتزيد من الطلب الفعال، فيزيد الاستثمار والتشغيل في الاقتصاد القومي.
- المشاركة في تحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع: وتكون مهمة السياسة النقدية التأثير على معدل الائتمان من خلال التوسع الائتماني في المعروض النقدي حتى يمكن الوصول إلى مرحلة الانطلاق التي تضع الاقتصاد في طريق نمو السريع.

II- أدوات السياسة النقدية وقنوات ابلاغها

- 1- أدوات السياسة النقدية: هي عبارة عن الأسعار والكميات والمعدلات التي تستخدمها السلطة النقدية (البنك المركزي) في بلد ما، للتحكم في معدلات وكميات المعروض النقدي في النظام الاقتصادي بما يتلاءم مع تحقيق الأهداف النهائية. وتشمل أدوات السياسة النقدية على نوعين من الأدوات:

¹ عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات، الدار الجامعية الإسكندرية (مصر)، الطبعة الأولى، 2010، ص366-368.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

1-1- الأدوات الكمية أو الأدوات العامة: وهي من الأدوات التقليدية غير المباشرة: ويهدف استخدام هذه الأدوات إلى التأثير على حجم الائتمان وكلفته وبالتالي على الكميات النقدية الإجمالية المعروضة في الاقتصاد¹. وتتضمن هذه الأدوات ثلاثة أنواع:

- **سعر (معدل) إعادة الخصم:** وهو سعر الفائدة الذي يحصل عليه البنك المركزي مقابل إعادة خصمه للأوراق التجارية المُقدّمة من طرف البنوك التجارية للحصول على أموال من أجل تدعيم احتياطاتها النقدية وزيادة قدرتها على منح الائتمان وخلق ودائع جديدة. فإذا أراد البنك المركزي زيادة المعروض النقدي يقوم بتخفيض هذا المعدل، ورفع معدل إعادة الخصم في حالة رغبته في تخفيض المعروض النقدي.

- **نسبة الاحتياط القانوني:** وهي النسبة التي يجب على البنوك التجارية الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي كوديعة بدون فائدة. فحسب السياسة المتبعة من طرف البنك المركزي فإذا كانت سياسة انكماشية زاد في نسبة الاحتياطي القانوني، ويخفض نسبة الاحتياطي في حالة سياسة التوسعية.

- **عمليات السوق المفتوحة:** وهي قيام البنك المركزي بشراء أو بيع الأوراق المالية والذهب والعملات، وكذا السندات العمومية وأدوات الخزينة في السوق المالي أو النقدي، بهدف التحكم في الكتلة النقدية المعروضة في الاقتصاد، فيقوم بعملية البيع إذا كانت سياسته انكماشية، أي سحب السيولة من السوق، والعكس إذا كانت سياسته توسعية، يشتري الأوراق المالية وغيرها لضخ وزيادة المعروض النقدي.

1-2- الأدوات النوعية أو الأدوات الخاصة: والتي تهدف إلى التأثير على أنواع معينة من الائتمان (تأطير الائتمان) بقصد توجيهه نحو بعض الأنشطة الاقتصادية²، كما تستخدم هذه الأدوات للحد من ممارسة المؤسسات المالية لبعض الأنشطة كما ونوعا. ومن أهم هذه الأدوات³:

- **سياسة السقوف الائتمانية** بغرض السيطرة على التضخم خلال فترة زمنية وينتهي العمل بها بعد تحقيق الغرض منها.

- **تحديد أسعار فائدة مختلفة حسب نوع القرض.**

¹ أحمد النبهاني، الجهاز المصرفي والاستقرار الاقتصادي، دار آمنة للنشر والتوزيع عمان (الأردن)، بدون رقم الطبعة، 2013، ص71.

² أحمد النبهاني، الجهاز المصرفي والاستقرار الاقتصادي، مرجع سابق، ص71.

³ عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات، مرجع سابق، ص384.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

- تحديد حصص معينة لكل نوع من أنواع القروض، مثل زيادة القروض الموجهة للصناعة على حساب القروض الموجهة لتمويل بيع السلع بالتقسيط مثلاً.
- التمييز بين القروض حسب الأصل المقدم كضمان.
- تحديد أجل استحقاق القروض المختلفة طبقاً لدرجة استخدام القروض.
- الحصول على موافقة البنك المركزي على قروض المصارف التجارية التي تتجاوز مبلغاً معيناً.
- إصدار التعليمات إلى البنوك، تخص السياسة الواجب اتباعها نحو مختلف أنواع الائتمان، وممارسة وظيفة الإغراء أو التأثير الأدبي على البنوك فيما يسمى بالرقابة المباشرة على الائتمان.
- 2- قنوات إبلاغ السياسة النقدية¹: تعبر قنوات الإبلاغ عن الطريق الذي من خلاله يبلغ أثر أدوات السياسة النقدية إلى الهدف النهائي تبعاً لاختيار الهدف الوسيط وتتنحصر هذه القنوات في أربعة:
 - قناة سعر الفائدة: ذلك أن السياسة النقدية التقييدية تعمل رفع سعر الفائدة فترفع تكلفة رأس المال الذي يقلص الطلب على الاستثمار، كما يخفض طلب العائلات على السلع المعمرة والتحول إلى الاستثمار في العقار، مما يؤدي في نهاية الأمر إلى انخفاض الطلب الكلي ومنه النمو.
 - قناة سعر الصرف: تستخدم هذه القناة للتأثير على الصادرات من جهة، ومن جهة أخرى تستعمل إلى جانب معدلات الفائدة في استقطاب الاستثمار الأجنبي، وتعود أهمية سعر الصرف إلى أن تأثيره يصل إلى الاقتصاد المحلي من خلال تأثيره على حجم التجارة الخارجية، وعلى حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي.
 - قناة أسعار السندات المالية: وتعتبر هذه القناة عن وجهة أنصار المدرسة النقدية في تحليلهم لأثر السياسة النقدية على الاقتصاد، حيث يعتبرون أن تأثير السياسة النقدية ينتقل عبر قناتين: قناة توبيين للاستثمار والتي تعتمد على ما يعرف بمؤشر توبيين للاستثمار [العلاقة بين القيمة البورصية للمؤسسات ومخزون رأس المال الصافي]، وقناة أثر الثروة على الاستهلاك. فيتم ذلك:
 - عبر القناة الأولى حيث أن انخفاض عرض النقود يؤدي إلى زيادة نسبة الأوراق المالية الذي يخفض من نسبة الأرصدة النقدية بالمحفظة الاستثمارية الذي يؤدي إلى انخفاض الإنفاق الخاص على الأوراق المالية، مما يدفع المتعاملين للتخلص من الأوراق المالية الزائدة فتتخفف

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 77-78.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

- أسعارها وهو ما يؤدي إلى انخفاض مؤشر توبين ثم انخفاض حجم الاستثمار تبعاً لذلك وفي الأخير يؤدي إلى انخفاض الناتج المحلي الخام.
- عبر القناة الثانية حيث يؤدي انخفاض عرض النقود إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية ثم انخفاض قيمة الثروة وبالتالي الحد من الاستهلاك الذي يؤدي إلى انخفاض الناتج الخام.
 - قناة الائتمان: وتنقسم هذه القناة بدورها إلى قناتين
 - قناة الإقراض المصرفي: حيث يؤدي انخفاض العرض النقدي إلى انخفاض حجم الودائع لدى المصارف ومنه ينخفض حجم الائتمان المصرفي الممكن تقديمه مما يقلل من الاستثمار وبالتالي الحد من النمو.
 - قناة ميزانيات المؤسسات: يؤدي انخفاض عرض النقود إلى الانخفاض في صافي قيمة المؤسسات، والضمانات التي يمكن للمقترضين تقديمها عند الاقتراض، ويؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى تخفيض التدفقات النقدية نحو المؤسسات الصغيرة، مما يزيد من مخاطر اقراضها. وهو ما يؤثر على استثمار القطاع الخاص وبالتالي نمو الناتج المحلي الإجمالي.
- ### III- فعالية السياسة النقدية: تتوقف فعالية السياسة النقدية على مدى قدرة السلطة النقدية (البنك المركزي) في التأثير على النشاط الاقتصادي واستقراره من خلال استخدام الأدوات الكمية والنوعية في تعديل والتحكم في المعروض النقدي والائتمان بما يتفق مع الأهداف المرغوبة وتعتمد نجاح السياسة النقدية وقوة فعاليتها على العوامل التالية:
- #### 1- عوامل نجاح فعالية السياسة النقدية: تتوقف نجاح فعالية السياسة على:
- مدى تجاوب الجهاز المصرفي فيما بينه، أي بين البنك المركزي والبنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى، وكذا درجة الثقة والتعاون بين أركانه؛
 - وجود أسواق مالية ونقدية متطورة يمكن من خلالها تنفيذ العمليات بسلاسة وكفاءة كبيرتين؛
 - أن تكون مؤشرات استقلالية البنك المركزي عالية، حتى تتم إدارة السياسة النقدية بكفاءة عالية؛
 - كما تتوقف على درجة انفتاح الاقتصاد على العالم الخارجي؛
 - كما ترتبط قوة فعالية السياسة النقدية بمدى التوافق في اختيار الوقت الملائم لاستخدام هذه الأداة أو تلك من أدوات السياسة النقدية في معالجة الأوضاع النقدية غير المرغوب فيها، وضرورة وجود

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

تكامل بين استخدام أدوات السياسة النقدية وأدوات السياسة المالية حتى لا يكون هناك تعارض في الإجراءات يؤدي إلى نفي إجراء مالي لآخر نقدي والعكس¹.
لذلك نجد أن السياسة النقدية تكون لها فعالية كبيرة في تحقيق الأهداف في الدول المتقدمة بسبب توفر عوامل نجاح تطبيق أدوات السياسة النقدية عكس السياسة النقدية في الدول النامية التي تكون أقل فعالية وتمتاز السياسة النقدية في النظامين بما يلي:

2- السياسة النقدية في الدول المتقدمة: تتميز السياسة النقدية في الدول المتقدمة:

- وجود أسواق نقدية ومالية كاملة ومنظمة، ودرجة عالية من التجاوب والثقة بين البنك المركزي والبنوك الأخرى والمؤسسات المالية.
- بتركيز الأهداف المستهدفة والاقتصار على أهداف محددة، كاستقرار الأسعار واستهداف التضخم والمحافظة على العملة وسلامتها، أي اتجاه نحو عدم التوسع في الأهداف.

II- السياسة النقدية في البلدان النامية: أما السياسة النقدية في البلدان النامية فمميزاتها هي:

- تتميز بمحدودية فعاليتها بسبب الاختلالات الهيكلية لاقتصاداتها الوطنية، وعلاقتها بالاقتصاديات الخارجية، حيث تتأثر في كثير من الأحيان متغيراتها الاقتصادية والنقدية بما يحدث في العالم الخارجي².
- نقص وضيق الأسواق النقدية والمالية وضعف نشاطها وبالتالي قلة تعاملاتها في الأوراق التجارية والأوراق المالية.
- ارتباط كثير من الدول النامية بمناطق تابعة للعالم الخارجي كمناطق الدولار الأمريكي والجنية البريطاني والفرنك الفرنسي، وبالتالي ربط القيمة الخارجية لعملتها بقيمة العملة الأجنبية وتأثرها بها.

المطلب الثاني: السياسة المالية أهدافها وأدواتها

تعتبر السياسة المالية آلية من أهم آليات سياسات الاستقرار الاقتصادي وإحدى مظاهر تدخل الدولة في المجال الاقتصادي، إذ تستخدم الإيرادات العامة والنفقات العامة لتصحيح التقلبات الاقتصادية وسد الفجوة سواء كانت انكماشية أو تضخمية وإرجاع الاقتصاد لوضع التوازن والاستقرار. فمثلا " تقوم الولايات المتحدة الأمريكية بشراء حوالي 20-30% من السلع والخدمات التي ينتجها الاقتصاد، ويستخدم هذا

¹ احمد النبهاني، الجهاز المصرفي والاستقرار الاقتصادي، مرجع سابق، ص 81.

² عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات، مرجع سابق، ص 388.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

الجزء من الإنفاق القومي في التأثير على الطلب الإجمالي، ويطلق على تدخل الحكومة ومعالجتها لكل من الدخل والإنفاق الحكومي لتحقيق مستوى مناسب من الدخل القومي اسم (السياسة المالية)¹.

I- مفهوم السياسة المالية وأهدافها:

1- مفهوم السياسة المالية: ارتبط مفهوم السياسة المالية أساساً بدور الدولة في الحياة الاقتصادية، وقد برز هذا الاهتمام المتزايد بشكل أكبر بعد الأحداث الكبرى الاقتصادية والسياسية، التي عرفها العالم، أي أزمة الكساد الكبير عام 1929م والتي امتد آثارها طيلة عقد الثلاثينيات، ومخلفات الحرب العالمية الثانية 1939-1945م وكذلك بروز الفكر الكينزي بأطروحاته الداعية إلى تبني الدولة سياسة مالية تؤثر بها على النشاط الاقتصادي وتحفزه، وكذلك عجز السياسة النقدية على مواجهة الأوضاع الاقتصادية. والفكرة المسلم بها في الفكر الاقتصادي في العصر الحديث، هي أن الدولة تستطيع استخدام أدوات المالية العامة (الإنفاق، الضرائب، القروض) لتحقيق التنمية الاقتصادية والعدالة الاجتماعية ورفع مستوى المعيشة للمجتمع. أو بعبارة أخرى فإنه يمكن للدولة أن تتدخل في الحياة الاقتصادية والنشاط الاقتصادي عموماً وفي محددات الناتج القومي خصوصاً².

لقد تطور مفهوم السياسة المالية من كونه الجانب المقتصر على المالية العامة وميزانية الدولة، إلى مفهوم أشمل وأوسع بظهور مهام جديدة ومتعددة بالإضافة إلى المهام التقليدية لها، وهو دورها في الحياة الاقتصادية وتوجيه النشاط المالي للاقتصاد الحكومي بالتكليف الكمي والنوعي للنفقات العامة والإيرادات العامة لتحقيق أهداف عامة، وفي هذا الاتجاه يمكن عرض بعض التعريفات لمفهوم السياسة المالية

- يمكن تعريف السياسة المالية على أنها "مجموعة من القواعد والأساليب والوسائل والاجراءات والتدابير التي تتخذها الدولة لإدارة النشاط المالي لها بأكبر كفاءة ممكنة، لتحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية خلال فترة زمنية...، ويقصد بالسياسة المالية الطريق الذي تنتهجه الحكومة في تخطيط الانفاق العام وتدابير وسائل تمويله كما يظهر في الموازنة العامة للدولة"³.

- كما تعرف على أنها "مجموعة السياسات الحكومية المتعلقة بالإيرادات العامة كالضرائب المختلفة والانفاق العام لتحقيق أهداف عديدة كإعادة تخصيص الموارد ورفع معدلات النمو الاقتصادي

¹ أحمد فوزي ملوخية، مبادئ الاقتصاد، مركز الاسكندرية للكتاب (مصر)، بدون رقم الطبعة، 2008، ص 384.

² صالح خصاونة، مبادئ الاقتصاد الكلي، المؤسسة الصحفية الاردنية الراي(الاردن)، الطبعة الثانية، 2000، ص 181.

³ عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، مرجع سابق، ص 239.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

واعادة توزيع الدخل وغيرها، أي أن السياسة المالية هي استخدام الإنفاق الحكومي والسياسة الضريبية كوسيلة للتأثير في العوامل المحددة للإنتاج الكلي¹.

2- أهداف السياسة المالية: السياسة المالية مظهر من مظاهر تدخل الدولة عن طريق آليتي الإنفاق العام والضرائب، وتهدف الدولة من خلال السياسة المالية إلى تحقيق أهداف عديدة اقتصادية، واجتماعية، ومالية، بإحداث آثارا توسعية وانكماشية، وذلك بزيادة الإعانات، أو فرض ضرائب للتأثير على الطلب والعرض الكليين في المراحل المختلفة (الإنتاج، والتوزيع، والاستهلاك). إذن فأهداف السياسة المالية هو إحداث التوازنات المختلفة: التوازن الاقتصادي؛ والتوازن المالي؛ والتوازن الاجتماعي؛ والتوازن العام.

2-1- الأهداف الاقتصادية: أهم الأهداف الاقتصادية للسياسة المالية هي:

- الاستقرار الاقتصادي وحماية الاقتصاد من التقلبات الدورية؛
- تحقيق وترقية النمو الاقتصادي؛
- التشجيع على المحافظة على التقدم الاقتصادي الذي يؤمن درجة مرتفعة من الاستخدام متحرر من ضغوط التضخم المتعاضمة أو ضغوط الانكماش في الطلب²؛
- تحقيق مستوى الاستخدام المرتفع؛
- تخصيص الموارد الاقتصادية باستخدام أداة الأسعار؛
- زيادة تنافسية المؤسسات بتوجيه الإعانات وفرض ضرائب أو إعفاءات ضريبية لتشجيع الإنتاج من خلال التأثير على عوامل الإنتاج لتخفيض أسعار عوامل الإنتاج، مما يؤدي إلى زيادة الصادرات وإحلال الواردات³.
- التحكم في عدّة مؤشرات اقتصادية مثل: التضخم والركود والصادرات والواردات.

2-2- الأهداف المالية:

- تمويل النفقات العمومية وهو الهدف الأساسي لفرض الضرائب الذي يشكل موردا هاما من موارد مالية الدولة، وهو تدخل بإجراء انكماش، كالضريبة على الدخل المتاح وضرائب الاستهلاك، حيث تعمل الضرائب في اتجاه معاكس للإنفاق العام الذي يعد إجراء تضخما بالإعانات.

¹ حيدر نعمة بخيت، مرجع سابق، ص 74.

² بول أ. سامويلسون، علم الاقتصاد (توزيع الدخل، ومكافأة عوامل الإنتاج)، ترجمة مصطفى موفق، الجزء الثالث، ديوان المطبوعات الجامعية (الجزائر)، بدون رقم الطبعة، 1993، ص 225.

³ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 169.

2-3- الأهداف الاجتماعية:

- عدالة توزيع الدخل باستخدام الإعانات والضريبة التصاعدية على الدخل؛
- توجيه قرارات أرباب العمل فتستخدم الإعانات والإعفاءات ضريبية والضرائب للتأثير على هيكل الاستثمار نحو قطاعات لتشجيعها على خلق مناصب عمل، وإحداث التوازن الجهوي، أو كونها مضرّة للبيئة¹.

III- أدوات السياسة المالية وآثارها: تستطيع الدولة (الحكومة) أن تتدخل بأدوات السياسة المالية الإنفاق العام والإيرادات العامة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي بتكييف مستويات الإنفاق والضرائب حسب الوضعية الاقتصادية، بالتدخل بالإنفاق العام أو الضرائب أو الإثنين معا:

1- الإنفاق العام وآثاره الاقتصادية:

1-1- مفهوم الإنفاق العام: يمكن تعريف الإنفاق العام² على أنه مجموع مصروفات التي تقوم الدولة بإنفاقها خلال فترة زمنية معينة، بهدف إشباع حاجات عامة معينة للمجتمع الذي تنظمه هذه الدولة. مع ملاحظة أن الحاجات العامة تختلف من دولة إلى أخرى ومن مرحلة تاريخية معينة إلى مرحلة أخرى، ويقوم به شخص معنوي بهدف تحقيق نفع عام، ترتبط بأهداف السياسة المالية المنفق عليها، والمرتبطة بدورها بالأهداف الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع".

الإنفاق العام يعبر عن³ "حجم التدخل الحكومي والتكفل بالأعباء العمومية سواء من قبل الحكومة المركزية أو حكومات الولايات، وهو أحد أوجه السياسة الاقتصادية المعتمدة من قبل الدولة، التي تعتمد التأثير المباشر على الواقع الاقتصادي والاجتماعي. ويعبر الإنفاق العمومي عن أحد المعايير المستخدمة لقياس حجم دور الحكومة في النشاط الاقتصادي. وتشمل النفقات العمومية جميع مدفوعات الحكومة غير واجبة السداد التي تقوم بها سواء كانت بمقابل أو بدون مقابل، وسواء كانت لأغراض جارية أو رأسمالية".

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 169.

² عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، مرجع سابق، ص 251.

³ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 179.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

والانفاق العام¹ يعكس دور الدولة في الحياة الاقتصادية، حيث أصبح الأداة الرئيسية للسياسة المالية التي تهدف إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وبالتالي فإن دراسة الإنفاق الحكومي تهدف إلى معرفة الأثر الذي يحققه على الاستقرار الاقتصادي، أو مدى فعاليته في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية".

1-2- الآثار الاقتصادية للإنفاق العام: يحدث الإنفاق العام كأداة من أدوات السياسة المالية آثارا مختلفة، اقتصادية واجتماعية وسياسية. فقد تطورت فكرة الإنفاق العام من الإنفاق العام المحايد إلى فكرة الإنفاق العام الإيجابي الذي يؤثر على النشاط الاقتصادي كله، وعلى المتغيرات الاقتصادية الكلية كالناتج الإجمالي والدخل الوطني، والنمو الاقتصادي والتشغيل ومكونات الطلب الكلي، الادخار والاستثمار والتضخم والاستقرار الخارجي. وبصفة عامة يعمل الإنفاق العام على تحقيق التوازن الاقتصادي واستقراره. وتستخدم أدواتي السياسة المالية، الإنفاق العام، والضرائب حسب السياسة المتبعة، فإذا كانت سياسة توسعية، تزيد الدولة من حجم الإنفاق العام وتخفف حجم الضرائب، أما إذا كانت سياسة انكماشية فترفع الضرائب وتخفف حجم الإنفاق العام.

1-2-1 آثار الإنفاق العام على الناتج القومي²: وهو ما يطلق عليه " إنتاجية الإنفاق العام" ودرجة تأثيره تتوقف على مدى كفاءة استخدامه، ويؤثر الإنفاق العام على الناتج القومي من النواحي التالية:
-زيادة القدرة الإنتاجية أو الطاقات الإنتاجية، في شكل إنفاق استثماري، وبالتالي يكون له أثر إيجابي على الإنتاج أو الناتج القومي.

-إن النفقات الجارية يمكن أن تكون سببا لزيادة إنتاج عناصر الإنتاج من خلال التعليم، والصحة، والثقافة، والتدريب مما يزيد من الناتج القومي.

-يؤدي زيادة الطلب الفعال، ومن خلال كم ونوع الإنفاق العام، فإن تأثيره يتوقف على درجة مرونة الجهاز الإنتاجي، فإذا كان الجهاز الإنتاجي يتسم بدرجة مرونة عالية أو حرية فإن الأثر سيكون إيجابيا أما إذا حدث العكس فسيكون له أثر سلبي.

1-2-2- آثار الإنفاق العام على النمو الاقتصادي: يرتبط النمو الاقتصادي بنمو الناتج المحلي الإجمالي، والأثر الذي يحدثه زيادة الإنفاق الاستثماري بزيادة الناتج الإجمالي ثم زيادة الدخل الوطني ينعكس على النمو الاقتصادي.

¹ وليد عبد الحميد عايب، الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي، مكتبة حسن العصرية بيروت (لبنان)، الطبعة الأولى، 2010، ص 100.

² عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات، مرجع سابق، ص 337.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

1-2-3- آثار الإنفاق العام على التشغيل: زيادة الإنفاق العام تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي أو الطلب الفعال على السلع والخدمات مما يؤدي إلى زيادة ونمو الطاقة الإنتاجية، فيرتفع الطلب على العمل من طرف الجهاز الإنتاجي، فحسب النظرية الكينزية فإن انخفاض مستوى التشغيل مرتبط بانخفاض الطلب الكلي، ويؤدي زيادة الطلب الكلي إلى زيادة التشغيل.

1-2-4 آثار الإنفاق العام على الادخار: يؤثر الإنفاق العام على الادخار من خلال الدخل، فزيادة الإنفاق العام يؤدي إلى ارتفاع الدخل الوطني ومنه الدخل الفردي، وينعكس ذلك بارتفاع في حجم الادخار الوطني والادخار الفردي، بالإضافة إلى الخدمات المجانية كالصحة والتعليم التي تعتبر من مجالات الإنفاق العام التي توفر جزءا من دخل الأفراد النقدية وبالتالي تزداد إمكانية الأفراد على الادخار.

1-2-5 آثار الإنفاق العام على الاستثمار: يساهم الإنفاق العام في زيادة الاستثمار وتحفيزه بطريقتين بطريقة زيادة الادخار وتعبئته لأن الاستثمار يُعتبر طلبا للموارد والادخار عرضا لها. ويتحقق التوازن الاقتصادي بتساوي الادخار والاستثمار والعلاقة بينهما علاقة طردية، أي كلما زاد الادخار زاد الاستثمار والعكس، وبطريقة مباشرة يساهم الإنفاق الاستثماري في زيادة الاستثمارات وتوسعها.

2- الضرائب وآثارها الاقتصادية:

2-1- مفهوم السياسة الضريبية¹: تعبر عن مجموع التدابير ذات الطابع الضريبي المتعلقة بتنظيم التحصيل الضريبي قصد تغطية النفقات العامة من جهة والتأثير على الوضع الاقتصادي والاجتماعي حسب التوجهات العامة للاقتصاد من جهة ثانية.

2-2- الآثار الاقتصادية للضرائب: تُعتبر الضرائب، أداة من أدوات السياسة المالية التي تستخدمها الدولة عندما تتبنى سياسة انكماشية. في مقابل الإنفاق التي تستخدمه الدولة في حالة انتهاجها لسياسة توسعية، وآثارها:

2-2-1- آثار الضرائب على الإنفاق العام: تعتبر الضرائب مصدرا هام للإيرادات العامة وتمويل الإنفاق العام.

2-2-2- آثار الضرائب على الإنتاج والاستهلاك: حيث يمكن توجيه الإنتاج والاستهلاك بما يخدم أهداف الاستقرار الاقتصادي ويتوافق مع احتياجات وظروف الاقتصاد القومي، كالتأثير الكلي على حجم الإنتاج والاستهلاك، أو التأثير القطاعي، أما تشجيعهما بإعفاءات ضريبية أو كبحهما بزيادة الضرائب.

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 169.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

2-2-3- آثار الضرائب على الادخار والاستثمار: حيث يمكن للضرائب أن تعمل على تحفيز وتشجيع الاستثمار بآلية الإعفاءات والتخفيض من الضرائب، أو توجيه الادخار نحو الاستثمار، كفرض ضرائب لتقليل القدرة على الادخار.

2-2-4- آثار الضرائب على عدالة توزيع الدخل: تستخدم لتحقيق العدالة الاجتماعية عن طريق تخفيض الضرائب غير المباشرة، واستخدام الضرائب التصاعدية التي تقيم علاقة موجبة مباشرة مع الدخل، وتعتبر أكثر عن مقدرة المكلف¹.

المطلب الثالث: سياسة التجارة الدولية وميزان المدفوعات

التجارة الدولية لها أهمية كبيرة لكل الدول المتقدمة منها والنامية باعتبارها عنصراً مهماً يؤثر على باقي متغيرات الاقتصاد الكلي، فضلاً عن دورها في توفير النقد الأجنبي وتنمية الاقتصادات، وتحقيق الاستقرار الخارجي الذي يعد أحد ركائز الاستقرار الاقتصادي، إلى جانب الاستقرار الداخلي، فما هي التجارة الدولية وأهدافها وأدواتها وأنواعها؟

I- مفهوم سياسة التجارة الدولية وأهدافها:

1- مفهوم سياسة التجارة الدولية: تعرف سياسة التجارة الدولية بأنها² " اختيار الدولة وجهة معينة ومحددة في علاقاتها التجارية مع الخارج (حرية أم حماية)، وتعتبر عن ذلك بإصدار تشريعات واتخاذ القرارات والإجراءات التي تضعها موضع التطبيق، أو هي مجموعة الوسائل التي تلجأ إليها الدولة للتدخل في تجارتها الخارجية بقصد تحقيق بعض الأهداف"

كما يعني مفهوم سياسة التجارة الدولية على أنها³ " مجموعة من القواعد والأساليب والأدوات والإجراءات والتدابير التي تقوم بها الدولة (الحكومة) في مجال التجارة الدولية لتعظيم العائد من التعامل مع العالم وفي إطار تحقيق هدف التوازن الخارجي ضمن منظومة تحقيق الأهداف الاقتصادية الأخرى للمجتمع خلال فترة زمنية معينة".

¹ هيفاء غدير غدير، السياسة المالية والنقدية ودورها في الاقتصاد السوري، منشورات الهيئة العامة السورية، بدون رقم الطبعة، 2010، ص 14.

² نذير عبد الرزاق، السياسات الاقتصادية الكلية، مطبوعة موجهة لطلبة العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، 2017-2018، ص 92.

³ عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات، مرجع سابق، ص 396.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

2- أهداف سياسة التجارة الدولية: تهدف الدولة من خلال سياسة التجارة الدولية إلى تحقيق أهداف عديدة متعددة الجوانب تتمثل في¹:

2-1- الأهداف الاقتصادية

- زيادة موارد الخزينة العامة للدولة واستخدامها في تمويل النفقات العامة بكافة أشكالها وأنواعها؛
- حماية الصناعة المحلية من المنافسة الأجنبية؛
- حماية الاقتصاد الوطني من خطر الإغراق الذي يمثل التمييز السعري في مجال التجارة الخارجية أي البيع بسعر أقل من تكاليف الإنتاج؛
- حماية الصناعة الناشئة؛ أي الصناعة حديثة العهد في الدولة حين يجب توفير الظروف الملائمة والمساندة لها؛
- حماية الاقتصاد الوطني من التقلبات الخارجية التي تحدث خارج نطاق الاقتصاد الوطني كحالات الانكماش والتضخم.

2-2- الأهداف الاجتماعية

- حماية مصالح بعض الفئات الاجتماعية كمصالح الزراعيين أو المنتجين لسلع معينة تعتبر ضرورية أو أساسية في الدولة؛
- إعادة توزيع الدخل الوطني بين الفئات والطبقات المختلفة.

2-3- الأهداف الاستراتيجية

- المحافظة على الأمن في الدولة من الناحية الاقتصادية والغذائية والعسكرية؛
- العمل على توفير الحد الأدنى من الإنتاج من مصادر الطاقة كالبترو.

II- أنواع سياسات التجارة الدولية وأدواتها: هناك نوعان من السياسات التجارية الدولية، النوع الأول هو سياسة تجارية حرة منفتحة على العالم الخارجي، والنوع الثاني هو سياسة حمائية مقيدة. ويختلف سلوك الدول في تبني السياسات تبعا لمستوى نشاطها الاقتصادي والإنتاجي، فإذا كان الاقتصاد نشطا ومنتجا ومتنوعا وقادرا على المنافسة في الأسواق العالمية مثلما يميز اقتصادات الدول المتقدمة، فإن هذه الدول سوف تميل إلى سلوك سياسة تجارية حرة منفتحة، أما في الاقتصاديات الأقل نشاطا وإنتاجا، فإن

¹ نذير عبد الرزاق، السياسات الاقتصادية الكلية، مرجع سابق، ص 92.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

هذه الدول تتبنى سياسة حمائية مقيدة، لعدم قدرة اقتصادها على المنافسة في الأسواق العالمية وهو ما يميز اقتصاديات الدول النامية.

1- سياسة حرية التجارة وأدواتها:

1-1- سياسة حرية التجارة: هي التبادل التجاري الحر دون قيود وهو المستلهم من أفكار المدرسة الطبيعية والكلاسيكية.

1-2- أدوات سياسة حرية التجارة الدولية¹:

- تحرير التعامل في الصرف الأجنبي وتعويم سعر الصرف،

- التخفيض التدريجي للرسوم الحواجز والقيود الجمركية نحو الغائها،

- إزالة القيود الكمية المباشرة،

- حوافز التصدير،

- إقامة المناطق الحرة،

- تعظيم دور القطاع الخاص في مجال التجارة الخارجية

2- سياسة الحماية التجارية:

2-1- سياسة الحماية التجارية: وهي سياسة تقييد التجارة الخارجية، أي حماية السلع والخدمات المحلية والعملية المحلية من منافسة المنتجين الأجانب، وقد استنبطت هذه الأفكار من أطروحات المدرسة التجارية التي دعت الدولة إلى اتخاذ الإجراءات اللازمة إلى تشجيع الصادرات والحد من الواردات.

2-2- أدوات سياسة حماية التجارة الدولية: وهي استخدام كل الوسائل للتأثير على المبادلات التجارية بشكل مباشر أو غير مباشر وتتمثل الأدوات في:

- الرقابة على الصرف الأجنبي وتثبيت سعر الصرف وتعدده أحياناً،

- فرض الرسوم والتعريفات الجمركية،

- إعانات التصدير والاعراق: وهي المساعدات والمنح التي تقدم للصادرات بهدف تشجيعها وتمكينها من الوقوف أمام منافسة الأسواق العالمية،

- نظام الحصص وتراخيص الاستيراد

¹ عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات، مرجع سابق، ص 417-424.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

- اتجار الدولة¹: وهو قيام الدولة أو الحكومة بنفسها أو مؤسساتها بعمليات التصدير والاستيراد، أي التدخل في إدارة عمليات التجارة الدولية إما جزئياً، أو كلياً شاملاً فيصبح لا مكان لمعظم الأدوات.

III- ميزان المدفوعات وأهميته: تركز سياسة التجارة الدولية أساساً على تحسين وضعيات ميزان المدفوعات عامة والميزان التجاري خاصة وتعتبر من سياسات الاستقرار الاقتصادي التي تعمل على تحقيق الاستقرار الخارجي الذي يؤثر على بقية المتغيرات الاقتصادية لكونه قطاع من القطاعات الاقتصادية المهمة وأحد مكونات الطلب الكلي، فضلاً عن توفير النقد الأجنبي للمساهمة في تنمية اقتصاديات الدول.

1- أهمية ميزان المدفوعات²: تبرز أهمية ميزان المدفوعات في أنه:

- يعتبر ميزان المدفوعات أداة للتحليل الاقتصادي: حيث يبين مركز دولة ما في الاقتصاد العالمي.
- يبين ميزان المدفوعات مستوى عرض العملة الوطنية والطلب عليها، وبالتالي تحديد القيمة الفعلية للعملة في أسواق الصرف الأجنبية.
- يعد مؤشر لسعر صرف العملة وكيفية استخدامه في تعديل المعاملات الاقتصادية الدولية لتصحيح اختلالات ميزان المدفوعات.
- يعطي خلاصة إجمالية للمبادلات الاقتصادية دون أن يعرض التفاصيل الضرورية التي يمكن الاستفادة منها وخاصة فيما يتعلق بأنواع الصادرات كمؤشر لمتابعة التغييرات الهيكلية في الاقتصاد المعني.

2- السياسات الاقتصادية وعجز ميزان المدفوعات: عجز ميزان المدفوعات سمة سائدة في كافة اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية، وهي في اقتصادات الدول النامية أعمق، بسبب التقلبات في الأنشطة الإنتاجية والتبادلية والائتمانية، مع اختلاف أسباب العجز حسب كل دولة، كما يعتبر عجز الميزان التجاري هو الأخطر، لأنه يعبر عن اختلال هيكلي في ميزان المدفوعات، وهو ما يعني أن الدولة تستورد سلعاً وخدمات أكثر مما تصدر، وهو ما يؤثر لاحقاً في ارتفاع المديونية وتدهور قيمة العملة المحلية وزيادة الطلب على المنتجات الأجنبية في مقابل المنتجات المحلية فينخفض الإنتاج الوطني، وتزداد معدلات البطالة، وهي نتائج على فشل السياسات الاقتصادية في تحقيق الأهداف الاقتصادية.

¹ عبد المطالب عبد الحميد، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات، مرجع سابق، ص 416.

² هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الدولي، دار جرير للنشر والتوزيع عمان (الأردن)، الطبعة الأولى، 2006، ص 236 و 237.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

3- سياسة التجارة الدولية وإدارة سعر الصرف: تتأثر التجارة الدولية بوضعيات الاستقرار والتقلبات الحاصلة في أسعار أسواق الصرف، فكون التجارة الدولية هي المعاملات التي تتم في السلع والخدمات وغيرها بين الدولة أو الاقتصاد المحلي وباقي دول العالم الخارجي، حيث تتم عبر هذه المعاملات تقابل وتنافس العملة المحلية والعملات الأجنبية وهنا تكمن الوظيفة الأساسية لسعر الصرف في تحويل الأرصدة أو القدرة الشرائية من قُطر إلى آخر، ومن عملة إلى عملة أخرى. فتحسن أسعار صرف العملة وحسن إدارة أسواق الصرف، واختيار سعر الصرف الملائم مع ظروف واحتياجات البلد تظهر آثاره الإيجابية في تشجيع الإنتاج المحلي ورفع تنافسية المؤسسات الوطنية وارتفاع الصادرات من السلع الذي يؤدي إلى تخصيص كفاء للموارد وإعادة توزيع الدخل وتنمية الصناعات المحلية.

المطلب الرابع: سياسات أخرى للاستقرار الاقتصادي

بالإضافة إلى سياسات الاستقرار الاقتصادي التقليدية المعروفة كالسياسة المالية والنقدية والتجارية، هناك سياسات أخرى للاستقرار الاقتصادي كسياسات الاستثمار وسياسات الإصلاح الاقتصادي تبنتها بعض الأنظمة الاقتصادية لظروف خاصة تتعلق بالانتقال من نظام اقتصادي إلى آخر، وتعديل هيكل وبنية اقتصاداتها. تهدف إلى تعديل هيكل الاقتصاد وتغيير النظام المالي وأساليب التمويل للوصول إلى التوازن والاستقرار الاقتصادي.

I- سياسات الاستثمار على المستوى الكلي: الانفاق الاستثماري هو المكون الرئيسي الثاني للإنفاق، الذي يؤدي دوراً أساسياً في النمو الطويل الأجل، ويُعد المكون الأكثر تقلباً في الناتج المحلي الإجمالي، وهو سبباً من الأسباب الرئيسية في حدوث الركود والانتعاش في دورة الأعمال، ولذلك فإن الاقتصادات القومية تعمل على أن تكون السياسة أو السياسات الاستثمارية على قدر كبير من الفعالية والكفاءة كي تحقق أهداف النمو والاستقرار الاقتصاديين.

1- مفهوم سياسات الاستثمار وأهدافها: ينطوي مفهوم سياسات الاستثمار على أنها¹ مجموعة من القواعد والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها الدولة (الحكومة) في أي مجتمع لتحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية وفي إطار تحقيق أكبر قدر ممكن من الزيادة في الطاقة الإنتاجية في الاقتصاد القومي، مع توزيع الاستثمارات على القطاعات والأنشطة والاقاليم الاقتصادية بالشكل الذي يحقق أعلى معدل نمو اقتصادي ممكن خلال فترة زمنية معينة. ويمكن النظر إلى سياسات الاستثمار على المستوى

¹ عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات، مرجع سابق، ص 450.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

القومي هي عبارة عن مجموعة من القواعد والمبادئ العامة والتوجهات المركزية التي تحكم العملية الاستثمارية في الاقتصاد القومي من حيث حجم وأولويات الاستثمار وتوزيع الاستثمار القطاعي والإقليمي، وجنسية الاستثمار وملكيته واستراتيجيته الإنتاجية ونمطه ومصادر تمويله خلال فترة زمنية معينة".

2- أصناف ومحددات الاستثمار

2-1- أصناف الاستثمار¹: يمكن تصنيف الاستثمار إلى عدة تصنيفات:

- استثمار إجمالي واستثمار صافي: الاستثمار الإجمالي هو القيمة الإجمالية للسلع الرأسمالية الجديدة المنتجة في اقتصاد ما خلال فترة زمنية، أما الاستثمار الصافي هو الاستثمار الإجمالي مطروحا منها الاهتلاكات.

- استثمار مستقل واستثمار تبعي (معرض): الاستثمار المستقل هو تقدم أساليب التسيير والتنظيم والتقدم التكنولوجي ومستوى المعرفة وتقنيات الإنتاج، أما الاستثمار التبعي هو الاستثمار الذي يغير حجم الدخل الكلي أي جعل حجم الدخل مرتبط بحجم الاستثمار.

- استثمار حقيقي واستثمار ظاهري: الاستثمار الحقيقي هو الإنفاق على السلع الرأسمالية الجديدة، أي الإنفاق على السلع الحقيقية، أما الاستثمار الظاهري هو الاستثمار المالي في الأصول المالية (الأسهم، والسندات، الاستثمار المصرفي).

- استثمار عمومي واستثمار خاص: الاستثمار العمومي هو الاستثمار الذي يخضع لسلطة الدولة (الحكومة)، ولا يضع الربح في المقام الأول، أما الاستثمار الخاص هو الاستثمار الذي يقوم به الخواص ويضع الربح في المقام الأول.

2-2- محددات الاستثمار: تستثمر قطاعات الأعمال عندما تتوقع أن يكسبها هذا العمل ربحا ومردودا أكبر من تكاليف الاستثمار، وتستثمر الدولة كذلك لتحقيق أهدافا اقتصادية واجتماعية واستراتيجية، هذا العائد من الاستثمار يجب أن يكون أكبر من تكاليفه ويحدد قرار الاستثمار بمحددات ثلاث:

- الإيرادات المولدة من عملية الاستثمار أو المستوى الإجمالي للمخرجات أو (الناتج المحلي الإجمالي) والتي تتعلق بالنشاط الاقتصادي كله.

- التكاليف: وهي تكاليف الإنتاج المختلفة، وتكلفة الاقتراض (أسعار الفائدة)، والضرائب.

¹ برييش السعيد، الاقتصاد الكلي، دار العلوم للنشر والتوزيع عنابة(الجزائر)، بدون رقم الطبعة، 2007، ص 135 و136.

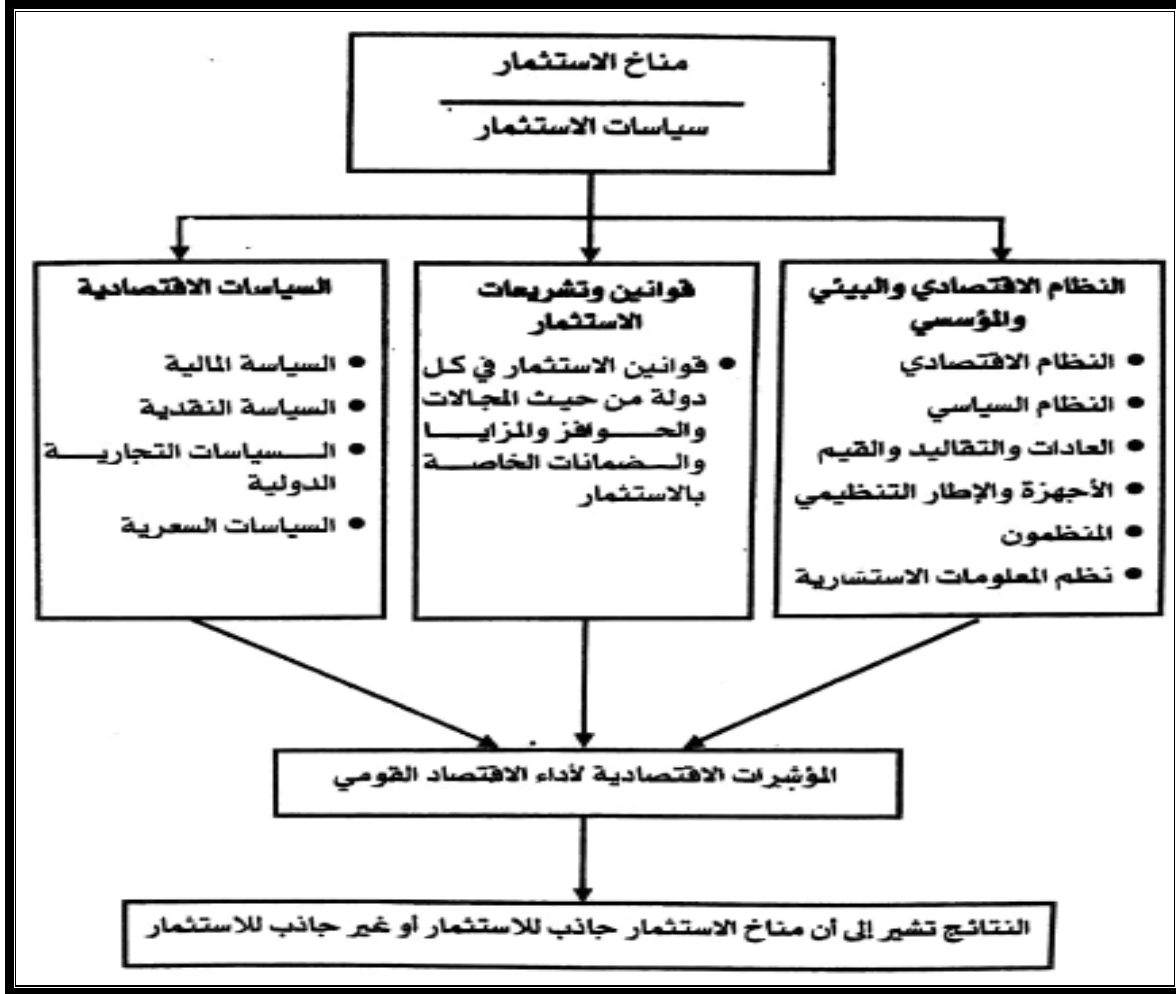
الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

- التوقعات وهي التنبؤات حول الوضع الاقتصادي العام ركوداً أو انتعاشاً، ومناخ الثقة.
- 3- **العوامل المؤثرة في الاستثمار هي:** الاستثمار يتكون من ثلاث فقرات رئيسية هي¹:
 - الاستثمار الحكومي ويشمل المستشفيات والصحة العامة والتعليم والطرق والجسور...، فهو يتأثر بسياسة الدولة.
 - الاستثمار الخاص يتأثر بعوامل عديدة هي الكفاءة الحدية لرأس المال وسعر الفائدة، التوقعات والنمو السكاني والتقدم التكنولوجي.
 - الاستثمار الخارجي: يتأثر بحالات الرخاء والكساد التي تسود الاقتصادات الأخرى، فهو يزداد في حالات الرخاء وينخفض عندما يسود الكساد.
- 4- **مناخ سياسات الاستثمار:** إن نجاح سياسات الاستثمار وفعاليتها وجدواها تتوقف على مدى توفر مناخ ملائم للاستثمار، وهو البيئة التي تشمل السياسات والمؤشرات والأدوات التي تؤثر على قرارات الاستثمار يمكن إيجازها في الفئات الثلاث:
 - السياسات الاقتصادية (المالية والنقدية والتجارية) ومتغيرات الاقتصاد الكلي؛
 - نظام الحكم والمؤسسات، بما في ذلك القيود البيروقراطية والنظم المالية والقانونية؛
 - تشمل البيئة التحتية اللازمة للاستثمار الإنتاجي.والشكل التالي يوضح مكونات مناخ الاستثمار:

¹ كامل علاوي كاظم الفتلاوي وحسين لطيف كاظم الوبيدي، **مبادئ علم الاقتصاد**، دار صفاء للنشر والاشهار عمان(الأردن)، الطبعة الأولى، 2013، ص 217.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

شكل رقم: (2 - 2) مكونات مناخ الاستثمار

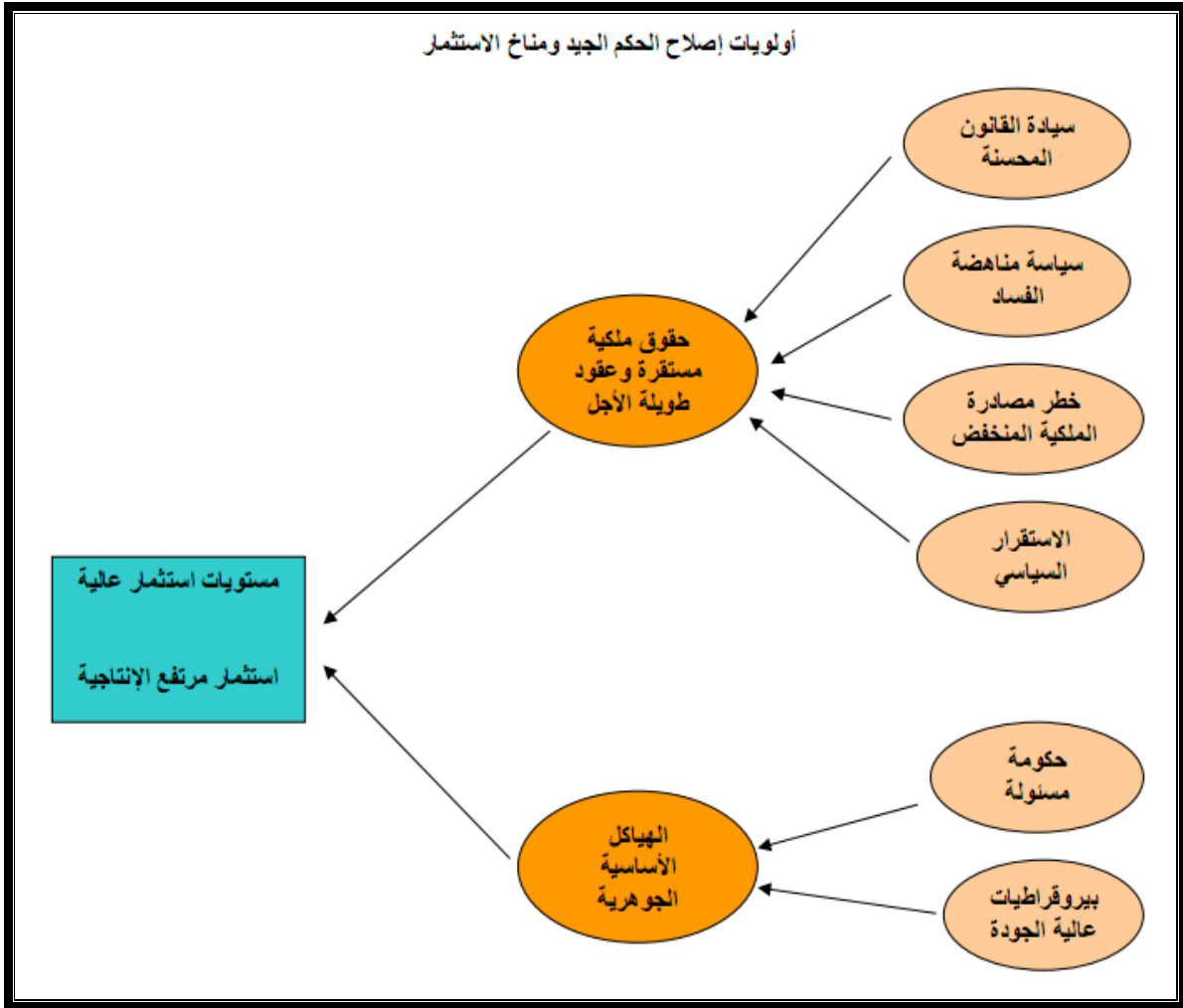


المرجع: عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات، الدار الجامعية الإسكندرية (مصر)، الطبعة الأولى، 2010، ص460.

إن تحقيق مستويات استثمار عالية ومرتفعة الإنتاج وخاصة في الاقتصادات النامية، مرتبط بإصلاح وتحسين البيئة الخاصة بالهياكل الأساسية والمؤسسية التي أُتخذت فيها قرارات الاستثمار، وتشمل الجوانب التالية: الحكم الجيد وسيادة القانون وحماية حقوق الملكية، سياسة مناهضة للفساد، استقرار سياسي. ويلخص الشكل التالي أولويات اصلاح مناخ الاستثمار:

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

شكل رقم (2 - 3) أولويات اصلاح مناخ الاستثمار



المرجع: مشتاق ه. خان، سياسات الاستثمار والتقنية، مذكرات توجيهية في السياسات والاستراتيجيات الإنمائية الوطنية، إدارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية بالأمم المتحدة (UNDESA) الأمم المتحدة، 2007، ص 28.

II- سياسات الإصلاح الاقتصادي: هي حزمة من البرامج والسياسات الاقتصادية التصحيحية الإصلاحية تبنتها الأنظمة الاقتصادية في دول عديدة، إما بإشراف وتدخل المنظمات الدولية (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي)، أو التي تبنتها الدول بعيدا عن تدخل المنظمات الدولية، وتهدف هذه السياسات إلى تصحيح الاختلالات والعجز في الاقتصادات المتعثرة، أو التصحيح والتكيف الهيكلي في الاقتصادات المتحولة من الاشتراكية إلى اقتصاد السوق.

1- مفهوم سياسات الإصلاح الاقتصادي وظروف تطبيقها:

1-1- مفهوم سياسات الإصلاح الاقتصادي: يمكن اعتبار سياسات الإصلاح الاقتصادي "الإجراءات المتخذة من قبل مختلف السلطات الاقتصادية بقصد تحسين أداء النشاط الاقتصادي وفق قواعد معيارية

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

مختارة مسبقا (آلية السوق مثلا). ويتراوح المدى الذي يمكن لهذه الإجراءات الذهاب إليه أو تتناوله بين الضيق والانتساع تبعا لعمق المشكلات والاختلالات القائمة¹.

كما تعرف سياسة التثبيت والتكيف الهيكلي على أنها² تلك الحزمة من القواعد والأدوات والإجراءات والتدابير التي تتبعها الحكومة في دولة معينة تعاني من اختلال التوازن الداخلي والتوازن الخارجي، وتكون مهمة هذه الحزمة من السياسات أن تعمل في مجموعها على تثبيت الاقتصاد وإحداث تصحيحات هيكلية لتحقيق أهدافا معينة تصب في إعادة التوازن الداخلي والخارجي خلال فترة زمنية معينة³.

يُقصد بالإصلاحات الهيكلية أو التعديل الهيكلي، مجموعة من السياسات والإجراءات الهادفة إلى رفع الطاقة الإنتاجية ودرجة مرونة الاقتصاد. ويشار إلى هذه السياسات أيضا بالسياسات الاقتصادية الجزئية لأن هدفها الأساسي هو تحسين كفاءة تخصيص الموارد بتقليص مختلف التشوهات التي تعيق عمل السوق. وبالإضافة إلى الأثر الجزئي والقطاعي لتلك الإصلاحات، فإنها تؤثر أيضا على بعض المتغيرات الكلية مثل أسعار الفائدة، الأسعار، عجز الموازنة، والميزان التجاري. ولذلك فإن وضع قيود على أسعار الفائدة مثلا يولد أسعارا حقيقية سالبة تؤثر على العائد على الاستثمار والادخار وبالتالي على النمو الاقتصادي³.

1-2- أما ظروف تطبيقها فقد ظهرت منذ السبعينيات من القرن الماضي اختلالات عميقة في اقتصادات كثير من الدول تجلت مظاهرها في:

- اختلال التوازن الداخلي والتوازن الخارجي لهذه الاقتصادات؛
- تراكم المديونية الخارجية لهذه الدول؛
- عجز كبير ومستمر لميزان المدفوعات والميزانية العامة؛
- انخفاض معدلات النمو وارتفاع معدلات التضخم.

وهي ظروف التي أدت بالدول إلى اللجوء إلى تطبيق وتنفيذ هذه السياسات، إما بشكل مستقل، أو بتبني صندوق النقد والبنك الدوليين.

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 270.

² عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات، مرجع سابق، ص 479.

³ عيسى محمد الغزالي، التصحيح الهيكلي، منشورات المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 31 السنة الثالثة، يوليو 2004، ص 04.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

2- أنواع سياسات الإصلاح الاقتصادي: تصنف سياسات الإصلاح الاقتصادي التي يتبناها صندوق النقد والبنك الدوليين إلى صنفين: الصنف الأول هي سياسات التثبيت الاقتصادي، والصنف الثاني هي سياسات التكيف أو التعديل أو التصحيح الهيكلي. أو ما يعرف بالسياسات الأصولية¹: "وهي تلك السياسات الأصولية التي يتبناها صندوق النقد الدولي، وتجد منطلقاتها الفكرية في الفكر النيو كلاسيكي الذي يعتقد بأن التضخم ظاهرة نقدية. أما السياسات غير الأصولية فهي تلك السياسات التي تم اعتمادها على وجه الخصوص في دول أمريكا اللاتينية (البرازيل والأرجنتين) بعيدا عن تدخل المنظمات الدولية معتمدة على مقارنة البنوية وتدابير أكثر تدخلية (وجود قوى الدولة)، ولقد اعتمدت لجنة الأمم المتحدة لأفريقيا مقارنة مماثلة تدعي ب (الإطار الأفريقي المرجعي لبرامج التعديل الهيكلي من أجل التقويم والتحويل الاقتصادي والاجتماعي)".

2-1- سياسات التثبيت الاقتصادي: وهي برامج موجهة للبلد الذي يعاني اختلالا بين الطلب الكلي والعرض الكلي، أي تركز على جانب الطلب بهدف إرساء الاستقرار الاقتصادي والمحافظة عليه، وهي سياسات عادة ما تكون بإبرام اتفاقية بين الحكومة المعنية- التي تقوم بسحب من شرائح الائتمان العليا في الصندوق - وصندوق النقد الدولي. وتمثل مشروطة الصندوق التي تم الاتفاق عليها في خطاب النوايا المبرمج مع الحكومة المعنية².
تهدف هذه السياسات إلى:

- استعادة التوازنات الاقتصادية الكلية بتصحيح الاختلالات وتخفيض حجم الاستهلاك المحلي والعمل على تحريك قوى السوق في اتجاه تعزيز الإنتاج المحلي،
 - كبح جماح التضخم ووضع حد للتوسع النقدي وتحرير سعر الصرف ورفع أسعار الفائدة النقدية،
 - وتخفيض العجز في الميزانية العامة وميزان المدفوعات.
- 2-2- سياسة التكيف الهيكلي: وهي مجموعة من الإجراءات الهيكلية والتنظيمية الضرورية واللازمة للتكيف مع الأوضاع الاقتصادية والتحول إلى آلية السوق وإزالة الاختلالات وتصحيح هياكل الإنتاج، وترتكز هذه السياسات على إدارة جانب العرض وتهدف إلى:
- رفع كفاءة الاقتصاد بإعادة هيكلته وتصحيح الاختلالات والتشوهات،

¹ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سابق، ص 271.

² مدني بن شهرة، الإصلاح الاقتصادي وسياسة التشغيل (التجربة الجزائرية)، دار الحامد للنشر والتوزيع عمان (الأردن)، الطبعة الأولى، 2009، ص 39 و40

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

- فتح أبواب الاستثمار الخاص وتحفيزه لاسترجاع النمو بالحد من تدخل الدولة في الاقتصاد،
- اصلاح النظام الاقتصادي والسياسات الاقتصادية لتحقيق معدلات نمو مرتفعة،
- اللجوء إلى التوازنات العامة وذلك بتقليص وترشيد الإنفاق الحكومي العام،
- تحرير التجارة الدولية وتخفيض القيود والتعريفات الجمركية.

المبحث الثالث: مؤشرات الاستقرار الاقتصادي

تعني كلمة مؤشر¹ رقم قياسي معين يقع الاعتماد عليه لمعرفة مستوى تطور الشيء أو الظاهرة المدروسة، كمعرفة مستوى الإنتاج أو الاستهلاك، أو بيع منتج، أو مجمل الإنتاج الصناعي أو الفلاحي". المؤشرات الاقتصادية²: هي مجموعة من الاحصائيات والتقارير الاقتصادية التي تستخدم في قياس أداء قطاعات الاقتصاد المختلفة لتقييم الوضع الاقتصادي ومعرفة مدى قوة الاقتصاد أو ضعفه، بالإضافة إلى القدرة على التنبؤ بالحالة الاقتصادية في المستقبل. وتصدر المؤشرات الاقتصادية بصفة دورية (سنوية أو نصف سنوية أو ربع سنوية أو شهرية أو أسبوعية). وهناك العديد من المؤشرات الاقتصادية لكل دولة، وبصفة عامة يمكن تصنيف المؤشرات الاقتصادية إلى سبعة أنواع رئيسية هي:

- 1- مؤشرات الإنتاج (GDP&OUT PUT INDICATORS): هي المؤشرات التي تقيس المستوى العام للإنتاج داخل الدولة، وتتم متابعة هذه المؤشرات بشكل يعطي صورة عامة عن مستوى النمو الاقتصادي في الدولة، ومن أشهرها مؤشر إجمالي الناتج المحلي (GDP)
- 2- مؤشرات التوظيف وسوق العمل (EMPLOYMENT INDICATORS): مؤشرات سوق العمل تشمل معدلات التوظيف وأجر العمالة وإعانة البطالة وهي أكثر ما يشغل حال صناع القرار في أية دولة.
- 3- مؤشرات الأسعار والأجور (PRICE WAGES& SALES INDICATORS): تقيس معدل التغير في الأسعار والأجور وحجم إنفاق المستهلكين، أي تعكس مستويات التضخم في الاقتصاد.
- 4- ميزان المدفوعات (BALANCE OF PAYMENT): ويطلق عليها أحيانا اسم مؤشرات التجارة الخارجية، وهذا النوع من المؤشرات يستخدم لمتابعة عمليات البيع والشراء للسلع والخدمات بالإضافة إلى

¹ محمد بشير علي، القاموس الاقتصادي، المؤسسة العربية للدراسات والنشر بيروت (لبنان)، الطبعة الأولى، 1985، ص 435.

² المتداول العربي، المؤشرات الاقتصادية، بتاريخ 2020/02/06، ص 18:24،

<https://www.arabictrader.com/ar/knowledge-base/details/91/>

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

الاستثمارات وتدفقات رؤوس الأموال التي تجرّها الدولة مع الدول الأخرى، وتكمن أهمية هذا النوع من المؤشرات في كونه يوضح التغير في العرض والطلب على منتجات الدولة.

5- مؤشرات الثقة (CONFIDENCE AND SENTIMENT INDICATORS): التي تعكس مدى ثقة ودرجة تفاؤل أو تشاؤم الفئات المكونة للاقتصاد كالمنتجين والمستهلكين والمستثمرين.

6- تقارير السياسة النقدية ومعدلات الفائدة (MONETARY POLICY AND ANTEREST STATEMENT) هي تقارير تحركات البنك المركزي ونتائج اجتماعات لجان السياسة النقدية فيها وخطة التعامل مع الأوضاع الاقتصادية، وقرارات معدل الفائدة، ويعتبر هذا النوع من التقارير هو أحد أقوى محركات السوق.

7- مؤشرات قطاع الإسكان: (HOUSING INDICATORS) قطاع الإسكان هو أحد أهم القطاعات الاقتصادية، حيث يعتبر قطاعاً رائداً للاقتصاد، ويؤدي التحسن فيه إلى تحسن عام في الأوضاع الاقتصادية، ومن هنا تأتي أهمية مؤشراته.

وسيتم التركيز في هذه الدراسة على المؤشرات الاستقرار الاقتصادي الأربعة وهي: الناتج المحلي الإجمالي، والبطالة، والتضخم، وميزان المدفوعات. التي تمثل أركان المربع السحري لكالدور:

المطلب الأول: الناتج المحلي الإجمالي

يعد الناتج المحلي أهم مؤشرات الاستقرار الاقتصادي، وأفضل مقياس لأداء الاقتصاد، لأنه يُستعمل للدلالة على استقرار الاقتصاد أو عدم استقراره، وأول ما يشار إليه كمظهر من مظاهر الأزمات الاقتصادية. فما هو الناتج المحلي الإجمالي وما أهميته؟ وكيفيه حسابه؟

I- مفهوم الناتج المحلي الإجمالي وأهميته:

1- مفهوم الناتج المحلي الإجمالي: "الاسم الذي نطلقه على القيمة النقدية للسلع والخدمات النهائية المنتجة داخل حدود دولة ما في السنة، أو إنه الرقم الذي نتوصل إليه حين يُطبق المقياس النقدي على مختلف السلع والخدمات التي ينتجها بلد ما باستخدام أرضه وعماله وموارده الرأسمالية، ويساوي الناتج المحلي الإجمالي مجموع القيمة النقدية لكل مبلغ الاستهلاك والاستثمار ومشتريات، وصافي الصادرات إلى بلدان أخرى"¹.

¹ بول ا. مويلسون وويليام د. نورد هاوس، الاقتصاد، مرجع سابق، ص 436 و 437.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

أو هو " مجموع قيم السلع والخدمات النهائية على اختلاف أنواعها (بما في ذلك مخصصات استهلاكات السلع الاستثمارية أو استثمارات الإحلال)، التي ينتجها المجتمع الاقتصادي المعين محليا خلال فترة زمنية معينة"¹.

2- أهمية الناتج المحلي الإجمالي:

1- غالبًا ما يعتبر الناتج المحلي الإجمالي أفضل مقياس لمدى أداء الاقتصاد. يتم حساب هذه الإحصائية كل ثلاثة أشهر، من عدد كبير من مصادر البيانات الأولية. تشمل المصادر الأساسية كلاً من البيانات الإدارية، والتي هي من المنتجات الثانوية للوظائف الحكومية مثل جمع الضرائب، والبرامج التعليمية، والدفاع، والتنظيم، والبيانات الإحصائية، والتي تأتي من المسوحات الحكومية، على سبيل المثال، مؤسسات البيع بالتجزئة، وشركات التصنيع، والنشاط الزراعي. ومن الواضح أن الناتج المحلي الإجمالي هو مقياس للأداء الاقتصادي. والغرض من الناتج المحلي الإجمالي هو تلخيص كل هذه البيانات برقم واحد يمثل القيمة النقدية للنشاط الاقتصادي في فترة زمنية محددة².

2- الناتج المحلي الإجمالي هو المقياس الأوسع للنشاط الاقتصادي والأكثر استخدامًا، إذ يعبر عن مردود المنظومة الاقتصادية مجملها في فترات سابقة، ومدى نجاعة السياسات الاقتصادية المطبقة، للاستعانة بها على رسم السياسات والخطط الاقتصادية مستقبلاً.

3- الناتج المحلي الإجمالي مؤشراً متميزاً جداً لمتابعة التقلبات الاقتصادية (الدورية وغير الدورية) على كل المديات القصيرة والمتوسطة والطويلة الأجل، ويمكن من خلاله قياس كمية السلع والخدمات في بلد ما في فترة زمنية معينة، كما يكمن من خلال هذا المؤشر تفسير العديد من المشاكل والظواهر الاقتصادية التي تعاني منها الدول والمجتمعات كالتضخم والبطالة والركود³.

II- طرق تقدير الناتج المحلي الإجمالي: يستعمل الاقتصاديون ثلاث طرق أساسية لتقدير الناتج المحلي الإجمالي وهي:

¹ حسين عمر، مبادئ علم الاقتصاد: المشكلة الاقتصادية والسلوك الرشيد تحليل جزئي وكلي، دار الفكر العربي القاهرة (مصر)، الطبعة السابعة، 1989، ص 602.

² Gregory Mankiw, **MACROECONOMICS**, Worth Publishers New York (U.S.A), Seventh Edition, 2010, P 18.

³ احمد النبهاني، الجهاز المصرفي والاستقرار الاقتصادي، مرجع سابق، ص48.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

1- طريقة المنتجات النهائية (القيمة المضافة): وهي طريقة تقدير الناتج المحلي الإجمالي كمقياس للنشاط الاقتصادي، وهو مجموع قيم السلع والخدمات النهائية المنتجة في الاقتصاد الوطني خلال فترة معينة، وتعني كلمة نهائية، أي عدم احتساب السلع والخدمات الوسيطة التي تستعمل في الإنتاج، لتجنب ازدواج عدّ السلع والخدمات الوسيطة، أما إذا لم تستخدم في الإنتاج في تلك الفترة فإنها تدخل في حساب الناتج المحلي الإجمالي، وتحسب هذه الطريقة بواسطة:

مجموع القيم المضافة: حيث يساوي الناتج المحلي الإجمالي مجموع القيم المضافة حيث:

$$Y = \sum VA = VA1 + VA2 + VA3 \dots \dots VAn$$

2- طريقة الدخل لقياس الناتج المحلي الإجمالي: وتحسب الناتج المحلي الإجمالي عن طريق إضافة الدخل الإجمالي في الاقتصاد، الموزع على عوامل الإنتاج: العمل، ورأس المال، والأرض، والتنظيم، حيث

- الأجور وهي العائد من العمل والجهد المبذول في الإنتاج، ونرمز لها بالرمز (Y_w) ؛
- الفائدة وهي العائد على رأس المال المقترض من أجل الاستثمار، ونرمز لها بالرمز (Y_i) ؛
- الربح الناتج من تأجير الأراضي والعقارات، ونرمز لها بالرمز (Y_r) ؛
- الأرباح التي يتلقاها أصحاب المشاريع أو التنظيم، ونرمز لها بالرمز (Y_p) .

ويجمع هذه الدخول نتحصل على معادلة الدخل الوطني الذي يكافئ الناتج المحلي الإجمالي:

$$Y = Y_w + Y_i + Y_r + Y_p$$

3- طريقة الإنفاق لقياس الناتج المحلي الإجمالي يتم الحصول على منظور مختلف حول مكونات الناتج المحلي الإجمالي من خلال النظر إلى جانب الإنفاق في حسابات الدخل القومي. يقيس نهج الإنفاق إجمالي الناتج المحلي على أنه إجمالي الإنفاق على السلع والخدمات النهائية المنتجة داخل الدولة خلال فترة زمنية محددة. تتم إضافة أربع فئات رئيسية من الإنفاق للحصول على الناتج المحلي الإجمالي: الاستهلاك، والاستثمار، والمشتريات الحكومية للسلع والخدمات، وصافي الصادرات من السلع والخدمات. المعبر عنها بالرموز:

$$Y = \text{إجمالي الناتج المحلي} = \text{إجمالي الإنتاج (أو الاخراج)} = \text{إجمالي الدخل} = \text{إجمالي النفقات؛}$$

$$C = \text{الاستهلاك؛}$$

$$I = \text{الاستثمار؛}$$

$$G = \text{المشتريات الحكومية للسلع والخدمات؛}$$

$$NX = \text{صافي الصادرات من السلع والخدمات.}$$

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

مع هذه الرموز، نعبر عن نهج الإنفاق لقياس الناتج المحلي الإجمالي بالمعادلة التالية:

$$Y = C + I + G + NX$$

تسمى هذه المعادلة هوية الدخل لأنها تشير إلى أن الدخل، Y ، يساوي إجمالي النفقات،

$(C + I + G + NX)$. وهذه المعادلة هي واحدة من العلاقات الأساسية في الاقتصاد الكلي¹.

III- بعض المفاهيم مرتبطة بالناتج المحلي الإجمالي: هناك بعض المفاهيم الأخرى لها علاقة بالناتج المحلي الإجمالي وهي:

1- الناتج المحلي الحقيقي والناتج المحلي الإسمي: فالناتج المحلي الإسمي هو قيمة السلع والخدمات المنتجة بالأسعار الحالية - لأن الأسعار تتغير من سنة إلى أخرى - وعليه فإن حساب الناتج المحلي الإجمالي كدلالة على أداء الاقتصاد لفترات متعددة، حيث يتم تعديل الناتج المحلي الإسمي بمؤشرات الأسعار والتضخم عن طريق العلاقة التالية:

الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي = الناتج المحلي الإجمالي الاسمي / معامل انكماش الناتج المحلي الإجمالي.

حيث يعكس معامل انكماش إجمالي الناتج المحلي ما يحدث للمستوى الإجمالي للأسعار في الاقتصاد. ويتم استخدامه لتقليص (أي إخراج التضخم) من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي لإنتاج إجمالي الناتج المحلي الحقيقي.

2- الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق يساوي:

الناتج المحلي بأسعار السوق = الناتج المحلي بأسعار تكلفة عوامل الإنتاج + الضرائب - إعانات الإنتاج

3- الناتج المحلي الإجمالي والناتج القومي (الوطني) الإجمالي: الناتج المحلي الإجمالي (GDP) هو عبارة عن الناتج القومي الإجمالي (GNP) مطروحا منه صافي مدفوعات العوامل من الخارج (NEP)، والتي تساوي الدخل المدفوع لعوامل الإنتاج المحلية من قبل بقية العالم مطروحا منه الدخل المدفوع لعوامل الإنتاج الأجنبية من الاقتصاد المحلي، ويُعبّر عنه بالعلاقة التالية:

$$GDP = GNP - NEP$$

المطلب الثاني: مؤشر البطالة

مشكلتنا البطالة والتضخم من أكثر القضايا صعوبة وتأثيرا على المستويات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، فالمعدلات المرتفعة من البطالة والتضخم تثيران قلقا شديدا وتحديا كبيرا لصناع السياسات

¹ Andrew B. Abel and Others, **Macroeconomics**, op-cit, p 30

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

الاقتصادية من أجل تحقيق أهداف الاستقرار الاقتصادي، لأن آثارهما مباشرة وواضحة حيث يتأثر بهما الجميع تقريباً.

I- مفهوم البطالة وأنواعها

1- مفهوم البطالة: طبقاً للتعريف الذي اعتمده المؤتمر الثالث عشر لخبراء إحصاءات العمل، الذي عقد في "جنيف" في أكتوبر سنة 1982م، وأقرته منظمة العمل الدولية في الدورة الواحدة والسبعين لمؤتمر العمل الدولي، فإن البطالة تشمل كافة الأشخاص الذين هم في سن العمل وراغبين في العمل وباحثين عن العمل ولكنهم لا يجدون عملاً وذلك خلال فترة الإسناد (الإسناد: هي الفترة التي تقاس فيها البطالة)¹.

2- أنواع البطالة: يميز الاقتصاديون أربعة أنواع رئيسية للبطالة وهي:

1-2- البطالة الموسمية: وهي البطالة التي تحدث تبعاً للأنشطة الاقتصادية الموسمية، حيث تزدهر بعض الأنشطة الاقتصادية في مواسم وتتخفض في مواسم أخرى كالنشاط الفلاحي.

2-2- البطالة الاحتكاكية: وتسمى كذلك البطالة المؤقتة أو الانتقالية وهذا النوع يحدث نتيجة التطورات في سوق العمل، والمعلومات الناقصة، وعدم تواجد طالب العمل والمنصب الشاغر في مكان واحد وبسبب الحركة المستمرة للأفراد والانتقال من مناطق إلى أخرى بحثاً عن وظائف جديدة.

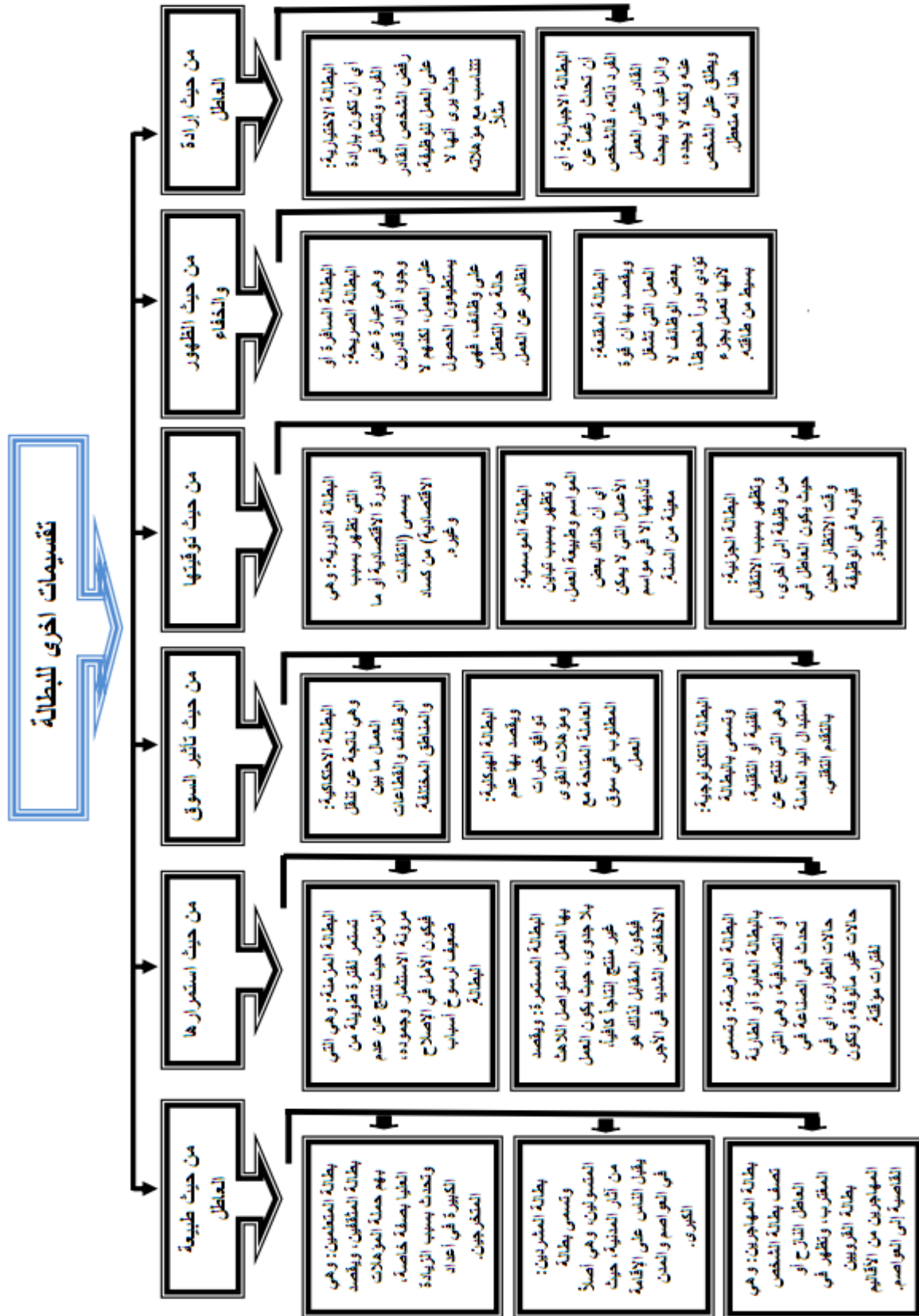
2-3- البطالة الهيكلية: ينشأ هذا النوع من البطالة من التغيرات الهيكلية في الاقتصاد، حيث تنمو قطاعات ومهن معينة، وتتراجع قطاعات ومهن أخرى، فيحدث عدم تكافؤ بين طلب العمل والمعرض منه بين القطاعات، أي عدم وجود توافق بين وظائف الباحثين عن العمل وبين ما هو متاح من وظائف.

2-4- البطالة الدورية: يحدث هذا النوع نتيجة الركود والتراجع في النشاط الاقتصادي، أي تباطؤ الاقتصاد وانخفاض الطلب الكلي والمخرجات، فترتفع معدلات البطالة الدورية في فترات الكساد والركود.

وهناك تقسيمات أخرى للبطالة يمكن تلخيصها في الشكل التالي:

¹ صالح خصاونة، مبادئ الاقتصاد الكلي، مرجع سابق، ص 163.

شكل رقم (2 - 4) تقسيمات أخرى للبطالة



المرجع: شهاب اليمي، فعالية أدوات السياسة المالية في توجيه النشاط الاقتصادي دراسة قياسية لحالة الجزائر (2000-2014)، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة عمار تليجي الاغواط، 2019/2018 ص 118.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

3- التمييز بين الأنواع الثلاثة¹: البطالة الاحتكاكية والهيكلية تستلزمان كلاً منهما تواجد بطالة وشواغر لم تملأ، وأحد الفروق بينهما هو أن البطالة تكون احتكاكية إذا كانت البطالة والشواغر موجودة في الصناعة نفسها أو في الحرفة نفسها. وتكون البطالة هيكلية إذا كانت البطالة والشواغر موجودة في صناعات مختلفة أو في حرف مختلفة، وتتطوي على عقبات أكبر مثلًا القيام بإعادة التدريب لجعل العاطلين مؤهلين لأشغال الوظائف، أما البطالة الدورية فتشتمل على هذه الفكرة وهي أن بعض الصناعات تتناوب بين فترات من النشاط العالي والنشاط المنخفض، وأن البطالة ترتبط بفترات الدورة الثانية.

II- تكاليف البطالة وآثارها السلبية: البطالة من الظواهر غير المرغوبة فيها عند كل المجتمعات، حيث تؤثر المعدلات المرتفعة من البطالة في هدر الموارد والطاقات الاقتصادية وهدر الموارد البشرية واستغلالها في الإنتاج والدخل والاستهلاك، وتتسبب في آثار سلبية وارتفاع التكلفة على المستوى الاقتصادي والاجتماعي.

1- الآثار الاقتصادية:

- تعتبر الموارد البشرية من أهم الموارد الاقتصادية وتعطيل جزء من هذه الموارد هو هدر لجزء من الطاقات الاقتصادية وعدم استغلالها على الوجه الأكمل،
- هدر لفرصة استغلال هذه الطاقات في الإنتاج والدخل وما يمكن للعاطلين عن العمل تقديمه.
- 2- الآثار الاجتماعية: إذا كانت التكلفة الاقتصادية للبطالة كبيرة، فإن تكلفتها الاجتماعية أكبر، فآثارها الاجتماعية هي:
 - حجم المعاناة الاجتماعية والنفسية التي يعاني منها الأفراد العاطلين عن العمل وما تسببه من شعور بالإحباط وعدم الانتماء،
 - استمرار البطالة وارتفاعها مدعاة إلى تفشي الجرائم وارتفاع معدلاتها، وزيادة معدلات الاختلالات النفسية والعقلية، وتفشي الأمراض. وقد وثقت دراسة أمريكية في جامعة (هوينكر) الأمريكية العلاقة الارتباطية بين البطالة وهذه الأمراض والجرائم².

¹ ج. د. ورسك، البطالة مشكلة سياسية اقتصادية، ترجمة محمد عبد العزيز ومحمد سالم كعبية، منشورات قار يونس بنگازي (ليبيا)، الطبعة الأولى، 1997، ص 106 و 107.

² صالح خصاونة، مبادئ الاقتصاد الكلي، مرجع سابق، ص 166.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

III- قياس البطالة: وفقا لتعريف الذي أقرته منظمة العمل الدولية؛ والذي يُعرّف البطالة بأنها تشمل كافة الأشخاص الذين هم في سن العمل وراغبين في العمل وباحثين عن العمل ولكنهم لا يجدون عملا وذلك خلال فترة الإسناد. ولذلك فإن اعتبار شخص ما بطلال أو عاطل عن العمل يجب أن يكون:

- سنة بين 16 سنة و56 سنة، حسب المكتب الدولي للعمل للبطالة.

- أن يرغب في العمل وبيحث عنه ولكنه لم يجده.

وفقا لذلك يمكننا التمييز بين الفئات التالية:

- العاملون: هم الأفراد الذين يقبلون بأي عمل مقابل أجر، ويندرج ضمن هذه الفئة الأشخاص الذين لديهم وظائف إلا أنهم متغيبون بسبب المرض أو الإضراب أو الإجازة.

- العاطلون عن العمل: وتظم هذه المجموعة الأشخاص غير العاملين، إلا أنهم يرغبون في العمل وبيحثون عنه.

- ليسوا ضمن القوى العاملة: وتشمل هذه الفئة غير النشطة وهي الفئة التي أعمارها أقل من ستة عشرة عاما وأكبر من ستون عاما، بالإضافة إلى فئة طلاب المدارس وربات البيوت والمتقاعدين، والمرضى بحيث أنهم لا يستطيعون العمل.

- القوة العاملة: وتشمل جميع الأشخاص العاملون والعاطلون عن العمل.

وتقاس البطالة على أساس القوة العاملة أي نسبة العاطلين عن العمل من مجموع القوة العاملة بالصيغ التالية:

دائرة السكان = الفئة النشطة [16 سنة إلى 56 سنة + الفئة غير النشطة ... <16 سنة و >56 سنة....]

القوة العاملة = العاملون + العاطلون عن العمل

$$\text{معدل البطالة} = 100 \times \frac{\text{عدد العاطلين عن العمل}}{\text{اجمالي القوة العاملة}}$$

IV- علاقة البطالة بالنتاج المحلي الإجمالي:

في دراسة للاقتصادي "آرثر أوكن (Arthur Okun)"، أجراها في بداية الستينات عن العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي والبطالة في الولايات المتحدة الأمريكية، وجد أن ارتفاع أو انخفاض في الناتج المحلي الإجمالي أو النشاط الاقتصادي يؤثر على معدل البطالة وينص قانون أوكن على " أنه مقابل انخفاضا مقداره 02% في الناتج المحلي الإجمالي، ترتفع البطالة بمقدار 01% والعكس صحيح"

المطلب الثالث: مؤشر التضخم

تكلفة التضخم لا تقل في آثارها السلبية عن آثار تكلفة البطالة، ولذلك يشار إلى البطالة والتضخم باسم " الشرور المزدوجة للاقتصاد"، ولذلك فإن استقرار المستوى العام للأسعار والعمالة الكاملة يعتبران من الأهداف الرئيسية للسياسات الاستقرار الاقتصادي. فظاهرتي التضخم والبطالة تعاني منهما جميع الدول المتقدمة والنامية على حد سواء.

I- مفهوم التضخم وأنواعه:

1- مفهوم التضخم: المفهوم الأكثر شيوعاً للتضخم هو أنه الزيادة المستمرة في المستوى العام للأسعار، أو الارتفاع العام والمستمر في المستوى العام للأسعار. وهو مفهوم يتفق في المعنى مع تعريف النظرية الكمية للنقود التي تعتبر من أقدم النظريات في تفسير التضخم¹ " بأنه الزيادة المحسوسة في كمية النقود، أو أنه ينتج عن الزيادة في عرض النقود والائتمان، أو أنه الزيادة في كمية النقود التي تؤدي إلى ارتفاع الأسعار، أو أنه زيادة الأسعار نتيجة لزيادة الإصدار أو زيادة الائتمان المصرفي".

كما يُعرّف التضخم² "على أنه ارتفاع في مستوى العام للأسعار في الاقتصاد وهو ارتفاع يدوم ويستمر طول الوقت وفي هذا التعريف كلمتان في غاية الأهمية وهما كلمة عام وكلمة مستدام أو مستمر، ونحن نستخدم كلمة عام للدلالة على أننا لا نتحدث عن ارتفاع في سعر سلعة أو خدمة واحدة، بل نتحدث عن السلع والخدمات داخل اقتصاد معين. أما مصطلح مستدام أو مستمر فتعني أن التضخم ليس مجرد ارتفاع في مستوى الأسعار العامة لمرة واحدة، ولكن يعني زيادة مستمرة ومتواصلة في الأسعار".

2- أنواع التضخم: يمكن تصنيف التضخم إلى ثلاثة أنواع حسب مستوى شدته³:

1-2- التضخم المعتدل: وهي الحالة التي ترتفع فيها الأسعار ببطء وبشكل يمكن توقعه، حيث تكون الأسعار مستقرة نسبياً، يثق الناس في النقود ويكونون على استعداد للاحتفاظ بها والارتباط بعقود نقدية طويلة المدى، لأنهم على ثقة من أن الأسعار وتكاليف السلع التي يشترونها لن تبتعد كثيراً عن وضعها الحالي.

¹ احمد فوزي ملوخية، مبادئ الاقتصاد، مرجع سابق، ص 308.

² جورج باكلي وسوميت ديساي، كل ما تحتاج إلى معرفته عن علم الاقتصاد، دار الفجر للنشر والتوزيع القاهرة (مصر)، الطبعة الأولى، 2013، ص 47.

³ بول ا. مويلسون وويليام د. نورد هاوس، الاقتصاد، مرجع سابق، ص 611 و612.

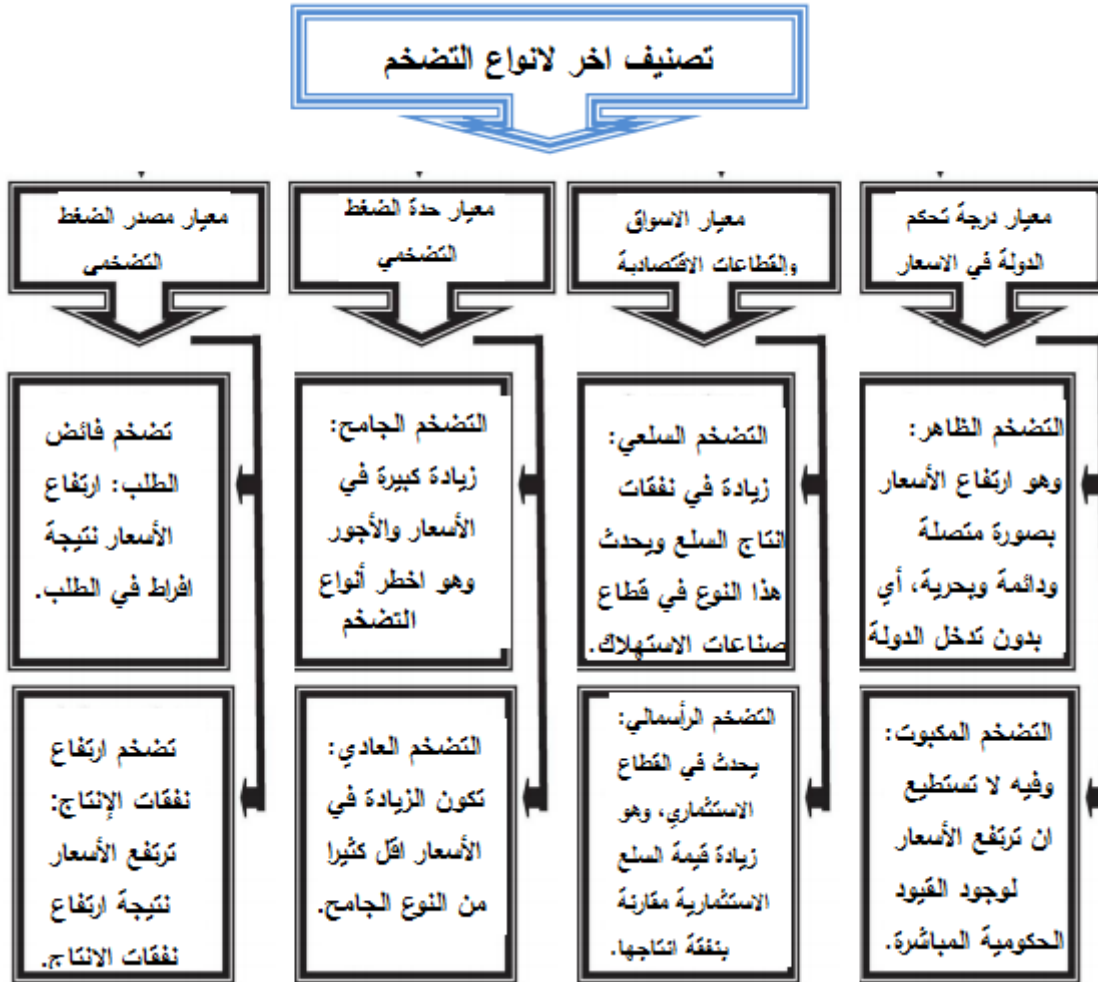
الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

2-2- التضخم السريع: وفي هذه الحالة ترتفع الأسعار بسرعة وتفقد النقود قيمتها بسرعة لذلك لا يحتفظ الناس إلا بالحد الأدنى من النقود اللازمة للتعاملات اليومية، وحين يستفحل التضخم السريع تحدث انحرافات اقتصادية خطيرة.

2-3- التضخم الجامح: وهو أخطر أنواع التضخم، حين ترتفع الأسعار والأجور والتكاليف ارتفاعا شديدا، وفي هذه الحالة يفقدون الناس ثقتهم تماما في النقود ويحاولون الاحتفاظ بالأشياء والتخلص من النقود.

وهناك تصنيف آخر لأنواع التضخم حسب أربعة معايير نلخصها في الشكل التالي:

شكل رقم: (2 - 5) أنواع التضخم



المرجع: من اعداد الطالب اعتماد على مرجع، أحمد فوزي ملوخية مبادئ الاقتصاد، مركز الإسكندرية للكتاب(مصر)، بدون رقم الطبعة، 2009، ص 309-310.

II- أسباب التضخم وآثاره الاقتصادية:

1- أسباب التضخم: ترجع بعض النظريات في تفسير حدوث التضخم إلى الأسباب التالية:

- التضخم الناتج عن تزايد الطلب: وهو تفسير حدوث التضخم إلى الزيادة الكبيرة في الطلب الكلي على العرض الكلي، فحين يرتفع الطلب الكلي بسرعة أكبر من الإمكانيات الإنتاجية يجذب السعر إلى الأعلى حتى يتوازن العرض الكلي مع الطلب الكلي المتزايد. ويمكن وصف هذه الحالة بمقولة الاقتصادي ميلتون فريدمان " مال أكثر يتعقب قلة قليلة من السلع"¹.

- التضخم بسبب زيادة التكاليف: وهو تفسير سبب حدوث التضخم بزيادة التكاليف كالأجور بوجود ضغط النقابات، أو ارتفاع أسعار الموارد، أو تقلبات أسعار الصرف. تؤدي زيادة التكاليف إلى رفع أسعار السلع والخدمات المنتجة، وتركز هذه النظرية في تفسيرها على جانب العرض الكلي عكس النظرية الأولى.

- التضخم الهيكلي: وهو تفسير حديث لحدوث التضخم خاصة في الدول النامية، ويرى هذا الاتجاه في تفسير حدوث التضخم إلى زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي، نتيجة تنفيذ برامج ومشروعات التنمية الاقتصادية والاجتماعية وعدم مرونة الجهاز الإنتاجي، فترتفع الأسعار كنتيجة لذلك.

2- آثار التضخم: التضخم له آثار خطيرة ومكلفة على البنية الاقتصادية والكفاءة الاقتصادية، فهو يعمل على تشويه المؤشرات الاقتصادية، التي تعتبر مرشد لوضعي سياسات الاستقرار الاقتصادي، وتمتد آثاره إلى الناحية الاجتماعية والسياسية، فيؤثر على:

- الدخل وتوزيع الثروة لصالح الدّخول المتغيرة (الأرباح والفوائد، والإيجارات)، على حساب الدّخول الثابتة (الأجور والرواتب، والحوافز). ولصالح المدينين على حساب الدائنين، فيؤدي إلى زيادة التفاوت في الدّخول واختلال التوازن الاجتماعي؛

- قيمة النقود فيؤدي إلى فقدان النقود لقيمتها ووظائفها: كوسيط للمبادلة ومخزن للقيمة ومقياسا لها، وتخفض تبعاً لذلك رغبة الأفراد في الادخار والاحتفاظ بالأشياء بدل النقود؛

- يتسبب في اختلال وعجز ميزان المدفوعات، حيث يقلل من الميزة التنافسية للسلع المحلية بسبب ارتفاع أسعارها لصالح السلع الأجنبية، ويدفع برؤوس الأموال نحو الخارج؛

¹ جورج باكلي وسوميت ديساي، كل ما تحتاج إلى معرفته عن علم الاقتصاد، مرجع سابق، ص 55.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

- يؤثر على الكفاءة الاقتصادية عامة فيؤثر على الإنتاج والاستثمار والادخار.
- واجمالاً فإن التضخم يعكس صورة غير حقيقية لقيمة السلع والخدمات، ويؤثر على القيمة الحقيقية لثروات المجتمع وسوء توزيع الدخل، ولا تقتصر آثاره السلبية على الجانب النقدي فقط بل تشمل الجانب المالي والحقيقي واختلال ميزان المدفوعات.

III- قياس التضخم: يتم قياس التضخم بثلاثة مقاييس هي الأشهر في قياس التضخم وهي:

- 1- مؤشر أسعار المستهلك أو (الرقم القياسي للأسعار الاستهلاكي): يعتبر مقياس التضخم هذا الأوسع انتشاراً، وهو يقيس سعر السلع والخدمات التي يشتريها المستهلكون في أوقات مختلفة، ويحول هذا المقياس أسعار السلع والخدمات إلى مؤشر واحد يقيس مستوى العام للأسعار بالمعادلة التالية:

$$IPC = \frac{\sum P_1 * Q_0}{\sum P_0 * Q_0}$$

معدل التضخم (INF) يساوي:

$$INF = \frac{IPC_1 - IPC_2}{IPC_1}$$

حيث:

P_0 و P_1 : هما سعر السلعتين في السنة المقارنة وسنة الأساس على التوالي.

Q_0 هي كمية السلعة

IPC_1 الأرقام القياسية في سنة الأساس

IPC_2 الأرقام القياسية في سنة المقارنة

INF معدل التضخم.

- 2- مكمش (مثبط) الناتج المحلي الإجمالي: ويستخدم هذا المقياس لتعديل قيمة الناتج المحلي الإجمالي

بعد استبعاد تأثير ارتفاع الأسعار بالعلاقة التالية:

$$مكمش الناتج المحلي = \frac{الناتج المحلي الاجمالي الاسمي}{الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي} \times 100$$

- 3- مؤشر أسعار المنتج: وهو أقدم المؤشرات 1890م، ويقاس مستوى الأسعار عند مرحلة الإنتاج أو

البيع بالجملة.

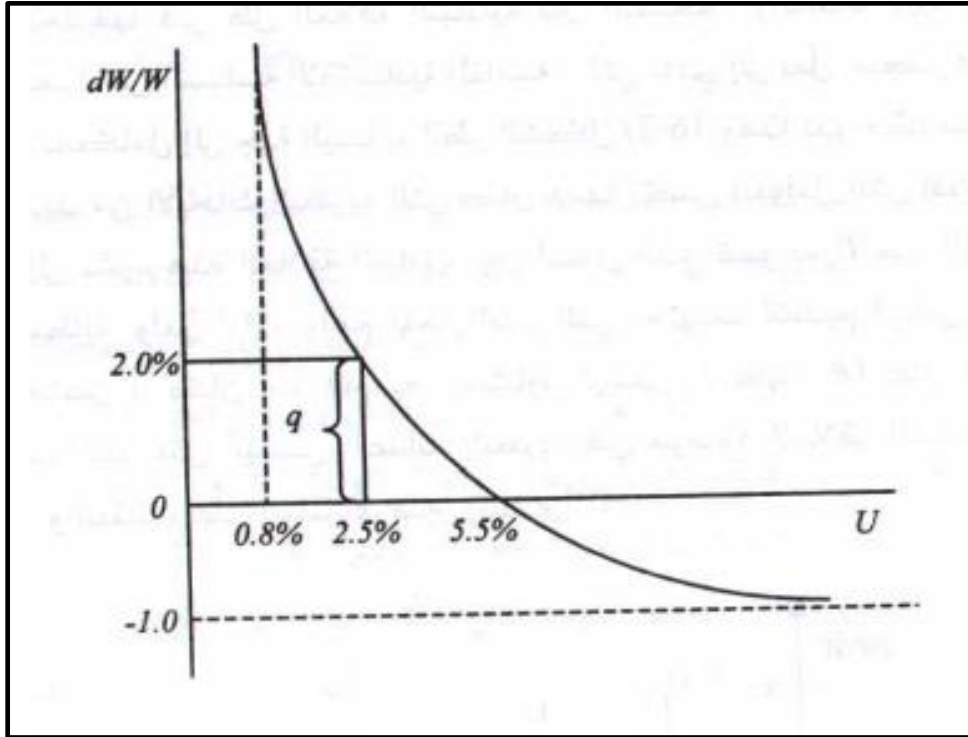
- IV- علاقة التضخم بالبطالة: قام "الليان وليام فيليبس (A.W.H PHILIPS)"، في نهاية الخمسينات

بنشر بحثه المشهور حول العلاقة التاريخية التي وجد أنها تربط ما بين معدل البطالة والمعدل التي تتغير

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

به الأجر النقدي، حيث ثبتت بوضوح أن هناك علاقة دالية مستقرة وثابتة تربط معدل التغير في الأجر النقدي (dw/w)، وبين معدل البطالة (U)، وهي العلاقة التي أصبحت تعرف فيما بعد بمنحنى فيليبس ويقدم لنا الشكل رقم (2-6) صورة توضيحية لتلك العلاقة العكسية وغير الخطية التي تربط بين هذين المتغيرين:

شكل رقم: (2 - 6) منحنى فيليبس



المصدر: أسامة بشير الدباغ، البطالة والتضخم المقولات النظرية ومناهج السياسة الاقتصادية، الاهلية للنشر والتوزيع عمان (الأردن)، الطبعة الأولى، 2007، ص197.

وقد لوحظ أن تلك العلاقة غير الخطية تقع ضمن خطي مقارنة أو نهاية الأول، ويوضح أن معدل التغير في الأجر النقدي يبلغ قيمة لانتهائية، وذلك عندما ينخفض معدل البطالة إلى المستوى (0.8%)، ويوضح أن معدل التغير في الأجر النقدي يبلغ حده الأدنى عند (-1.0%)، وذلك عندما يرتفع معدل البطالة ليشمل جميع المعروض من العمال في سوق العمل أي نسبة (100%)، وكما هو ظاهر من الشكل فإن منحنى فيليبس يقطع المحور الأفقي عند معدل البطالة البالغ (5.5%)، وقد قدر فيليبس على

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

أساس هذا وعلى أساس تقديره لمعدل النمو في الإنتاجية (q) أن معدل البطالة الذي لا يرافقه زيادة في معدل الأجور أي (dw/w)، يقدر بنحو (2.5%)¹.

المطلب الرابع: ميزان المدفوعات

I - مفهوم ميزان المدفوعات ومكوناته:

1- ميزان المدفوعات: سجل محاسبي أو بيان حسابي شامل لكل المعاملات الاقتصادية بين الدولة والعالم الخارجي، حقوقاً والتزامات في فترة زمنية معينة تكون عادة سنة واحدة.

2- مكونات ميزان المدفوعات: يمكن ايجاز مكونات ميزان المدفوعات في الجدول الموالي:

جدول رقم: (2 - 1) أقسام ومكونات ميزان المدفوعات

الميزان / الحساب	مدین	دائن	الرصيد عجز (-) / فائض (+)
الميزان التجاري		X	
	X		
ميزان الخدمات		X	
	X		
رصيد ميزان العمليات الجارية			
رصيد ميزان الخدمات			
ميزان التحويلات	X	X	
		X	
		X	
			(-) ، (+)
رصيد ميزان التحويلات			
رصيد ميزان العمليات الجارية والتحويلات			
العمليات		X	
		X	
			(-) ، (+)
الرصيد النهائي لميزان المدفوعات			
بنود السهو والخطأ وبنود الموازنة			
	X	X	

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات، ص 430.

¹ أسامة بشير الدباغ، البطالة والتضخم المقولات النظرية ومناهج السياسة الاقتصادية، الاهلية للنشر والتوزيع عمان (الأردن)، الطبعة الأولى، 2007، ص 196 و 197.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

- II- أهمية ميزان المدفوعات¹:** تعكس بيانات ميزان المدفوعات دلالاتها الخاصة التي تعبر عن الأحوال الاقتصادية للبلد بغض النظر عن الفترة الزمنية التي تغطيها دراسة هذه البيانات، لذلك فإن تسجيل هذه المعاملات الاقتصادية الدولية في حد ذاتها مسألة حيوية لأي اقتصاد وطني للأسباب التالية:
- يعكس قوة الاقتصاد الوطني للدولة: إن هيكل المعاملات الاقتصادية يعكس قوة الاقتصاد الوطني، وقابليته ودرجة تكيفه مع المتغيرات الحاصلة في الاقتصاد الدولي، لأنه يعكس حجم وهيكل كل من الصادرات والمنتجات، بما فيها العوامل المؤثرة عليه كحجم الاستثمارات ودرجة التوظيف، ومستوى الأسعار والتكاليف.... الخ.
 - يظهر القوى المحددة لسعر الصرف: إن ميزان المدفوعات يعكس قوى طلب وعرض العملات الأجنبية، ويبين أثر السياسات الاقتصادية على هيكل التجارة الخارجية من حيث حجم المبادلات ونوع سلع التبادل، الشيء الذي يؤدي إلى متابعة ومعرفة مدى تطور البنيان الاقتصادي للدولة ونتائج سياساتها الاقتصادية.
 - يساعد على تخطيط وتوجيه العلاقات الاقتصادية الخارجية للدولة: حيث يشكل ميزان المدفوعات أداة هامة تساعد السلطات العامة على تخطيط وتوجيه العلاقات الاقتصادية الخارجية للبلد بسبب هيكله الجامع، كتخطيط التجارة الخارجية من الجانب السلعي والجغرافي أو عند وضع السياسات المالية والنقدية، ولذلك تعد المعلومات المدونة فيه ضرورية للبنوك والمؤسسات والأشخاص ضمن مجالات التمويل والتجارة الخارجية.
 - تقيس الوضع الخارجي للدولة: حيث أن المعاملات الاقتصادية التي تربط الدولة مع العالم الخارجي هي نتيجة اندماجه في الاقتصاد العالمي، وهي بذلك تعكس الوضع الخارجي للدولة.

III- المؤشرات الاقتصادية لميزان المدفوعات:

- 1- علاقته الميزان التجاري بالاقتصاد الكلي²:** من العلاقة الطلب الكلي التي تحقق المساواة بين الموارد والاستخدامات:

$$Y = C + I + (X - M) \dots \dots (1) \text{ المعادلة}$$

¹ محمد احمد السريتي واحمد فتحي خليل الخضراوي، الاقتصاد الدولي، دار فاروس العلمية الإسكندرية(مصر)، الطبعة الأولى، 2017، ص 251-252.

² جميل محمد خالد، اساسيات الاقتصاد الدولي، الأكاديميون للنشر والتوزيع عمان(الأردن)، الطبعة الأولى، 2014، ص 177-180.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

من المعادلة (1) نستنتج المعادلة:

$$Y - (C + I) = (X - M) \dots \dots \dots (2) \text{ المعادلة}$$

ونصطلح على تسمية المقدار $(C + I)$ بـ EL أي الاستخدامات الداخلية فتصبح المعادلة رقم (2) :

$$Y - EL = (X - M) \dots \dots \dots (3) \text{ المعادلة}$$

حيث أن المقدار $(Y - EL)$ يمثل العجز أو الفائض في الناتج الداخلي.

ويمثل المقدار $(X - M)$ رصيد الميزان التجاري.

فإذا حقق بلد ما فائضا في الناتج الداخلي أي $(Y - EL) > 0$ ، فهذا يعني أن الاستخدامات الداخلية

مغطاة كلها بجزء من الناتج الداخلي، ويوجه الباقي منه أو الفائض إلى التصدير، وهو ما يفسر الرصيد

الموجب للميزان $(X - M) > 0$ ، والعكس صحيح في حالة إذا لم يغطي المقدار الاستخدامات الداخلية

وكان $(Y - EL) < 0$ ، فإن العجز يغطي بالواردات وتصبح $(X - M) < 0$.

2- معدل التغطية (TC) : وهو عبارة عن نسبة الصادرات (X) إلى نسبة الواردات (M) من السلع

وصيغته:

$$TC = (X/M) * 100$$

- إذا كان هذا المعدل يساوي (100) فإن الصادرات تغطي كل الإيرادات.

- وإذا كان أقل من (100) فإن الصادرات لا تغطي كل الواردات.

- أما إذا كان أكبر من (100) فإن الصادرات تغطي كل الصادرات وزيادة.

3- معدل التبعية (TD) : هو عبارة عن نسبة الواردات من السلع (M) إلى الناتج الداخلي الخام (PIB) ،

وصيغته:

$$TD = (M/PIB) * 100$$

- تقل تبعية البلد للخارج كلما كان هذا المعدل صغيرا.

4- معدل القدرة على التصدير (TE) : وهو عبارة عن نسبة الصادرات (X) من السلع إلى الناتج الداخلي

الخام وصيغته:

$$TE = (X/PIB) * 100$$

كلما كان المعدل كبيرا يدل على قدرة البلد على التصدير كبيرة.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤثراته

5- معدل القدر على سداد الواردات (CRM): هذا المعدل يقيم بعدد الأيام، كلما كان عددها أكبر فإن ذلك يعني أن البلد قادر على تسديد فاتورة وارداته بعدد الأيام، ومن المستحسن أن لا تقل عن التسعين يوماً، وهو عبارة عن مخزون احتياطي الصرف (RC) إلى الواردات من السلع وتكون صيغته:

$$TE = (RC/M) * 360\text{Days}$$

6- العلاقة بين العجز في الميزان الجاري والنتاج الداخلي الخام:

يمكن قياس العلاقة بين رصيد ميزان العمليات الجاري والنتاج الداخلي الخام بالعلاقة التالية:

$$(BOC/PIB) * 100$$

حيث أن (BOC): يمثل رصيد ميزان العمليات الجارية، وعموماً إذا كان المعدل يعادل (05%) فيعتبر عادياً حسب آراء الخبراء، أما إذا تجاوز (05%)، فإن الوضعية الاقتصادية للبلد تصبح حرجة نوعاً ما، حيث أن احتياطات التمويل في هذا البلد تستدعي الاستدانة.

IV- اختلال ميزان المدفوعات وآليات تصحيحه:

1- اختلال ميزان المدفوعات: الوضعية الطبيعية لميزان المدفوعات هي الاختلال، إما عجزاً أو فائضاً، وتوازن ميزان المدفوعات حالة نادرة في التجارة الخارجية فقلماً يتحقق التوازن والمساواة بين المكونات الدائنة والمدينة، هذا من الناحية الاقتصادية. أما من الناحية المحاسبية فيجب أن يتوازن ميزان المدفوعات في نهاية المدة أي يتساوى الرصيد المدين مع الدائن محاسبياً. وتعود اختلالات ميزان المدفوعات إلى عدة عوامل منها:

- الاختلالات الطارئة: وهي الاختلالات نتيجة أحداث غير متوقعة، كالرخاء والركود في الاقتصاد أو حدوث الكوارث الطبيعية أو الجفاف.
- الاختلالات الدورية: وهي أسباب تتعلق بالتغيرات الدورية والتقلبات الاقتصادية التي تصيب النشاط الاقتصادي.
- الاختلالات الهيكلية (البنوية): وهي الأسباب التي تتعلق ببنية الاقتصاد والتجارة الخارجية للبلد، كضعف القدرة الإنتاجية، وارتفاع مستوى تكاليف الإنتاج، وتدني المستوى التقني، أو تحول الطلب العالمي عن بعض المواد الأولية.
- الاختلالات الناتجة عن مستوى الأسعار: أو التقييم الخاطئ لسعر العملة المحلية نتيجة اختلاف أسعار الصرف وسعر صرف العملة المعتمد، إما أن تكون مقومة أكبر من قيمتها الحقيقية فتؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع تلك الدول في نظر الدول الأخرى، أو تكون مقومة أقل من قيمتها الحقيقية

فيؤدي ذلك إلى التوسع في الصادرات مقابل الواردات مما يقود إلى حدوث اختلال في ميزان المدفوعات

2- آليات تصحيح اختلال ميزان المدفوعات: هناك آليتان لتصحيح اختلال ميزان المدفوعات هما¹:

2-1-1- الآلية الأولى: التصحيح عن طريق آلية السوق وتتم هذه الآلية وفق أربعة نماذج:

2-1-1-1- آلية تصحيح اختلال ميزان المدفوعات عن طريق آلية الأسعار في ظل قاعدة الذهب:

وتعتمد على أفكار النظرية التقليدية (الكلاسيك والكلاسيك الجدد)، وتعمل هذه الآلية في ظل نظام قاعدة الذهب على حركة الذهب، ففي حالة تحقيق فائض في ميزان المدفوعات ينجم عنه دخول الذهب إلى القطر مما يؤدي إلى ارتفاع المعروض النقدي فترتفع أسعار السلع والخدمات المحلية فتقل تنافسيتها وتنخفض صادرات البلد، وتزداد وارداته لانخفاض أسعار السلع والخدمات الأجنبية وتستمر هذه العملية حتى عودة التوازن، ويحدث العملية العكسية في حالة العجز.

2-1-2- آلية تصحيح اختلال ميزان المدفوعات عن طريق آلية الأسعار في ظل التخلي عن قاعدة

الذهب واتباع سعر صرف حر: وتتخلص هذه العملية في أن القطر الذي يعاني من عجز في ميزان مدفوعاته سوف يحتاج إلى العملات الأجنبية، فيضطر إلى عرض عملته المحلية فتتخفض أسعار العملة المحلية لزيادة معروضها وتنخفض معها أسعار السلع والخدمات المحلية مقابل أسعار السلع والخدمات الأجنبية، فيؤدي ذلك في النهاية إلى زيادة الطلب على سلع وخدمات ذلك البلد وارتفاع صادراته حتى عودة التوازن إلى ميزان المدفوعات. وفي حالة الفائض تحدث العملية العكسية.

2-1-3- آلية تصحيح اختلال ميزان المدفوعات عن طريق الدخول: وتعتمد هذه الطريقة على النظرية

الكينزية، التي تهتم بالتغيرات الحاصلة في الدخول وآثارها على الصرف الأجنبي وبالتالي على ميزان المدفوعات. فالصادرات تظهر كنوع جديد من الطلب (يضاف إلى الطلب النهائي) مؤهلة لكي تمارس على الدخل القومي أثرا مضاعفا يسهم في إعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات².

2-1-4- آلية تصحيح اختلال ميزان المدفوعات عن طريق المرونات (أو التجارة): تعتمد هذه الطريقة

على تغيير صرف العملة المحلية (خصوصا من خلال إجراء تخفيض قيمة العملة المحلية)، والتي ستؤثر

¹ جميل محمد خالد، اساسيات الاقتصاد الدولي، الأكاديميون للنشر والتوزيع عمان (الأردن)، الطبعة الأولى، 2014، ص 177-180.

² صالح مفتاح، المالية الدولية، مطبوعة دروس، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2005-2006، ص 54.

الفصل الثاني: سياسات الاستقرار الاقتصادي ومؤشراته

على الموقف التجاري للبلد المعني حيث ستزداد الصادرات وبالتالي ستؤثر على عرض الصرف الأجنبي أو الطلب عليه فيتأثر ميزان المدفوعات تبعاً لذلك.

2-2- الآلية الثانية: التصحيح عن طريق تدخل السلطات العامة: تعتمد هذه الطريقة على تدخل السلطات العامة بإجراءات لعلاج اختلال ميزان المدفوعات وإعادة التوازن إليه وهذه الإجراءات هي:

- بيع الأسهم والسندات والعقارات المحلية للأجانب للحصول على النقد الأجنبي.
- استخدام أدوات السياسة التجارية المختلفة للحد من الواردات وتشجيع الصادرات مثل: نظام الحصص، والرسوم الجمركية.
- استخدام الذهب والاحتياطات الدولية المتاحة لدى القطر، أو بيع جزء من احتياطي الذهب.
- اللجوء إلى القروض الخارجية من المؤسسات والأسواق المالية الدولية.
- بيع الأسهم والسندات التي تملكها السلطات العامة في المؤسسات الأجنبية لمواطني تلك الدول.

خلاصة الفصل الثاني:

الاستقرار الاقتصادي هي الوضعية التي تسعى كل الدول إلى الوصول إليها، وقد شهدت الوقائع التاريخية حدوث كثير من الأزمات والاختلالات الاقتصادية المتكررة، ولذلك أصبح الاستقرار الاقتصادي أحد الاهتمامات القومية والدولية على السواء.

أما سياسات الاستقرار الاقتصادي فهي الآليات والإجراءات التي يجب اتخاذها من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي على المستوى الكلي لحماية الاقتصاد من التقلبات الدورية والاختلالات وإحداث التوازن العام.

والسياسات الاقتصادية الكلية هي إجراءات على المستوى الكلي، تقوم بها الدولة كمتدخلة في النشاط الاقتصادي وما أثير حوله من جدل بين من نادى بضرورة تدخلها لأن الأسواق عاجزة عن إعطاء الإشارات السعرية الملائمة، وتخصيص الموارد، وبين الرافضين لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي الذين يرون أن تدخل الدولة هو الغاء للأسواق، والدور الاقتصادي لها، وقد بينت الأحداث التاريخية أن الكفة مالت لصالح المؤيدين لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، وخاصة بعد أزمة الكساد العظيم عام 1929. وأهم السياسات الاقتصادية هي:

- السياسة النقدية بأدواتها الكمية والنوعية للتحكم في المعرض النقدي وتحقيق الاستقرار النقدي،
 - السياسة المالية التي تعد أحد أهم مظاهر تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، إذ تستخدم أدواتها الإنفاق العام والضرائب لتصحيح الاختلالات وسد الفجوات الانكماشية والتضخمية وإعادة الاقتصاد إلى الوضعية التوازن والاستقرار،
 - سياسة التجارة الدولية وهي إحدى سياسات الاستقرار الاقتصادي على المستوى الخارجي، إذ تستخدم أدواتها التي تتراوح بين حرية التجارة الخارجية أو سياسة الحماية التجارية،
 - وسياسات أخرى كسياسة الاستثمار والتكليف والتنشيط الهيكلي لتصحيح الأوضاع.
- وتقاس مدى فعالية هذه السياسات وتأثيرها على الاستقرار الاقتصادي بمؤشرات أهمها:
- مؤشر الإنتاج أهمها الناتج المحلي الإجمالي أو معدل نموه؛
 - مؤشر التوظيف ومعدل البطالة في الاقتصاد؛
 - مؤشر الأسعار ومستويات التضخم في الأسعار؛
 - مؤشر التجارة الخارجية والتي تقاس بالميزان التجاري أو ميزان المدفوعات.

الفصل الثالث:

دور صناديق الثروة

السيادية في تمويل

الاقتصاد

تمهيد الفصل الثالث:

تعد التجربة النرويجية من التجارب الرائدة، التي حققت نجاحا كبيرا في استخدام صناديق الثروة السيادية لمعالجة الاختلالات والتقلبات الاقتصادية، وحماية الاقتصاد، وخدمة الأجيال القادمة في المحافظة على الثروات والفوائض المحققة من النفط، فقد أدى صندوق المعاشات التقاعدية العام الحكومي دورا بارزا في استقرار الاقتصاد النرويجي من خلال امتصاص الصدمات المفاجئة التي تتعرض لها الاقتصادات النفطية، والتي يعد الاقتصاد النرويجي احداها، وقد تم تصنيفه من طرف معهد صناديق الثروة السيادية الذي يرمز له (SWFInstitute)، والمتخصص في دراسة استثمارات الحكومات والمؤسسات وصناديق الثروة السيادية، في آخر تصنيف، كأكبر صندوق سيادي في العالم بأصول تتجاوز (1098) مليار دولار أمريكي وباستثمارات ضخمة تتوزع جغرافيا على مستوى العالم، وقطاعيا في قطاعات الصناعة والتكنولوجيا والعقارات والخدمات والزراعة وأغلب تلك الاستثمارات في الأسواق المالية كالأسهم والسندات.

في المقابل نجد أن التجربة الجزائرية في ميدان صناديق الثروة السيادية لم تحقق نجاحا كبيرا في دعم الاقتصاد وحمايته من التقلبات والتذبذبات الشديدة في أسعار أسواق النفط، لكون الاقتصاد الجزائري من الاقتصاديات الأحادية التي تعتمد على عائدات النفط بشكل يكاد كلياً في تمويل الاقتصاد وسيتم في هذا الفصل عرض التجريبتين النرويجية، والجزائرية في مجال استخدام صناديق الثروة السيادية في دعم الاقتصاد وتمويله وحمايته وحفظ حقوق الأجيال القادمة، واستقراء عوامل نجاح التجربة النرويجية للاستفادة منها في اقتراح نموذج لصندوق سيادي جزائري يتسم بالفعالية والحوكمة والرشادة على أساس استراتيجية محكمة طويلة المدى بمنأى عن آثار تقلبات أسعار النفط أو مواد أخرى. وفي هذا الفصل كذلك سوف يتم التطرق إلى صندوق المعاشات (التقاعد) الحكومي العالمي للنرويج بعرض خصائص وامكانيات الاقتصاد النرويجي، وتعريف الصندوق النرويجي وأهدافه وإدارته وتنظيمه، واستراتيجياته الاستثمارية. ثم عرض التجربة الجزائرية من خلال صندوق ضبط الإيرادات، والمؤشرات الكلية للاقتصاد الجزائري، وتعريف صندوق ضبط الإيرادات وأهدافه ودوافع انشائه، ثم دوره في الاقتصاد الجزائري، وأخيرا نورد تقييم التجربة الجزائرية على ضوء التجربة النرويجية، وأهم المآخذ والانتقادات الموجهة إليه، ثم اقتراح واستخلاص نموذج جزائري في مجال الصناديق السيادية بالاستفادة من التجربة النرويجية.

المبحث الأول: صندوق المعاشات الحكومي العالمي النرويجي

تم التفكير في فكرة كيفية استخدام ثروة البلاد النفطية، وإنشاء صندوق نفطي في مرحلة مبكرة من اكتشاف البترول في النرويج، ففي عام 1974، قدّمت وزارة المالية تقريرا للبرلمان حول دور النشاط النفطي في المجتمع النرويجي وكيفية استخدام ثروة البلاد النفطية. وفي عام 1983، قدّمت لجنة "تيمبو" برئاسة حاكم بنك "Norges"، يقترح فيه إنشاء صندوق سيادي حيث يُمكن للحكومة تخزين الاندفاع المؤقت الحالي لعائدات النفط وإنفاق العائد الحقيقي فقط¹، ليتم تجسيد الفكرة في عام 1990، بإقرار البرلمان النرويجي قانونا لإنشاء صندوق البترول الحكومي وتحويل إيرادات الحكومة النفطية.

المطلب الأول: إمكانيات وخصائص الاقتصاد النرويجي

I- لمحة عن النرويج: تقع النرويج في غرب شبه الجزيرة الاسكندنافية، حيث يحدها كلا من : بحر النرويج، روسيا، بحر الشمال، سكاجيرك، بحر بارنتس، السويد، وفنلندا، وتعرف رسميا باسم " مملكة النرويج "، وعاصمتها هي مدينة "أوسلو"، وعملتها الرسمية هي "الكرونة النرويجية"، ويبلغ عدد سكانها 5.314.336 نسمة وفق إحصاءات عام 2018، وتبلغ مساحتها حوالي 385.178 كلم²، وتعد من أقل الدول الأوروبية من حيث الكثافة السكانية، وتتميز بامتلاكها للموارد الطبيعية الغنية مثل : النفط، الغاز الطبيعي، المعادن، الطاقة الكهرومائية، وقد تم تصنيفها من أكثر البلدان سلمية في عام 2007، من قبل استطلاع مؤشر السلام العالمي، كما تصنيفها في الأولى عالميا من حيث الرفاهية عام 2014.

II- خصائص الاقتصاد النرويجي: يتميز الاقتصاد النرويجي بأنه اقتصاد مختلط بين الاقتصاد الاشتراكي والاقتصاد الرأسمالي، حيث يمزج بين ملكية الدولة الواسعة لبعض القطاعات الرئيسية أو ملكية حصصا كبيرة في قطاعات أخرى عبر شركاتها، مثل قطاع النفط، والطاقة، والاتصالات، وقطاع التصدير، والقطاع المالي، كما تمتلك سادس أكبر أسطول بحري تجاري في العالم. ومن أبرز خصائص اقتصادها²:

- النرويج بلد غني بالموارد الطبيعية، بما في ذلك آبار النفط والغاز الطبيعي البحرية، ومختلف الفلزات، والأسماك والأخشاب والطاقة المائية. والنرويج هي عاشر أكبر بلد مصدر صاف للنفط

¹ NORGES BANK(NBIM), **The Fund history**, site: <https://www.nbim.no/en/the-fund/the-history/>

² الأمم المتحدة، الصكوك الدولية لحقوق الانسان المعروفة ب(HRI/CORE/NOR2017)، **تقارير عن الدول**، 13 تشرين الاول 2017، الموقع الالكتروني: <https://digitallibrary.un.org/record/1322986?ln=ar>، تاريخ الاطلاع 2020/02/28، الساعة 13:19م.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

- (2014) وثالث أكبر بلد مصدر صاف للغاز الطبيعي (2015)، وسادس أكبر بلد من البلدان المنتجة للطاقة المائية في العالم (2014). وأصبحت النرويج أحد أغنى بلدان العالم من حيث نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وذلك، جزئياً، بفضل هذه الموارد الطبيعية.
- ومن الأسباب الهامة الأخرى لثروة النرويج قريبا من أسواق أوروبا الغربية، وسهولة الوصول إلى الطاقة، والاستقرار السياسي، وارتفاع المستوى التعليم.
- ويتميز الاقتصاد النرويجي بحرية الأسواق وضعف الحواجز التجارية بوجه عام. ويشكل قطاع الخدمات جزءاً هاماً من الاقتصاد بما يشمل قطاع البيع بالجملة وبالتجزئة، والعمل المصرفي، والهندسة، وخدمات القطاع العام. وفي عام 2016، كان قطاع الخدمات يستأثر بأكثر من 80% من إجمالي العمالة. ويشكل قطاع الأغذية البحرية والسياحة اثنين من أسرع القطاعات نمواً في الاقتصاد.
- والصناعات التحويلية الرئيسية هي صناعة الآلات والمعدات، والأغذية والمشروبات، وبناء السفن ومنصات النفط، وتكرير البترول، والمواد الكيميائية والمستحضرات الصيدلانية، والمنتجات المعدنية المصنعة، والمعدات الحاسوبية والكهربائية. وقد تأثرت صادرات الصناعات التحويلية سلبياً من جراء انخفاض أسعار النفط إلا أن ضعف العملة (الكرونة النرويجية) يعوض إلى حد ما الصدمة السلبية.
- ومنذ أن بدأ إنتاج نفط بحر الشمال في عام 1971، طوّرت النرويج قطاعاً نفطياً واسعاً. وساهم هذا القطاع، لمدة تزيد عن أربعين عاماً، مساهمات ذات شأن في النمو الاقتصادي. ففي الفترة 1970-2016، كان متوسط الناتج المحلي للعامل أكبر بأكثر من عشرة أمثال في قطاع النفط منه في اقتصاد البر الرئيسي ككل. إلا أن إنتاج النفط بلغ ذروته في السنوات الأولى من هذا القرن. ففي عام 2012، كان قطاع النفط مصدراً لأكثر من 30% من الإيرادات العامة. وقد هبط هذا النصيب بأكثر من النصف بحلول عام 2016. وتقدر وزارة المالية أن الطلب من قطاع النفط سوف يستمر في الهبوط كنصيب من الناتج المحلي الإجمالي.
- وفي عام 2016، بلغ الناتج المحلي الإجمالي 3100 مليار كرونة تقريباً، أو ما يقارب من 370 مليار دولار. وكان الناتج المحلي الإجمالي أقل بنسبة 01% في عام 2016 منه في عام 2015،

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

وفي عام 2016، بلغ مجموع الأصول الأجنبية 13 178 مليار كرونة والخصوم 6 863 مليار كرونة، مما أدى إلى فائض خارجي صاف قدره 6 315 مليار كرونة.

- ومنذ عام 1970، بلغ متوسط النمو الاقتصادي السنوي 2.9% من إجمالي الاقتصاد. وانخفض النمو خلال الأزمة المالية إلى 0.5% عام 2008 و-1.7% عام 2009، إلا أن وقع الأزمة كان أقل شدة في النرويج منه في معظم البلدان الأخرى. ومنذ الانخفاض الحاد في أسعار النفط الذي بدأ في صيف عام 2014، نما الاقتصاد النرويجي بمعدل أدنى بكثير من الاتجاه السابق وكان معدل البطالة مرتفعاً بشكل غير معتاد. إلا أن هناك إشارات تدل على أن النمو سوف ينتعش من جديد. وهبط معدل البطالة منذ النصف الثاني من عام 2016. ويُتوقع في الميزانية الوطنية المنقحة، أن يزداد الناتج المحلي الإجمالي للنرويج بنسبة 1.6% في عام 2017 و2.4 في المائة في عام 2018.

المطلب الثاني: التجربة النرويجية من خلال صندوق المعاشات الحكومي العالمي

I- ظروف نشأة الصندوق السيادي للنرويج: ارتبط نشأة الصندوق السيادي النرويجي كأغلب الصناديق السيادية التي أنشئت، بالطفرات التي حدثت في أسعار النفط، ذلك أن النرويج تعتبر من أبرز الدول المصدرة للبتروول بعد اكتشافه عام 1969، حيث عرفت النرويج اختلالات، وتقلبات، وخطر "المرض الهولندي"، حيث كانت أغلب المؤشرات الاقتصادية تشير إلى ضعف الاقتصاد النرويجي، فقد ارتفعت الأجور بنسبة 50% وانخفض نمو القطاع الصناعي، وبلغت نسبة الديون النرويجية 50% من الناتج المحلي في عام 1977، ولهذه الأسباب أدت بالنرويج إلى التفكير في إدارة الفوائض النفطية، بما يضمن تحقيق الرفاهية للمواطنين، وحماية الاقتصاد النرويجي من التقلبات والتذبذبات التي تصيب الاقتصادات النفطية، وحماية حقوق الأجيال القادمة، حيث تم تأسيس الصندوق السيادي النرويجي عام 1990 بموجب قانون صادر عن البرلمان وقانون المعاشات الحكومية، تحت تسمية "صندوق البتروول" ثم تغيرت تسميته في عام 2006 إلى " صندوق المعاش الحكومي العالمي والذي يرمز له بالرمز "GPF" اختصاراً للعبارة بالإنجليزية "The Government Pension Found Global".

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

II- أهداف الصندوق السيادي النرويجي وتصنيفه:

1- أهداف الصندوق السيادي النرويجي: وضعت النرويج أهدافا للاستفادة من عائدات النفط تتلخص فيما يلي¹:

- جمع وتدقيق العوائد بدقة وأمانة تحمي مصلحة البلد في تسلم حصته الشرعية.
- وضع خطة شاملة للتطوير والتنمية شاملة للتطوير والتنمية تشمل كل القطاعات وكل الجوانب الاقتصادية والاجتماعية في البلد بما فيها استعمال جزء من عائدات النفط لخلق صناعات وفعاليات تطويرية خلاقة ذات فائدة مستديمة للمجتمع والأجيال القادمة.
- النظر في تأسيس صندوق خاص للتنمية لتمويل خطط التطوير والتنمية المستدامة.
- النظر في تأسيس صندوق أكبر جزء ممكن من فائض العائدات.
- ويهدف من وراء تأسيس صندوق تجميع فوائض العوائد²:
- تعزيز قدرة الحكومة على التسيير طويل الأجل لمداخل الثروة النفطية؛
- تحقيق مبدأ التوزيع العادل لثروات الأجيال؛
- تحويل الثروة النفطية إلى ثروة مالية، من خلال استثمارها في الأسواق المالية العالمية، مع الأخذ بعين الاعتبار مبدأ " العائد والمخاطرة؛
- الحفاظ على استقرار الموازنة العامة للدولة وحمايتها من أثر تقلبات المداخل النفطية.
- ويتم استثمار أصول الصندوق في الأسواق الخارجية، وذلك لعدة اعتبارات أهمها:
- الفصل بين صندوق النفط والموازنة العامة، لتجنب التداخل الذي قد يحصل بينهما من حيث الأهداف والوظائف؛
- تجنب التأثيرات السلبية للثروة النفطية على الاقتصاد النرويجي المتمثلة أساسا في ارتفاع سعر صرف العملة المحلية، وانخفاض تنافسية القطاعات الإنتاجية داخل وخارج النرويج وتوجه الموارد المالية نحو القطاع النفطي؛ وهي التأثيرات المعروفة بأثر " المرض الهولندي"؛

¹ فاروق قاسم، النموذج النرويجي لإدارة المصادر البترولية، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب (الكويت)، بدون رقم الطبعة، مارس 2010، ص 189 و190.

² هاجر يحيى، تقييم مدى التزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ سانتياغو " دراسة حالة صندوق معاشات التقاعد - النرويج - وصندوق ضبط الموارد - الجزائر -"، مقالة، مجلة الاقتصاد الجديد ص ص 249-276، العدد 16، المجلد 01-2017، ص 262.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

- تحقيق أكبر عائد ممكن؛ بالنظر إلى تنوع المحافظ المالية التي يمكن للصندوق الاستثمار فيها، وتجنب انخفاض قيمة أصول الصندوق في حالة الاحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية؛
- إن الاستثمار في الأصول المالية يُمكن الحكومة من الحصول على السيولة النقدية في أقل مدة زمنية ممكنة؛ بالنظر إلى سرعة تحول هذه الأصول إلى سيولة نقدية.

2- تصنيف صندوق السيادي النرويجي: يصنف صندوق المعاش الحكومي النرويجي حسب:

1-2- الهدف من انشائه: وهو تصنيف صندوق النقد الدولي، حيث ينتمي إلى صناديق الادخار (أو المدخرات)، حيث تهدف سياسة الصندوق النرويجي إلى تحويل الأصول غير المتجددة إلى حافظة أصول أكثر تنوعاً، وهذا ما نجحت فيه النرويج. كما أنه يصنف في خانة صناديق الاستقرار لأن من أهداف نشأته هو حماية الاقتصاد من تقلبات وتذبذبات أسعار النفط والمواد الأولية، ودعم الميزانية.

2-2- مصدر تمويله:

يصنف إلى الصناديق الممولة من عوائد بيع النفط والمواد الأولية.

2-3- لوظيفته ودرجة استقلالته: يعتبر الصندوق النرويجي من أكثر الصناديق السيادية المستقلة، إذ يديره البنك المركزي نيابة عن وزارة المالية، كما أنه يخضع لرقابة ومساءلة البرلمان والرأي العام.

2-4- ويصنف حسب تصنيف "دكسون" و"مونك" إلى الصناديق السيادية الأخلاقية (الفاصلة)، باعتباره أنه تأسس لتحقيق العدالة بين الأجيال في الثروات الباطنية.

III- مراحل تطور الصندوق النرويجي وآلية عمله:

1- مراحل تطور الصندوق النرويجي: مرّ صندوق المعاش النرويجي بأحداث هامة قبل انشائه وبعد تأسيسه من أجل تفعيل أدائه وتنظيمه لحماية الاقتصاد النرويجي، حتى وصل إلى النموذج الحالي. والجدول الآتي يبين محطات والأحداث التاريخية لصندوق المعاش الحكومي النرويجي.

جدول رقم (3 - 1) التطور التاريخي للصندوق السيادي النرويجي وقيمة أصوله (الوحدة: مليار كرونة)

التاريخ	الحدث	القيمة
1969	تم اكتشاف، أول حقل نفطي في النرويج (Ekofisk)، في بحر الشمال.	
1974	تقدم وزارة المالية التقرير البرلماني "دور النشاط النفطي في المجتمع النرويجي" الذي يناقش كيفية استخدام ثروة البلاد النفطية.	
1983	اقترح إنشاء صندوق لتخزين عائدات النفط وانفاق العائد الحقيقي فقط.	
1990	أقر البرلمان النرويجي قانوناً لإنشاء صندوق البترول الحكومي، وتم إنشاء الصندوق لدعم السياسة المالية في حالة انخفاض أسعار النفط، واستثماره على المدى الطويل	
1996	أول تحويل لرأس المال من وزارة المالية. يتم استثمار هذا بنفس طريقة احتياطات النقد الأجنبي للبنك	47,4

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

المركزي النرويجي.		
1997	يستثمر الصندوق بالكامل في السندات الحكومية. تقرر الوزارة استثمار 40 بالمائة من الصندوق في الأسهم.	113,5
1998	- تم إنشاء بنك (Norges Bank Investment Management) لإدارة الصندوق نيابة عن وزارة المالية، حيث قام البنك بتحويل حوالي 40% من محفظة سندات الصندوق إلى أسهم	171,9
2000	تضاف خمسة أسواق ناشئة إلى مؤشر الأسهم القياسي للصندوق.	386,5
2002	تضاف سندات الشركات والسندات المضمونة إلى مؤشر الدخل الثابت القياسي للصندوق.	613,7
2004	وضع مبادئ توجيهية أخلاقية للصندوق.	1016,5
2006	تغير اسم الصندوق من صندوق البترول الحكومي إلى صندوق المعاشات الحكومي العالمي.	1783,7
2007	تقرر وزارة المالية زيادة حصة الصندوق من استثمارات الأسهم من 40 إلى 60%. وإضافة شركات صغيرة الحجم إلى محفظة الأسهم القياسية.	2018,7
2008	تشمل وزارة المالية العقارات بحصة 5% في عالم الاستثمار بالصندوق، وإدراج جميع الأسواق الناشئة في المؤشر المرجعي للأسهم. تؤدي الأزمة المالية الدولية إلى عائد سلبي للصندوق بنسبة 23.3%	2275,5
2009	يتم تقييم المبادئ التوجيهية الأخلاقية للصندوق، اعتباراً من عام 2010. وصلت حصة استثمارات الأسهم إلى 60%. ويسجل الصندوق عائداً قياسياً قدره 25.6%.	2640,1
2010	يتم تقديم تفويض لاستثمار يصل إلى 5% من الصندوق في العقارات من خلال تخفيض مماثل في حيازة الدخل الثابت.	3077,5
2011	يقوم الصندوق بأول استثماراته العقارية.	3311,6
2012	تعلن وزارة المالية عن خطط لخفض حصة الحيازات الأوروبية تدريجياً إلى حوالي 40% من الصندوق وزيادة الاستثمارات في الأسواق الناشئة إلى 10%	3815,8
2013	العائد السنوي هو ثاني أفضل عائد في تاريخ الصندوق حتى الآن، وتزيد القيمة السوقية بأكثر من 1200 مليار كرونة. ويقوم الصندوق بأول استثماراته العقارية في الولايات المتحدة.	5037,8
2015	ابتداءً من هذا العام، يرسل مجلس الأخلاقيات توصياته مباشرة إلى بنك Norges، بدلاً من إرسالها إلى وزارة المالية. يقرر المجلس التنفيذي لبنك Norges مراقبة الشركات واستبعادها.	7475,2
2017	تم تقديم نموذج إدارة جديد. يقرر بنك Norges التخصيص العقاري ضمن قيود التفويض بأن محفظة العقارات غير المدرجة قد تشكل ما يصل إلى 7 في المائة من محفظة الاستثمار. أدى ارتفاع قيمة العملات الرئيسية في العالم مقابل الدولار الأمريكي، إلى جانب أسواق الأسهم القوية، إلى زيادة قيمة الصندوق بالدولار الأمريكي.	7952,4

المصدر: من إعداد الطالب اعتماد على معلومات مستقاة من موقع: بنك النرويج المركزي لإدارة الاستثمار الموقع

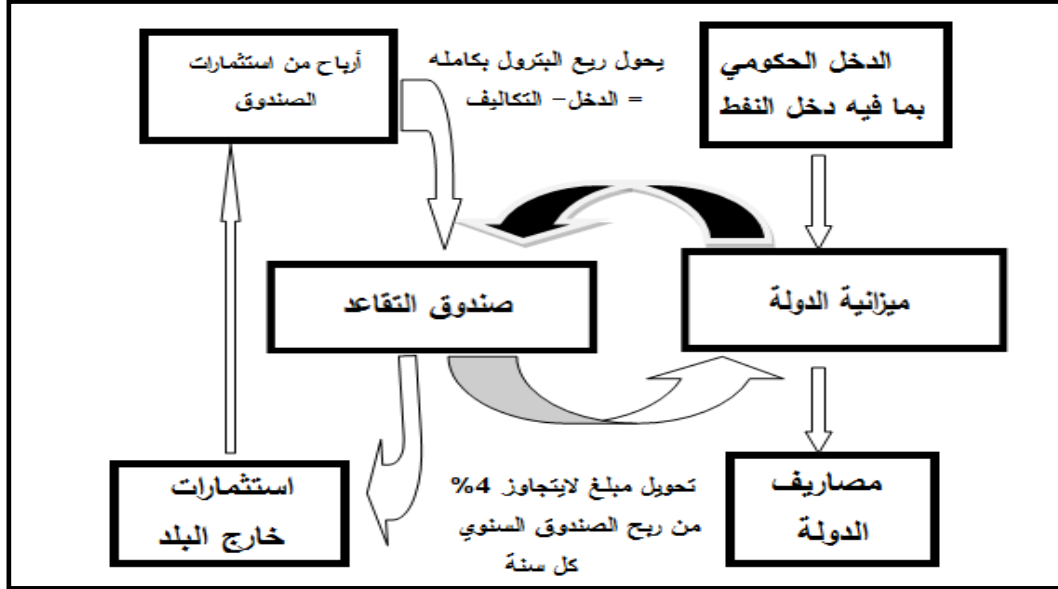
الإلكتروني: <https://www.nbim.no/en/the-fund/the-history/>

2- آلية عمل الصندوق في الاقتصاد النرويجي: يتم عمل الصندوق في الاقتصاد النرويجي بتلقيه جميع عائدات النفط مخصومة منها تكاليف استخراج واستغلال النفط لاستثمارها خارج النرويج وفق

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

تعليمات وزارة المالية، ويقوم بتمويل الميزانية العامة بنسبة 04% فقط من الأرباح التي يحققها من استثماراته والشكل البياني يوضح آلية عمل الصندوق في الاقتصاد النرويجي:

شكل رقم (3 - 1): آلية عمل الصندوق السيادي النرويجي في الاقتصاد



المصدر: فاروق القاسم، النموذج النرويجي لإدارة المصادر البترولية، ص 405.

IV- حوكمة وشفافية الصندوق النرويجي:

يصنف الصندوق السيادي النرويجي من أفضل النماذج في مجال الاستجابة لمبادئ الحوكمة بالنسبة لصناديق الثروة السيادية، هذه المبادئ أنشأتها مجموعة العمل الدولية (IMG)، بمساهمة صندوق النقد الدولي وبالتنسيق مع الدول المالكة والمستقبلية لاستثمارات صناديق الثروة السيادية، والتي تعرف بمبادئ سانتياعو والتي تم فيها تحديد مجموعة من المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP)، تخص الأطر القانونية والتنظيمية والحوكومية لممارسات صناديق الثروة السيادية إثر المخاوف التي أبدتها بعض الدول الغربية حول النشاط الاستثماري لصناديق الثروة السيادية، وتباينت الاستجابة لهذه المبادئ من صندوق سيادي إلى آخر. أما نموذج الحوكمة والشفافية في الصندوق النرويجي فيعتمد على النقاط التالية:

1- بالنسبة لبند الإطار القانوني السليم الذي يكون أساسا لهيكل مؤسسي وإداري متين يُبين بوضوح توزيع المسؤوليات والفصل بينها، والتي تتناولها المبادئ رقم (01 ومن 06 إلى 09) لمبادئ سانتياعو،

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

فإن القانون التأسيسي للصندوق النرويجي، واستجابة لتطبيق هذه المبادئ، ينص على تقسيم واضح للمسؤوليات والواجبات حيث تشرف على مراقبته وتسييره وإدارته ثلاث هيئات وهم:

1-1- البرلمان النرويجي: مهمته:

- وضع الإطار الرسمي القانوني والتنظيمي لصندوق المعاش الحكومي النرويجي؛
- مساءلة وزارة المالية المسؤولة على الصندوق، ومطالبتها بالتقارير الفصلية والسنوية.

1-2- وزارة المالية: هي المسؤول الرسمي عن إدارة الصندوق ومهمتها:

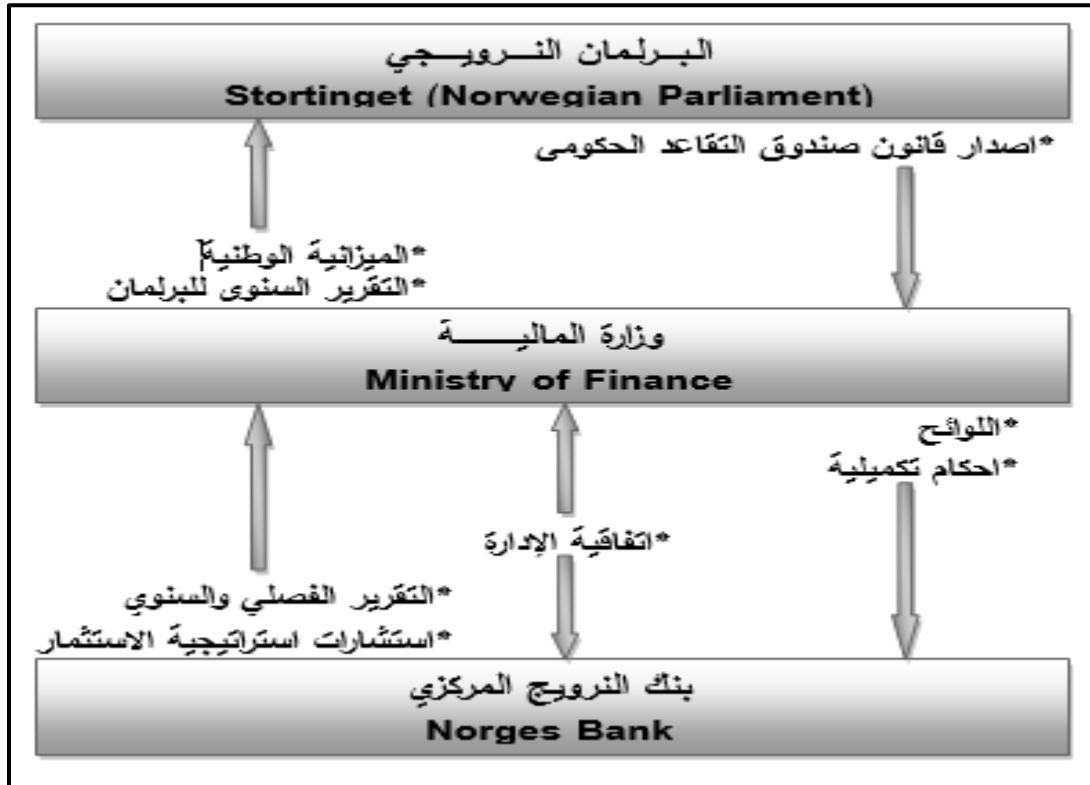
- إدارة الصندوق وتحديد استراتيجيته الاستثمارية العامة؛
- وضع مبادئه الأخلاقية المتعلقة بالإدارة المؤسسية.

1-3- البنك النرويج المركزي "Norges Bank": وهو مسؤول عن إدارة الصندوق نيابة عن وزارة

المالية، أي مسؤول عن الإدارة التشغيلية للصندوق، وقد قام البنك المركزي بتفويض الإدارة التشغيلية لبنك النرويج لإدارة الاستثمار " Norges Bank Investment Management (NBIM) ."

والشكل التالي يوضح العلاقة بين الهيئات التي تشترك في تسيير الصندوق النرويجي:

شكل رقم (3 - 2): يوضح تقسيم الأدوار والمسؤوليات لإدارة الصندوق



المصدر: Norges Bank Investment Management, GPF annual Report, 2009, P 6.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

2- وبالنسبة للإفصاح عن هدف سياسة الصندوق السيادي وإطاره القانوني، إطار حوكمته والتي تشملها المبادئ رقم (01 و 02 و 13 و 14 و 16)، فإن المبادئ التأسيسية لصندوق التقاعد النرويجي تحدد الإطار الذي يحكم استثمارات الصندوق، بأنها استراتيجيات ذات أفق استثماري طويل الأجل، تتوافق مع حجم الكبير لأصوله، تعمل على الاستثمار في معظم الأسواق والبلدان والعملات لتحقيق النمو وخلق القيمة، وأن يكون هدفها مالياً بكيفية مسؤولة، وأن لا تكون أداة سياسية للسياسة الخارجية أو المناخية، وتهدف إلى تنويع الاستثمارات التي تحقق انتشاراً جيداً للمخاطر مع أعلى عائد ممكن وفقاً للقيود المنصوص عليها في تفويضات وزارة المالية.

3- واستجابة للمبادئ رقم (07 ومن 10 إلى 12 و 23)، التي تنص على تكريس نظم إبلاغ مائة تشمل التقارير السنوية والبيانات المالية المراجعة تسمح بمراقبة الأداء، وضمان اتساق عمليات الصندوق السيادي مع أهدافه المعلنة فإن الصندوق النرويجي في مجال مراقبة الأداء¹ يخضع إلى رقابة داخلية من قبل البنك المركزي الذي تقوم به وحدة المراجعة و التدقيق من قبل البنك المركزي، الذي بدوره يخضع إلى رقابة وزارة المالية التي تستعين بمكاتب مراجعة وتدقيق مستقلة لتقييم أداء الصندوق، وزارة المالية تخضع لرقابة البرلمان الذي تعتبر الجهة المخولة لها صلاحية إصدار وتعديل القواعد والقوانين المنظمة لنشاط الصندوق، كما أن استعمال وزارة المالية لأصول الصندوق مرهون بموافقة مسبقة من قبل البرلمان.

المطلب الثالث: الاستراتيجيات الاستثمارية وإدارة المخاطر في الصندوق النرويجي:

حقق الصندوق النرويجي نجاحاً متميزاً في إدارة استثماراته حيث أضحى أفضل الصناديق السيادية في العالم تحقيقاً للعوائد وزيادة حجم أصوله، بفضل الاستراتيجيات الاستثمارية التي تبناها. فما هي استراتيجياته الاستثمارية؟

I- الاستراتيجيات الاستثمارية حسب تعليمات وزارة المالية:

1- تحديد الإطار العام لاستراتيجيات الاستثمار في الصندوق: لقد تم تحديد الاستراتيجيات الاستثمارية للصندوق السيادي النرويجي، بأنها استراتيجيات ذات أفق استثماري طويل الأجل، تتوافق مع الحجم الكبير لأصوله، تعمل على الاستثمار في معظم الأسواق والبلدان والعملات لتحقيق النمو وخلق القيمة، وأن يكون هدفها مالياً بكيفية مسؤولة، وأن لا تكون أداة سياسية للسياسة الخارجية أو المناخية، وتهدف

¹ دليلة بن عمارة، صناديق الثروة السيادية والأسواق المالية الدولية (حالة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الواقع والافاق)،

أطروحة دكتوراه، 2018-2019، جامعة مستغانم، ص 145

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

إلى تنويع الاستثمارات التي تحقق انتشارا جيدا للمخاطر مع أعلى عائد ممكن وفقا للقيود المنصوص عليها في تفويضات وزارة المالية النرويجية التي تشرف على تسيير الصندوق، وتتمثل الاستراتيجيات الرئيسية للصندوق في ثلاثة مجالات¹:

1-1- استراتيجية تخصيص الأصول: تكوين محفظة مرجعية أكثر تنوعا وأوسع انتشارا للحصول على أفضل العوائد مع أقل المخاطر.

1-2- استراتيجية اختيار الأمان: تهدف هذه الاستراتيجية إلى دراسة وتحليل دقيق للشركات والأسواق وفهم المخاطر البيئية والاجتماعية والحوكمة ومعايير الشفافية العامة بشكل دقيق.

1-3- استراتيجية إدارة الأصول: وهي استراتيجية تهتم بتوليد عائد جيد لوقت طويل من خلال وضع الأصول وخفض تكاليف المعاملات.

2- تحديد مجال عمل الصندوق في الاستثمار والمخاطر: وقد وضعت تعليمات وزارة المالية إطارا لمجال عمل الصندوق، من حيث الأصول التي ينبغي الاستثمار فيها والتي يتم تعديلها حسب التطورات والاتجاهات التي تعرفها الأسواق العالمية في مجال الاستثمار، والمجال الجغرافي التي تستثمر فيه، ودرجة المخاطرة التي يمكن تحملها والمحددة في النقاط التالية²:

- يجب أن يسعى الصندوق إلى تحقيق أعلى ربح ممكن مع أقل مجازفة.
- الصندوق مخول باستثمار أمواله فقط خارج النرويج (يمنع الاستثمار داخل النرويج).
- على الصندوق تحاشي المشاريع التي تسئ إلى حقوق الانسان أو حيث هناك شك بالرشوة أو الإساءة إلى البيئة.
- يجب ألا تتجاوز نسبة الاستثمار في الأسهم التجارية 40% من كل الاستثمارات، ومن المحتمل زيادة نسبة هذه النسبة إلى 60% في المستقبل.
- تنوع الاستثمارات جغرافيا بين أوروبا (50%)، أمريكا وأفريقيا (35%)، آسيا وأوقيانوسيا (15%).
- تكون الايداعات الثابتة 60% من استثمارات الصندوق (قد تخفض النسبة إلى 40%) وهي موزعة كالتالي: أوروبا (60%)، أمريكا وأفريقيا (35%)، آسيا وأوقيانوسيا (5%).

¹ البنك المركزي النرويجي، استراتيجيات الاستثمار، الموقع الإلكتروني: [https://www.nbim.no/en/the-fund/how-we-](https://www.nbim.no/en/the-fund/how-we-invest/investment-strategy/)

invest/investment-strategy/ تاريخ الاطلاع عليه 2020/03/31.

² فاروق القاسم، النموذج النرويجي: إدارة المصادر البترولية، مرجع سابق، ص 405.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

3- تنوع استراتيجيات الصندوق: وقد تبني الصندوق السيادي النرويجي استراتيجية استثمارية متنوعة لتعظيم العائد وإدارة المخاطر هي:

- استراتيجية دفاعية متحفظة اتجاه المخاطر: وهي استراتيجية ما قبل 1998 أي في الفترة من 1996 إلى 1998؛ تشبه لتلك المتبعة من البنك المركزي النرويجي (NORGES BANK)، في إدارته لاحتياطات النقد الأجنبي، بالاستثمار في السندات والأوراق المالية المضمونة من الحكومة.
- استراتيجية التوسع في الأدوات والنطاق الجغرافي: وهي استراتيجية المتبناة بداية من سنة 1998؛ والتي تم فيها اجراء العديد من التغييرات منها:

- إضافة الأسهم إلى المحفظة الاستثمارية بنسبة 40% مقابل 60% للسندات؛
- توسيع الاستثمار في 21 دولة (3 دول آسيوية، 14 دولة أوروبية، ودولتان في كل من قارة أمريكا وأوقيانوسيا)؛
- تحديد الحدود لتقييد درجة الانحراف؛ بين الانحراف المسموح به بين العائد على المحفظة الفعلية والعائد على المحفظة المعيارية على ألا يتجاوز خط التتبع المتوقع 1.5% عمليا.

- استراتيجية جديدة شاملة: التي تبنتها إدارة الصندوق في عام 2010؛ وهي استراتيجية شاملة في فئات الأصول ومناطق استثمار الصندوق، حيث منحت الوزارة تفويضا للاستثمار في العقارات وترجيح المحفظة بنسبة 60% للأسهم والدخل الثابت بنسبة 35-40% والاستثمارات العقارية بنسبة 5%.

II- استراتيجية الصندوق النرويجي في تكوين الأصول

1- أدوات الدخل الثابت: بلغت القيمة السوقية لاستثمارات الصندوق في أدوات الدخل الثابت المستويات المبينة في الجدول التالي:

جدول رقم (3 - 2): توزع القيمة السوقية الاجمالية على استثمارات الدخل الثابت من 1998 إلى 2018

السنة	القيمة السوقية الاجمالية		نسبة الدخل الثابت من الاجمالي (%)	العائد (%)
	(مليار دولار)	(مليار كرونة)		
1998	23	172	59.30%	/
1999	28	222	58.11%	-0.99%
2000	44	386	58.81%	8.41%
2001	68	614	59.12%	5.04%

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

9.90%	62.07%	378	609	88	2002
5.26%	57.28%	484	845	127	2003
6.10%	59.06%	600	1016	168	2004
3.82%	58.40%	817	1399	207	2005
1.93%	59.30%	1058	1784	286	2006
2.96%	52.55%	1061	2019	372	2007
-0.54%	50.37%	1146	2275	325	2008
12.49%	37.73%	996	2640	457	2009
4.11%	38.54%	1186	3077	529	2010
7.03%	40.94%	1356	3312	555	2011
6.68%	38.13%	1455	3816	686	2012
0.10%	37.30%	1879	5038	830	2013
6.88%	36.54%	2350	6431	858	2014
0.33%	35.69%	2668	7475	845	2015
4.30%	34.31%	2577	7510	873	2016
3.30%	30.82%	2616	8488	1038	2017
0.60%	30.68%	2533	8256	953	2018

المصدر: التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي:

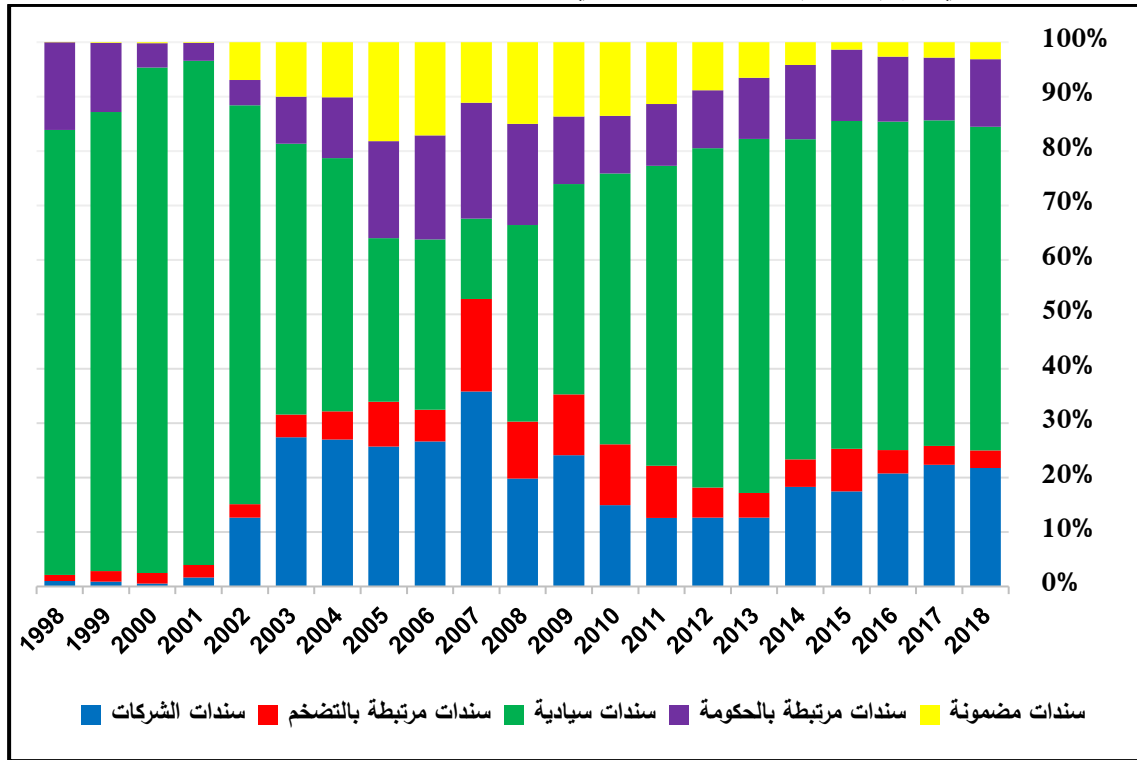
<https://www.nbim.no/en/> تاريخ الاطلاع عليه 2020/03/31 على الساعة 23:36

الملاحظ من بيانات الجدول المبين للقيمة السوقية لاستثمارات الصندوق النرويجي في أدوات الدخل الثابت ونسبتها لإجمالي الاستثمارات، أن إدارة الصندوق النرويجي قد غيرت من استراتيجيتها الاستثمارية بتعديل مكونات المحفظة الاستثمارية التدريجية من الدخل الثابت إلى الأسهم والاستثمار في العقار، حيث انخفضت تدريجياً نسبة الدخل الثابت من 60% سنة 1998 إلى 50% عام 2008 ثم إلى 30% عام 2018، أي أنها تبنت سياسة أكثر اندفاعية.

1-1- توزيع استثمارات الدّخل الثابت على القطاعات: تنوعت استثمارات الصندوق النرويجي في أدوات الدخل الثابت إلى مزيج من السندات السيادية، وسندات الشركات بهدف تنويع الدخل وتقليل المخاطر، والشكل التالي يبين نسب حيازة الصندوق النرويجي من مختلف أنواع السندات:

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

شكل بياني رقم (3 - 3) يبين التوزيع القطاعي لاستثمارات الدخل الثابت من 1998-2018



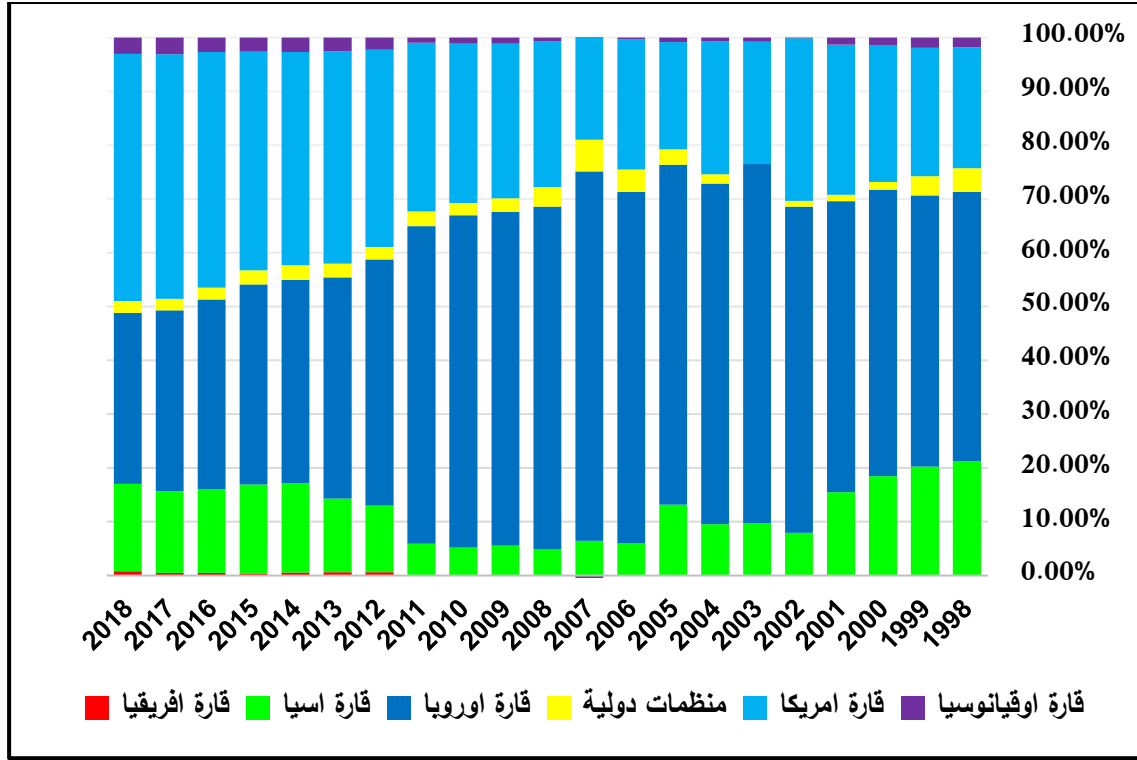
المصدر: من إعداد الطالب اعتماد على التقارير السنوية للصندوق النرويجي

يمكن قراءة الاستراتيجيات الاستثمارية للصندوق السيادي من خلال الشكل البياني رقم (3-3) الموضح لنسب توزيع استثمارات أدوات الدخل الثابت (انظر ملحق رقم 4)، ففي الفترة من 1998 إلى 2001 وهي مرحلة التحول التدريجي لاستثمارات الصندوق في الدخل الثابت من السندات السيادية إلى سندات الشركات والقطاعات الأخرى، فقد تميزت هذه الفترة بتفضيل الاستثمار في السندات السيادية بنسبة 88%، والسندات المرتبطة بالحكومة بنسبة 09%، بينما لم تتجاوز حيازة الصندوق للأنواع الأخرى من السندات كسندات الشركات والسندات المضمونة والسندات المرتبطة بالتضخم نسبة 03% مجتمعة. بداية من 2002 إلى 2018، تغير النهج الاستثماري للصندوق السيادي في أدوات الدخل الثابت وأصبحت استراتيجيته اندفاعية وأكثر هجومية من المرحلة السابقة إذ تقلصت الاستثمارات السيادية من 88% إلى 50% كنسبة متوسطة، وارتفعت في المقابل استثمارات في سندات الشركات من 01% إلى 21%، وكذلك في السندات المرتبطة بالتضخم حيث ارتفعت من 1.8% إلى 07%، والسندات المضمونة التي بلغت نسبة متوسطة مقدارها 09.2% بعد ما كانت لا تتجاوز 0.1%، وهو دلالة على تغير السلوك الاستثماري في أدوات الدخل الثابت من سياسة متحفظة اتجاه المخاطر إلى سياسة أكثر هجومية واندفاعية اتجاه المخاطر.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

1-2- التوزيع الجغرافي لاستثمارات الدخل الثابت: استثمر الصندوق السيادي النرويجي تاريخيا من 1998 إلى 2018، في أدوات الدخل الثابت في كل القارات الخمس وتوزعت هذه الاستثمارات بالشكل الذي يوضحه الشكل البياني التالي:

شكل بياني رقم (3 - 4): يبين التوزيع الجغرافي لاستثمارات الدخل الثابت



المصدر: من إعداد الطالب اعتماد على التقارير السنوية للصندوق النرويجي

التوزيع الجغرافي لاستثمارات الدخل الثابت للصندوق النرويجي حسب الشكل البياني رقم (3-4) وكذلك (انظر ملحق رقم 5)، يبين لنا استراتيجية الصندوق الاستثمارية في تنويع الاستثمارات وتوزيعها جغرافيا باستهداف الأسواق النشطة المختلفة مع تفضيلها المناطق القريبة منها بجل استثماراته، فمعظم استثمارات الدخل الثابت للصندوق تمت في أوروبا بنسبة تتراوح 50 إلى 67%، وتليها قارة أمريكا بنسبة تتراوح من 20 إلى 28%، ثم قارة أوقيانوسيا وأفريقيا بنسبة لا تتجاوز 3% و1% على التوالي، كما استثمر الصندوق النرويجي في الدخل الثابت نسبة 3%، كنسبة متوسطة خلال الفترة من 1998 إلى 2018، في سندات المنظمات الدولية، مع ملاحظة أنه استثمر خلال هذه الفترة في ستة دول إفريقية ليست من بينها الجزائر.

2- استثمارات الصندوق النرويجي في أدوات الملكية (الأسهم): ارتفعت القيمة السوقية لاستثمارات الصندوق النرويجي من 70 مليار كرونة (23 مليار دولار أمريكي)، سنة 1998 إلى 5477 مليار

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

كرونة (953 مليار دولار)، سنة 2018، بنسبة نمو تفوق 7724%، أي تضاعفت أكثر من 77 مرة،
متلماً ما يبينه الجدول التالي:

جدول رقم (3 - 3): نسبة القيمة السوقية لاستثمارات الأسهم من القيمة الاجمالية من 1998 إلى 2018

السنة	القيمة السوقية الاجمالية		القيمة السوقية لأصول الأسهم (مليار كرونة)	نسبة دخل الأسهم من الاجمالي	العائد (%)
	مليار دولار	مليار كرونة			
1998	23	172	70	40.70%	/
1999	28	222	94	42.34%	34.81%
2000	44	386	153	39.64%	-5.82%
2001	68	614	246	40.07%	-14.60%
2002	88	609	231	37.93%	-24.39%
2003	127	845	361	42.72%	22.84%
2004	168	1016	416	40.94%	13.00%
2005	207	1399	582	41.60%	22.49%
2006	286	1784	726	40.70%	17.04%
2007	372	2019	958	47.45%	6.82%
2008	325	2275	1129	49.63%	-40.71%
2009	457	2640	1644	62.27%	34.27%
2010	529	3077	1891	61.46%	13.34%
2011	555	3312	1945	58.73%	-8.84%
2012	686	3816	2336	61.22%	18.06%
2013	830	5038	3107	61.67%	26.28%
2014	858	6431	3940	61.27%	7.90%
2015	845	7475	4572	61.16%	3.83%
2016	873	7510	4692	62.48%	8.70%
2017	1038	8488	5653	66.60%	19.40%
2018	953	8256	5477	66.34%	-9.50%

المصدر: التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي:

<https://www.nbim.no/en/> تاريخ الاطلاع عليه 2020/03/31 على الساعة 23:36

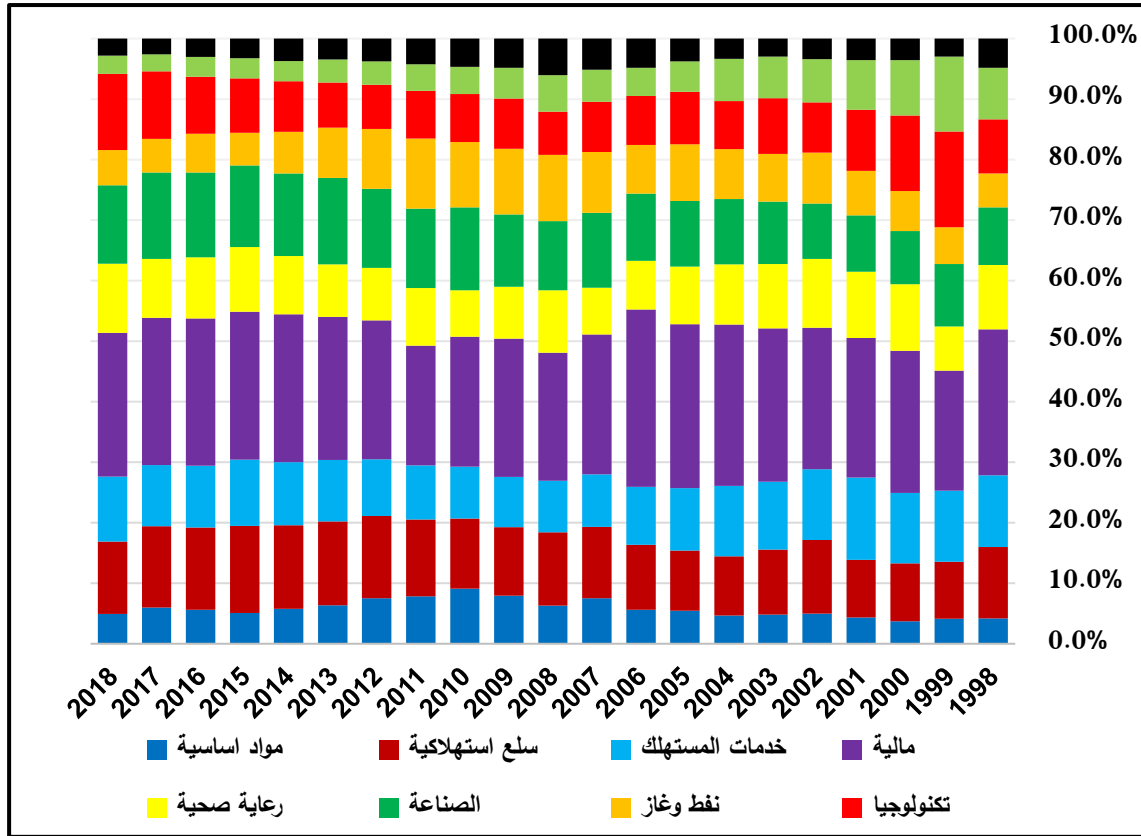
الملاحظ من بيانات الجدول رقم (3-3)، المبين للقيمة السوقية لاستثمارات الصندوق النرويجي في أدوات الملكية (الأسهم) ونسبتها لإجمالي القيمة السوقية، التي تتضمن الاستثمارات، أن إدارة الصندوق

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

النرويجي قد غيرت من استراتيجيتها الاستثمارية بتعديل مكونات المحفظة الاستثمارية التدريجي من الدخل الثابت إلى الأسهم والاستثمار في العقار، حيث ارتفعت نسبتها تدريجيا من 41% سنة 1998 إلى 50% عام 2008 ثم إلى 67% عام 2018، أي أن إدارة الصندوق قد تبنت توسيع استثماراتها إلى الأسهم مع تقليص استثماراتها في الدخل الثابت.

1-2- توزيع استثمارات الأسهم على القطاعات: توزعت استثمارات الصندوق النرويجي في مجال أدوات الملكية (الأسهم)، في قطاعات مختلفة وهي قطاع المواد الأساسية، والسلع الاستهلاكية، وخدمات المستهلك، وقطاع المالية، وقطاع الرعاية الصحية، والمرافق العامة، والاتصالات والتكنولوجيا، وقطاع النفط والغاز، والصناعة، وتوزعت الاستثمارات على القطاعات مثلما هو مبين في الشكل التالي:

شكل بياني رقم (3 - 5): يبين نسب التوزيع القطاعي لاستثمارات الأسهم



المصدر: من إعداد الطالب اعتماد على التقارير السنوية للصندوق النرويجي

يوضح الشكل البياني رقم (3-5) وكذلك الجدول (انظر ملحق رقم 6)، توزيع استثمارات الأسهم على القطاعات خلال الفترة من 1998 إلى 2018 بنسب مئوية من القيمة الإجمالية للقيمة السوقية لاستثمارات الأسهم ومن خلاله يمكن ملاحظة استحواذ قطاع الخدمات المالية على أكبر استثمارات الأسهم بنسب تتراوح من 19.8% إلى 29.3% بمتوسط 23.7%، وعرفت مساهمة قطاع المالية في

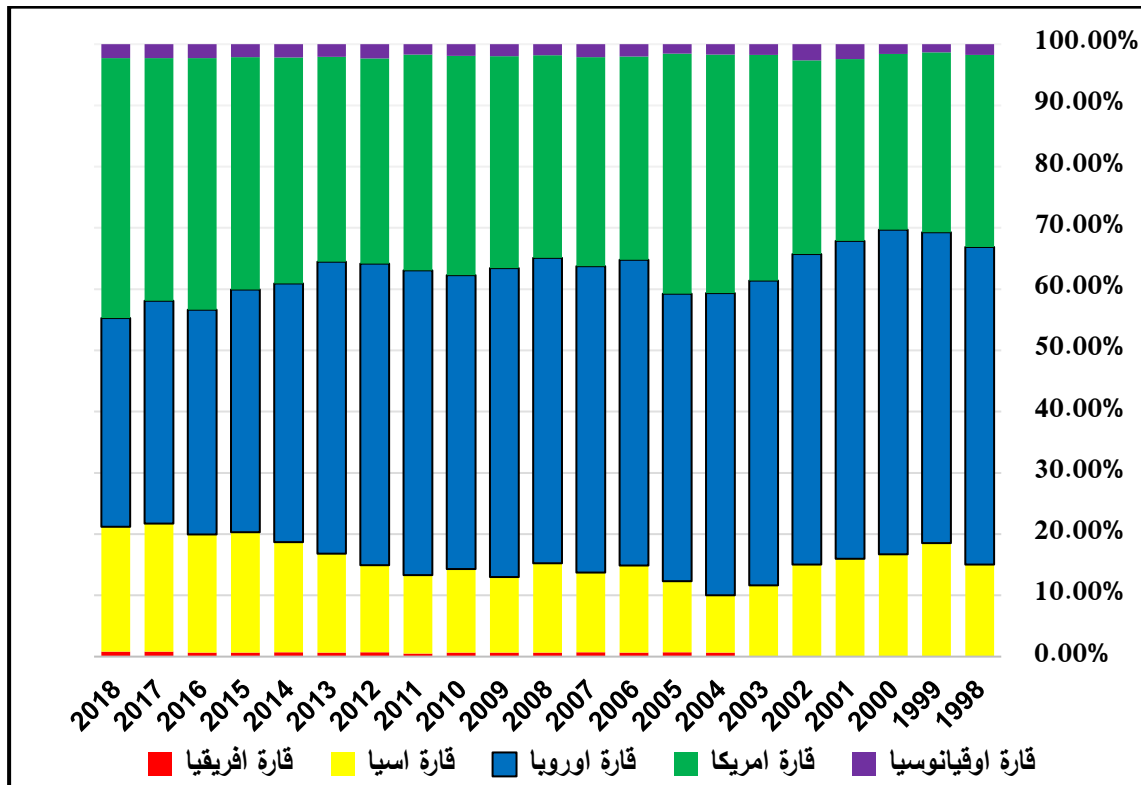
الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

استثمارات الأسهم ارتفعا من 1998 حتى 2006، التي سجلت فيها أكبر نسبة 29.8% ثم تراجعت هذه النسب بعد 2006، بسبب تأثير الأزمة المالية العالمية في 2008، وسجلت أقل نسبة عام 2011 تقدر بـ 19.8% بسبب تأثير أزمة المديونية في 2010 والآثار الارتدادية للأزمة المالية العالمية. ومن القطاعات التي استأثرت بأكبر استثمارات الأسهم نسجل قطاع السلع الاستهلاكية بنسب تتراوح بين 9.4% و 14.4% بمتوسط 11.8%، وكذلك قطاع الصناعة بمتوسط 11.8% وبدرجة أقل قطاع خدمات المستهلك بمتوسط 10.4%، وقطاعات الرعاية الصحية، والتكنولوجيا، وقطاع النفط والغاز بمتوسط 9.6% و 9.2% و 8.1% على التوالي.

أما استثمارات الأسهم في قطاعات المواد الأساسية والاتصالات والمرافق العامة فقد سجلت أقل نسبة توجه استثمارات الأسهم بمتوسط 5.8% و 5.6% و 04% على الترتيب.

2-2- التوزيع الجغرافي لاستثمارات الأسهم: استثمرت النرويج من خلال صندوقها السيادي في القارات الخمس بالتوزيع الموضح في الشكل التالي:

شكل بياني رقم (3 - 6): يبين نسب التوزيع الجغرافي لاستثمارات الأسهم



المصدر: من إعداد الطالب اعتماد على التقارير السنوية للصندوق النرويجي

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

تحليل معطيات الجدول في الملحق رقم 7، نسب توزع استثمارات الأسهم حسب النطاق الجغرافي للصندوق النرويجي في أدوات الملكية (الأسهم) في كل مناطق العالم، حيث يستثمر الصندوق في أكثر من ثلث دول العالم، حيث تتوزع استثماراته على 70 دولة سنة 2018، بعد أن كان عددها 21 دولة في بداية فترة استثماراته في مجال الأسهم سنة 1998.

وتتوزع القيمة السوقية لاستثمارات الأسهم على مناطق العالم كالاتي:

- قارة افريقيا بداية الاستثمارات كانت في سنة 2004، استثمر فيها الصندوق في ثلاثة دول هي مصر والمغرب وجنوب افريقيا، لتصل إلى 09 دول سنة 2018، ولم يستثمر الصندوق في الجزائر طيلة هذه الفترة. بقيمة سوقية لم تتجاوز 0.9% من القيمة الإجمالية.
 - قارة آسيا يستثمر فيها الصندوق في الأسهم بقيمة سوقية تتراوح نسبتها من 9.4% إلى 20.9% موزعة على 03 دولة 1998، ثم ارتفع العدد إلى 22 دولة عام 2018.
 - قارة أوروبا وفيها تتركز أكبر استثمارات الصندوق النرويجي حيث تمثل استثمارات الصندوق في الدول الأوروبية من 34% إلى 53% من القيمة السوقية الاجمالية، تشمل 14 دولة في بداية الفترة ووصلت إلى 30 دولة في نهاية الفترة.
 - قارة أمريكا تشكل سوق مهمة لاستثمارات الأسهم للصندوق النرويجي حيث تستحوذ من 28.7% إلى 42.5% من مجموع استثماراته، تتوزع استثماراته في سبعة (07) دول في 2018. أما الدول الأكثر استحوادا على استثمارات أسهم الصندوق السيادي النرويجي فهي:
 - الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة تتراوح بين 27.6% و 38.8% من مجموع الاستثمارات؛
 - تليها المملكة المتحدة بنسبة تتراوح ما بين 9.4% و 19.3% من مجموع الاستثمارات؛
 - اليابان بنسبة تتراوح ما بين 5.4% و 16.5% من مجموع الاستثمارات؛
 - فرنسا بنسبة تتراوح ما بين 5.1% و 8.5% من مجموع الاستثمارات؛
 - ألمانيا بنسبة تتراوح ما بين 4% و 6.9% من مجموع الاستثمارات؛
 - سويسرا بنسبة تتراوح ما بين 3.8% و 6.3% من مجموع الاستثمارات.
- 3- استثمارات الصندوق النرويجي في العقارات:** بداية استثمارات الصندوق النرويجي في العقارات كانت عام 2011، التي بلغت فيه القيمة السوقية المستثمرة في العقارات 11 مليار كرونة وتضاعفت هذه القيمة إلى أن وصلت إلى قيمة 246 مليار كرونة سنة 2018، كما هو موضح في الجدول التالي:

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

جدول رقم (3 - 4): توزيع القيمة السوقية الاجمالية على استثمارات العقارات من 2011 إلى 2018

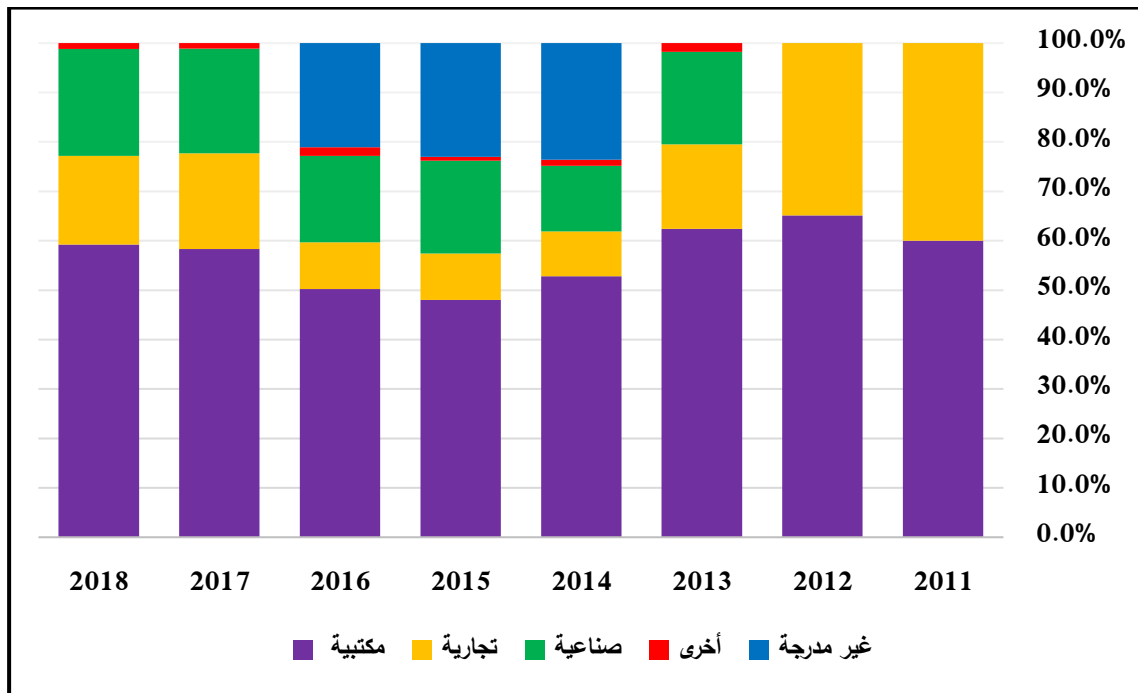
السنة	القيمة السوقية الاجمالية		نسبة دخل العقارات من الاجمالي (%)	العائد (%)
	مليار دولار	مليار كرونة		
2011	555	3312	0.33%	/
2012	686	3816	0.66%	6.00%
2013	830	5038	1.03%	11.80%
2014	858	6431	2.19%	10.40%
2015	845	7475	3.14%	10.00%
2016	873	7510	3.22%	0.80%
2017	1038	8488	2.58%	7.50%
2018	953	8256	2.98%	7.50%

المصدر: التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي:

<https://www.nbim.no/en/> تاريخ الاطلاع عليه 2020/03/31 على الساعة 23:36

3-1- توزيع استثمارات العقارات على القطاعات: استثمارات العقارات للصندوق التقاعد النرويجي شملت قطاعات العقارات المخصصة للمكاتب، والمخصصة للتجارة، والعقارات اللوجستية، وعقارات أخرى غير مدرجة توزعت بينهم القيمة السوقية للاستثمارات حسب الشكل البياني التالي (انظر كذلك ملحق رقم 8):

شكل بياني رقم (3 - 7): يبين نسب التوزيع القطاعي لاستثمارات العقارات من 2011 إلى 2018



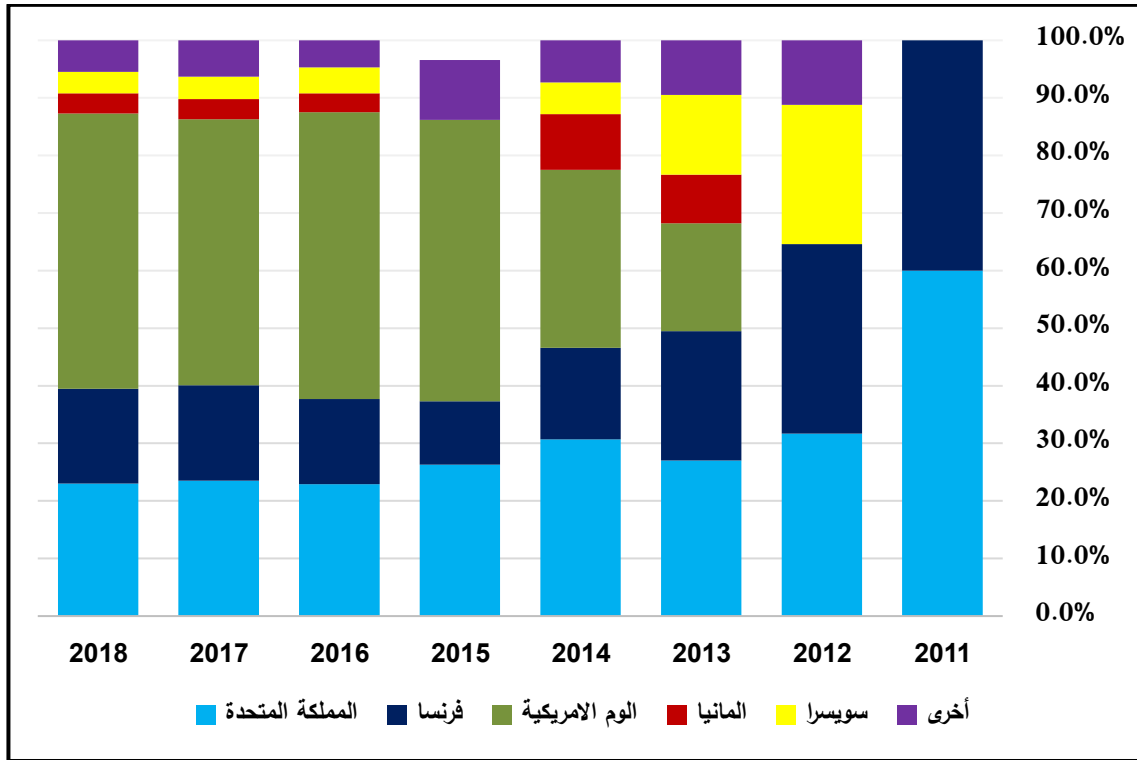
المصدر: من إعداد الطالب اعتماد على التقارير السنوية للصندوق النرويجي

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

أكبر قطاعات العقارات المستثمر فيها يأتي قطاع العقارات المكتبية (Office) بأكبر نسبة استثمارات بمعدل يتراوح من 48-65% بمتوسط 57% خلال الفترة من 2011 إلى 2018، ثم يليه قطاع العقار التجاري (Retail) بنسبة تتراوح بين 9-40% بمتوسط 19.7%، كما بلغت استثمارات الصندوق في العقار الصناعي (Logistic) نسبة متوسطها 18.5% تتراوح بين 13-22%، أما القطاعات الأخرى والقطاعات غير المدرجة فقد استثمر فيها الصندوق النرويجي نسبة تتراوح بين 1-2% بالنسبة لقطاعات أخرى والتي بدأ الاستثمار فيها سنة 2013، واستثمر نسبة تتراوح بين 21-24% في القطاعات غير مدرجة خلال المدة من 2014 إلى 2016.

التوزيع الجغرافي لاستثمارات الأسهم: استثمرت النرويج من خلال صندوقها السيادي في عدة دول أوروبية كالمملكة المتحدة، وفرنسا، وألمانيا وسويسرا، ودول أخرى في أوروبا، أما في القارات الأخرى فاقترنت الاستثمارات على قارة أمريكا في الولايات المتحدة الأمريكية خاصة، وفي 2017 و2018، توسعت الاستثمارات لتشمل اليابان في قارة آسيا، توزعت القيمة السوقية لاستثمارات العقارات بنسب مبينة في الجدول (انظر الملحق رقم 9)، وممثلة في الشكل البياني رقم (3-8):

شكل بياني رقم (3 - 8): يبين نسب التوزيع الجغرافي لاستثمارات العقارات من 2011 إلى 2018



المصدر: من إعداد الطالب اعتماد على التقارير السنوية للصندوق النرويجي

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

من خلال الشكل البياني رقم (3-8)، المبين لتوزيع استثمارات العقارات على النطاق الجغرافي والتي تركزت أساساً في أوروبا بنسبة 70% من مجموع استثمارات العقارات خلال الفترة 2011 إلى 2018، فخلال سنة 2011 اقتصر استثمارات العقارات للصندوق النرويجي على منطقتين فقط وهما المملكة المتحدة بنسبة 60%، وفرنسا بنسبة 40%، لتشمل سنة 2012 مناطق أخرى كسويسرا بنسبة 24% ودول أخرى من أوروبا بنسبة 11% مع تقلص نسبة الاستثمارات بالنسبة لفرنسا إلى 33% والمملكة المتحدة إلى 32%. وبداية من سنة 2013 إلى 2018، امتدت استثمارات الصندوق النرويجي في مجال العقار إلى مناطق أخرى كألمانيا، والولايات المتحدة الأمريكية التي استقطبت أكبر استثمارات الصندوق النرويجي في العقارات، وكانت الاستثمارات موزعة على المناطق التالية بنسب متوسطة في:

40% في الولايات المتحدة الأمريكية و25% في المملكة المتحدة، و16% في فرنسا، و6% في كل من ألمانيا وسويسرا، ونسبة 7% في باقي الدول الأوروبية. مع الإشارة إلى أن استثمارات الصندوق النرويجي عموماً واستثمارات العقارات تستهدف المناطق القريبة والأسواق النشطة والمتطورة والمستقرة والأكثر توفراً للمناخ الملائم للاستثمار.

III- استراتيجية الصندوق في إدارة المخاطر:

1- حدود الالتزام وتغييراتها: لتخفيض مخاطر الاستثمار وتجنبها عمدت وزارة المالية النرويجية إلى إصدار تعليماتها بشأن الحدود التي يجب الإلتزام بها لتتلافى هذه المخاطر، وقد تم تعديلها عدة مرات حسب حالة نشاط الأسواق ومناخ الاستثمار السائد، وتتعلق هذه الحدود بتوزيع الأصول حسب فئات الأصول (أسهم، وسندات، وعقارات)، وتوزيعها حسب النطاق الجغرافي، وحدود التقلب في مخاطر السوق، والحدود القصوى لتصنيف أدوات الدخل الثابت (السندات) أو مخاطر الائتمان، والحد الأقصى لتملك الأسهم في الشركات، والجدول التالي يوضح الحدود التي وضعتها وزارة المالية وتغييراتها من 1998 إلى 2018:

جدول رقم (3 - 5) يلخص التغييرات التي مسّت الحدود التي وضعتها وزارة المالية من 1998-2018

التغييرات (%)	سنة	الحدود التي وضعتها وزارة المالية	
30-50%	1998-2006	الأسهم	توزيع الأصول للقيمة السوقية
50-70%		الدخل الثابت	
30-70%	2007-2008	الأسهم	الدخل الثابت
30-70%		الدخل الثابت	

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

70-50%	2010-2009	الأسهم الدخل الثابت	
50-30%			
5-0%	2014-2011	العقارات	
80-50%	2016-2015	الأسهم الدخل الثابت	
30-20%			
7% كأقصى	2018-2017	العقارات	مخاطر السوق
1.5%	2010-1998	حدود التقلب النسبي لاستثمارات الصندوق	
01%	2016-2011		
1.25%	2018-2017		مخاطر الائتمان
20%	2000-1998	مخاطر الائتمان يمكن تصنيف كحد أقصى من استثمارات الدخل الثابت دون - BBB	
7-3%	2004-2003		
05%	2007-2005		
03%	2011-2008		
05%	2018-2012		حدود التملك الاسهم
01%	1999-1998	كحد أقصى من أسهم التصويت في شركة مدرجة في محفظة الأسهم	
03%	2004-2000		
05%	2007-2005		
10%	2018-2008		

المصدر: التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي:

<https://www.nbim.no/en/> تاريخ الاطلاع عليه 2020/03/31 على الساعة 23:36

- بالنسبة لتوزيع الأصول الاستثمارية في الفترة من 1998 إلى 2006، فقد كانت أغلب استثمارات الصندوق في السندات بنسبة 70-50% مقابل 50-30% للأسهم، تغيرت هذه التركيبة لتتساوى الاستثمارات في الأسهم والسندات بنسبة 70-30% في الفترة 2007 و 2008، وفي الفترة 2009 و 2010، أصبحت أغلب استثمارات الصندوق في الأسهم بنسبة تتراوح بين 50 و 70%، مقابل 50-30%، لتتركز أكثر في الأسهم بنسبة 80-50% مقابل 30-20% في السندات بداية من سنة 2015، كما أدرجت العقارات في استثمارات الصندوق بنسبة تصل إلى 05% ابتداء من سنة 2011، ثم أصبحت 07% كحد أقصى في سنتي 2017 و 2018. وهو السلوك الاستثماري

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

الجديد للسياسة الاستثمارية، الأكثر هجومية للصندوق، بسبب نجاحه في إدارة استثماراته وزيادة العائد، وتنمية أصوله.

- أما حدود التقلب بالنسبة لمخاطر السوق فقد تراوحت بين 1.5% في بداية الفترة، ثم حُفّضت إلى 01% في الفترة من 2011-2016، لترتفع مرة أخرى إلى مستوى 1.25% سنتي 2017 و2018.

- وبالنسبة لمخاطر الائتمان، فقد حددت وزارة المالية نسبة 20% كحد أقصى لتصنيف أدوات الدخل الثابت دون تصنيف (BBB-)، ثم نسبة 3-7% في الفترة من 2003-2004، ثم نسبة 05% من سنة 2005-2007 ومن 2012-2018، وقد انخفضت هذه النسبة إلى 03% في الفترة من 2008-2011.

- ويمكن للصندوق تملك الأسهم الشركات في حدود 01% في بداية استثمارات الصندوق في الفترة 1998 و1999، ثم 03% في الفترة من 2000-2004، ثم ارتفعت إلى نسبة 05% بين سنتي 2005 و2007، ثم سُمح لإدارة الصندوق بتملك ما نسبته 10% من أسهم الشركات في الفترة من 2008 إلى 2018، وقد تزامنت هذه التوسع في الملكية مع الأزمة المالية العالمية ودور الصندوق النرويجي في المساهمة في تخفيف آثار الأزمة مع بعض الصناديق السيادية العالمية.

2- تنفيذ تعليمات وزارة المالية في إدارة المخاطر: من عوامل نجاح الصندوق النرويجي هو التزامه بالتعليمات الصارمة لوزارة المالية تحت إشراف البرلمان النرويجي الذي يمارس رقابة صارمة على تسيير وإدارة الصندوق السيادي النرويجي والذي مكّنه من أن يكون أفضل صندوق سيادي من حيث حجم الأصول، التي نمت بفضل الاستراتيجيات الاستثمارية وإدارة المخاطر المتبعة فيه، والجدول التالي يوضح مدى تنفيذ والتزام إدارة الصندوق بتعليمات وزارة المالية:

جدول رقم (3 - 6) مدى التزام إدارة الصندوق لتعليمات وزارة المالية في إدارة المخاطر (الوحدة: نسبة مئوية)

2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	
41%	42.6%	37.8%	40.8%	39.5%	42.1%	59.6%	توزيع الأصول
59%	57.4%	62.2%	59.2%	60.5%	57.9%	40.4%	الأسهم
/	/	/	/	/	/	/	الدخل الثابت
/	/	/	/	/	/	/	العقارات
0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	مخاطر السوق
5.6%	5.4%	3.6%	3.4%	10.6%	7.6%	3.4%	مخاطر الائتمان

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

2.7%	2.6%	2.6%	2.0%	0.8%	0.7%	0.4%	حدود التملك الاسهم
2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
58.7%	61.5%	62.4%	49.4%	47.4%	40.7%	41.6%	توزيع الأصول
41%	38.5%	37.6%	50.6%	52.6%	59.3%	58.4%	الأسهم
0.3%	/	/	/	/	/	/	الدخل الثابت
							العقارات
0.4%	0.2%	0.3%	1.3%	0.4%	0.3%	0.3%	مخاطر السوق
1.1%	2.3%	2.3%	1.3%	4.0%	4.0%	3.9%	مخاطر الائتمان
9.6%	9.1%	7.2%	8.7%	5.0%	4.5%	2.7%	حدود التملك الاسهم
2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
66.3%	66.6%	62.1%	60.8%	60.5%	61.8%	61.1%	توزيع الأصول
30.7%	30.8%	34.7%	36.1%	37.3%	37.2%	38.2%	الأسهم
3%	2.6%	3.2%	3.1%	2.2%	1%	0.7%	الدخل الثابت
							العقارات
0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	مخاطر السوق
2.2%	2.5%	2.2%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	مخاطر الائتمان
9.6%	9.6%	9.6%	9.2%	9.7%	9.4%	9.5%	حدود التملك الاسهم

المصدر: التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي:

<https://www.nbim.no/en/> تاريخ الاطلاع عليه 2020/03/31 على الساعة 23:36

وتعتبر هذه النتائج الموضحة في الجدول رقم (3-6) عن عدم تجاوز إدارة الصندوق الحدود التي حدتها وزارة المالية فيما يخص توزيع الأصول أو الحدود القصوى لتقلب العائد بالنسبة لمخاطر السوق ومخاطر الائتمان، وحدود الملكية.

والجدول الموالي يوضح تصنيف مختلف أنواع أدوات الدخل الثابت (السندات) حسب وكالات التصنيف العالمية لوكالتي ستاندرد اند بورز (Standard and Poors)، وفيتش (Fitch)، للتصنيف من الفترة 2012-2018.

جدول رقم (3 - 7) يوضح نسب تصنيف سندات الصندوق النرويجي حسب درجات التصنيف من 2012-2018.

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	الدرجة	أنواع السندات
27.8%	27.1%	26.8%	26.8%	25.8%	35.0%	36.7%	AAA	السندات السيادية
5.5%	5.3%	5.4%	6.0%	6.1%	5.6%	6.1%	AAA	سندات مرتبطة بالحكومة
4.3%	4.2%	4.1%	3.2%	1.5%	0.9%	2.0%	AAA	سندات مرتبطة بالتضخم

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	AAA	سندات الشركات
4.3%	4.2%	4.7%	5.0%	6.1%	6.7%	7.7%	AAA	سندات مضمونة
42.1%	41.0%	41.2%	41.1%	39.6%	48.2%	52.5%		المجموع
7.0%	8.0%	9.8%	9.2%	7.9%	15.8%	12.9%	AA	السندات السيادية
4.8%	4.5%	5.1%	5.7%	6.0%	4.5%	3.2%	AA	سندات مرتبطة بالحكومة
0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.3%	AA	سندات مرتبطة بالتضخم
1.9%	2.1%	2.2%	1.6%	1.6%	1.2%	1.1%	AA	سندات الشركات
0.9%	0.6%	0.6%	0.8%	0.4%	0.6%	1.1%	AA	سندات مضمونة
15.1%	15.5%	18.1%	17.6%	16.1%	22.2%	18.6%		المجموع
13.5%	11.0%	10.1%	11.4%	11.8%	3.8%	2.4%	A	السندات السيادية
1.8%	1.7%	1.4%	1.2%	1.0%	0.6%	0.7%	A	سندات مرتبطة بالحكومة
0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	A	سندات مرتبطة بالتضخم
8.4%	9.0%	8.2%	7.7%	9.4%	5.8%	6.5%	A	سندات الشركات
0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.8%	1.4%	2.9%	A	سندات مضمونة
24.0%	21.9%	19.9%	20.6%	23.1%	11.6%	12.5%		المجموع
3.8%	6.5%	6.5%	7.4%	9.5%	8.0%	6.7%	BBB	السندات السيادية
0.6%	0.4%	0.6%	1.2%	1.4%	1.1%	1.2%	BBB	سندات مرتبطة بالحكومة
0.2%	0.3%	0.5%	0.9%	0.9%	0.7%	0.5%	BBB	سندات مرتبطة بالتضخم
12.0%	11.9%	11.1%	10.4%	7.9%	5.8%	5.7%	BBB	سندات الشركات
0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.8%	1.6%	1.3%	BBB	سندات مضمونة
16.6%	19.2%	18.8%	20.1%	20.5%	17.2%	15.4%		المجموع
1.8%	2.0%	1.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	أدنى	السندات السيادية
0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	أدنى	سندات مرتبطة بالحكومة
0.0%		0.2%				0.0%	أدنى	سندات مرتبطة بالتضخم
0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	أدنى	سندات الشركات
0.0%			0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	أدنى	سندات مضمونة
2.2%	2.5%	2.2%	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%		المجموع

المصدر: التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي:

<https://www.nbim.no/en/> تاريخ الاطلاع عليه 2020/03/31 على الساعة 23:36

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

صنفت سندات الصندوق النرويجي خلال الفترة من 2012 إلى 2018، كآآتي:

- التصنيف AAA: صنفت نسبة 43.7%، كنسبة متوسطة، من السندات في تصنيف الجودة الأعلى، منها 67% سندات سيادية، و13% سندات مرتبطة بالحكومة، ونسبة 12.6% سندات مضمونة، و7% سندات مرتبطة بالتضخم، ونسبة 0.3% سندات الشركات.
 - التصنيف AA: صنفت نسبة 17.6%، كنسبة متوسطة، من السندات في تصنيف الجودة العالية جداً، منها 56% سندات سيادية، و28% سندات مرتبطة بالحكومة، و10% سندات الشركات، و4% سندات مضمونة، و2% سندات مرتبطة بالتضخم.
 - التصنيف A: صنفت نسبة 19.1%، كنسبة متوسطة، من السندات في تصنيف الجودة العالية، منها 45% سندات سيادية، و42.5% سندات الشركات، و6% سندات مرتبطة بالحكومة، و6% سندات مضمونة، و0.5% سندات مرتبطة بالتضخم.
 - التصنيف BBB: صنفت نسبة 18.3%، كنسبة متوسطة، من السندات في تصنيف الجودة المتوسطة، منها 38% سندات سيادية، و51% سندات الشركات، و5% سندات مرتبطة بالحكومة، و3% سندات مضمونة، و3% سندات مرتبطة بالتضخم.
 - التصنيف المنخفض: صنفت نسبة 1.3%، كنسبة متوسطة، من السندات في التصنيف المنخفض، منها 39.7% سندات سيادية، و37% سندات الشركات، و13.6% سندات مرتبطة بالحكومة، و8.5% سندات مضمونة، و1.3% سندات مرتبطة بالتضخم.
- والاستنتاج أن أكثر من 97% من مجموع السندات مصنفة ضمن الحدود المقبولة.

المبحث الثاني: صندوق ضبط الإيرادات الجزائري

حدت الجزائر حدو البلدان التي أنشأت صناديق للثروة السيادية، والتي عرفت تحقيق فوائض معتبرة من الإيرادات النفطية، نتيجة انتعاش أسعار النفط والمواد الأولية بفعل ارتفاع الطلب عليها، وقد عرفت الفترة التي أنشأت فيها الجزائر صندوق ضبط الإيرادات والممتدة من (2000-2009)، تأسيس 31 صندوق سيادي عبر العالم والذي يمثل 40% من إجمالي عدد الصناديق السيادية العالمية، ونسبة 38% من الأصول الاجمالية للصناديق السيادية.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

المطلب الأول: المؤشرات الكلية للاقتصاد الجزائري:

يقاس أداء أي اقتصاد ودرجة قوته وتقدمه بأداء المؤشرات الاقتصادية الكلية. ويُصنف الاقتصاد الجزائري في خانة الاقتصاديات الريفية؛ التي تعتمد وترتبط بشكل يكاد يكون كلياً على مداخل بيع المواد الأولية وخاصة البترول والغاز، فهو رهين التغيرات التي تطرأ على السوق العالمية للنفط، في ظل غياب أي استراتيجية جادة وناجحة للتنويع الاقتصادي بما تمتلكه الجزائر من إمكانيات طبيعية وبشرية تسمح لها بالاستثمار في القطاع الفلاحي والصناعي والسياحي والخدمي، ولم تستند الجزائر من الفوائض المالية المحققة من الارتفاع القياسي لأسعار البترول في الفترة من 2000-2014، وسيتم التطرق إلى أداء مؤشرات الاقتصاد الكلية الأربع للجزائر في الفترة من (2010- 2018)، وهي الناتج المحلي الاجمالي ونسبة مساهمة القطاعات الاقتصادية فيه، نسبة البطالة، معدل التضخم، ووضعية الميزان التجاري.

I- الناتج المحلي الاجمالي:

1- تطورات الناتج المحلي الإجمالي للفترة الممتدة من (2010-2018): يُعرض في الجدول التالي تطور الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر مقدراً بالعملة المحلية، والدولار الأمريكي، ومعدل نموه للفترة الممتدة من سنة 2010 إلى سنة 2018.

جدول رقم (3 - 8): تطورات الناتج المحلي الاجمالي في الجزائر للفترة (2010-2018)

السنة	القيمة (مليار دينار)	القيمة (مليار دولار أمريكي)	معدل النمو (%)
2010	11991.40	161.21	-
2011	14588.70	200.02	21.66
2012	16209.90	209.06	11.11
2013	16647.90	209.75	2.70
2014	17228.50	213.81	3.49
2015	16712.60	165.98	2.99 -
2016	17514.50	160.03	4.80
2017	18575.80	167.39	6.06
2018	20259.10	173.76	9.06

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على بيانات البنك الدولي:

<https://data.albankaldawli.org/country/algeria?view=chart>

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

يبين الجدول رقم (3-8) تطور قيمة الناتج المحلي الإجمالي للجزائر و معدلات نموه، تُؤخذ (السنة السابقة كأساس)، في الفترة الزمنية (2010-2018)، حيث يمكن ملاحظة ارتفاع في قيمة الناتج المحلي الإجمالي من 11991.40 مليار دينار عام 2010 إلى 14588.70 مليار دينار عام 2011، بمعدل نمو 21.66% ويستمر هذا الارتفاع لثلاث سنوات متتالية حيث وصلت قيمة الناتج المحلي عام 2014 إلى قيمة 17228.50 مليار دينار، لكن بمعدل نمو متناقص حيث بلغ معدل النمو 11.11% سنة 2012، لينخفض إلى معدل 2.70% عام 2013، ومعدل 03.49% عام 2014 ليتراجع مجدداً إلى معدل سالب (-02.99%)، عام 2015، ويُعزى هذا الانخفاض في الناتج المحلي إلى التأثير بأسعار البترول التي انهارت في نهاية سنة 2014، ثم مع بداية انتعاش أسعار البترول ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بمعدل نمو يقدر ب 04.80% سنة 2016، 06.06% سنة 2017، ومعدل نمو 09.06% ليصل إلى 20259.10 مليار دينار عام 2018.

1- مساهمات القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي: نسبة مساهمات القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي مفصلة في الجدول التالي:

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

جدول رقم (3 - 9): مساهمة القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الاجمالي في الجزائر للفترة (2010-2018) (الوحدة: مليار دينار)

حقوق ورسوم على الواردات		الخدمات		البناء والاشغال		الصناعة		الزراعة		المحروقات		القطاعات
النسبة(%)	القيمة	النسبة(%)	القيمة	النسبة(%)	القيمة	النسبة(%)	القيمة	النسبة(%)	القيمة	النسبة(%)	القيمة	السنوات
6.2	743.5	34.8	4173.0	10.5	1259.1	5.1	611.6	8.5	1019.3	34.9	4185.0	2010
5.9	860.7	36.1	5266.5	9.2	1342.2	4.6	671.1	8.1	1181.7	36.1	5266.5	2011
6.6	1069.9	36.7	5949.0	9.2	1491.3	4.5	729.4	8.8	1426.5	34.2	5543.8	2012
7.5	1248.6	38.4	6392.8	9.8	1631.5	4.6	765.8	9.9	1648.1	29.8	4961.1	2013
7.2	1240.5	40.2	6925.9	10.4	1791.8	4.9	844.2	10.3	1774.5	27	4651.7	2014
8.1	13584.7	44.6	74799.8	11.5	19286.9	5.4	9056.5	11.6	19454.7	18.8	31530.0	2015
8	1401.2	45.1	7899.0	11.8	2066.7	5.6	980.8	12.2	2136.8	17.3	3030.0	2016
7.8	1448.9	42.7	7931.9	11.8	2191.9	5.7	1058.8	12.3	2284.8	19.7	3659.4	2017
7.3	1478.9	41.3	8367.0	12	2431.1	5.6	1134.5	12.3	2491.9	21.5	4355.7	2018

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرات الثلاثية لبنك الجزائر لسنوات (2010-2018)، وإحصائيات البنك الدولي.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

يبين الجدول رقم (3-9) مساهمات القطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر، للفترة الزمنية الممتدة من عام 2010 إلى غاية عام 2018، ومن تحليل الجدول يمكن ابداء الملاحظات التالية:

- بالنسبة لمساهمة قطاع المحروقات في تكوين الناتج المحلي الإجمالي: فإن قطاع المحروقات يساهم إلى جانب قطاع الخدمات مساهمة كبيرة في الناتج المحلي الإجمالي، حيث تتراوح نسبة مساهمته من 17% إلى 37% من القيمة الاجمالية، تتغير هذه النسبة حسب تغير أسعار النفط تزيد هذه النسبة بارتفاع أسعار البترول وتقل بانخفاض أسعار البترول، وهو ما نستنتجه من الجدول، حيث بلغت قيمة مساهمته في عام 2011 ما يزيد عن 5242.1 مليار دينار بنسبة 36.1% وهي أكبر مساهمة في فترة الدراسة بتأثير ارتفاع أسعار البترول وانخفضت نسبة مساهمته في عامي 2015 و2016، إلى نسبة 18.8% و17.3% على التوالي وهي الفترة التي عرفت تراجع أسعار البترول، وارتفعت مساهمته مجددا بعد عام 2016، أي في عام 2017 إلى نسبة 19.7% ونسبة 21.5% عام 2018، بسبب انتعاش أسعار النفط مجددا.

- ويساهم قطاع الخدمات مساهمة هامة في الناتج المحلي الإجمالي، حيث يعتبر أكبر قطاع مساهم في تكوين الناتج المحلي الإجمالي، ويعتبر قطاع الخدمات من القطاعات الرئيسية في الجزائر، ويشمل هذا القطاع أنشطة الخدمات الإنتاجية، المكونة من التجارة والفنادق والنقل والمواصلات والتخزين، التمويل والتأمين والمصارف، وأنشطة الخدمات الاجتماعية والتي تشكل من الإسكان والمرافق الخدمية الحكومية والخدمات الأخرى، وعند تتبع تطورات مساهمة قطاع الخدمات في الناتج الداخلي الخام في الجزائر؛ يتضح لنا أهميته في المساهمة في الناتج المحلي الإجمالي مع قطاع المحروقات، كما نلاحظ أن مساهمته تزداد طيلة سنوات الدراسة أي من عام 2010 إلى غاية 2018، حيث بلغت قيمة مساهمته 8367 مليار دينار عام 2018 ونسبة مساهمة قُدرت بحوالي 41.3% وهذا مقارنة ب4173 مليار دينار محققة عام 2010.

- أما مساهمة قطاع الفلاحة في قيمة الناتج المحلي الإجمالي في الفترة المعنية بالدراسة فيلاحظ أن مساهمته في تزايد مستمر لكن بمعدل نمو ضئيل وتتراوح مساهمته بين نسبة 8.1% سنة 2011، ونسبة 12.2% سنة 2018، ارتفعت طيلة سنوات 2011-2018، بضعف قيمة مساهمته أي من 1181.7 مليار دينار إلى 2491.9 مليار دينار سنة 2018. ويرجع سبب ذلك بأنه قطاع

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

- لا يلقى اهتماما كافيا، وغير مستغل بطريقة علمية، ويبقى رهين الظروف الطبيعية والمناخية السائدة رغم الهزات التي تعرض لها الاقتصاد الجزائري بسبب ارتباطه بالريع النفطي.
- أما قطاع البناء والأشغال العمومية يُعد من أهم القطاعات التي استفادت من مخصصات كبيرة ضمن برامج الإنعاش الاقتصادي، خاصة الموجهة لقطاع السكن والمنشآت القاعدية، وعلى الرغم من انهيار أسعار البترول إلا أن مشاريع السكن والأشغال العمومية استمرت في نشاطها حيث ارتأت السلطات استعمال مواد البناء المصنوعة في الجزائر لتشجيع الإنتاج المحلي وبهدف التنويع الاقتصادي، وعند تتبع تطورات مساهمة هذا القطاع في الناتج الداخلي الخام، نلاحظ أنه في تطور طيلة سنوات الفترة المدروسة، أي من عام 2010 إلى غاية 2018، حيث وصلت قيمة مساهمته في العام 2018 إلى 2413.1 مليار دينار وبنسبة مساهمة قُدرت بحوالي 12%، يرجع هذا التحسن للعديد من الأسباب من بينها انجاز العديد من الأشغال الكبرى للبنية التحتية.
- قطاع الصناعة ومن خلال الجدول نلاحظ أنه أقل القطاعات مساهمة في الناتج المحلي الإجمالي، إذ لم تتجاوز مساهمته نسبة 5% من القيمة الكلية للناتج المحلي؛ وهذا ناتج عن الطبيعة الهيكلية للاقتصاد الجزائري الذي يعتمد على مداخل البترول وقطاع الخدمات.
- II- معدل البطالة:** تعد البطالة من المؤشرات الاقتصادية التي تسجل تراجعا في الأداء إذ تعد من أصعب المشاكل وأكبر التحديات، إذ يسجل هذا المؤشر معدلات مرتفعة، وتراجع في معدل التشغيل وهو ما يبينه الجدول التالي.

جدول رقم (3-10): تطورات معدلات البطالة في الجزائر للفترة الزمنية (2010-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
12.14	12	10.20	11.21	10.21	9.82	10.97	9.96	9.96	معدل البطالة(%)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرات الثلاثية لبنك الجزائر لسنوات (2010-2018).

وما يُمكن ملاحظته من البيانات المسجلة في الجدول رقم (3-10) هو ارتفاع معدلات البطالة بشكل مستمر من 9.96% سنة 2010 إلى 12% سنة 2018، أي بمعدل زيادة يفوق 20% من قيمة سنة الأساس، وهو ما يعبر عن وجود مشكلة هيكلية في الاقتصاد الجزائري وأن الطاقة الاستيعابية للاقتصاد ضعيفة، وترجع أسباب المعدلات المرتفعة للبطالة كذلك إلى الانكماش والركود في الاقتصاد

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

وتراجع معدلات النمو في القطاعات الإنتاجية، وتراجع معدلات التشغيل للضائقة المالية التي تعرفها الجزائر نتيجة تراجع أسعار البترول.

III- معدل التضخم: يوضح الجدول التالي تطور معدلات التضخم في الجزائر للفترة الزمنية الممتدة من عام 2010 إلى غاية عام 2018 كما يلي:

جدول رقم (3 - 11): تطورات معدلات التضخم في الجزائر للفترة الزمنية (2010-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
5.22	5.59	6.40	4.78	2.92	3.26	8.89	4.52	3.91	معدل التضخم(%)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرات الثلاثية لبنك الجزائر لسنوات (2010-2018).
يوضح الجدول رقم (3-11) تطورات التضخم في الجزائر للفترة من 2010 إلى غاية عام 2018، والملاحظ أن معدل التضخم ارتفع من 3.91% عام 2010 إلى معدل 4.52% عام 2014، حيث كان هذا الارتفاع بسبب العديد من العوامل أبرزها، الزيادة المعتبرة للأجور ذات التأثير التضخمي، بالإضافة إلى ضعف الأسواق وقلة تنافسيتها، كما كان من أبرز أسباب هذا الارتفاع الاستيراد المرتفع للسلع الاستهلاكية والصناعية، حيث أدى إلى انتقال التضخم آليا من البلدان الموردة، إلا أن هذا الارتفاع لم يتوقف عند مستوى 4.52%، حيث ارتفع بمعدل كبير عام 2012 ليصل إلى 8.89%، و يرجع هذا الارتفاع أساسا إلى زيادة العملة النقدية، والتي ساهمت في نسبة التضخم بـ 8.4% وهي أقوى مساهمة خلال العشر سنوات الأخيرة، إلا أنه بعد العام 2012 انخفض معدل التضخم العاميين الموالين أي 2013 و 2014 حيث وصل 2.92%، بسبب تراجع أسعار المواد الغذائية في الأسواق العالمية، حيث كان الارتفاع في أسعار المنتجات الغذائية يساهم بما يقارب 50% في معدل التضخم، وانحصر إلى 28.4%، ليرتفع مجددا معدل التضخم عام 2015 حيث وصل 4.78%، هذا على الرغم من ضعف التوسع النقدي وانخفاض الأسعار العالمية للعديد من المواد الغذائية والزراعية المستوردة، حيث كان سبب هذا الارتفاع ضعف التنافس في العديد من السلع والخدمات، واستمر هذا الارتفاع في معدلات التضخم خلال السنوات الموالية أي 2016 و 2017 و 2018، ولكن بوتيرة بطيئة، ويعود هذا الارتفاع أساسا إلى ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية الرئيسية خاصة في العام 2017، وهذا بعد سنوات من التراجع.

IV- الميزان التجاري: سنحاول التعرف على وضعية الميزان التجاري الجزائري، وهذا من خلال تحليل هيكل الصادرات والواردات الجزائرية وقيمتها.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

جدول رقم (3 - 12): تطورات الميزان التجاري الجزائري للفترة (2010-2018) الوحدة: مليون دولار أمريكي

السنوات	الصادرات	الواردات	الميزان التجاري	السنوات	الصادرات	الواردات	الميزان التجاري
2010	57762	40212	17550	2015	35138	51646	16508 -
2011	73802	47300	26502	2016	29698	46727	17029 -
2012	72620	50376	22244	2017	35132	46059	10927 -
2013	65823	54903	10920	2018	41783	46197	4414 -
2014	61172	58330	2842				

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرات الثلاثية لبنك الجزائر لسنوات (2010-2018)

يوضح الجدول رقم (3-12) تطورات الميزان التجاري خلال فترة زمنية من عام 2010 إلى غاية عام 2018 ويكون تحليل هذا الجدول كالتالي:

- بالنسبة للصادرات: تتشكل التركيبة السلعية للصادرات في الجزائر من منتجات الطاقة (البتترول والغاز) بالإضافة إلى المواد الغذائية والمواد الأولية، المواد نصف المصنعة والتجهيزات الفلاحية، التجهيزات الصناعية والسلع الاستهلاكية، وعند تتبع حركة الصادرات الجزائرية للفترة الممتدة من عام 2010 إلى غاية 2018 نلاحظ ارتفاع في حصيلة الصادرات طيلة السنوات الأولى من فترة الدراسة أي من عام 2010 حتى عام 2014 حيث بلغت 61172 مليار دولار، وبنسبة مساهمة 97.20% للصادرات الطاقوية، ويعزى هذا الارتفاع أساسا إلى الاستمرار في ارتفاع اسعار البترول طيلة هذه الفترة، إلا أن قيمة الصادرات انخفضت بحدّة في العامين المواليين 2015 و2016، حيث وصلت 29628 مليون دولار عام 2016، ويعزى هذا التراجع الكبير في قيمة الصادرات أساسا إلى الانخفاض الحاد في أسعار البترول في نهاية العام 2014 وانعكاس سلبا على الصادرات الجزائرية باعتبارها دولة تعتمد أساسا على هذه المادة في تشكيلة صادراتها، إلا أنه وبعد توصل دول منظمة الأوبك والدول المصدرة للنفط خارج هذه المنظمة إلى اتفاق بتخفيض الانتاج من النفط في نهاية العام 2016 ارتفعت الأسعار وتحسنت نوعا ما قيمة الصادرات، حيث شهدت ارتفاعا في العامين 2017 و2018 إذ بلغت في العام 2018 ما يقارب 41783 مليون دولار أمريكي.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

- أما الواردات: فنتشكل من واردات الطاقة بالإضافة إلى المواد الغذائية والمواد الأولية والمواد النصف مصنعة والتجهيزات الفلاحية والصناعية بالإضافة إلى السلع الاستهلاكية، والملاحظ أن قيمة الواردات تزايدت قيمها خلال السنوات الأولى للدراسة أي من العام 2010 إلى غاية العام 2014 حيث بلغت قيمتها هذا العام إلى 58330 مليون دولار أمريكي، إلا أنها عرفت تراجعاً طيلة السنوات الموالية أي من العام 2015 إلى غاية العام 2018، حيث يرجع هذا الانخفاض أساساً إلى انعكاس انخفاض أسعار البترول وتراجع إيراداته على قيمة الواردات، بالإضافة إلى انتهاء الدولة سياسات تدعم من خلالها المنتج الوطني على حساب المنتج الأجنبي.

المطلب الثاني: التعريف بصندوق ضبط الإيرادات:

أنشئ بموجب قانون المالية التكميلي لسنة 2000¹ في المادة العاشرة منه، كحساب تخصيص خاص في كتابات الخزينة رقم 103-302، تحت تسمية " صندوق ضبط الموارد" أو "صندوق ضبط الإيرادات" في المادة 25 من قانون المالية التكميلي لسنة 2006². وتتميز حسابات التخصيص الخاصة بقواعد تسيير محاسبية خاصة تختلف عن قواعد تسيير الميزانية العامة للدولة بكونها أكثر مرونة من حيث الممارسة المحاسبية، وتستثنى من مبدأ السنوية والعمومية، ولا تخضع لرقابة البرلمان ولا ترخيصه، ولا تخضع لمراقبة الأداء في مجال برامج الاستثمار العامة، كما يعتبر وزير المالية الأمر بالصرف الرئيسي للصندوق.

I- دوافع ومبررات إنشاء صندوق ضبط الإيرادات: هناك دوافع تشترك فيها جميع الدول التي أنشأت صناديق ثروة سيادية كتحقيق فوائض مختلفة المصادر، وضمان حق الأجيال القادمة، وحماية الاقتصاد من التقلبات وتذبذبات السعر والطلب. كما أن هناك دوافع خاصة بكل دولة، أما دوافع إنشاء صندوق الثروة السيادي بالجزائر المسمى " صندوق ضبط الإيرادات " فتتمثل في دوافع داخلية وأخرى خارجية³؛

1- الدوافع الداخلية: وهي دوافع تتعلق بخصائص الاقتصاد الجزائري وارتباطه بالمحروقات:

¹ قانون رقم 02-2000 المؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1421هـ الموافق ل 27 يونيو سنة 2000م، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، المنشور بالجريدة الرسمية رقم 37 المؤرخة في 25 ربيع الأول عام 1421هـ الموافق 28 يونيو 2000 م.

² أمر رقم 04-2006 المؤرخ في 19 جمادى الثانية عام 1427هـ الموافق ل 15 يوليو سنة 2006، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006، المنشور بالجريدة الرسمية رقم 47 المؤرخة في 23 جمادى الثانية عام 1427هـ الموافق 19 يوليو 2000 م.

³ نبيل بوفليح، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخل النفط في الدول العربية، مقال، مجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، العدد 04، 2010، ص 82 الى 85.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

- تأثير قطاع المحروقات على معدل النمو الاقتصادي: حيث يساهم قطاع المحروقات بنسبة 29.68 % كمعدل متوسط من الناتج المحلي خلال الفترة (1996-2000)، أي أن معدل النمو الاقتصادي يرتبط بشكل كبير بمعدل نمو قطاع المحروقات.
- تأثير المحروقات على الموازنة العامة: حيث تشكل الجباية البترولية المورد الرئيسي للإيرادات العامة للدولة بنسبة 64.12 % كمتوسط خلال الفترة (1996-2000)، مما يعني أن الموازنة العامة تتأثر بأسعار النفط على المستوى العالمي، الذي يحدد مدى استقرار واستمرار تنفيذ مختلف السياسات الاقتصادية العامة في الجزائر.
- تأثير قطاع المحروقات على ميزان المدفوعات: تشكل صادرات قطاع المحروقات المورد الرئيسي للعملة الصعبة في الجزائر باعتبار أن صادرات هذا القطاع مثلت نسبة 96.20 % كمتوسط خلال الفترة نفسها (1996-2000)، وعليه فإن أداء قطاع المحروقات يؤثر بشكل مباشر على توازن ميزان المدفوعات في الجزائر.

2- الدوافع الخارجية: وتعلق بأسعار النفط في الاسواق العالمية وانتشار فكرة الصناديق السيادية:

- تقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية: أمام هذه التقلبات، قرّرت الحكومة استحداث صندوق يعمل كآلية لامتصاص الفوائض المالية الناتجة عن الصدمات الإيجابية والاحتفاظ بها في شكل احتياطات لمواجهة الصدمات السلبية، التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري والناتجة عن أي انهيار قد يمس أسعار النفط مستقبلا.
- رواج فكرة انشاء صناديق سيادية بين معظم الدول النفطية، إذ تعد تجربة الجزائر الأحدث في هذا المجال، مقارنة بالتجارب الأخرى التي سبقتها.

II- أهداف صندوق ضبط الإيرادات وموارده:

- 1- أهداف صندوق ضبط الإيرادات: تسعى الحكومة من خلال تشكيلها لصندوق ضبط الموارد لتحقيق العديد من الأهداف. من أهمها نذكر ما يلي¹:

- مراعاة الطاقة الاستيعابية للاقتصاد عند استخدام فوائض الجباية البترولية؛
- استخدام رصيد الصندوق لتغطية المديونية واحتواء العجز الموازي؛

¹ زهير بن دعاس ونزيهان رقوب، صندوق ضبط الموارد الجزائري بين مطرقة تطاير أسعار النفط وسندان العجز الموازي، مقالة، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد السابع، مارس 2019، ص ص 69-93، ص 74.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

- التحوط من مخاطر الانخفاض المفاجئ لأسعار النفط في السوق الدولية؛
 - توفير التمويل غير المباشر لعجوزات الخزينة العمومية، وذلك إذا أخذنا بالاعتبار أن رصيد الخزينة العمومية أوسع من مفهوم رصيد الميزانية العامة للدولة، حيث يضم رصيد الخزينة العمومية رصيد الميزانية العامة للدولة، بالإضافة إلى أرصدة مختلف العمليات التي تقوم بها الخزينة العمومية، لا سيما أرصدة حسابات الخاصة للخزينة؛
 - دعم سلامة الاقتصاد الوطني من خلال الثقة الممكن أن تعطيها للمستثمرين.
- 2- موارد الصندوق واستخداماته:** حسب قانون المالية التكميلي لسنة 2000 و 2006 فإن موارد الصندوق تتشكل أساسا من فوائض الإيرادات الجبائية، وينص المرجع القانوني على أن موارد تتمثل في
- فوائض القيم الناتجة عن مستوى تجاوز إيرادات الجباية البترولية لتقديرات قانون المالية؛
 - تسبيقات بنك الجزائر الموجهة لتسيير المديونية الخارجية؛
 - كل الإيرادات المتعلقة بسير الصندوق.
- أما استخدامات الصندوق: فتتمثل في:
- ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي؛
 - تخفيض الدين العمومي؛
 - تمويل عجز الخزينة دون أن يقل رصيد الصندوق عن 740 مليار دينار جزائري. قبل أن يلغى العمل بالرصيد الأدنى في قانون المالية لسنة 2017 في مادته رقم 121 التي تعدل المادة العاشرة من قانون 02-2000 المتضمن قانون المالية لسنة 2000.

III- تصنيف صندوق ضبط الإيرادات ومجال عمله:

- 1- تصنيف صندوق ضبط الإيرادات:** يصنف صندوق ضبط الإيرادات حسب:
- الهدف الأساسي من انشائه، وهو تصنيف صندوق النقد الدولي، فيصنف ضمن صناديق الاستقرار التي يتمثل هدفها الأساسي في حماية الميزانية والاقتصاد ككل من تذبذبات أسعار السلع (النفط عادة).
 - مصادر تمويلها إلى صناديق الثروة السيادية السلعية أو صناديق الثروة السيادية النفطية، وهي الصناديق السيادية الممولة من عوائد بيع المواد الأولية عموما كالنفط والغاز والماس والنحاس.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

- وظيفتها ودرجة استقلالها فتصنف في خانة صناديق سيادية حكومية تابعة للحكومة، ولا تتمتع باستقلالية القرار ولا تخضع للرقابة المستقلة والمساءلة.
 - تصنيف "دكسون" و"مونك" فحسب هذا التصنيف فهي تنتمي إلى الصناديق الربعية وهي الصناديق السيادية التي يعود ريعها الخارجي إلى الحكومة (مثل بيع الموارد الطبيعية في الأسواق العالمية).
- 2- الإدارة والتنظيم:** يعتبر صندوق ضبط الإيرادات كأحد حسابات التخصيص في الخزينة العمومية، أي أن إدارته وماليته خاضعة لإدارة الخزينة العمومية، وهو بالتالي تحت وصاية وإدارة وزارة المالية، وهذا ما نص عليه قانون المالية التكميلي لعام 2000 في المادة العاشرة حيث يُعتبر الوزير المكلف بالمالية هو الأمر بالصرف الرئيسي لهذا الحساب.

3- مجال عمل صندوق ضبط الإيرادات الجزائري: حدّد التنظيم القانوني مجال عمل الصندوق وحدوده، إذ حصره في:

- امتصاص الفوائض المحققة من المداخل النفطية والتي تفوق السعر المرجعي لإعداد الميزانية العامة للدولة، أي الفرق بين السعر المرجعي المقدّر على أساسه الميزانية العامة للدولة، والسعر الحقيقي للنفط في الأسواق العالمية، حيث عرف السعر المرجعي ارتفاعا من 19 دولار للبرميل للفترة ما بين (2000-2007)، إلى 37 دولار للبرميل حتى 2016، ثم ارتفع مرة أخرى إلى 50 دولارا للبرميل بداية من 2017.
- تغطية العجز الموازي وضبط التوازن المالي، وتخفيض الدين العمومي، وتمويل عجز الميزانية.
- ينحصر نشاط صندوق ضبط الإيرادات داخل البلاد إذا استثنينا تسديد المديونية الخارجية وليس له أي نشاط استثماري داخل البلاد أو خارجها.

المطلب الثالث: دور صندوق ضبط الإيرادات في الاقتصاد الجزائري

بإنشاء صندوق ضبط الإيرادات باشرت الدولة بتحويل فوائض الجباية البترولية المحققة والتي تزيد عن السعر المرجعي المعتمد في تقديرات الميزانية العامة، وهذا لمباشرة العمل لتحقيق الأهداف الاقتصادية التي أنشئ من أجلها وهي:

- ضبط نفقات وتوازن الميزانية المحددة عن طريق قانون المالية السنوي؛
- تخفيض الدين العمومي؛
- تمويل عجز الخزينة.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

I- تطور موارد صندوق ضبط الإيرادات: تدعم رصيد صندوق ضبط الموارد الجزائري منذ تأسيسه سنة 2000 إلى غاية 2018، بإيرادات فوائض الجباية البترولية تقدر بقيمة 20513.4 مليار دينار؛ أي ما يعادل 170 مليار دولار تقريبا. مفصلة في الجدول التالي حسب ايراد كل سنة ومعدل نموها قياسا بالسنة التي تسبقها.

جدول رقم (3 - 13): تطور رصيد الصندوق بدون الاستخدامات من 2000 - 2018. (الوحدة: مليار دينار)

السنة	الرصيد السابق	فائض الجباية البترولية	تسبيقات بنك الجزائر	إيرادات تسيير الصندوق	مجموع الموارد	معدل نمو الرصيد (%)
2000	0.0	453.2	0.0	0.0	453.2	/
2001	453.2	123.9	0.0	0.0	577.1	27.33%
2002	577.1	26.5	0.0	0.0	603.6	4.59%
2003	603.6	448.9	0.0	0.0	1052.5	74.37%
2004	1052.5	623.5	0.0	0.0	1676.0	59.24%
2005	1676.0	1368.8	0.0	0.0	3044.9	81.67%
2006	3044.9	1798.0	0.0	0.0	4842.9	59.05%
2007	4842.9	1738.8	0.0	0.0	6581.7	35.91%
2008	6581.7	2288.2	0.0	0.0	8869.9	34.77%
2009	8869.9	400.7	0.0	0.0	9270.5	4.52%
2010	9270.5	1318.3	0.0	0.0	10588.8	14.22%
2011	10588.8	2300.3	0.0	0.0	12889.2	21.72%
2012	12889.2	2535.3	0.0	0.0	15424.5	19.67%
2013	15424.5	2062.2	0.0	0.0	17486.7	13.37%
2014	17486.7	1810.3	0.0	0.0	19297.0	10.35%
2015	19297.0	552.2	0.0	0.0	19849.2	2.86%
2016	19849.2	98.6	0.0	0.0	19947.8	0.50%
2017	19947.8	0.0	0.0	0.0	19947.8	0.00%
2018	19947.8	437.4	0.0	0.0	20385.2	2.19%

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على القوانين المالية والتقارير المالية من 2000 إلى 2018.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

من الجدول رقم (3-13) تطور رصيد صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، نلاحظ أن مجموع موارد الصندوق التي تلقاها من تحويل الفوائض الناتجة من مداخيل الجباية البترولية والتي تتجاوز تقديرات الميزانية تقدر بقيمة 20385.2.2 مليار دينار؛ وهذا منذ تأسيسه إلى غاية 2018. وهذا الرصيد موجه إلى ضبط التوازن المالي؛ وتخفيض الدين العام، وتمويل عجز الخزينة، ويُلاحظ أن رصيد الصندوق قد تضاعف بحوالي 44 مرة عما كان عليه الرصيد في سنة 2000 والمقدّر بقيمة 453.2 مليار دينار بمعدل نمو سنوي متزايد فقد سجل رصيد الصندوق سنة 2001 نمو معدله 27.33% عن السنة التي سبقتها، وأكبر قيمة نمو للرصيد كانت سنة 2005، حيث سجلت قيمة 81.67% عما كان عليه الرصيد في سنة 2004، كما نما في آخر سنة من فترة الدراسة التي توافقت عام 2018، بنسبة 571.80% قياسا برصيد أول سنة من تأسيسه، كما سجل رصيد الصندوق نمو بنسب معتبرة تقدر بالقيم التالية: 74.37% في سنة 2003 و 59.24% سنة 2004 و 59.05% سنة 2006 و 35.91% سنة 2007 و 34.77% سنة 2008، وتعتبر أضعف نسب نمو مسجلة هي في الفترة ما بين 2015-2018 حيث لم تتجاوز 03% عن السنوات التي قبلها، ويعزى هذا التفاوت الكبير في معدل نمو رصيد الصندوق إلى عاملين: العامل الأول تأثر الصندوق بتقلبات أسعار البترول ارتفاعا وانخفاضا، حيث درجة الارتباط بينهما كاملة، والعامل الثاني هو السياسة المالية التوسعية في الإنفاق الحكومي والاستثمار في مشاريع البنى التحتية وغيرها التي انتهجتها الجزائر معتمدة في ذلك على ارتفاع أسعار البترول واستخدام العوائد النفطية .

II- دوره في تمويل الميزانية العامة: بالنسبة لتمويل صندوق ضبط الإيرادات لعجز الميزانية العامة وضبط التوازن المالي، لم يكن عبئا على الصندوق في السنوات الأولى من انشائه حتى عام 2005، حيث اقتصر دوره على تخفيض الدين العام؛ لأن الوضعية المالية للجزائر كانت مريحة، لتجاوز أسعار البترول؛ السعر المرجعي التي تُقدّر على أساسه الميزانية العامة للدولة. ولكن مع بداية عام 2006، ومع انتهاج الجزائر سياسة مالية توسعية في الانفاق العام، تم اللجوء إلى الاقتطاع من موارد صندوق ضبط الإيرادات لتغطية النفقات العامة المتزايدة. والجدول التالي يبين السعر المرجعي المعتمد في تقدير الميزانية العامة للدولة، ومستوى أسعار البترول في الفترة من عام 2000 إلى 2018.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

جدول رقم (3 - 14) تطور السعر المرجعي المعتمد في تقديرات الميزانية العامة

السعر المرجعي للميزانية (دولار)	سعر البترول (دولار للبرميل)	السنوات	السعر المرجعي للميزانية (دولار)	سعر البترول (دولار للبرميل)	السنوات
37	80.2	2010	19	28.5	2000
37	112.9	2011	19	24.9	2001
37	111.1	2012	19	25.2	2002
37	109.6	2013	19	28.9	2003
37	100.2	2014	19	38.6	2004
37	53.1	2015	19	54.6	2005
37	45	2016	19	65.8	2006
50	54.1	2017	19	74.9	2007
50	73.3	2018	37	99.9	2008
			37	62.2	2009

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على النشرات الإحصائية لبنك الجزائر لسنوات من 2000-2019.

ويمكن توضيح مجمل استخدامات صندوق ضبط الإيرادات ومدى مساهمته في ضبط التوازن المالي وتغطية العجز الموازي التي قدرت بمبلغ 16871.6 مليار دينار والمفصلة في الجدول التالي:

جدول رقم (3 - 15) استخدام رصيد صندوق ضبط الإيرادات في تمويل الميزانية الوحدة: مليار دينار

نسبة المساهمة من رصيد الصندوق (%)	مساهمته في تمويل الميزانية	رصيد الصندوق المتوفر	السنوات
0.00%	0.0	453.2	2000
0.00%	0.0	356.0	2001
0.00%	0.0	198.0	2002
0.00%	0.0	476.9	2003
0.00%	0.0	944.4	2004
0.00%	0.0	2090.5	2005
2.51%	91.5	3640.7	2006
11.39%	532.0	4669.9	2007
13.78%	758.2	5503.7	2008
7.78%	364.3	4680.7	2009
14.05%	791.9	5634.8	2010
24.66%	1761.5	7143.2	2011

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

28.84%	2283.3	7917.0	2012
27.71%	2132.5	7696.0	2013
40.22%	2965.7	7373.8	2014
58.19%	2886.5	4960.4	2015
63.89%	1387.9	2172.4	2016
100.00%	784.5	784.5	2017
30.16%	131.9	437.4	2018

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على القوانين المالية والتقارير المالية لسنوات من 2000-2018.

الملاحظة العامة التي يمكننا استنتاجها عند تحليلنا للجدول رقم (3-15) الخاص باستخدام موارد صندوق ضبط الإيرادات، في تمويل الميزانية العامة بداية من عام 2006 حتى عام 2018، بأن اعتماد الميزانية على موارد الصندوق في السنوات الأولى من 2006 حتى 2013، لم تتجاوز حدود 30%، وهي نسبة لا تشكل عبئا كبيرا على موارد الصندوق، لكن بعد سنة 2014، أي في سنة 2015 و2016 تجاوزت نسبة مساهمة الصندوق في الميزانية 60% من موارده بسبب تراجع أسعار البترول، لتستنفذ الميزانية كل رصيد الصندوق في سنة 2017، وفي سنة 2018، بلغت النسبة 30% من موارد الصندوق بسبب انتعاش أسعار البترول، وسياسة كبح الانفاق العمومي.

III- دوره في تخفيض الدين العام: ساهمت موارد صندوق ضبط الإيرادات في تقليص المديونية العمومية، التي كانت عبئا على الاقتصاد الوطني، تثقل الميزانية العمومية، وتعرقل المسار التنموي وتقلص من إقامة المشروعات والمخططات التنموية، وتحد من أداء الاقتصاد الوطني ككل، وقد بلغت المديونية 25.261 مليار دولار عام 2000، وتقدر مساهمة موارد الصندوق في تخفيض المديونية العمومية بمبلغ إجمالي قيمته 2600.2 مليار دينار جزائري في الفترة من سنة 2000 إلى غاية 2009 مفصل في الجدول التالي:

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

جدول رقم (3 - 16) استخدام رصيد صندوق ضبط الإيرادات في تخفيض الدين العام.

نسبة المساهمة من رصيد الصندوق (%)	مساهمته في تخفيض الدين العمومي (مليار دينار)	رصيد الصندوق المتوفر (مليار دينار)	السنوات
48.78%	221.1	453.2	2000
51.82%	184.5	356.0	2001
85.87%	170.1	198.0	2002
32.71%	156.0	476.9	2003
23.58%	222.7	944.4	2004
11.86%	247.8	2090.5	2005
16.98%	618.1	3640.7	2006
6.73%	314.5	4669.9	2007
8.46%	465.4	5503.7	2008
0.00%	0.0	4680.7	2009
0.00%	0.0	5634.8	2010
0.00%	0.0	7143.2	2011
0.00%	0.0	7917.0	2012
0.00%	0.0	7696.0	2013
0.00%	0.0	7373.8	2014
0.00%	0.0	4960.4	2015
0.00%	0.0	2172.4	2016
0.00%	0.0	784.5	2017
0.00%	0.0	437.4	2018

من إعداد الطالب اعتمادا على النشرات الإحصائية لبنك الجزائر من 2000-2019.

والجدول رقم (3-16) التالي يوضح تطور المديونية العمومية (الدين العام الداخلي والدين العام الخارجي) من سنة 2000 إلى غاية 2018 ومدى نجاح صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق هدف تخفيض المديونية:

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

جدول رقم (3 - 17) تطور المديونية العمومية من سنة 2000 إلى 2009

السنوات	الدين العام الخارجي (مليار دولار)	نسبة التغير في الدين الخارجي	الدين العام الداخلي (مليار دينار)	نسبة التغير في الدين الداخلي	سعر الصرف المقابل
2000	16.317	/	1002.9	/	75.29
2001	14.552	-10.82%	999.4	-0.35%	77.26
2002	14.607	0.38%	980.5	-1.89%	79.69
2003	14.893	1.96%	982.2	0.17%	77.37
2004	13.498	-9.37%	1000.0	1.81%	72.07
2005	11.580	-14.21%	1094.3	9.43%	73.37
2006	0.879	-92.41%	1779.7	62.63%	72.65
2007	0.912	3.79%	1044.1	-41.33%	69.36
2008	0.460	-49.57%	734.0	-29.70%	64.58
2009	0.483	5.09%	808.8	10.19%	72.65
2010	0.479	-0.99%	1099.2	35.91%	74.41
2011	0.468	-2.24%	1215.0	10.53%	72.85
2012	0.403	-13.96%	1312.2	8.00%	77.55
2013	0.375	-6.96%	1171.7	-10.71%	79.38
2014	0.308	-17.89%	1239.0	5.74%	80.56
2015	0.247	-19.80%	1380.8	11.44%	100.46
2016	1.142	363.18%	3407.3	146.76%	109.47
2017	1.260	10.32%	4957.8	45.51%	110.93
2018	1.177	-6.63%	7580.3	52.90%	116.62
	نسبة التغير الكلية	-92.79%		655.84%	

من إعداد الطالب اعتمادا على احصائيات وزارة المالية وبنك الجزائر من 2000-2019.

عند تحليلنا للجدول رقم (3-17) المتضمن لمسار المديونية العمومية الخارجية والداخلية وأثر عملية تخفيض الدين العام التي باشرتها الحكومة من خلال استخدام موارد صندوق ضبط الإيرادات، فإنه يُمكن القول بأن صندوق ضبط الإيرادات كان دوره مؤثرا وناجحا بنسبة كبيرة بالنسبة لتخفيض المديونية الخارجية التي انخفضت من 16.317 مليار دولار في بداية سنة 2000 إلى مستوى منخفض جدا بمبلغ

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

1.177 مليار دولار عام 2018، أي تخفيض بنسبة 92.79% من حجم الكلي للمديونية الخارجية، بالرغم من الارتفاع الطفيف في حجمها بداية من 2016 بسبب تدهور أسعار النفط والضائقة المالية للاقتصاد الجزائري.

بالنسبة للمديونية العمومية المحلية، فإن الأمر يختلف حيث لم يتحقق هدف تخفيض المديونية وإن كانت انخفضت بقدر يسير بين سنوات 2000 و2003 وكذلك في سنة 2008، حيث انخفضت إلى مستوى 734.0 مليار دينار لترتفع مجددا حتى وصلت إلى مستوى 7580.3 مليار دينار في عام 2018، أي بنسبة ارتفاع تتجاوز 655% لأسباب منها تدهور أسعار البترول والتوسع في الإنفاق العمومي والتجهيز وبرامج الإنعاش الاقتصادي ودعم النمو، وعجز صندوق ضبط الإيرادات على تمويل المديونية والميزانية معا بتأثره بتقلبات أسعار النفط التي تعتبر المصدر الوحيد الذي يتغذى منه صندوق ضبط الإيرادات.

IV- دوره في تمويل عجز الخزينة: كان لصندوق ضبط الإيرادات دورا مهما في تمويل الخزينة وتغطية العجز في موازنتها من خلال تمويلها مباشرة وذلك باقتطاع مبلغ 608 مليار دينار جزائري سنة 2007، أو تمويلها بطريقة غير مباشرة وذلك بتمويل الميزانية العمومية أو تخفيض المديونية العمومية وهي الأعباء التي كانت تتحملها الخزينة العمومية.

يمكن تلخيص دور صندوق ضبط الإيرادات في الاقتصاد الوطني في الجدول الموالي رقم (3-18)، الذي يلخص مختلف العمليات التمويلية التي تكفل بها الصندوق منذ تأسيسه إلى غاية عام 2018، حيث نضبت إيراداته التي حققها في هذه الفترة والمقدّرة بمبلغ 20385.2 مليار دينار، دعم بها الميزانية العامة بمبلغ 168716.6 مليار دينار وهو ما يمثل نسبة 84.3%، وقام بإجراء التسديد المسبق للميزانية العمومية بمبلغ قدره 2600.2 مليار دينار، أي بنسبة 12.8% من أصوله، وساهم في تمويل الخزينة بشكل مباشر بمبلغ قدره 608 مليار دينار، وبشكل غير مباشر في تخفيف عبء الإنفاق العمومي والتسيقات التي كانت تقدمها للميزانية العامة والاقتصاد عموما. والجدول التالي يلخص الوضعية النهائية للصندوق:

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

جدول رقم (3 - 18) الوضعية النهائية لموارد واستخدامات صندوق ضبط الإيرادات للجزائر في الفترة الممتدة من 2000-2018 (الوحدة: مليار دينار)

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
- الرصيد السابق	0.000	232.137	171.534	27.978	320.892	721.688	1842.686	2931.045	3215.531	4280.072
- الجباية البترولية المدرجة في الميزانية	720.000	840.600	916.400	836.060	862.200	899.000	916.000	973.000	1715.400	1927.000
- الجباية البترولية المحصلة	1173.237	964.464	942.904	1248.974	1485.699	2267.836	2714.000	2711.848	4003.559	2327.675
- فائض القيمة من الجباية البترولية	453.237	123.864	26.504	448.914	623.499	1368.836	1798.000	1738.848	2288.159	400.675
- مداخيل اخرى	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
- رصيد متوفر قبل الاقتطاع	453.237	356.001	198.038	476.892	944.391	2090.524	3640.686	4669.893	5503.690	4680.747
- المساهمة في تسديد الديون	221.100	184.467	170.060	156.000	222.703	247.838	618.111	314.455	465.437	0.000
- المساهمة في تمويل عجز الميزانية	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	91.530	531.952	758.180	364.282
- المساهمة في تمويل عجز الخزينة	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	607.956	0.000	0.000
- مجموع الاقتطاعات	221.100	184.467	170.060	156.000	222.703	247.838	709.641	1454.363	1223.617	364.282
- الرصيد المتوفر بعد الاقتطاعات	232.137	171.534	27.978	320.892	721.688	1842.686	2931.045	3215.530	4280.073	4316.465
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
- الرصيد السابق	4316.465	4842.837	5381.702	5633.751	5563.511	4408.159	2073.846	784.458	0.000	
- الجباية البترولية المدرجة في الميزانية	1501.700	1529.400	1519.040	1615.900	1577.730	1722.940	1682.550	2126.987	2349.694	
- الجباية البترولية المحصلة	2820.010	3829.720	4054.349	3678.131	3388.050	2275.132	1781.100	2126.987	2787.106	
- فائض القيمة من الجباية البترولية	1318.310	2300.320	2535.309	2062.231	1810.320	552.192	98.550	0.000	437.412	
- مداخيل اخرى	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
- رصيد متوفر قبل الاقتطاع	5634.775	7143.157	7917.011	7695.982	7373.831	4960.351	2172.396	784.458	437.412	
- المساهمة في تسديد الديون	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
- المساهمة في تمويل عجز الميزانية	791.938	1761.455	2283.260	2132.471	2965.672	2886.505	1387.938	784.458	131.912	
- المساهمة في تمويل عجز الخزينة	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
- مجموع الاقتطاعات	791.938	1761.455	2283.260	2132.471	2965.672	2886.505	1387.938	784.458	131.912	
- الرصيد المتوفر بعد الاقتطاعات	4842.837	5381.702	5633.751	5563.511	4408.159	2073.846	784.458	0.000	305.500	

المصدر: البيانات الإحصائية للمديرية العامة للتوقعات والسياسات، وزارة المالية <http://www.dgpp-mf.gov.dz/index.php/retrospective> تاريخ الاطلاع عليه 2020/03/12

المبحث الثالث: تقييم التجربة الجزائرية على ضوء التجربة النرويجية

يمكن استخلاص وإيجاز عوامل نجاح أو فشل صناديق الثروة السيادية من خلال التجارب الدولية المتعددة، فقد نجحت كثير من التجارب في تحقيق معظم أهدافها أو كلها في حماية الاقتصاد في وقت تقلبات الأسعار وتغير الأوضاع، وضمان حقوق الأجيال القادمة، وتحقيق عوائد مهمة من استثماراتها، في حين فشلت بعض التجارب في الاستمرار في مهمتها وتجسيد أهدافها، ويمكن إيجاز عوامل النجاح والفشل في النقاط التالية:

- النماذج الناجحة، هي تلك التي تدعم الحوكمة والشفافية في إدارتها فهي تستجيب لترتيبات الحوكمة والشفافية، إذ تتصف إدارتها بدرجة عالية من الشفافية وتطبيق معايير الحوكمة، بينما النماذج غير الناجحة فهي تلك التي تفنقر للحوكمة والشفافية؛
- النماذج الرائدة، هي النماذج التي نجحت في تحديد أهدافها التي تتوافق مع سياسات الاقتصاد الكلي، ولها هيكل تنظيمي مميز وواضح المسؤوليات والواجبات، والتي ضمنت قوانينها التأسيسية الطبيعة والأهداف والإدارة والمساءلة والشفافية، وعلاقتها مع مختلف الهيئات، وتُدعم فصل مواردها عن الميزانية العامة، كما أنها تُفعل آليات الرقابة وعمليات المراجعة والتدقيق المتعددة، في المقابل فإن النماذج التي لم تنجح هي تلك النماذج التي يكتنفها الغموض في تنظيمها وإدارتها، وتستخدمها الحكومات للتغطية على الوضع المالي الحقيقي.
- نماذج ناجحة من الصناديق السيادية نمت أصولها وحققت عوائد كبيرة من توظيف مواردها واستطاعت أن تطور من مقدرتها على مجابهة الأوضاع وتستمر في دعمها للاقتصاد، والأخرى عجزت عن الاستمرار خلال سنوات تراجع الأسعار والمداخيل.

المطلب الأول: المآخذ والانتقادات الموجهة لصندوق ضبط الإيرادات:

بالرغم من النجاح المحدود لصندوق ضبط الإيرادات في تحقيق بعض الأهداف التي أنشئ من أجلها في تمويل الميزانية، وتخفيض المديونية، وسد عجز الخزينة، إلا أنه وبعد فترة ثمانية عشر عاما من توظيفه أصبح عاجزا عن الاستمرار في خدمة الأهداف بسبب نزوب موارده وانتهاء رصيده متأثرا بانهيار أسعار البترول بعد سنة 2014، وقد وجهت عدّة انتقادات ومآخذ لإدارة وتسيير صندوق ضبط الإيرادات شكّلت عوامل فشله والتي نوجزها في نقاط التالية:

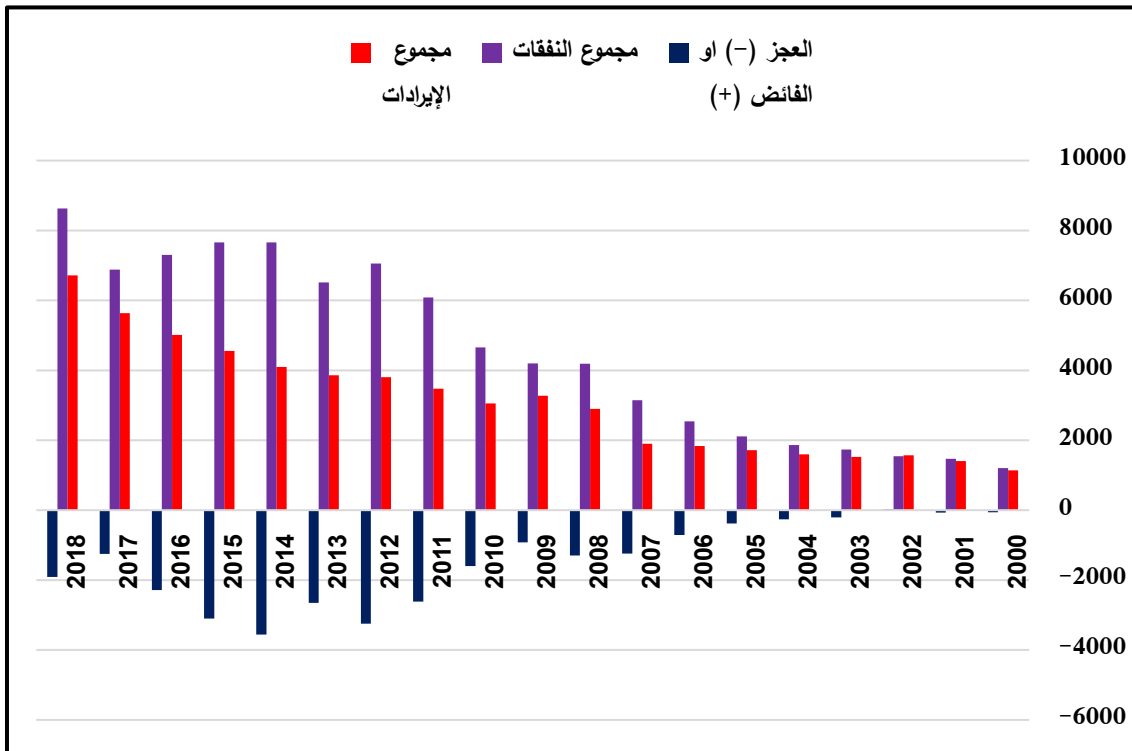
الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

I-عوامل فشل صندوق ضبط الإيرادات:

1- العامل الأول: تحمله لعبء اقتصاد بأكمله: من أهم الأسباب التي أدت الى نهاية دور صندوق ضبط الإيرادات، وحالت دون استمراريته؛ هو تحمله لعبء اقتصاد بأكمله، فقد أوكلت له مهمات عديدة منها:

- تمويل عجز الميزانية المتنامي في ظل المورد الوحيد للاقتصاد الجزائري؛ حيث توسعت الحكومة في البرامج التنموية ومجال الإنفاق العام عموما في التسيير والتجهيز، بفضل الارتفاع القياسي في أسعار البترول، ووجود احتياطي في صندوق ضبط الإيرادات، مما أدى إلى تنامي العجز الموازي من سنة إلى آخر، والشكل التالي يعرض تطور العجز الموازي في الجزائر من سنة 2000 إلى سنة 2018، أي منذ إنشاء صندوق ضبط الإيرادات.

شكل بياني رقم (3 - 9): يبين تطور العجز الموازي في الفترة من 2000 إلى 2018. (الوحدة: مليار دينار)



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على القوانين المالية لسنوات من 2000-2018.

يظهر الشكل البياني رقم (3-9)، العجز الموازي من سنة 2000 إلى سنة 2018، الذي تطور من 60.9 مليار دينار جزائري سنة 2000 إلى 1913.5 مليار دينار جزائري، وأكبر قيمة عجز سجلت سنة 2014، تقدر بمبلغ 3556.6 مليار دينار جزائري وهي سنة بداية انخفاض أسعار البترول بعد الارتفاع القياسي في السنوات التي قبلها، وبالرغم من تحسن أسعار النفط في سنة 2017 إلا أنه سجل عجز يقدر

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

بمبلغ 1247.7 مليار دينار بانخفاض في العجز بمقدار 1038.3 مليار دينار عن سنة 2016، كما انخفض بمقدار 1856.1 مليار دينار عن سنة 2015، ويلاحظ أن العجز لم يبارح الميزانية العامة إلا في سنة 2002 عندما سجل رصيد الميزانية فائضا يقدر بمبلغ 25.3 مليار دينار بالرغم من تجاوز سعر البترول للسعر المرجعي للميزانية نتيجة تزايد الإنفاق العام، وحتى في سنوات تهاوي أسعار البترول بعد 2014 واتخاذ الجزائر سياسة ترشيد النفقات العامة والتخلي عن بعض البرامج وتجميدها إلا أن العجز لازم الميزانية العامة التي استنزفت مداخيل النفط ونسبة كبيرة من صندوق ضبط الإيرادات.

- عبء تسديد المديونية: عرفت المديونية ارتفاعا كبيرا قبل سنة 2000 حتى بلغت حدود 25.261 مليار دولار، وقد شكلت عبئا على الاقتصاد الجزائري، ومع نشأة صندوق ضبط الإيرادات أصبحت تشكل عبئا على صندوق ضبط الإيرادات كهدف من أهدافه، ومع بداية نشاطه كُلف بداية بتسديد المديونية العمومية وخدمات الدين العام، ولم تكن الميزانية في حاجة إلى تمويل الصندوق لأن سعر البترول كان أعلى من السعر المرجعي، وبالرغم من فعالية صندوق ضبط الإيرادات في تخفيض المديونية، إلا أنها استهلكت جزء هام من رصيده، والجدول التالي يوضح وضعية المديونية خلال سنوات استخدام موارد الصندوق أي من سنة 2000 إلى 2008 وهي السنة التي توقف فيها الصندوق عن تسديد المديونية:

جدول رقم (3 - 19): يبين تطور مديونية الجزائر من سنة 2000 إلى 2008

السنوات	حجم المديونية		استخدام رصيد صندوق ضبط الإيرادات
	(مليار دينار)	(المليار دولار)	
2000	1916.4	25.467	221.1
2001	1756.7	22.752	184.5
2002	1836.2	23.045	170.1
2003	1840.2	23.778	156.0
2004	1616.0	22.426	222.7
2005	1252.3	17.092	247.8
2006	429.3	5.910	618.1
2007	425.0	6.134	314.5
2008	403.4	6.246	465.4

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على القوانين المالية وتقارير بنك الجزائر لسنوات من 2000-2018.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

الملاحظ من جدول رقم (3-19)، تطور مديونية الجزائر، أن حجم المديونية قد انخفض من مستوى 1916.4 مليار دينار (25.467 مليار دولار) إلى مستوى منخفض يقدر بحجم 403.4 مليار دينار أي ما يعادل 6.246 مليار دولار، أي أن ما تم تسديده يقدر بمبلغ 1513 مليار دينار أي ما يعادل 19.221 مليار دولار وهو رصيد معتبر أُجتز من إيرادات صندوق ضبط الإيرادات.

- عبء تمويل عجز الخزينة: وهو الدور الذي قام به صندوق ضبط الإيرادات نيابة عن بنك الجزائر، وتحمل عبء تمويل عجز الخزينة، ويكون مجموع الأعباء المالية التي تحملها صندوق ضبط الإيرادات في تمويله للاقتصاد الجزائري ملخصا في الجدول التالي:

جدول رقم (3 - 20) الأعباء المالية لصندوق ضبط الإيرادات (الوحدة: مليار دينار)

النسبة (%)	المبلغ	الاعباء
84	17177.3	تمويل الميزانية
13	2600	تسديد المديونية
03	607.9	تمويل عجز الخزينة
100	20385.2	المجموع

المصدر: من اعداد الطالب على معطيات الجدول رقم (3-18).

بلغ تحويلات فائض القيمة النفطية إلى صندوق ضبط الإيرادات خلال الفترة (2000-2018)، إيرادات تقدر في مجموعها 20385 مليار دينار أي ما يعادل 272 مليار دولار، ويعد ميلغا مهما لدعم الاقتصاد وخلق القيمة، إضافة إلى فترة الارتفاع القياسي لأسعار البترول، استخدمت هذه الموارد خلال أقل من 19 عاما في تصحيح اختلالات الميزانية والمديونية، وهو ما فوّت على الاقتصاد الجزائري فرصة الإقلاع الاقتصادي.

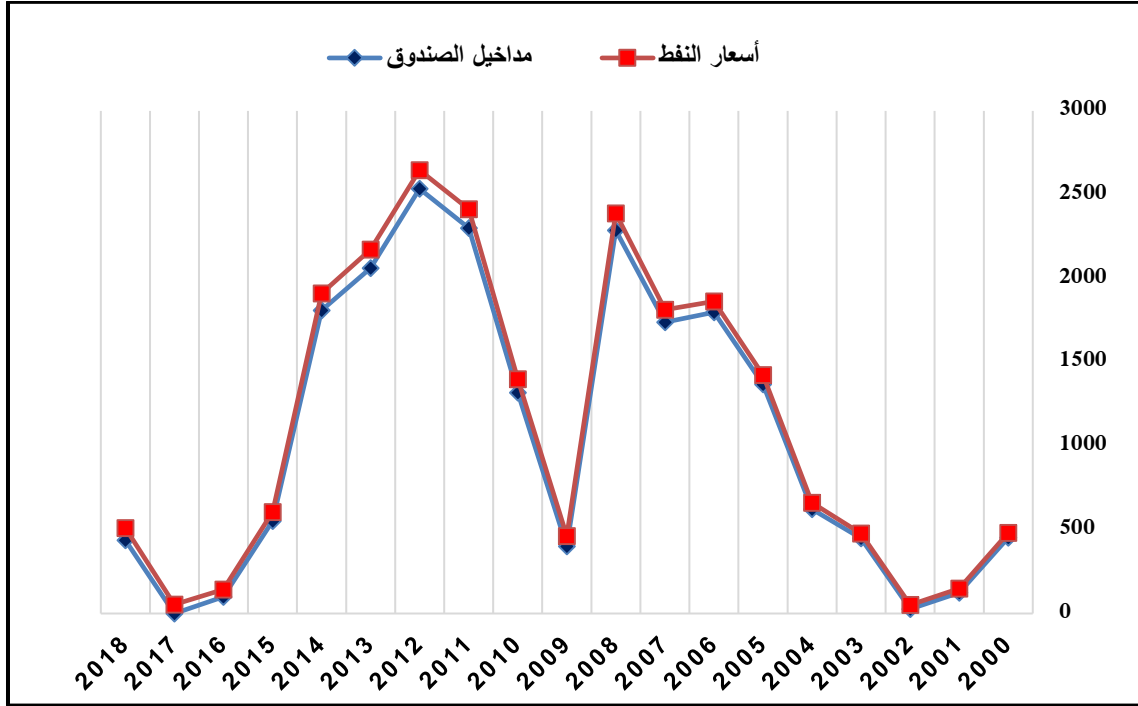
2- العامل الثاني: اقتصار موارد صندوق ضبط الإيرادات على مورد واحد: في قانون التأسيسي لصندوق ضبط الإيرادات حددت إيرادات الصندوق كما يلي:

- فوائض القيم الناتجة عن مستوى تجاوز إيرادات الجباية البترولية لتقديرات قانون المالية؛
- تسبيقات بنك الجزائر الموجهة لتسيير المديونية الخارجية؛
- كل الإيرادات المتعلقة بسير الصندوق.

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

بيد أن الصندوق لم يتلقى موارده سوى من مورد واحد وهو فائض القيمة الجباية البترولية، فأضحت إيراداته عرضة للتذبذبات الواقعة في أسعار البترول ومرتبطة بها ارتباطا كلياً وهذا ما نستنتجه من خلال الشكل البياني التالي الذي يبين العلاقة بين صندوق ضبط الإيرادات وأسعار النفط

شكل بياني رقم (3 - 10): يبين علاقة الترابط بين أسعار النفط ورصيد الصندوق



المصدر: من اعداد الطالب بناء على معطيات الجداول السابقة

3- العامل الثالث: عدم وجود أية استراتيجية استثمارية: بخلاف صناديق الثروة السيادية الأخرى التي أصبحت نماذج ناجحة بفضل استثماراتها المتنوعة قطاعياً والموزعة جغرافياً، فإن صندوق ضبط الإيرادات الجزائري يفتقد إلى أية استراتيجية استثمارية، ولم تكن هناك أية محاولة لتنمية أصوله وإنما في شكل حساب تحويل أموال، ويعتبر هذا العامل من أهم العوامل التي تحدد نجاح أو فشل الصناديق السيادية واستمراريتها.

4- العامل الرابع: غياب الحوكمة والشفافية: من بين الانتقادات الموجهة لصندوق ضبط الإيرادات في جانب الحوكمة والشفافية أنه أحد حسابات التخصيص التي تنتمي للخزينة العمومية وبالتالي فإنه:

- غير مستقل عن الميزانية العامة وهذا التداخل يُقلل من استقلالية الصندوق وفعاليتها؛
- أنه لا يتمتع بهيكل تنظيمي مستقل في التسيير، وبالتالي فإن إدارته تتم بطريقة إدارة الحسابات، وليس إدارة الأجهزة والآليات، فليس هناك تقسيم واضح للأدوار والمسؤوليات؛

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

- من ميزات حسابات التخصيص أنها لا تخضع للمبادئ العامة للميزانية العمومية، ويعتبر وزير المالية الأمر بالصرف لهذا الحساب، وبالتالي فإنها لا تقع تحت طائلة رقابة ومساءلة البرلمان، كما لم ينص التشريع المنشئ للصندوق على إطار المساءلة الخاصة بالصندوق؛

- عدم اخضاع حساباته للتدقيق والمراجعة، ولم يتم نشر التقارير والمعلومات المالية والإدارية الدورية للجمهور للاطلاع عليها.

كل هذه المآخذ والانتقادات التي وُجّهت لصندوق ضبط الإيرادات في تنظيمه وهيكلته واستقلاله وحدود نشاطاته وترتيبات المساءلة والرقابة فيه، هي انعكاس للتصنيف المتدني لصندوق ضبط الإيرادات حسب مؤشرات الحوكمة والشفافية، فقد صنف حسب:

- مؤشر الشفافية كارل لاينبورغ ومايكل ماديول (Carl Linaburg and Michael Maduell)، الذي تم تطويره في معهد صناديق الثروة السيادية؛ فحسب هذا المؤشر فقد تم تصنيف صندوق ضبط الإيرادات الجزائري في المراتب الأخيرة ضمن 55 صندوق سيادي شملها التصنيف سنة 2018، بحصوله على درجة واحدة من أصل عشر درجات.

- مؤشر ايدوين ترومان (لوحة نتائج ترومان)، حيث ابتكره الاقتصادي الدولي ترومان من معهد بيترسون للاقتصاد الدولي سنة 2007، تم تصنيف صندوق ضبط الإيرادات ضمن هذا المؤشر في الرتبة 57 من أصل 60 صندوق سيادي مصنف بحصوله على تقييم تقدر نسبته 26%، بينما يتحصل الصندوق الكامل الشفافية على نسبة 100%، هذا تصنيف كان في عام 2015.

المطلب الثاني: استخلاص نموذج جزائري بالاستفادة التجربة النرويجية

على ضوء دراستنا للنماذج التي حققت نجاحا لافتا في تسيير الفوائض المالية وتنميتها، وتدعيم الاقتصادات الحاضرة لها على غرار صندوق التقاعد الشامل الحكومي النرويجي، يمكن استخلاص نموذج لتأسيس صندوق سيادي جزائري بالاستفادة من النماذج الدولية الناجحة، يعزز هذا النموذج مجال الحوكمة والشفافية وترتيبات المساءلة ونظم الإبلاغ، وحسن إدارة الموارد واستثمارها.

I- الإطار العام للنموذج الجزائري المقترح

1- دوافع ومبررات انشاء صندوق سيادي جزائري: تتمثل دوافع انشاء صندوق سيادي نموذجي

ناجح في النقاط التالية:

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

- ادخار الفوائض: تحقيق الفوائض المالية خلال الارتفاعات الدورية (الطفرات النفطية الايجابية) لأسعار البترول من حين إلى آخر، مما يُمكن من ادخار فوائض مهمة يُمكن استخدامها في تحقيق عوائد في استثمارات متعددة تنمي أصول الصندوق.
- تمويل الاقتصاد: نظرا للطبيعة الهيكلية للاقتصاد الجزائري، التي تعتمد بشكل شبه كلي على المداخل النفطية (اقتصاد ريعي)، فإن إنشاء نموذج ناجح يضمن ديمومة تمويل الاقتصاد.
- تمويل مخططات التنمية: نتيجة للسياسة التوسعية في الانفاق العام، التي تتبناها الجزائر في محاولة للنهوض بالاقتصاد وتحقيق التنمية المستدامة، وتحسين معدل النمو الاقتصادي، فإنه من الضروري وجود مصدر تمويل.
- التنويع الاقتصادي: فشل مختلف الخطط ومحاولات التنويع الاقتصادي خارج المحروقات أو عدم جدواها، مما يحتم التفكير في تأسيس صندوق سيادي على شاكلة النماذج الناجحة.
- ابراز إمكانيات الجزائر: الإمكانيات الطبيعية والبشرية والمقدرات التي تمتلكها الجزائر، والتنوع الطبيعي والموقع الجغرافي، والثروات الأخرى التي تزخر بها الجزائر.
- تحفيز الاستثمار المحلي وجذب الاستثمار الأجنبي: المشاريع الاستراتيجية التي من المتوقع أن تتبناها الجزائر والتي تمثل الفرصة الذهبية لتحقيق الإقلاع الاقتصادي مثل مشروع الطاقة الكهربائية "ديزاريك" بالشراكة مع المانيا ومشروع الصيني الجزائري "طريق الحرير"، وغيرها من المشاريع العملاقة، وما يتوقع منها في توفير موارد مالية هامة للجزائر.

2- أهداف وشروط نجاح النموذج الجزائري:

2-1- أهداف الصندوق السيادي المقترح: والتي يجب أن تكون متوافقة مع سياسات الاقتصاد الكلي:

- استخدام الفوائض النفطية لتمويل الاقتصاد في حدود،
 - حفظ وضمان حقوق الأجيال القادمة والتوزيع العادل للثروة،
 - استثمار الفوائض لدعم الاقتصاد وخلق القيمة والمحافظة عليها،
 - المساهمة في تحقيق التنويع الاقتصادي.
- 2-2- شروط نجاح النموذج الجزائري: يتوقف نجاح صندوق سيادي جزائري فعّال ومستدام على مدى توفر:

- مناخ استثمار ملائم، ورأس مال بشري كفؤ،

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

- ملائمة سلوك متغيرات الاقتصاد الكلي من سعر الصرف، وتضخم، وتوازنات الخارجية،
- الحوكمة والبيئة الاستثمارية والوضع الأمني،
- سياسات اقتصادية مرنة محفزة،
- مدى الانفتاح مع العالم الخارجي في مجال التجارة الخارجية (توفر حرية التجارة الخارجية، وحركة رؤوس الأموال).

3-موارده واستخداماته: يتم تحديد مصدر إيراداته ومجالات نفقاته وحدود السحب والتمويل كما يلي:

3-1- تحدد مصادر إيراداته كما يلي:

- الفوائض والعوائد مها كانت نفطية أو مواد أخرى أو تحديد نسبة محددة منها؛
- فوائض الميزانية العامة وكل إيرادات الدولة التي لا تتعلق بالميزانية؛
- عوائد الخوصصة وما يماثلها؛
- عوائد الاستثمار.

3-2- وتحدد مجالات نفقاته ب:

- دعم الميزانية العامة بنسبة دنيا محدّدة، وما زاد على ذلك يدخل دائنًا للحكومة بنسبة محدّدة طبعًا لكيلا يتحمل عبء الميزانية العامة، ولا عبء السياسات المالية، وتيار الإنفاق التوسعي، التي تنتهجها الحكومة.

II- الإطار القانوني والتنظيمي للصندوق السيادي: يجب أن يتضمن التشريع المؤسس للصندوق السيادي الجوانب التالية:

- الإطار التنظيمي والمؤسسي للصندوق

- إطار الحوكمة والشفافية

- الإطار التشغيلي لإدارة الاستثمارات والمخاطر

1-الإطار التنظيمي والمؤسسي للصندوق: يؤسس الصندوق بموجب مرسوم رئاسي بعد تصويت البرلمان عليه، ويجب أن يتضمن ويحدد ما يلي:

- إدارة الصندوق وكيفية تسييره وعلاقته بالهيئات والمؤسسات التابعة للدولة، بحيث تقسم فيه المسؤوليات والواجبات بشكل واضح وصريح؛

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

- أن ينص صراحة على استقلاليته عن الموازنة العامة للدولة، وآليات الرقابة وترتيبات الحوكمة والشفافية، ونظام الإبلاغ وإعداد التقارير السنوية والبيانات المالية والإدارية وطرق المراجعة والتدقيق؛
- أن تدرج فيه اجباريا احترام المعايير المهنية والأخلاقية في تعامله مع الأطراف الأخرى، كما يجب أن يتضمن الغرض والهدف من انشائه، وتحديد موارده واستخداماته وحدود السحب والتمويل؛
- أن يدعم سياسات الاقتصاد الكلي، ويحدد المعالم العامة لسياسات الاستثمار وإدارة المخاطر. ومن الناحية العملية فإن تنظيم الصندوق النموذجي يجب:

- أن يكون مستقلا عن وزارة المالية وأن تعود ملكيته إلى البنك المركزي (بنك الجزائر) بشرط أن يُدعم البنك المركزي بمستوى استقلالية عال، ويشرف على تسييره وإدارته البنك المركزي مع إمكانيات ترك الحرية للبنك المركزي في تعيين طرف آخر (تفويض تسييره) في إدارة وتسيير الصندوق إلى جهة أخرى تكون سيادية، بالرجوع طبعا للبرلمان الذي يصوت على هيكله وإدارته وتسييره وتفويضات البنك المركزي

- أن يتمتع بهيكل تنظيمي واضح وإدارة مستقلة وتحديد واضح للمسؤوليات والواجبات وأن يتمتع الطاقم المسير (مجلس إدارة) بالاستقلالية التامة عن قرارات وزارة المالية والحكومة.

2- إطار الحوكمة والشفافية: والتي تشمل جانب الرقابة والمساءلة، وجانب الشفافية والإفصاح:

1-3- تحديد أطراف الرقابة والمساءلة: والتي يفضل أن تكون متعددة الأطراف والتي تقوم بها حصرا المؤسسات التالية

- المجلس الشعبي الوطني (البرلمان)؛

- مجلس المحاسبة المُفَعَّل؛

- البنك المركزي.

2-3- الشفافية والإفصاح: للاستجابة لمطالب الشفافية والإفصاح فيكون من الضروري

- إخضاع حساباته الفصلية والسنوية للتدقيق والمراجعة الخارجية من طرف هيئات الرقابة،

- الإفصاح عن المعلومات المالية للجمهور من خلال كل الوسائل وانشاء موقع أو منصة إلكترونية يتم تحديثها دوريا،

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

- تقديم تقارير مفصلة للبرلمان ومجلس المحاسبة دوريا للتدقيق والمراجعة.

4- الإطار التشغيلي لإدارة الاستثمارات والمخاطر:

- تحديد كمرحلة أولى تحديد النطاق الجغرافي للاستثمارات واقتصارها في داخل الجزائر نظرا لوضعية الاقتصاد الوطني وهيكلته، ووضعية الصندوق السيادي وقلة موارده، التي لا تسمح له بالاستثمار في الخارج.

- تحديد تركيبة المحفظة الاستثمارية والتي من المجدي أن تكون الأصول الحقيقية غالبية على مكونات هذه المحفظة.

- أن تكون الاستثمارات تشمل القطاعات والأصول التالية، الأصول المالية الأسهم والسندات، والصكوك الإسلامية، والاستثمارات البديلة في البنى التحتية، والخدمات، والتكنولوجية، والصناعات، والزراعة والسياحة والتجارة.

- أن تتم إدارة المخاطر بطريقة علمية يُعهد بها إلى الاختصاصيين في هذا المجال.

- أن تعهد إليه استيراد المواد الاستراتيجية التي تخص الصناعات الغذائية وأن تكون حكرا عليه، وأن يستفيد من الدعم الذي تقدمه الدولة، بدل أن يقدم للمستوردين الأفراد بدون جدوى اقتصادية وتتكدب الدولة موارد معتبرة تؤدي إلى استنزاف الخزينة، وتفشي الفساد المالي.

III- مزايا انشاء صندوق سيادي جزائري: تبرز أهم فوائد الصندوق السيادي المقترح في:

- استثمار الفوائض واستدامتها: نتيجة تقلبات أسعار الموارد الباطنية وخاصة أسعار النفط والغاز في الأسواق العالمية وتذبذبها، فإن استثمار هذه الفوائض بواسطة الصناديق السيادية، يؤدي إلى زيادة حجمها واستدامتها على المدى الطويل، مثلما حققته كثير من النماذج الناجحة حيث تضاعفت أصولها المالية بفضل الاستثمارات.

- حفظ وضمان حقوق الأجيال القادمة: لاعتبارات أخلاقية، وتحقيق العدالة بين الأجيال وضمان حق الأجيال القادمة في الثروات والموارد الباطنية التي مصيرها النضوب الطبيعي، فإن ادخار جزء من الفوائض في هذه الصناديق وتنمية أصولها باستثمارها هو السبيل الأمثل للمحافظة عليها.

- تخفيف آثار الأزمات والانعكاسات السلبية لأسعار الموارد الباطنية: وهو الدور الذي قامت به الصناديق السيادية في انقاذ الاقتصادات الوطنية وكثير من المؤسسات المالية، حيث ساهمت صناديق الثروة السيادية في تخفيف آثار الأزمات وانعكاسات انخفاض أسعار البترول، حيث انفتحت

الفصل الثالث: دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الاقتصاد

حوالي سبعة وسبعون (77) مليار دولار لإنقاذ كثير من المؤسسات المالية والمصرفية، أثناء الأزمة المالية العالمية 2008، كما ساهمت في تخفيف آثار انخفاض أسعار النفط في البلدان المالكة لها، وقد كان لصندوق ضبط الإيرادات الجزائري دورا هام في تخفيف حدة الصدمات النفطية.

- التنويع الاقتصادي: تشكل صناديق الثروة السيادية رافدا من روافد التنويع الاقتصادي، ونعني بالتنويع هو تقليل اعتماد البلدان الريعية على المورد الوحيد، وتنويع مصادر الدخل الوطني، إذ تعمل آلية الصناديق السيادية على زيادة الإيرادات غير النفطية، خصوصا أن الشروط الأساسية لتحقيق مستوى فعال من التنويع الاقتصادي، كوجود فوائض مالية، وتوفر قاعدة موارد مادية وبشرية وثقافية متوفرة في الجزائر.

- تحفيز الاستثمار المحلي وجذب الاستثمار الأجنبي: من خلال قدرة صناديق الثروة السيادية على تمويل المؤسسات والمشاريع، التي تستمدّها من تراكم الفوائض المالية بدون التزامات تقابلها، فإن الصناديق السيادية تعد عامل من عوامل تحفيز الاستثمار المحلي وجذب الاستثمار الأجنبي.

- الآثار الإيجابية على مؤشرات الاقتصاد الكلي: ومن أهم مزايا صناديق الثروة السيادية أنها تساهم في الاستقرار الاقتصادي سواء للدول المالكة لها، أو الدول المضيفة لاستثماراتها، فحركة استثمارات لصناديق الثروة السيادية التي تتميز بتنوعها وأفقها الطويل الأجل، تؤدي إلى أحداث أثر إيجابي على المؤشرات الاقتصادية الكلية، فترفع من معدلات النمو الاقتصادي، وتقلص من معدلات البطالة، وتخفض معدلات التضخم، وتحسن رصيد الميزان التجاري.

خلاصة الفصل الثالث:

تصنف التجربة النرويجية في مجال صناديق الثروة السيادية من التجارب الرائدة في العالم إذ يعد الصندوق التقاعد النرويجي؛ كأفضل صندوق سيادي من حيث حجم الأصول إذ تقدر أصوله بأكثر من 950 مليار دولار حسب احصائيات 2018، كما يعتبر نموذج ناجح في مجال الاستثمارات وإدارة المخاطر، ويتميز بمستوى عال من الحوكمة والشفافية، كما يدعم تنظيمه تقسيما واضحا للمسؤوليات والواجبات، حيث يخضع لرقابة ومساءلة البرلمان النرويجي، وتعتبر وزارة المالية المسؤول الرسمي عن إدارة الصندوق ينوبها البنك المركزي النرويجي؛ الذي يفوض ادارته التشغيلية لبنك النرويج للاستثمارات، ويرجع فضل نجاح الصندوق النرويجي إلى الأهداف التي سطرته النرويج للاستفادة من الفوائض النفطية بعد اكتشاف البترول في بداية السبعينيات من القرن الماضي، تقتضي هذه الخطة بالاستفادة من الفوائض النفطية واستدامتها وتوزيعها توزيعا عادلا بين الأجيال، وتجنب التأثيرات السلبية للثروة النفطية على الاقتصاد النرويجي بما يسمى " المرض الهولندي"، وعملت على حماية الاقتصاد والحفاظ على استقرار الموازنة العامة، وتحويل الثروة النفطية إلى ثروة مالية من خلال استثمارها في الأسواق المالية العالمية مع الأخذ بعين الاعتبار مبدأ " العائد والمخاطرة "، فأنشئت صندوق البترول الذي تحول فيما بعد إلى صندوق التقاعد الحكومي الشامل النرويجي لإدارة الفوائض النفطية وتمويل خطط التطوير والتنمية المستدامة.

في المقابل أسست الجزائر عام 2000، صندوق سيادي تحت تسمية " صندوق ضبط الموارد" بهدف تمويل عجز الميزانية والخزينة وتسديد المديونية العمومية، في ظروف مشابهة لتأسيس الصندوق النرويجي، مع فارق أن صندوق ضبط الإيرادات أوكلت له مهمة تمويل اقتصاد دولة بأكمله بدون حدود، مع هيكل تنظيمي يفتقر إلى تقسيم واضح للمسؤوليات والواجبات، مع غياب للرقابة والمساءلة، وقد أدت هذه العوامل إلى عجز صندوق ضبط الإيرادات في مواصلة تحقيق أهدافه عند أول صدمة بترولية تراجعت فيه أسعار البترول في الأسواق العالمية سنة 2014، لتعلن الحكومة عن نهاية دور صندوق ضبط الموارد.

وهي الوضعية التي تُحتم على الجزائر التفكير في تأسيس صندوق سيادي فعّال ومُحكّم وشفاف، يكون من أهدافه الأساسية المحافظة على الثروة النفطية واستثمار الفوائض النفطية وتحقيق العوائد، عند ارتفاع أسعار البترول وتحديد علاقته بالموازنة العامة للدولة.

الفصل الرابع:

دراسة قياسية لحالة

النرويج

تمهيد الفصل الرابع:

في الجانب التطبيقي من هذه الدراسة سوف يتم استخدام الاقتصاد القياسي لإجراء الاختبارات القياسية لمعرفة تأثير مساهمات الصندوق التقاعد النرويجي على المؤشرات الاقتصادية للنرويج والمتمثلة في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، ونسب البطالة، ومعدلات التضخم، ورصيد الميزان التجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، باستخدام مدخلات ومخرجات برنامج (E-Views 10)، وتم تقسيم الدراسة القياسية إلى فترتين للتأكد من التأثير المحتمل لمخصصات الصندوق السيادي نحو الاقتصاد النرويجي، ومدى مساهمته في تحسين وتعديل مؤشرات الاقتصاد الكلية، تمتد الفترة الأولى من 1977 إلى 1997، وهي الفترة التي لم يكن فيها الصندوق السيادي موجوداً، أو موجوداً وغير موظف في خدمة الاقتصاد أي من عام 1990 إلى عام 1997، وفي هذه المرحلة تم دراسة سلوك المؤشرات الاقتصادية للنرويج؛ ليتم مقارنتها بالفترة الثانية من الدراسة التي تمتد من عام 1998 إلى عام 2018، وهي الفترة التي تم فيها تفعيل الصندوق النرويجي في الاقتصاد، أما متغيرات الدراسة فقد تم اختيار رصيد مساهمة الصندوق السيادي النرويجي في الاقتصاد كمتغير مستقل، كما تم اختيار المتغيرات الاقتصادية للنرويج، والتي تمثل أركان المربع السحري "الكالدور" كمتغيرات تابعة، وهي معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي طول الفترة المدروسة، ونسبة البطالة، ومعدلات التضخم، ورصيد ميزان التجارة الخارجية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، كمتغيرات تابعة، وسيتم في هذا الفصل التطبيقي دراسة تطورات المؤشرات الاقتصادي للنرويج خلال الفترتين، وتطور القيمة السوقية للصندوق التقاعد النرويجي في البحث الأول، ثم في المبحثين الثاني والثالث سيتم إجراء الاختبارات القياسية على متغيرات الدراسة واستخلاص النتائج.

المبحث الأول: دراسة تطور متغيرات الدراسة

في هذا المبحث سوف يتم التطرق في المطلب الأول والثاني، الى أداء المؤشرات الكلية للاقتصاد النرويجي في مرحلتي الدراسة، مرحلة ما قبل تأسيس وتوظيف صندوق البترول النرويجي، الذي تحولت تسميته الى صندوق المعاشات التقاعدية الحكومي الشامل للنرويج، والتي تمتد من 1977-1997، ومرحلة التي أعقبت تفعيل الصندوق النرويجي في مجال تمويل الاقتصاد النرويجي والممتدة من 1998-2018؛ وتمثل هذه المؤشرات الركائز الأربعة للسياسات الاقتصادية التي تسعى إلى تحقيق أهداف الاستقرار الاقتصادي العام، وهي أركان "مربع كالدور" الذي صمّمه الاقتصادي البريطاني " نيكولاس كالدور" عام 1960، والذي اشتهر باسم المربع السحري لكالدور، وتتلخص أهداف الاستقرار الاقتصادي في أربعة أهداف رئيسية هي:

- الهدف الأول هو تحقيق نمو اقتصادي مستمر لرفع من مستوى الثروة الوطنية الاجمالية، ونصيب الفرد من الدخل الوطني، ويمثل هذا الهدف بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.
- الهدف الثاني هو تحقيق التشغيل الكامل، أو درجة مرتفعة لعنصر العمل وباقي عوامل الإنتاج الأخرى، ولو أنه يتعذر تحقيق معدل يساوي الصفر، أو التشغيل الكامل.
- الهدف الثالث هو تحقيق استقرار الأسعار والتحكم التضخم، حيث أن معدلات التضخم المرتفعة تسبب تشوها للمؤشرات الاقتصادية؛ التي تؤدي إلى قصور في اتخاذ القرارات الاقتصادية.
- الهدف الرابع هو تحقيق التوازن الخارجي: إذا كانت الأهداف الثلاثة الأولى تتعلق بالتوازن الاقتصادي الداخلي للاقتصاد؛ فإن الهدف الرابع يتعلق بالتوازن الخارجي أي توازن ميزان المدفوعات وخاصة الميزان التجاري، لأن مفهوم الاستقرار الاقتصادي مفهوم واسع وشامل يتضمن تحقيق الاستقرار الداخلي والخارجي معا.

وفي المطلب الثالث فسيتم دراسة تطور القيمة السوقية لصندوق السيادي للنرويج منذ بداية توظيفه في دعم الاقتصادي النرويجي، والتي تشمل الفترة الممتدة من 1998 إلى 2018.

المطلب الأول: تطور المؤشرات الكلية للاقتصاد النرويجي قبل تفعيل دور صندوق البترول

يلخص الجدول الموالي تطور المؤشرات الكلية للاقتصاد النرويجي في الفترة 1977 إلى 1997، وهي الفترة التي لم يكن لصندوق التقاعد النرويجي أي دور في تمويل الاقتصاد، حيث أن تفعيل دور الصندوق كان في بداية 1998.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

جدول رقم (4 - 1): تطور مؤشرات الكلية للاقتصاد النرويجي في الفترة من 1977 إلى 1997

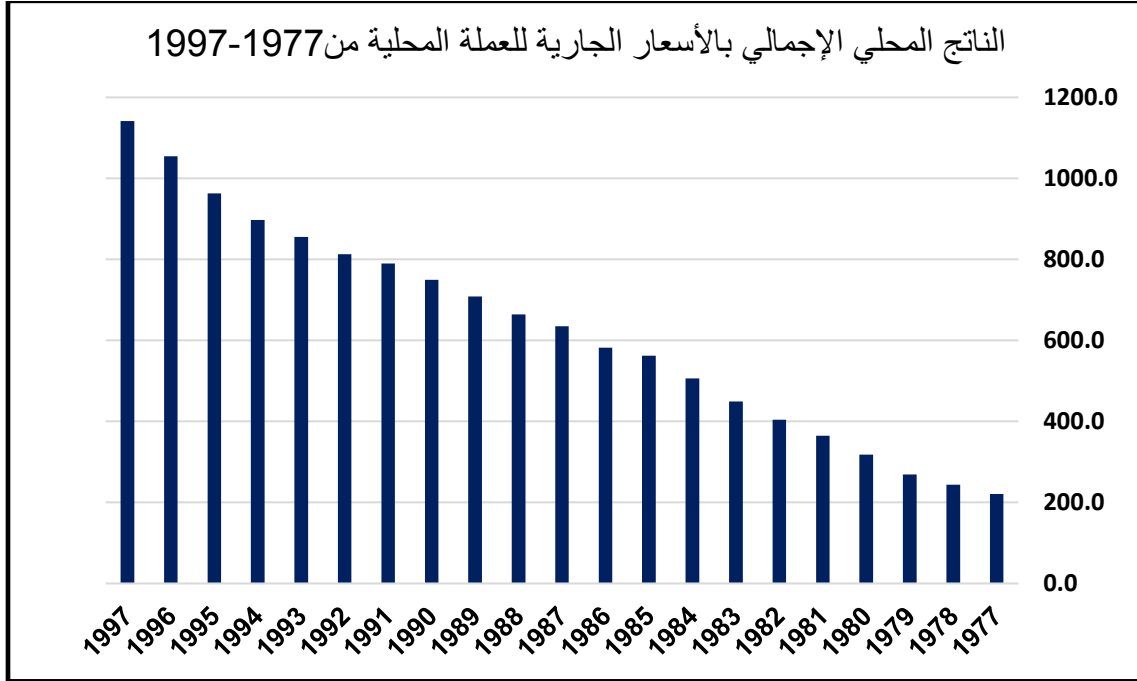
السنة	الناتج المحلي الإجمالي (مليار دولار)	الناتج المحلي الإجمالي (مليار كرونة)	معدل نمو الناتج (%)	معدل البطالة (%)	معدل التضخم (%)	الميزان التجاري (مليار دولار)	الميزان التجاري (مليار كرونة)
1977	41.5	221.0	4.16	1.5	9.1	-3.8	-20.1
1978	46.5	243.9	3.87	1.8	8.2	0.2	0.9
1979	53.1	269.1	4.37	2.0	4.5	1.2	6.3
1980	64.4	318.3	4.56	1.7	10.9	3.9	19.2
1981	63.6	365.0	1.60	2.0	13.6	4.6	26.3
1982	62.6	404.3	0.24	1.7	11.3	3.2	20.4
1983	61.6	449.7	3.97	2.0	8.5	4.8	35.0
1984	62.1	506.5	6.05	2.9	6.2	5.4	44.3
1985	65.4	562.4	5.55	2.3	5.7	4.7	40.6
1986	78.7	581.9	4.04	1.8	7.2	-2.7	-19.7
1987	94.2	634.9	1.75	2.0	8.7	-2.1	-14.0
1988	101.9	664.1	-0.26	3.0	6.7	-0.6	-3.9
1989	102.6	708.6	1.04	4.8	4.5	3.6	24.6
1990	119.8	749.9	1.93	5.3	4.1	7.5	46.9
1991	121.9	790.1	3.08	5.4	3.4	9.4	61.1
1992	130.8	813.1	3.57	5.9	2.3	8.6	53.7
1993	120.6	855.4	2.85	6.0	2.3	7.6	53.6
1994	127.1	897.2	5.06	5.3	1.4	7.6	53.4
1995	152.0	963.1	4.16	6.3	2.5	9.2	58.2
1996	163.5	1054.7	5.03	5.0	1.3	14.3	92.4
1997	161.4	1141.3	5.28	4.7	2.6	13.0	91.9

المصدر: من إعداد الطالب بناء على بيانات البنك الدولي <https://data.albankaldawli.org/country/norway>

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

I- بالنسبة لتطور نمو الناتج المحلي الإجمالي: يوضح الشكل البياني التالي تطور الناتج المحلي الإجمالي للنرويج في الفترة الممتدة من 1977 إلى 1997:

شكل بياني رقم (4 - 1) تطور الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للعملة المحلية من 1977-1997 (مليار كرونة)



المصدر: من اعداد الطالب بناء على معطيات جدول رقم (4 - 1)

يُبين الشكل البياني في الأعلى تطور الناتج المحلي الإجمالي للنرويج (1977 - 1997) حيث أنه:

- في الفترة من 1977 إلى 1980، سجل الناتج المحلي الإجمالي معدل نمو قويا، إذ تراوح بين قيمة 3.9% سجلت عام 1978 و 4.6% سجلت عام 1980، إذ تزامن هذا النمو القوي مع اقتران الطفرة النفطية الأولى (1973-1977)، التي ارتفع فيها سعر البترول بنسبة 70%، أي من 03 دولار أمريكي إلى 10 دولار أمريكي، والطفرة النفطية الثانية (1979 - 1982)، التي ارتفعت الأسعار من 14 دولار للبرميل عام 1978 إلى أكثر من 31 دولارا عام 1979 وازدادت بمعدل 02% سنويا حتى نهاية الطفرة في عام 1982. وما ميّز هذه الفترة هو التذبذب العالي في الأسعار والإنتاج حيث سجلت في الفترة التي تليها سنتي 1981 و 1982، تباطؤ وتراجع معدل النمو إلى معدل 1.6% سنة 1981، و 0.24% سنة 1982.
- في الفترة (1984 - 1986) عاد نمو الناتج المحلي ليسجل معدلات مرتفعة إذ سجل معدل 6.05% سنة 1984، و 5.55% سنة 1985، وسجل سنة 1986 معدل نمو قدره 4.04%.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

- في الفترة (1987-1990)، تراجعت معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي للنرويج إلى أقل من 02%، وشهدت سنة 1988 تسجيل معدل نمو سالب قيمته (-0.26%)، بسبب أزمة أكتوبر 1987 في الولايات المتحدة الأمريكية وأزمة الفقاعات العقارية في أوروبا والتي كانت من نتائجها انكماش في الاستثمارات والإنتاج، وانخفاض قيمة الدولار، وتدهور في أسعار النفط في الأسواق العالمية، التي أثرت على البلدان النفطية التي تعتبر النرويج من المصدرين للنفط.

- في الفترة من سنة 1990 إلى 1997، تعافى الاقتصاد النرويجي وارتفعت معدلات نمو الناتج المحلي إذ سجلت في هذه السنوات معدل نمو تراوح بين 03% و 5.3%.

II- تطور معدلات البطالة: بالنسبة لمعدل البطالة فإن الأمر يختلف بالنسبة لدولة كالنرويج، إذ لم تشكل البطالة في المجتمع النرويجي هاجسا أو عبئا للنرويجيين للأسباب التالية:

- عدد السكان لا يتجاوز 5.32 مليون نسمة حسب احصائيات 2018
- يتميز اقتصاد النرويج من بين اقتصادات الرفاه شديد التكامل ومعيار حياة مرتفع بالمقارنة مع الدول الأوروبية.

- كما يعتبر من البلدان الثلاثة في العالم التي يزيد فيها الناتج المحلي الإجمالي للفرد عن 70000 دولار عام 2016، و 81000 دولار عام 2018، حسب بيانات الأمم المتحدة

وحسب بيانات البنك الدولي بخصوص القوى العاملة والسكان فإن الاحصائيات تشير الى المعطيات التالية بخصوص:

الفترة الأولى 1977-1997

عدد السكان في بداية الفترة (سنة 1977) يقدر ب: 4.04 مليون نسمة،

عدد القوى العاملة في بداية الفترة (عام 1977): يقدر ب: 2.14 مليون فرد،

عدد السكان: في نهاية الفترة (1997)، يقدر 4.41 مليون نسمة،

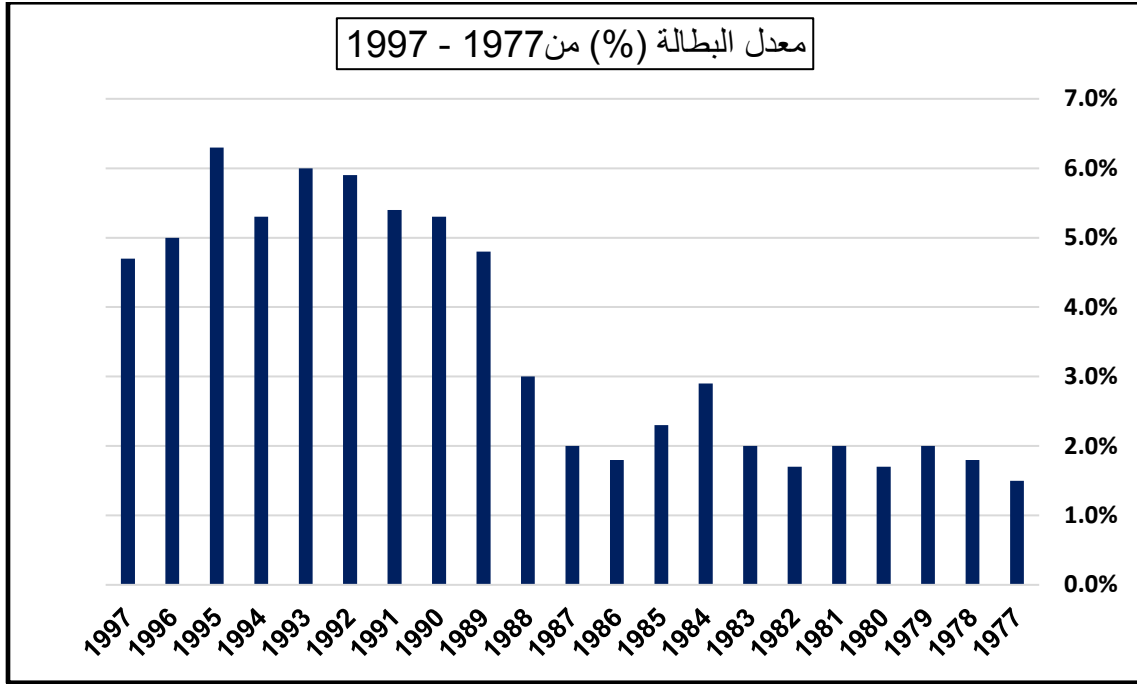
عدد القوى العاملة في نهاية الفترة: 2.33 مليون،

نسبة القوى العاملة لبعض الوقت: كمتوسط: 40.1%.

الشكل البياني التالي يظهر تطور معدل البطالة في النرويج خلال الفترة من 1977 إلى 1997.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

شكل بياني رقم (4 - 2) تطور معدل البطالة للنرويج من 1977-1997 (نسبة مئوية)

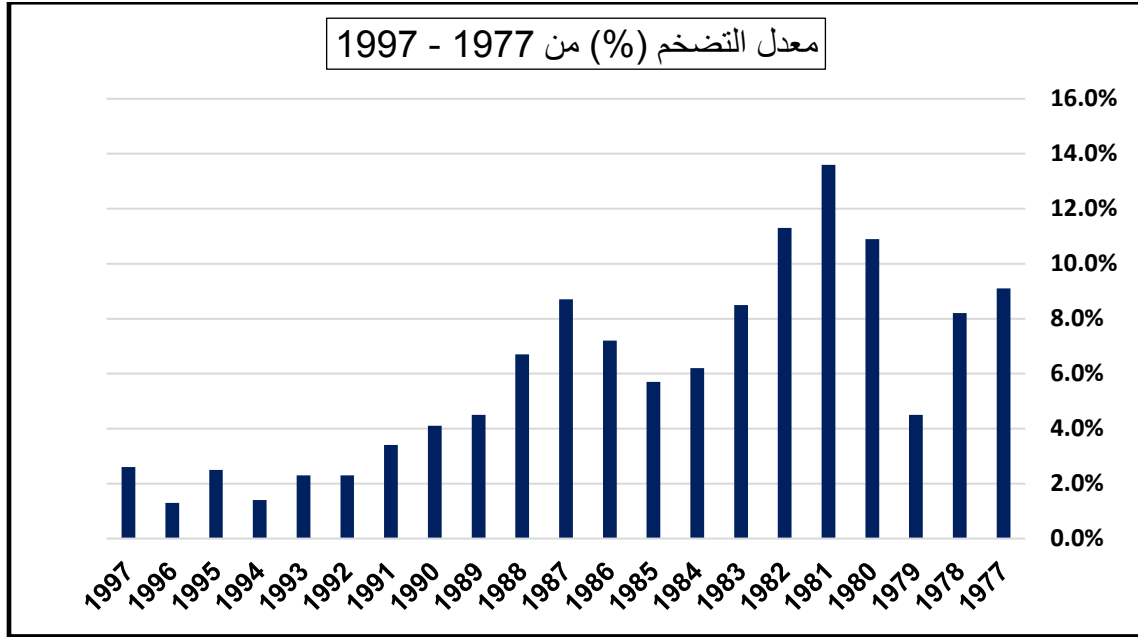


المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات جدول رقم (4 - 1)

- في الفترة من 1977-1988: اتسم معدل البطالة في هذه المرحلة بمعدلات منخفضة ومقبولة حيث لم تتجاوز 3% بمعدل متوسط يقدر ب: 2.1% من إجمالي القوى العاملة.
 - في الفترة من 1989-1997: ارتفاع معدل البطالة في هذه المرحلة فوق المعدل المقبول حيث تجاوزت معدل 5% بمعدل متوسط 5.5%.
- III- تطور معدلات التضخم:** سجل مؤشر التضخم في النرويج خلال الفترة الممتدة من 1977 إلى 1997 معدلات متذبذبة مثلما يوضحه الشكل البياني التالي:

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

شكل بياني رقم (4 - 3) يبين تطور معدل التضخم للنرويج من 1977-1997 (نسبة مئوية)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات جدول رقم (4-1)

شهدت النرويج موجة من الارتفاعات غير المرغوبة في معدلات التضخم خلال السنوات الأولى من فترة الدراسة الأولى (1977-1997)، حيث لاحظنا أنه في:

- الفترة من 1977-1988: وهي فترة المعدلات المرتفعة من التضخم، إذ تجاوزت معدلاته، القيمة المقبولة اقتصادياً إذ يحددها الاختصاصيون بـ 5%، حيث بلغ متوسط معدل التضخم في هذه المرحلة 8.4%، وبلغ أعلى معدل له في سنة 1981 بقيمة 13.6%، وأدنى قيمة له سجلت سنة 1979 بمعدل 4.5%، بمدى 9.1%.

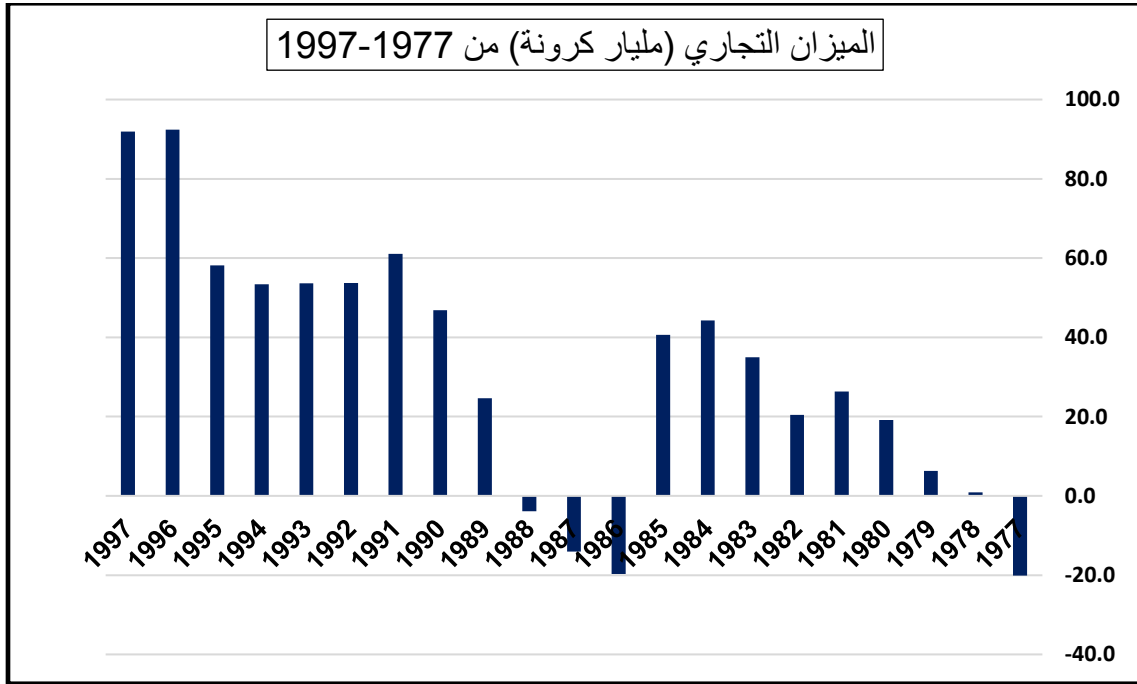
- في الفترة التي تليها والممتدة من 1989-1997: شهدت هذه المرحلة انخفاض معدلات التضخم؛ إلى معدلات مقبولة جداً بالنسبة للاقتصاد، إذ بلغ متوسط معدل التضخم في هذه الفترة 2.7%، وسجل أعلى معدل بمستوى 4.5% في سنة 1989، وأقل قيمة بـ 1.3% في سنة 1996، وبلغ المدى بين أعلى وأدنى قيمة 3.2%.

IV- تطور الميزان التجاري للنرويج: تتميز النرويج بسياسة تجارية مستقرة بالتزاماتها بالاتفاقيات الدولية والإقليمية، وخاصة مع المنطقة الاقتصادية الأوروبية والرابطة الأوروبية للتجارة الحرة وكذلك مع الأطراف والدول الشريكة لها، بالرغم من أنها ليست عضواً في الاتحاد الأوروبي، إلا أنها عضواً كاملاً في قطاعات السوق الأوروبية الموحدة من خلال المنطقة الاقتصادية الأوروبية، وقد ساهمت عوامل عديدة في تطور التجارة الخارجية كقربها من أسواق أوروبا الغربية، وسهولة الوصول إلى الطاقة، وحرية الأسواق وضعف الحواجز التجارية عموماً، وتتمثل أهم صادرات النرويج حيث يمثل قطاع النفط والغاز ما يقرب

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

من نصف صادرات النرويج، بالإضافة السلع الرأسمالية والمواد الكيماوية إلى بناء السفن وصناعات الأغذية ومنتجات الورق والمعادن (الحديد والنحاس والرصاص والزنك والتيتانيوم والنيكل..)، أما أهم وارداتها؛ فتشكل احتياجاتها الغذائية حوالي نصف واردات النرويج، وتعتبر بريطانيا، ألمانيا، السويد، فرنسا أهم الشركاء التجاريين للنرويج. وفي الشكل البياني التالي يمكن تحليل تطور الميزان التجاري من 1977-1997.

شكل بياني رقم (4 - 4) تطور أرصدة الميزان التجاري للنرويج من 1977-1997 (مليار كرونة)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات جدول رقم (4 - 1)

وما يمكن استخلاصه من معطيات الشكل البياني رقم (4 - 4) هو:

- في سنة 1977، سجل الميزان التجاري سنة 1977 عجزا بمقدار 20.1 مليار كرونة أو ما يعادل 3.8 مليار دولار، وهي الوضعية التي كان سنوات قبل 1977.
- في الفترة (1978 - 1985)، اعتبار من سنة 1978 وخلافا للسنوات السابقة حقق الميزان التجاري رصيда تجاريا موجبا لأول مرة منذ عدة سنوات قُدّر بمليار كرونة تقريبا، ثم تضاعف في السنة التي بعدها أكثر من ستة أضعاف ويستمر في التضاعف إلى أن وصل إلى أكبر قيمة له في هذه الفترة إذ سجل مستوى 44.3 مليار كرونة سنة 1984، وتراجع إلى 40.6 مليار كرونة سنة 1985، ويرجع هذه النمو إلى الطفرة النفطية الثانية (1979 - 1982)

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

- في الفترة (1986 - 1988)، سجل الميزان التجاري عجزا كبيرا بسبب الأزمة العكسية للنفط، حيث عانت الدول النفطية من انخفاضا كبيرا في أسعار النفط حتى وصل إلى 13 دولارا والعودة إلى مستوياته في عام 1974، ويرجع سبب هذا التدهور إلى عدم التزام الدول المنتجة للبتترول بسقف الإنتاج، والتحول إلى مصادر بديلة.

- في الفترة (1989 - 1997)، شهد الميزان التجاري بداية من 1989 إلى غاية نهاية المرحلة الأولى 1997 فائضا تجاريا، كبيرا بسبب انتعاش الأسعار في خلال هذه الفترة.

المطلب الثاني: تطور المؤشرات الكلية للاقتصاد النرويجي بعد تفعيل دور صندوق البترول

يظهر الجدول التالي احصائيات تطور المؤشرات الكلية للاقتصاد النرويجي للفترة الثانية، الممتدة من عام 1998 إلى عام 2018، وتتميز المرحلة الثانية هو تفعيل دور صندوق التقاعد النرويجي في تمويل الاقتصاد النرويجي.

جدول رقم (4 - 2): تطور مؤشرات الكلية للاقتصاد النرويجي في الفترة من 1998 إلى 2018

السنة	الناتج المحلي الإجمالي (مليار دولار)	الناتج المحلي الإجمالي (مليار كرونة)	معدل نمو الناتج (%)	معدل البطالة (%)	معدل التضخم (%)	الميزان التجاري (مليار دولار)	الميزان التجاري (مليار كرونة)
1998	154.2	1163.2	2.62	3.7	2.3	2.8	20.9
1999	162.3	1265.7	2.01	3.2	2.4	11.7	91.1
2000	171.2	1507.3	3.20	3.5	3.1	28.8	253.4
2001	174.0	1564.3	2.07	3.7	3.0	29.0	260.4
2002	195.5	1561.0	1.45	4.0	1.3	25.7	205.1
2003	228.9	1620.4	0.91	4.2	2.5	29.1	205.9
2004	264.5	1783.0	3.97	4.3	0.5	34.8	234.9
2005	308.9	1990.0	2.63	4.4	1.5	49.4	318.2
2006	345.6	2216.3	2.40	3.4	2.3	58.5	375.3
2007	400.9	2350.2	2.99	2.5	0.7	53.8	315.2
2008	462.3	2607.1	0.48	2.5	3.8	78.3	441.7
2009	386.2	2428.5	-1.73	3.1	2.2	44.1	277.2
2010	428.8	2591.5	0.70	3.5	2.4	48.3	292.1
2011	498.3	2792.7	0.98	3.2	1.3	64.2	359.5

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

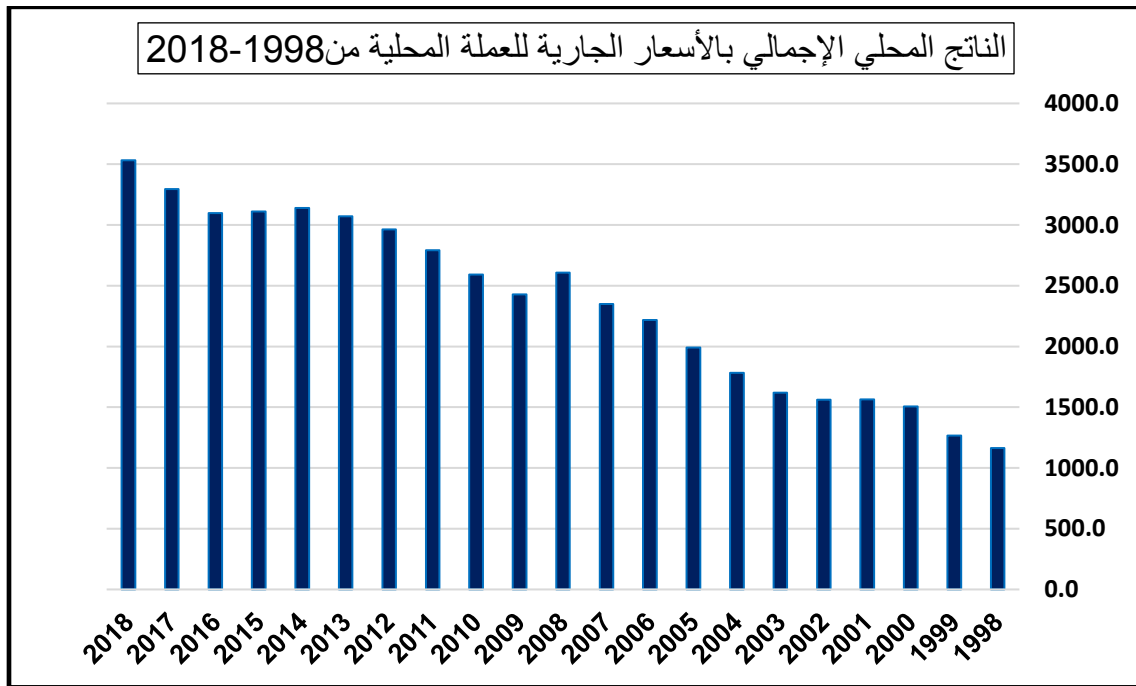
389.7	67.0	0.7	3.1	2.70	2964.1	509.5	2012
333.2	56.7	2.1	3.4	1.03	3071.2	522.8	2013
293.0	46.5	2.0	3.5	1.97	3140.8	498.4	2014
178.7	22.2	2.2	4.3	1.97	3111.2	385.8	2015
61.3	7.3	3.6	4.7	1.07	3098.1	368.8	2016
115.4	14.0	1.9	4.2	2.32	3295.4	398.4	2017
205.1	25.2	2.8	3.8	1.29	3530.9	434.2	2018

المصدر: من إعداد الطالب بناء على بيانات البنك الدولي <https://data.albankaldawli.org/country/norway>

I- نمو الناتج المحلي الإجمالي: في هذه المرحلة يمكننا استنتاج الملاحظات التالية اعتماد على الشكل البياني التالي الذي يبين تطور الناتج المحلي الإجمالي:

شكل بياني رقم (4 - 5) تطور الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للنرويج من 1998-2018

(مليار كرونة)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات جدول رقم (4 - 2)

- بعد تسجيل معدلات نمو قوية في نهاية الفترة السابقة من 1991 إلى 1997 بمعدل نمو تجاوز 4% كنسبة متوسطة، تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى مستوى يقارب 2.5% كمتوسط نمو في الفترة من عام 1998 إلى عام 2001، ثم سجل معدل 1.47% سنة 2002، لتنتزل إلى مستوى أقل من الواحد في المئة سنة 2003، ويرجع أسباب هذا التراجع إلى الآثار التي

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

خلفتها أزمة دول جنوب شرق آسيا (تاييلند، وكوريا، واندونيسيا، وماليزيا، والفلبين) سنة 1997 والتي سجلت فيها الدول الآسيوية التي يطلق عليها تسمية " النمر الآسيوية " معدلات نمو قياسية تراوحت بين 6 -10% تعتبر من أعلى معدلات النمو في العالم، ثم تحولت معدلات النمو الإيجابية إلى معدلات نمو سلبية بعد الأزمة والتي امتدت آثارها إلى باقي دول العالم.

- في الفترة 2004-2007، شهدت النرويج توسعا اقتصاديا، حيث بلغ متوسط معدل النمو السنوي للنتاج المحلي 3%، حيث واكبت هذه المرحلة الطفرة النفطية الثالثة (2002-2007)، حيث ارتفعت أسعار البترول كمتوسط 25 دولارا للبرميل في بداية الفترة إلى أكثر من 95 دولارا للبرميل. - في الفترة من 2008 إلى 2018، تراجع أداء الاقتصاد النرويجي ليسجل أدنى قيمة له منذ عشرة سنين؛ إذ سجل معدل نمو 0.48% سنة 2008 ومعدل نمو سالب سنة 2009 (-1.73%)، بسبب الانكماش في الاقتصاد العالمي في الطلب وتراجع الاستثمارات نتيجة آثار الأزمة المالية العالمية 2007-2008، وبالرغم من التحسن الطفيف في معدلات النمو بداية من عام 2010، إلا أن متوسط معدل النمو السنوي لم يتجاوز 1.6%، حيث اقتترنت في هذه الفترة عدّة أحداث اقتصادية أثرت على نمو الناتج المحلي الإجمالي في النرويج، كانت بدايتها الأزمة المالية العالمية 2007-2008، التي امتدت آثارها حتى 2010، ثم أزمة الديون السيادية في نهاية 2009، ثم انخفاض أسعار البترول في نهاية 2014، بالرغم من الارتفاعات القياسية لأسعار البترول من 2011 إلى 2014.

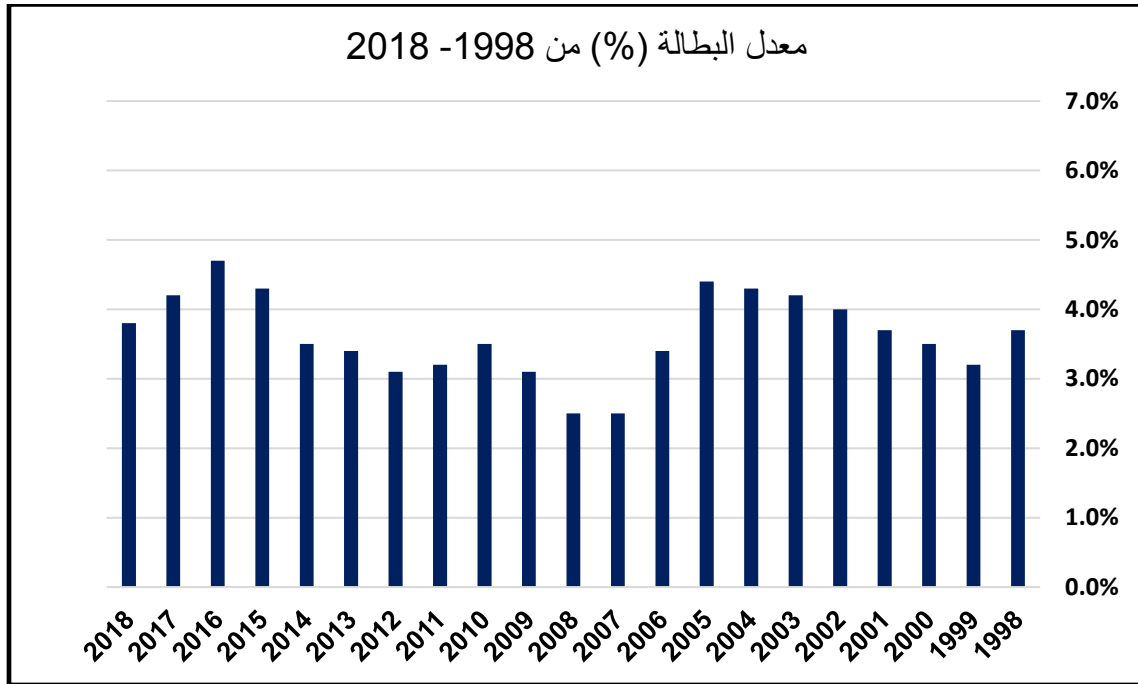
II- تطور معدلات البطالة: سجل مؤشر البطالة في الفترة الثانية (1998-2018)، معدلات مقبولة ومتوازنة إذ بلغ متوسط معدل البطالة في هذه الفترة قيمة 3.6%، وأكبر قيمة 4.7% سجلت سنة 2016، أما أقل قيمة لمعدل البطالة فتقدر ب 2.5%، سجلت سنتي 2007 و2008، كما تشير بيانات البنك الدولي في الفترة الثانية (1998- 2018)، إلى المعطيات التالية:

عدد السكان في بداية الفترة (عام 1998)، بلغ 4.44 مليون نسمة تقريبا،
عدد القوى العاملة في بداية الفترة 2.38 مليون فرد،
عدد السكان في نهاية الفترة (سنة 2018)، بلغ 5.32 مليون نسمة،
عدد القوى العاملة في نهاية الفترة 2.79 مليون فرد،
نسبة القوى العاملة لبعض الوقت كمتوسط 49.53%.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

أما تغير معدل البطالة المسجل في هذه الفترة فإننا نوجزه في الشكل البياني التالي:

شكل بياني رقم (4 - 6) تطور معدل البطالة للنرويج من 1998 إلى 2018 (نسبة مئوية)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات جدول رقم (4 - 2).

- في الفترة (1998 - 2001)، تراجع معدل البطالة في هذه السنوات عما كان عليه في السنوات السابقة إلى متوسط معدل قيمته 3.5%.

- في الفترة (2002 - 2005)، تجاوزت فيه البطالة معدل 4% خلال هذه المدة.

- في الفترة (2006 - 2014)، انخفض معدل البطالة في هذه المرحلة كمتوسط إلى 3.1%، وهي الفترة التي عرفت ارتفاع أسعار البترول وتحقيق فوائض مالية، بالرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية 2007-2008، وأزمة الديون السيادية التي لم تؤثر على سوق العمل في النرويج.

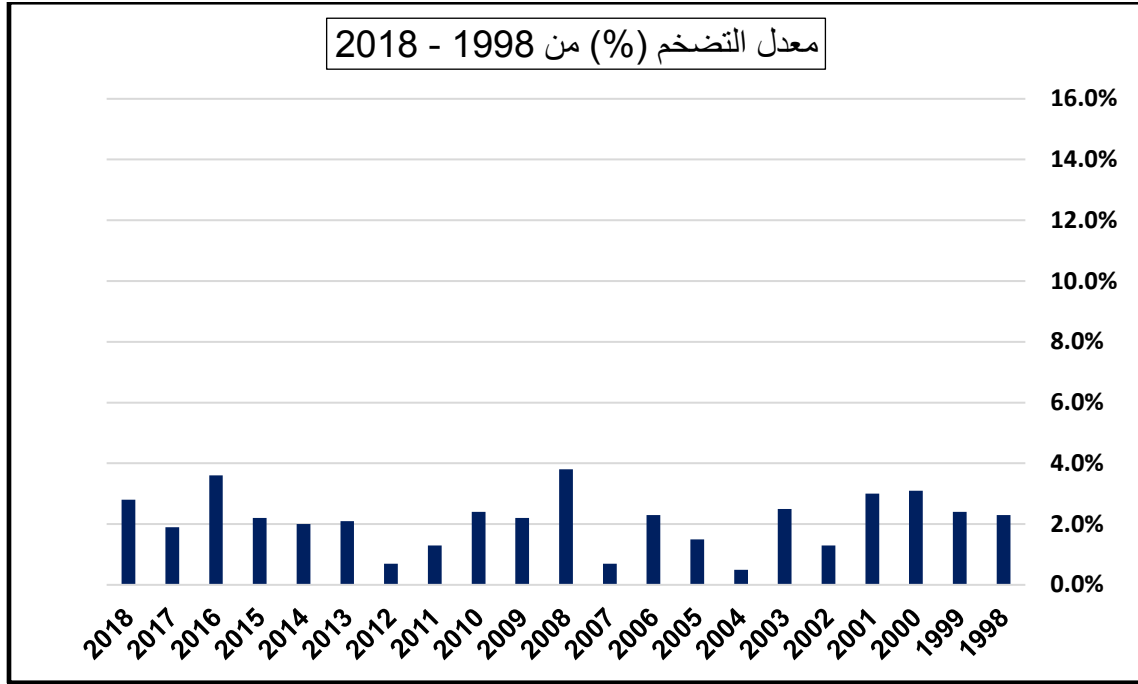
- في الفترة (2015 - 2018)، ارتفعت معدلات البطالة إلى أكثر من 4.2%، متأثرة بالركود الذي ميز الاقتصاد العالمي عموماً وتأثر الدول النفطية بتهايوي أسعار البترول.

III- تطور معدلات التضخم: سجل مؤشر التضخم في الفترة الثانية من الدراسة (1998 - 2018)،

انخفاضاً كبيراً مقارنة بالفترة الأولى من الدراسة (1977 - 1997) كما هو مبين في الشكل البياني التالي:

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

شكل بياني رقم (4 - 7) تطور معدل التضخم للنرويج من 1998-2018 (نسبة مئوية)



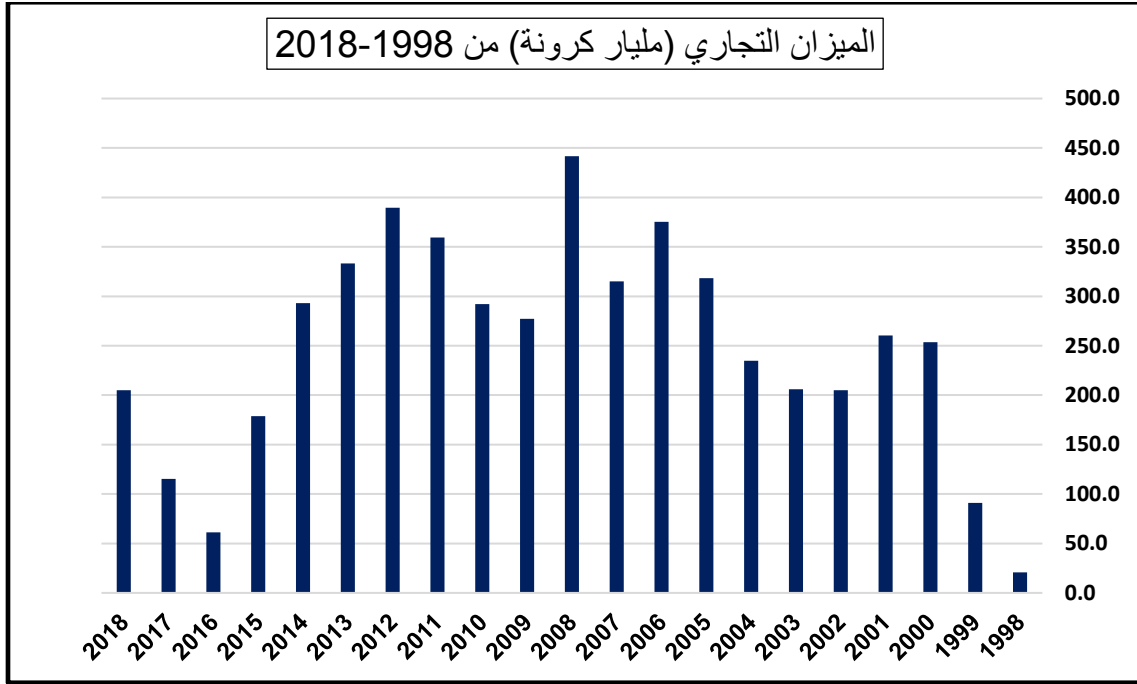
المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات جدول رقم (4 - 2)

حيث يمكن ملاحظة أنه خلال طيلة هذه الفترة (1998 - 2018)، شهدت النرويج تسجيل معدلات تضخم، إذ لم تتجاوز معدل 3.8%، حيث بلغ متوسط معدل التضخم 2.1%، متوسط بين قيم أعلاها 3.8% في سنة 2008، وأدناها 0.5% سجلت سنة 2004، بمدى 3.3%، مع ملاحظة أن في سنوات تأثير الأزمة المالية العالمية لم ترتفع معدلات التضخم كثيرا بخلاف سنة 2008، وسجلت معدلات التضخم في سنوات ارتفاع أسعار البترول انخفاضا بالمقارنة بسنوات تراجع أسعار النفط، إذ سجلت في مرحلة الطفرة الثالثة (2002-2007) معدل متوسطه 1.5%، وفي فترة الارتفاع القياسية لأسعار النفط في سنوات 2010 إلى نهاية 2014، إذ بلغ متوسط معدل التضخم 1.7%.

IV- تطور الميزان التجاري للنرويج: في فترة الدراسة الثانية (1998 - 2018) فإن وضعية الميزان التجاري موضحة في الشكل البياني رقم (4 - 8) نتلخص فيما يلي:

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

شكل بياني رقم (4 - 8) تطور الميزان التجاري للنرويج من 1998-2018 (مليار كرونة)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات جدول رقم (4-2).

- في عام 1998، تراجع فائض الميزان التجاري تراجعاً كبيراً؛ إذ حقق 21 مليار كرونة أو ما يعادل 2.8 مليار دولار سنة 1998، متراجعا على السنة التي قبله بنسبة 78% حيث سجل في سنة 1997 فائضا قيمته بالمليار كرونة حوالي 92 وبالدولار 13 مليار دولار تقريبا، وسبب هذا التراجع أنه في سنة 1998 عاودت أسعار النفط بالتراجع من جديد بعد انتعاش الأسعار في السنوات التي سبقت عام 1996، وتعرضت الدول النفطية إلى اختلالات جديدة في كل من الطلب والعرض، بسبب الأزمة المالية للنموres الآسيوية.

- في سنة 1999 تحسن فائضا الميزان التجاري كما كان قبل عام 1998.

- في الفترة (2000-2014)، في هذه الفترة حقق الميزان التجاري للنرويج فائضا قياسي حيث تراوح بين 205 مليار كرونة و442 مليار كرونة أي بمتوسط فائض تجاري سنوي تجاوزت قيمة 300 مليار كرونة، وتحقق هذا الفائض التجاري من خلال تأثير الارتفاعات القياسية في أسعار البترول في الفترة من 2002 إلى 2007، وهي الفترة التي تُعرف بالطفرة البترولية الثالثة، والتي ارتفعت فيها الأسعار ارتفاعاً كبيراً عما كانت عليه، نتيجة تغير الطلب وتزايد حدة المضاربة السعرية والاتفاقات المبرمة بين دول الأوبك وخارجها على تخفيض الإنتاج، وهو الأمر الذي أدى إلى تحقيق فائضا تجاريا معتبرا للتجارة الخارجية في النرويج على اعتبار أن حوالي 50%

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

من صادرات النرويج هي من النفط والغاز إذ يعتبر النرويج من أكبر مصدري المحروقات في أوروبا الغربية وهو خامس أكبر مصدر للنفط وثالث أكبر مصدر للغاز في العالم، واستمر الاقتصاد النرويجي في تحقيق فائض في الميزان التجاري بعد 2007 إلى غاية 2014، باستمرار التحسن في أسعار البترول خلال هذه المدة، وهناك عامل آخر ساعد النرويج في تحقيق الفائض التجاري في هذه الفترة هو انخفاض العملة النرويجية الشيء الذي زاد من تنافسية البضائع النرويجية.

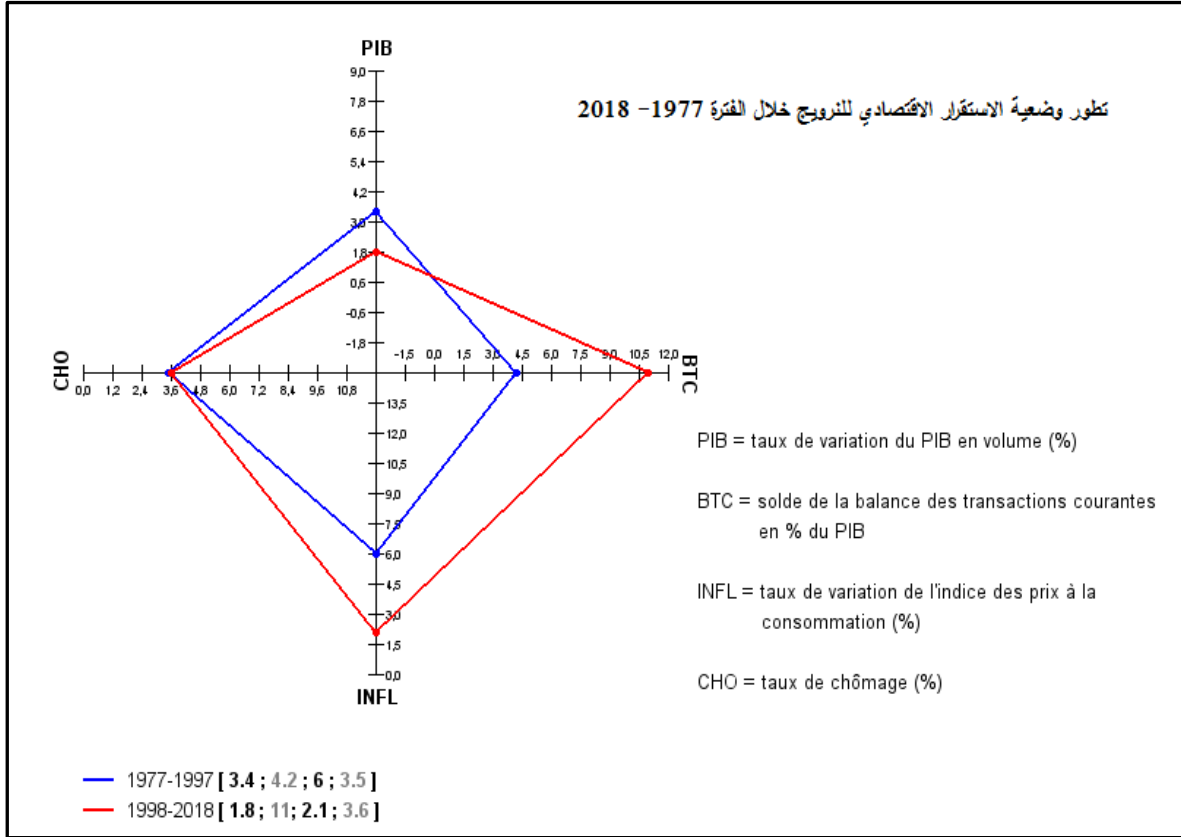
- في الفترة (2015 - 2018)، تراجع فائض الميزان التجاري عما كان عليه في سنة 2014 ترجعا كبيرا، إذ انخفض سنة 2015 بمعدل 40%، وبمعدل 80% سنة 2016، وبمعدل 60% سنة 2017 بسبب التراجع المحسوس في أسعار البترول نهاية 2014، ونتيجة انتعاش أسعار البترول مجددا عاد الميزان التجاري يحقق فائضا تجاريا يقارب ما حققه قبل 2014.

V- أداء المؤشرات الاقتصادية للنرويج حسب مربع كالدور: سيتم تمثيل المؤشرات الاقتصادية للنرويج بالمربع السحري لكالدور، بالاستعانة ببرنامج التابع للأكاديمية الفرنسية فرساي¹، ومقارنتها بالوضع المثالية للاقتصاد المستقر حسب " نيكولاس كالدور"، الذي يمكننا من خلاله قياس فعالية السياسات الاقتصادية في تحقيق الأهداف، وكذلك مدى أداء المؤشرات الاقتصادية، فكلما كان المربع الناتج من وصل نقاط الأربع للمعلم المتعامد والمتجانس - التي تمثل المؤشرات الأربع، نمو الناتج المحلي الإجمالي، ورصيد الميزان التجاري كنسبة من الناتج، ونسبة البطالة، ومعدل التضخم - منتظما وأكثر اتساعا وامتدادا إلى الخارج، كانت وضعية الاقتصاد أكثر استقرارا، وإن كان يتعذر من الناحية العملية تحقيق الأهداف مجتمعة في آن واحد بصورة مثالية حسب مربع كالدور وذلك بسبب الارتباط المتبادل بين المتغيرات الاقتصادية، والشكل البياني التالي يوضح تمثيل مرحلتي الدراسة الأولى (1977 - 1997)، والمرحلة الثانية (1998 - 2018) بمتوسط المعدلات كل مرحلة:

¹ <http://www.ses.ac-versailles.fr/extras/bd/carre/carre.html>

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

شكل بياني رقم (4 - 9) تطور وضعية الاستقرار الاقتصادي للنرويج خلال الفترة 1977-2018.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات البنك الدولي، وبرنامج مربع كالدور للأكاديمية الفرنسية فرساي.

تميز أداء المؤشرات الاقتصادية للنرويج حسب تحليل نموذج المربع السحري لكالدور الخاص بالاقتصاد النرويجي في الفترتين الأولى والثانية بالميزات التالية:

- بالنسبة لمؤشر نمو الناتج المحلي: حققت كلا الفترتين معدل إيجابي في النمو، لكن الفترة الأولى كانت أفضل أداء وأكثر استقراراً، إذ حققت معدل نمو متوسطه 3.4%، بينما حققت الفترة الثانية معدل أقل بكثير من الأولى بمعدل متوسطه 1.8%، ويعتبر هذا المؤشر الوحيد من بين الأربع مؤشرات الذي حققت فيه الفترة الأولى أفضل أداء.

- بالنسبة لمؤشر التشغيل والبطالة: فقد كانت أداء المؤشر في الفترتين متساوياً تقريباً، لكن الملاحظ أن متوسط معدل البطالة في الفترة الثانية كان أفضل أداء وأكثر استقراراً من الفترة الأولى، للأسباب التالية؛ السبب الأول أن معدل البطالة في الفترة الأولى كان أكثر تذبذباً، حيث بلغ مدى التذبذب 4.8%، بين أدنى قيمة 1.5% (سنة 1977)، وأعلى قيمة 6.3% (سنة 1995)، في حين بلغ المدى في الفترة الثانية 2.2%، بين أدنى قيمة 2.5% (سنة 2007)، وأعلى قيمة 4.7%

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

- (سنة 2016)، والسبب الثاني أنه في الفترة الأولى تجاوزت البطالة معدل 5% خلال سبع سنوات متتالية من 1990-1996، في حين لم تتجاوز معدل 4.7% في الفترة الثانية.
- أما مؤشر التجارة الخارجية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي فقد سجلت كلا الفترتين أداء قويا، وإن كان أداء المرحلة الثانية أفضل بكثير من أداء الفترة الأولى، إذ بلغ معدل متوسطه 11% في الفترة الثانية مقابل متوسط 4.2% بالنسبة للفترة الأولى، وملاحظة أخرى هي أنه في الفترة الأولى سجل الميزان تجاري عجزا خلال أربع مرات، بينما لم يسجل أي عجزا في الفترة الثانية.
 - أما أداء مؤشر التضخم فيظهر الفرق جليا بين أداء الفترتين، إذ سجل التضخم معدل متوسطه 6%، في الفترة الأولى مقابل 2.1% في الفترة الثانية، كما كان معدل التضخم أكثر تذبذبا في الفترة الأولى منه في الفترة الثانية، فقد تراوح مجال تغير معدل التضخم في الفترة الأولى بين 1.3% سجلت سنة 1996 و13.6% سجلت 1981، وقد تجاوز معدل 08% في سبع سنوات.
 - وخلاصة التحليل حسب نموذج المربع السحري لكالدور، فإن أداء المؤشرات الكلية للاقتصاد النرويجي، كانت أفضل أداء في الفترة الثانية منها في الفترة الأولى، ويظهر مربع كالدور في الفترة الأولى أكثر اتساعا وتمددا وخاصة نحو اليمين أو جهة الشمال الشرقي والجنوب الشرقي، وكذلك من ناحية اليسار في جهة الجنوب الغربي، أما مربع كالدور في الفترة الأولى يمتد أكثر من جهة واحدة وهي جهة اليسار في منطقة الشمال الغربي.

المطلب الثالث: تطور القيمة السوقية للصندوق في الفترة من 1998 إلى 2018

تتشكل القيمة السوقية للصندوق من العوائد الثلاثة:

- تدفقات الحكومة: وهو تحويل عائدات البترول والغاز من الحكومة إلى الصندوق النرويجي.
 - عائد الاستثمار: وهو العائد من المحفظة الاستثمارية للصندوق.
 - عائد العملة: وهو العائد الناتج من ارتفاع وانخفاض العملة المحلية للنرويج.
- I- تطور إيرادات الصندوق: يوضح الجدول التالي تطور إيرادات الصندوق النرويجي خلال الفترة (1998-2018):**

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

جدول رقم (4 - 3) تطور القيمة السوقية للصندوق من 1998 إلى 2018 (الوحدة: مليار كرونة)

السنة	عائد العملة (مليار كرونة)	عائد الاستثمار (مليار كرونة)	تدفقات من الحكومة (مليار كرونة)	مجموع القيمة السوقية (مليار كرونة)	مجموع القيمة السوقية (مليار دولار)
1998	18.33	12.20	141.31	172	23
1999	21.24	35.44	165.73	222	28
2000	29.52	41.33	315.60	386	44
2001	14.09	32.74	566.86	614	68
2002	-86.56	3.32	692.24	609	88
2003	-45.74	94.90	796.15	845	127
2004	-94.90	176.98	934.32	1016	168
2005	-59.23	303.67	1154.61	1399	207
2006	-87.05	427.83	1442.91	1784	286
2007	-240.55	502.64	1756.56	2019	372
2008	265.61	-130.50	2140.32	2275	325
2009	-152.00	482.31	2309.73	2640	457
2010	-160.50	746.18	2491.73	3077	529
2011	-111.29	659.94	2762.93	3312	555
2012	-330.86	1107.36	3039.26	3816	686
2013	-39.43	1798.89	3278.27	5038	830
2014	662.83	2342.53	3425.38	6431	858
2015	1330.97	2676.31	3467.88	7475	845
2016	1024.87	3122.98	3362.65	7510	873
2017	1039.60	4150.74	3298.11	8488	1038
2018	1263.21	3665.55	3327.19	8256	953

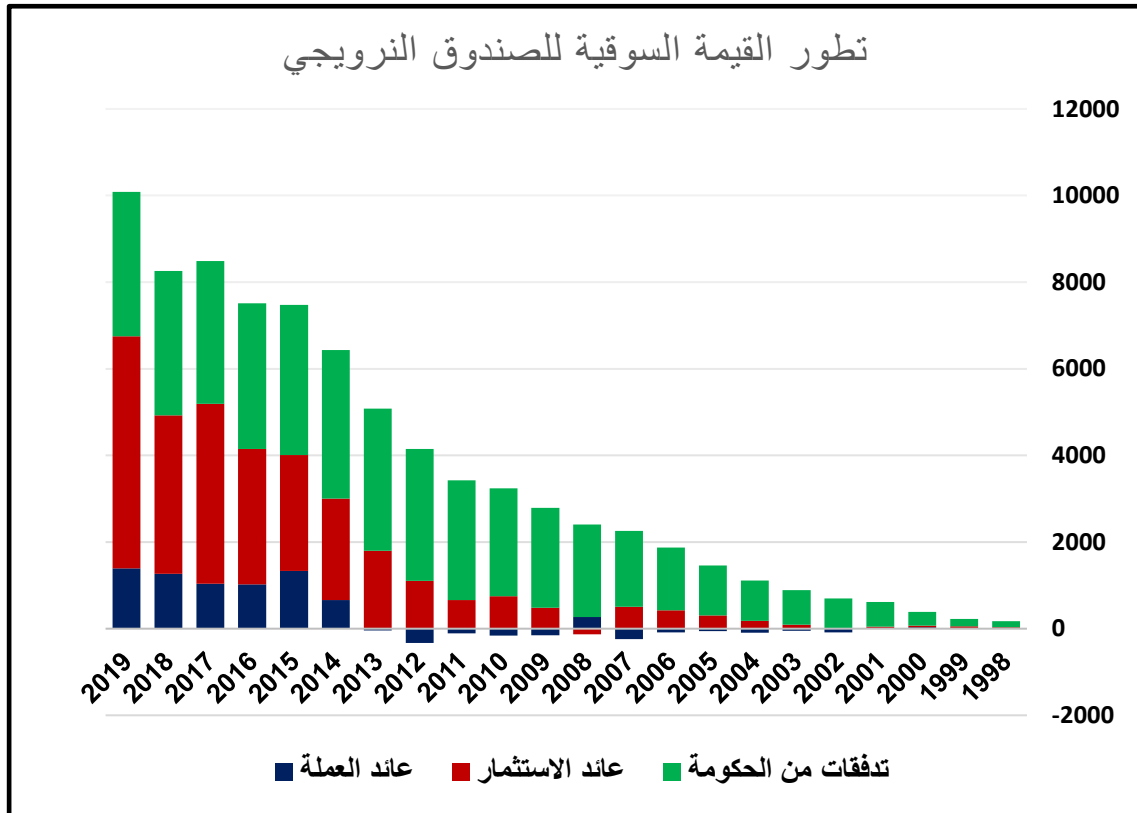
المصدر: من اعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي:

<https://www.nbim.no/en/publications/reports/>

ويمكن توضيح مكونات إيرادات الصندوق وحجمها في الشكل البياني التالي:

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

شكل بياني رقم (4 - 10) مكونات إيرادات الصندوق النرويجي من 1998-2018 (مليار كرونة)



تحليل نتائج الشكل البياني رقم (4-10):

- بلغت القيمة السوقية للصندوق في السنة 1998، أصول بحجم 172 مليار كرونة (أي ما يعادل 23 مليار دولار امريكي)، بنسبة زيادة تقدر ب 52% تقريبا عن عوائد السنة التي قبلها، حيث بلغت 113.4 مليار كرونة سنة 1997، واستمر النمو في القيمة السوقية إلى نهاية فترة الدراسة، حيث تضاعفت القيمة السوقية بين سنة 1998 و 2018 بمقدار 4700%، أي تضاعفت 47 مرة عما كانت عليه في بداية المدّة ولكن هذا النمو ليس بنفس الوتيرة؛ إذ عرفت القيمة السوقية تراجعاً مرتين خلال هذه الفترة مقارنة بالسنوات التي قبلها، المرة الأولى كانت في سنة 2002، حيث تراجعت بنسبة 0.8%، بالنسبة للقيمة السوقية المحققة في سنة 2001. ويرجع سبب ذلك إلى تسجيل عائد استثماري صافي سالب (-6.57%)، كما سجل عائد العملة خسارة ب 86.56 مليار كرونة¹. والمرة الثانية التي تراجعت فيها القيمة السوقية كانت في سنة 2018، حيث انخفضت ب 233 مليار كرونة (85 مليار دولار)، عما كانت عليه في سنة 2017، أي بنسبة تراجع تقدر ب

¹ NORGES BANK, Annual Report 2002, P: 06.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

- 03%. ويعزى أسباب هذا الانخفاض في القيمة السوقية الى تسجيل عائد استثماري سالب ب (-) 6.1%)، أي تراجع بقيمة 485 مليار كرونة¹.
- وأكبر نسبة نمو مسجلة تحققت في سنتي 2000 و2001، حيث سجل الصندوق في عام 2000، أكبر نسبة نمو في فترة الدراسة (1998 - 2018)، فقد تضاعفت القيمة السوقية بمعدل 74%، عن سنة 1999، بالرغم من العائد الاستثماري الضعيف المحقق بنسبة 2.5%²، وسبب نمو القيمة السوقية الاجمالية يعود إلى زيادة تدفقات الحكومة من الأنشطة البترولية المحولة إلى الصندوق التي زادت بمقدار 90% عن السنة التي قبلها أي بإيراد 150 مليار كرونة بما يقابل 39% من القيمة السوقية الاجمالية المقدرة في هذه السنة ب 386 مليار كرونة.
- كما حقق الصندوق سنة 2001، ثاني أكبر نسبة نمو في القيمة السوقية تقدر ب 60% عن سنة 2000، بقيمة سوقية اجمالية 614 مليار كرونة، بالرغم من العائد الاستثماري السلبي المحقق في هذه السنة والمقدر ب (-) 2.5%)، بسبب الانخفاض الحاد في أسواق الأسهم وتقلبات أسواق رأس المال العالمية³، كما تراجعت عائدات العملة من 29.52 مليار كرونة سنة 2000، إلى قيمة 14.09 مليار كرونة سنة 2001، وتعود نسبة النمو المحققة في القيمة السوقية الاجمالية إلى ارتفاع عائدات تدفقات الحكومة من الأنشطة البترولية والمحولة إلى الصندوق النرويجي إلى مستوى 566.86 مليار كرونة، أي بزيادة 251 مليار كرونة عن سنة 2000، والتي تمثل نسبة 41% من القيمة الاجمالية للصندوق.
- II- تطور العائد الاستثماري السنوي حسب فئة الأصول:** يمكن تلخيص تطور العائد الاستثماري من مختلف فئات الأصول التي يستثمر فيها الصندوق النرويجي في الجدول التالي:

¹ NORGES BANK, Annual Report 2018, P: 16 and 19.

² NORGES BANK, Annual Report 2000, P: 27.

³ NORGES BANK, Annual Report 2001, P: 03.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

جدول رقم (4 - 4) تطور العائد السنوي حسب فئة الأصول من 1998 إلى 2018 (الوحدة: نسبة مئوية)

العائد المتراكم	مجموع العائد	عائد استثمارات العقارات	عائد استثمارات الاسهم	عائد استثمارات الدخل الثابت	السنة
9.25%	9.25%	/	12.86%	9.31%	1998
10.84%	12.44%	/	34.81%	-0.99%	1999
7.98%	2.49%	/	-5.82%	8.41%	2000
5.27%	-2.47%	/	-14.60%	5.04%	2001
3.19%	-4.74%	/	-24.39%	9.90%	2002
4.70%	12.59%	/	22.84%	5.26%	2003
5.29%	8.94%	/	13.00%	6.10%	2004
6.00%	11.09%	/	22.49%	3.82%	2005
6.21%	7.92%	/	17.04%	1.93%	2006
6.02%	4.26%	/	6.82%	2.96%	2007
2.94%	-23.31%	/	-40.71%	-0.54%	2008
4.66%	25.62%	/	34.27%	12.49%	2009
5.04%	9.62%	/	13.34%	4.11%	2010
4.48%	-2.54%	-4.37%	-8.84%	7.03%	2011
5.05%	13.42%	5.77%	18.06%	6.68%	2012
5.70%	15.95%	11.79%	26.28%	0.10%	2013
5.81%	7.58%	10.42%	7.90%	6.88%	2014
5.64%	2.74%	9.99%	3.83%	0.33%	2015
5.70%	6.92%	0.78%	8.72%	4.32%	2016
6.09%	13.66%	7.52%	19.44%	3.31%	2017
5.47%	-6.12%	7.53%	-9.49%	0.56%	2018

المصدر: من اعداد الطالب بناء على التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي:

<https://www.nbim.no/en/the-fund/returns/>

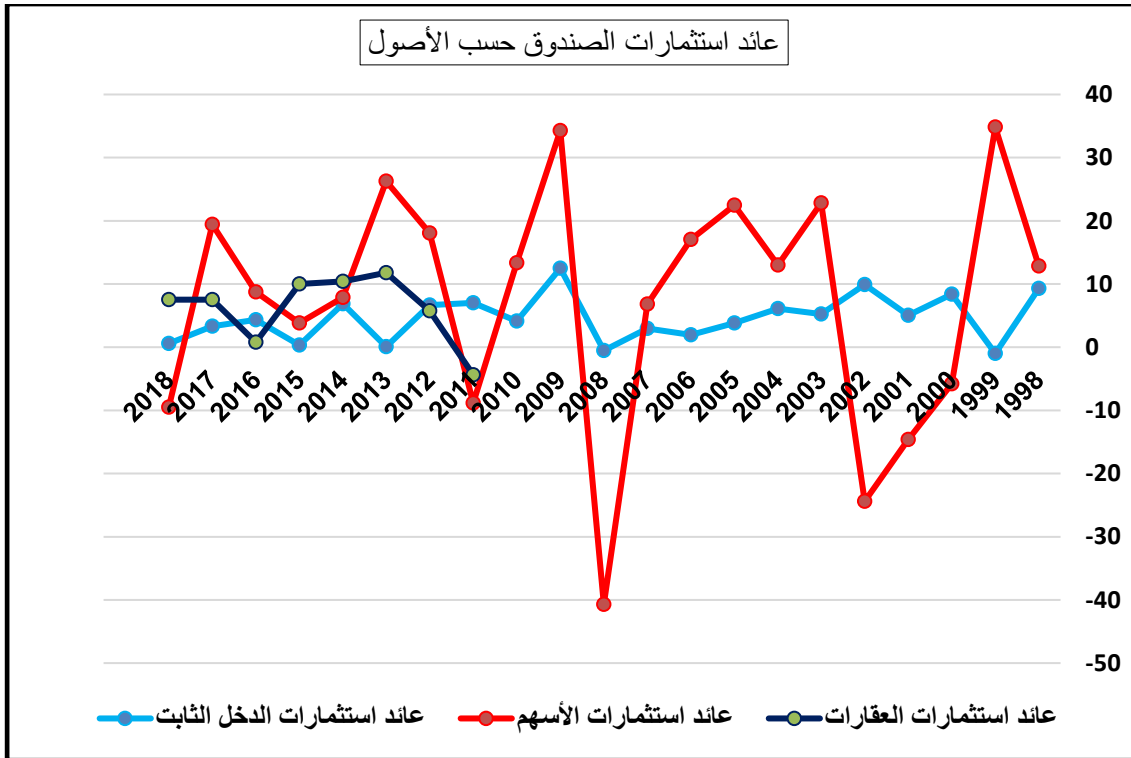
تميز العائد الاستثماري السنوي حسب فئات الأصول للصندوق السيادي النرويجي، بتقلب العوائد خلال الفترة (1998 - 2018):

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

- كان عائد استثمارات الأسهم أكثر تقلبا، إذ تراوح هذا التقلب بين عائد سلبي (-40.71%)، وعائد إيجابي 34.81%، بلغ مداه 75.52%.
- وكان عائد الاستثمار في العقارات أقل تقلبا من استثمارات الأسهم إذ انحصرت تقلب العائد بين معدل (-4.37%)، ومعدل 11.79%، بمدى 16.16%.
- أما عائد الاستثمار في أدوات الدخل الثابت، كما معروف في الاستثمارات المالية، فقد كان أقل تقلبا من باقي فئات الأصول الأخرى، إذ تراوح التقلب بين معدلي (-0.99%) و 12.49%، بمدى تقلب 13.48%. والشكل البياني التالي يوضح مدى تقلب العوائد الاستثمارية في فئات الأصول التي يستثمر فيها الصندوق:

شكل بياني رقم (4 - 11) تقلبات عوائد الاستثمار حسب فئات الأصول في الفترة من 1998 إلى 2018.

(الوحدة: نسبة مئوية)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات جدول رقم (4-4).

ومن خلال نتائج الجدول رقم (4-4)، وبيانات الشكل البياني رقم (4-11)، يمكن استخلاص الملاحظات التالية:

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

- على مدار واحد وعشرون (21) عاما من الاستثمارات استطاع الصندوق النرويجي أن يحقق خلال ستة عشرة (16) عاما، عوائد استثمارية إيجابية قوية أحيانا وضعيفة أحيانا أخرى، وتعتبر عائد سنتي 2000 و2015، أضعف العوائد التي حققها الصندوق في هذه الفترة بمعدل 2.49% و2.74% على التوالي.
- أما أكبر العوائد التي حققها الصندوق كانت في سنوات 2009، 2013، 2017، 2012، 2003، 1999، 2005، إذ تجاوز معدل 11% بمتوسط 15%، منها سنة 2009، التي حقق فيها عائد 25.62% وهو أكبر عائد يحققه عائد منذ انشائه، مع ملاحظة أنه في السنة التي قبلها؛ أي في سنة 2008، حقق أسوأ عائد منذ انشائه كذلك، عندما فقد ما نسبته 23.31% من استثماراته، وهي السنة التي تزامنت مع تداعيات الأزمة المالية العالمية.
- عموما فإن متوسط العوائد المحققة خلال الستة عشر عاما تتجاوز 10%، وهو معدل مجزي بالنسبة لإدارة الصندوق في تحقيق هدف تجاوز عائد 4%.
- وتعتبر استثمارات الأسهم هي العامل الأكثر تأثيرا في العائد الاستثماري الإجمالي، ففي خلال كل سنوات التي أخطق فيها الصندوق، هي السنوات التي تراجعت فيها أسعار الأسهم في الأسواق العالمية وسجلت معدلات سلبية، بالرغم من أنه حقق في فئات الأصول الأخرى كأدوات الدخل الثابت والعقارات عوائد إيجابية، وهذا راجع إلى عاملين اثنين؛ العامل الأول هو التقلبات الشديدة التي ميّز استثمارات الأسهم والمخاطر الكبيرة في أسواق الأسهم عكس فئات الأصول الأخرى، والعامل الثاني هو الوزن النسبي الكبير للأسهم في المحفظة الاستثمارية للصندوق النرويجي التي شكلت الأسهم الأوزان التالية، 49.4%، 66.3%، 37.8%، 58.7%، 40.8%، في استثمارات الصندوق لسنوات 2008، 2018، 2002، 2011، 2001، على التوالي.
- وكنتيجة فإن السلوك الاستثماري للصندوق السيادي النرويجي في الفترة ما قبل عام 1998 وما بعدها، وحتى نهاية عام 1997 تمت إدارة صندوق البترول وفق استراتيجية مشابهة لإدارة احتياطات النقد الأجنبي، ومع بداية سنة 1998، استثمر الصندوق في أسهم الأسهم الدولية في عدد من البلدان، مع تبني أفق مستثمر طويل المدى.

المبحث الثاني: دراسة قياسية لمؤشرات الاستقرار الاقتصادي في النرويج للفترة (1977-1997)

بغرض دراسة مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية (CF) في الاستقرار الاقتصادي من جانب قياسي، تم اقتراح فترتين للمقارنة، الفترة الأولى تمتد من 1977 إلى غاية 1997، وهي الفترة الزمنية التي لم يكن فيها الصندوق السيادي النرويجي موجوداً، وتمتد من 1977 إلى غاية 1990، أو كان فيها الصندوق السيادي النرويجي موجوداً لكنه غير موظفاً في تمويل الاقتصاد النرويجي في الفترة من 1990 إلى 1997، بعدد مشاهدات تمثل 21 مشاهدة (سنة). والفترة الثانية التي تزامنت مع توظيف الصندوق في تمويل الاقتصاد من سنة 1998 إلى غاية 2018، بعدد مشاهدات 21 مشاهدة (سنة). ونقترح في دراستنا هاته المتغيرات التالية: المؤشرات الاقتصادية الكلية للنرويج الممثلة بالمربع السحري لكالدور وهي: المعدل السنوي لنمو إجمالي الناتج المحلي (GDP)، والمعدل السنوي للبطالة (UEM)، والمعدل السنوي للتضخم (INF)، رصيد الميزان التجاري كنسبة من إجمالي الناتج المحلي (RSB) كمؤشرات للاستقرار الاقتصادي في النرويج. وتم الاعتماد على بيانات البنك الدولي، بخصوص إحصائيات المؤشرات الاقتصادية؛ كمعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، والناتج المحلي الإجمالي، ونسب البطالة، ومعدلات التضخم، وكذلك بيانات رصيد الميزان التجاري الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للنرويج خلال الفترة من 1977 إلى 2018، وبيانات البنك المركزي النرويجي بالنسبة لإحصائيات ومعطيات الصندوق السيادي للنرويج (CF)، للفترة الممتدة من 1998 إلى 2018، وهي الفترة التي تم توظيف الصندوق النرويجي في تمويل الاقتصاد النرويجي.

المطلب الأول: دراسة استقرارية المتغيرات للفترة (1977-1997)

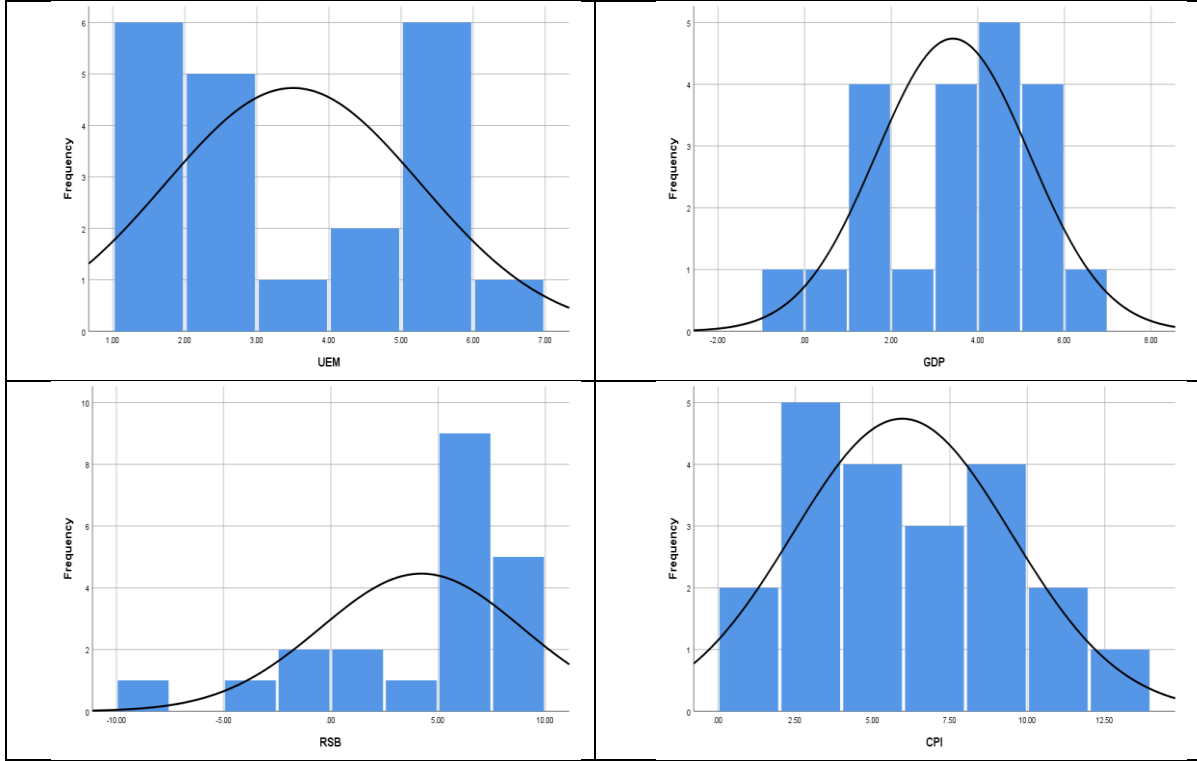
نبدأ بدراسة وصفية لقيم المتغيرات لمعرفة مدى تجانسها خلال هذه الفترة باستعمال مقاييس النزعة المركزية والتشتت والأشكال البيانية:
من ملاحظة النتائج لدينا:

- تقارب القيمتان الحديتان (Max_Min) مما يدل على غياب القيم المتطرفة؛
- صغر قيمة الانحراف المعياري أمام المتوسط (Std<Mean) راجع الى تمركز القيم حول متوسطها الحسابي؛

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

- جميع المتغيرات قيمها تتبع التوزيع الطبيعي حسب احتمالية جاك_بيرا (Prob > 0.05) عدى قيم متغيرة رصيد الميزان التجاري (RSB) فهي تتبع التوزيع الطبيعي عند 1%.

شكل بياني رقم (4 - 10) دراسة وصفية لقيم المتغيرات في الفترة (1977-1997)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

من هذه النتائج يمكن دراسة الاستقرار

إن منهجية الدراسات القياسية تقتضي من الضروري وكبداية، قبل تقدير النماذج التأكد من استقرار السلاسل الزمنية المستعملة في النموذج محل الدراسة، فإذا كانت هذه السلاسل غير مستقرة عند مستوياتها فإن استعمالها في التقدير يؤدي إلى الوقوع في مشكل الانحدار الزائف، كما أن تساعدنا دراسة الاستقرار في تحديد مستويات تكامل متغيرات الدراسة، والذي يُبنى على أساسه الأسلوب والطريقة الأنسب في معالجة بيانات الدراسة. وتُعتبر نماذج جذر الوحدة هي الآلية التي تساعدنا على دراسة استقرار السلاسل، ونذكر من أهمها اختبار ديكي فولر المطور (Test Dickey-Fuller) واختبار فيليبس وبيرون (Augmentés (ADF)، واختبار فيليبس وبيرون (Test Phillips-Perron (PP)). وبعد إجراء اختبار (ADF) فإننا نسجل قيمة الإحصائية المحسوبة لجذر الوحدة والاحتمال المرافق لها في الجدول رقم (4-5).

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

جدول رقم (4 - 5): نتائج اختبار استقرارية المتغيرات للفترة (1977-1997) حسب اختبار (ADF)

نوعها	النموذج (4)		النموذج (5)		النموذج (6)		نوع النموذج	
	الاحتمال	إح. محسوبة	الاحتمال	إح. محسوبة	الاحتمال	إح. محسوبة	الفرق	المتغير
DS بمشتق	0.29	-0.95	0.009	2.95	0.65	0.45	المستوى	GDP
مستقرة	0.0008	-3.763					الفرق 1	
TS	وجود مركبة الاتجاه العام في السلسلة				0,007	-3.108	المستوى	INF
مستقرة	0.0002	-4.459	0.668	-0.436	0.381	-0.90	الفرق 1	
DS بمشتق	0.23	-1.096	0.05	2.11	0.45	0.76	المستوى	RSB
مستقرة	0.0060	-2.917					الفرق 1	
DS بمشتق	0.73	0.19	0.19	1.34	0.134	1.58	المستوى	UEM
مستقرة	0.0168	-2.470					الفرق 1	

(6): وجود اتجاه عام وثابت، (5): وجود ثابت فقط (4): بدون اتجاه عام ولا ثابت.

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي EViews10 (انظر الملحق رقم 10).

إن نتائج اختبار (ADF) تؤكد أن كل المتغيرات غير مستقرة في المستوى (0) بسبب وجود جذر وحدة، غير أن استعمال الفرق الأول فقط مكّننا من التخلص من جذر الوحدة في كل المتغيرات. فهي إذا مستقرة عند الفرق الأول بمستوى معنوية 5%.

أما فيما يخص اختبار فيليبس وبيرون (PP) فإننا نسجل نتيجة الاحصائية المحسوبة والاحتمال المرافق لها في الجدول رقم (4-6).

جدول رقم (4 - 6): نتائج اختبار استقرارية المتغيرات للفترة (1977-1997) حسب اختبار (PP)

نوع النموذج	النموذج (3)		النموذج (2)		النموذج (1)	
	الفرق	إح. محسوبة	الاحتمال	إح. محسوبة	الاحتمال	إح. محسوبة
GDP	المستوى	-2.27	0.42	-2.32	0.17	-0.81
	الفرق الأول	-3.52	0.06	-3.51	0.01	-3.65
INF	المستوى	-2.24	0.44	-1.44	0.54	-1.35
	الفرق الأول	-4.04	0.02	-4.23	0.00	-4.14
RSB	المستوى	-3.25	0.10	-3.51	0.01	-1.73
	الفرق الأول	-4.00	0.02	-4.24	0.00	-4.41

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

0.79	0.41	0.68	-1.11	0.79	-1.50	المستوى	UEM
0.00	-3.70	0.01	-3.74	0.05	-3.66	الفرق الأول	

(3): وجود اتجاه عام وثابت، (2): وجود ثابت فقط و (1): بدون اتجاه عام ولا ثابت.

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10 (انظر الملحق رقم 11).

أكدت نتائج اختبار PP ما توصل إليه اختبار ADF، وعلى أساس نتيجة اختبار ديكي فولر (ADF) واختبار فيليبس بيرون (PP) يمكننا اعتبار كل سلاسل متغيرات محل الدراسة، غير مستقرة في مستوياتها وتكون مستقرة فقط في الفرق الأول مما يمكننا اعتبارها متكاملة من الدرجة الأولى (1).

المطلب الثاني: دراسة حركية المتغيرات على المدى القصير للفترة (1977-1997)

بعدما تم تحديد مستويات التكامل يُمكننا الآن أن ندرس ديناميكية الأجل القصير بين متغيرات الدراسة والتي تكون ضمن نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR، ويساعدنا هذا النموذج على معرفة سلوك هذه المتغيرات فيما بينها في حالة حدوث صدمة في النظام، ويكون ذلك من خلال تتبع دوال نبض الاستجابة وتحليل تباين بواقي التنبؤ الذي يوفر لنا آلية أخرى تمكنا من تحديد اتجاه الاستجابة.

إن استخدام منهجية نموذج VAR تقتضي في البداية تحديد نتيجة الإبطاء الأمثل لأن هذا النوع من النماذج حساسة جدا لقيمة التأخير، وعلى أساس أن فترة الدراسة قصيرة فإن زيادة الإبطاء، تؤدي كذلك إلى انخفاض في قيمة درجة الحرية مما يُضعف من معنوية المعامل، ويجعل من النموذج أكثر هشاشة، وعليه فإنه، وبالاعتماد على معايير المفاضلة المتوفرة ضمن البرنامج المستخدم، فإننا في البداية نستخدم التأخير $P=1$ ثم $P=2$ ، وندرس صلاحية النموذج من ناحية الاستقرار وخضوع كل بواقي النظام للفرضيات الأساسية للنموذج. وباستعمال المتغيرات المستقرة تم تقدير نموذج VAR (1)، والذي اتضح لدينا أنه مستقر بسبب وقوع مقلوب كل الجذور داخل دائرة الوحدة، غير أنه تبين لنا أنه يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي من الدرجة الأولى والارتباط المتسلسل من الدرجة الثانية، مما يجعل من مقدرات المعامل بأنها ليست أقل تباين وهي بذلك ليست الأفضل وبالتالي تفقد خاصية الكفاءة وتم رفض هذا النموذج (انظر الملحق رقم 12).

I- دراسة صلاحية نموذج VAR (2) للفترة (1977 - 1997)

وعند لجوئنا لتقدير نموذج VAR (2) فإن كل معايير المفاضلة منحنتنا الأفضلية للتأخير $P=2$. وفي إطار دراسة صلاحية هذا النموذج، فباستعمال التمثيل البياني المتضمن لمقلوب قيم جذور كثير الحدود يتضح بأن كل الجذور ذات قيم أكبر من الواحد مما يدل على استقرار النموذج. وبغرض تحليل الارتباط

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

الذاتي للأخطاء نعتمد على اختبار (Serial Test)، الذي يدرس إمكانية وجود ارتباط ذاتي متسلسل للبواقي ويرتكز هذا الاختبار على الفرضية المعدومة التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي متسلسل للبواقي، فعند تأخير قدره واحد (1)، وبالاعتماد على الاحتمال المرافق لنتيجة هذا الاختبار يمكننا التأكيد على عدم وجود ارتباط ذاتي متسلسل للخطأ، كما أنه وبالاعتماد على نفس الاختبار يمكننا التأكيد على عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي حتى عند التأخير (3)، بالإضافة إلى ذلك فإن الشكل المتضمن لدوال الارتباط الذاتي لبواقي المعادلات الأربعة مثنى مثنى، يوضح بأن أغلبها تقع داخل مجال الثقة أي أنها ذات معنوية إحصائية معدومة مما يُدعم صحة الاختبارين السابقين ويؤكد على أن البواقي هي بدون ذاكرة (انظر الملحق رقم 13).

وبغرض اختبار فرضية ثبات تباين البواقي نعتمد على اختبار (White)، حيث أن الفرضية المعدومة لهذا الاختبار تنص على ثبات تباين البواقي، وبالاعتماد على الاحتمال يمكننا قبول الفرضية المعدومة بمستوى معنوية 5%، بالنسبة لبواقي كل المعادلات أو الفرضية المشتركة لكل بواقي نموذج (VAR)، وعليه فإن تباين البواقي ثابت خلال فترة الدراسة (انظر الملحق رقم 13).

من خلال جدول معاملات التوزيع الطبيعي بالنسبة لبواقي كل معادلات النظام، فإن البواقي متناظرة بالنسبة لمتوسطها وهذا حسب اختبار (Skewness)، وبمستوى معنوية 5%، كما أن اختبار التفلطح (Kurtosis) أكد على عدم وجود أي حالات شاذة ضمن كل بواقي النظام مما يعني أن البواقي مفلطحة وبمستوى معنوية 5%، وباستعمال اختبار (Jareque-Bera) يمكننا قبول الفرضية المعدومة لهذا الاختبار عند مستوى معنوية 5%، والقول بخضوع البواقي للتوزيع الطبيعي. وبناء على ما سبق يمكننا القول إن بواقي نموذج (2) VAR، هي سلسلة تشويش أبيض تخضع للتوزيع الطبيعي فهي مقبولة من وجهة إحصائية، وهذا يدل على قوة النموذج وأن الصياغة (2) VAR صحيحة (انظر الملحق رقم 13).

II- تجزئة التباين للفترة (1977-1997):

حتى يمكننا دراسة السلوك الحركي لمتغيرات الدراسة، فإنه في البداية يجب ترتيب المتغيرات ضمن الهيكل التراجعي للنظام، بحيث أن أي متغير يتأثر بشكل متزامن فقط بالمتغيرات التي تسبقه في الترتيب ونتائج التحليل حساسة جداً لترتيب المتغيرات. ونعتمد في دراستنا هذه على الترتيب التالي للمتغيرات: Cholesky Ordering: DGDP DINF DUEM DRSB

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

على أساس هذا الترتيب فإننا نفترض بأن معدل النمو الاقتصادي لا يتأثر بشكل متزامن بأي متغير من متغيرات الدراسة، غير أن رصيد الميزان التجاري يتأثر بشكل متزامن بكل المتغيرات أي معدل التضخم، معدل البطالة ومعدل النمو الاقتصادي.

إن تجزئة التباين تقيس النسبة من تباين خطأ التنبؤ للمتغير محل الدراسة الناتجة عن الصدمات غير المتنبأ بها لكل متغير من متغيرات النموذج خلال فترة التنبؤ، أي أنها تقيس مساهمة الصدمات العشوائية لمتغيرات النموذج في التقلبات المستقبلية لمتغير ما. ونتيجة تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدل نمو إجمالي الناتج لعشرة فترات مستقبلية ملخصة في الجدول رقم (4-7).

من خلال فحص الجدول رقم (4-7)، يتضح أنه في السنة الثانية 90% من أخطاء التنبؤ للمتغيرات الحاصلة في معدلات النمو متأتية من الأخطاء الذاتية للمتغير والبقية من المتغيرات الأخرى وهي نسب ضعيفة نسجل أكبرها لمعدلات التضخم بنسبة قدرها 8%. غير أن ذلك يتغير بعد عشرة سنوات حيث تصبح التغيرات في معدلات التضخم تمثل نسبة مساهمة قدرها حوالي 11% في تفسير تقلبات تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدلات النمو الاقتصادي، ونسب مساهمة معدل البطالة، رصيد الميزان التجاري فهي حوالي 8% و 3% على التوالي وهي نسب ضعيفة. أما المساهمات الذاتية للمتغير في تفسير تقلبات نفس المتغير فنترجع غير أنها تبقى هي المساهمة الأكثر أهمية بحوالي 77%.

جدول رقم (4 - 7): تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدل نمو إجمالي الناتج المحلي للفترة (1977-1997)

Variance Decomposition of DGDP:					
Period	S.E.	DGDP	DINF	DRSB	DUEM
1	1.688903	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.834143	90.09455	8.517215	0.169433	1.218802
3	2.033545	79.11653	12.59796	0.719349	7.566155
4	2.166915	79.02091	11.10528	3.165134	6.708675
5	2.244434	77.43901	11.37588	3.110949	8.074161
6	2.256772	77.12448	11.51683	3.371084	7.987605
7	2.302089	77.89335	11.12525	3.265884	7.715519
8	2.306194	77.81441	11.17990	3.316611	7.689084
9	2.315732	77.27666	11.34879	3.290136	8.084413
10	2.319665	77.18467	11.31130	3.446752	8.057284

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

وعلى أساس نتائج تحليل تباين أخطاء التنبؤ لمعدل نمو إجمالي الناتج المحلي، يمكننا أن نستنتج أن المتغيرات معدل التضخم، معدل البطالة، ورصيد الميزان التجاري لا تحدد التغيرات الحاصلة في معدلات

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

نمو إجمالي الناتج وهو بذلك يعتبر خارجي عن باقي متغيرات النظام، وهنا يمكننا أن نتوقع عدم وجود سببية من هذه المتغيرات في اتجاه معدل نمو إجمالي الناتج المحلي.

وبنفس الطريقة قمنا بتحليل تباين اخطاء التنبؤ لمتغيرة معدل التضخم ونسجل النتيجة في الجدول التالي:

جدول رقم (4 - 8): تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدلات التضخم للفترة (1977-1997)

Variance Decomposition of DINF:					
Period	S.E.	DGDP	DINF	DRSB	DUEM
1	1.748508	58.95733	41.04267	0.000000	0.000000
2	2.096274	41.66082	45.22267	2.405294	10.71121
3	2.532531	45.44357	33.95305	13.07116	7.532216
4	2.676072	47.45690	31.20638	11.76657	9.570139
5	2.683925	47.18358	31.02708	12.10778	9.681557
6	2.753880	49.54230	29.54322	11.70153	9.212947
7	2.757988	49.46617	29.51906	11.70400	9.310778
8	2.772775	49.06825	29.49511	11.60260	9.834045
9	2.777623	48.92984	29.39657	11.86825	9.805333
10	2.785851	48.94935	29.26497	11.81214	9.973540

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

من خلال تتبع نتائج الجدول أعلاه يتضح لنا أن لمعدل نمو إجمالي الناتج أهمية كبير في تحديد القيم المستقبلية لمعدلات التضخم، حيث نسجل من السنة الأولى نسبة قدرها حوالي 59% ناتج عن التغيرات الحاصلة في معدلات النمو الاقتصادي و البقية نتاج أخطاء ذاتية في المتغير، غير أن الوضع يتغير بعد حوالي خمسة فترات، حيث تتخفض مساهمة إجمالي الناتج لتصل القيمة 49% لكنه يبقى هو الأكثر هيمنة مقارنة بالبقية، كما أن نسب مساهمة كل من رصيد الميزان التجاري و معدل البطالة في تباين الأخطاء المستقبلية لمعدل التضخم هي 11% و 10% على التوالي. غير أن المساهمة الذاتية لنفس المتغير تتخفض كثيرا، حيث بلغت القيمة 29%. ومما سبق يمكننا القول بأن التغيرات الحاصلة في معدلات التضخم تتحدد على أساس التغيرات في إجمالي الناتج المحلي وهذا مقبول جدا من وجه اقتصادية، وعليه يمكننا اعتبار وجود سببية من الناتج المحلي في اتجاه معدل التضخم أي معدل التضخم هو متغير تابع لمعدل نمو إجمالي الناتج.

وعند تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمعدلات البطالة المسجلة ضمن الجدول (4-9) ، اتضح لنا الأهمية البالغة للتضخم في تحديد القيم المستقبلية لمعدل البطالة من السنة الأولى بنسبة قدرها 37% غير أن هذه النسبة تتخفض في السنة الثالثة مسجلة نسبة 24% وتستمر في الانخفاض وتستقر عند القيمة

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

23% بعد عشرة سنوات. أما نسبة مساهمة معدل إجمالي الناتج فضعيفة وبقيمة قدرها حوالي 16%، غير أنها تتحسن بعد عشرة فترات لتصل القيمة إلى 48% وهي أكبر نسبة مساهمة توحى بأهمية هذا المتغير في تحديد القيم المستقبلية لمعدل البطالة، وهذا حال كل اقتصاديات الريع بحيث تعتمد برامج التشغيل والتوظيف على الزيادة في إجمالي الناتج، وبالتالي يمكننا اعتبار معدل البطالة متغير تابع لمتغيرتي معدل نمو إجمالي الناتج ومعدل التضخم. أي نتوقع وجود سببية من هذين المتغيرين في اتجاه متغير معدل البطالة.

جدول رقم (4 - 9): تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدلات البطالة للفترة (1977-1997)

Variance Decomposition of DUEM:					
Period	S.E.	DGDP	DINF	DRSB	DUEM
1	3.072813	15.85911	37.38036	0.000000	46.76054
2	3.279540	16.50151	36.78487	0.225620	46.48800
3	3.554443	45.46407	24.43343	0.441111	29.66139
4	3.880121	47.37215	24.49844	0.447259	27.68215
5	4.092307	45.82309	25.21875	0.433562	28.52459
6	4.207007	47.38101	23.94419	1.610664	27.06413
7	4.315860	47.72083	23.61668	1.551135	27.11135
8	4.335330	47.48698	23.68847	1.814475	27.01008
9	4.371208	48.46347	23.27370	1.780665	26.48216
10	4.388871	48.62839	23.19441	1.778294	26.39891

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

أما عن المساهمة الذاتية لأخطاء التنبؤ للمتغير معدلات البطالة فنسجل نسبة معتبر في السنة الأولى والثاني قدرها 46%، والتي توحى بالأثر الديناميكي المهم ضمن هذا النموذج على المدى القصير، غير أنه بعد عشرة فترات للتقدير تتراجع إلى 26% فقط. وبالنسبة لمتغير رصيد الميزان التجاري فلا يبدي أي أثر في تحديد معدلات البطالة فأعلى نسبة مساهمة يبلغها حوالي 2%.

وفي الأخير فإننا نسجل تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير رصيد الميزان التجاري ضمن الجدول (4-10). وعند تفحص النتائج تبين لنا أن المساهمة الذاتية للمتغير هي الأكبر في السنتين الأولى والثانية بنسب قدرها 49% و 43% على التوالي، أما نسب مساهمة معدلات التضخم والبطالة فهي 21% و 20% على التوالي في السنة الأولى، ونسجل أقل نسبة مساهمة عند بداية فترة التقدير لمتغير معدل نمو الناتج بنسبة قدرها 8%.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

جدول رقم (4 - 10): تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير رصيد الميزان التجاري للفترة (1977-1997)

Variance Decomposition of DRSB:					
Period	S.E.	DGDP	DINF	DRSB	DUEM
1	0.683276	8.561955	21.20315	49.44073	20.79416
2	0.693459	10.58913	20.94626	43.48034	24.98427
3	0.868572	17.74739	21.19706	38.93539	22.12017
4	0.900813	30.23958	18.49154	32.70349	18.56539
5	0.925654	28.98509	22.13727	29.44998	19.42765
6	0.953908	30.80687	21.30271	28.94188	18.94854
7	0.972281	33.02718	20.43913	27.68281	18.85088
8	0.974674	32.79659	20.60545	27.76131	18.83664
9	0.984342	33.85407	20.30634	27.30747	18.53212
10	0.986297	34.34759	20.14416	27.08899	18.41925

Cholesky Ordering: DGDP DINF DUEM DRSB

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

غير أن هذا الوضع يتغير بالكلية عند فترة نهاية التقدير، حيث تصبح أكبر نسب مساهمة لمعدل نمو إجمالي الناتج المحلي بقيمة قدرها 34%، ثم تليها نسبة مساهمة معدل التضخم بنسبة 20%، ثم مساهمة معدل البطالة بنسبة 18%، وهذه النتيجة تدل على أن رصيد ميزان التجاري يتحدد على أساس باقي متغيرات النظام بمعنى آخر وجود سببية من معدلات نمو كل من إجمالي الناتج المحلي، البطالة والتضخم نحو رصيد الميزان التجاري وهو بالتالي؛ أي أن هذا الأخير يتحدد على أساس التغيرات سالفة الذكر.

III- دراسة دوال نبض الاستجابة

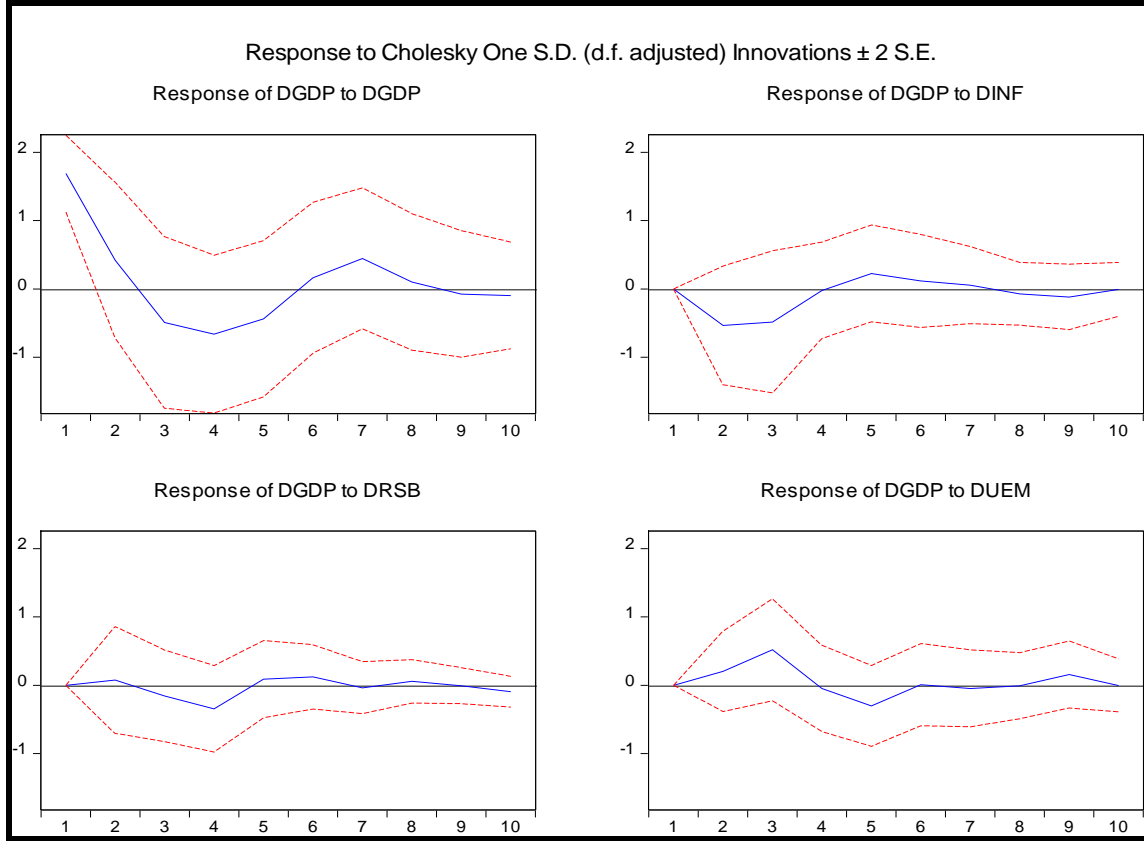
تعتبر دوال نبض الاستجابة كأداة أخرى تمكننا من دراسة السلوك الحركي لمتغيرات النظام، وتقيس هذه الدوال استجابة متغيرات النموذج للصدمة الحاصلة في أحد المتغيرات بمقدار انحراف معياري واحد للخطأ القانوني المرتبط بهذا المتغير، أي ندرس ضمن هذه الآلية أثر أحد المتغيرات على القيم الحالية والمستقبلية لباقي متغيرات النموذج.

ويلخص الشكل رقم (4-13)، دوال استجابة معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي للصدمة الناتجة عن باقي متغيرات النظام، وفي التمثيل البياني أدناه المحور الأفقي يمثل الزمن الذي مرّ بعد حدوث الصدمة مقاس بالسنوات والمحور العمودي يقيس مقدار الاستجابة مقاس بنسبة مئوية. ويبين الشكل رقم (4-13)، أن استجابة معدل نمو الناتج للصدمة الذاتية يهيمن على البقية وهذا يوافق ما توصلنا له في تحليل

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

التباين، ففي السنة الأولى يستجيب هذا المتغير بقيمة قدرها 1.7% لتراجع هذه النسبة إلى 0.5% في السنة الثانية وتستمر في الانخفاض في السنوات الموالية حتى تصل (-0.4%) عند السنة الخامسة لينعدم هذا الأثر فيما بعد.

شكل بياني رقم (4 - 13): دوال استجابة معدل نمو إجمالي الناتج المحلي للفترة (1977-1997)

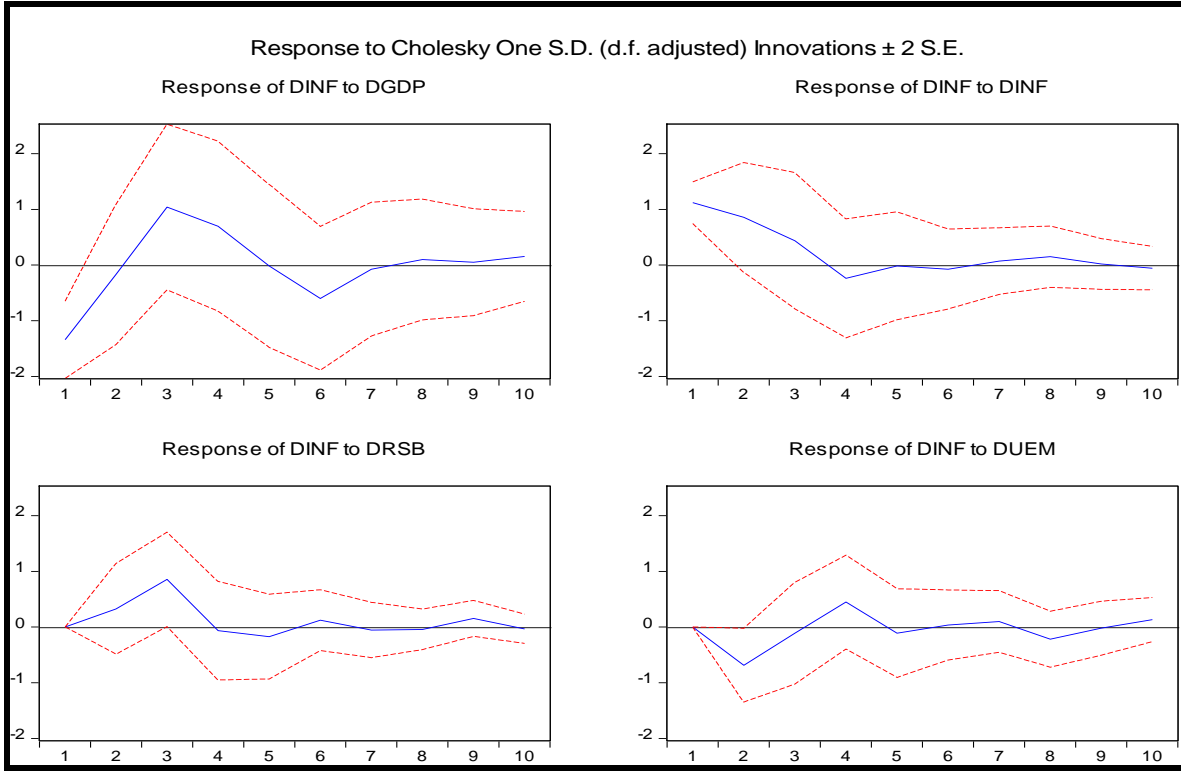


المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

واستجابة معدل نمو الناتج لصدمة ناشئة في معدل التضخم تكون في السنتين الثانية والثالثة بنسبة قدرها (-0.5%)، أي أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى تراجع معدل نمو إجمالي الناتج الحقيقي وهذا مقبول من وجهة اقتصادية، غير أن هذا الأثر لا يستمر كثيرا حيث يختفي من السنة الرابعة. أما استجابة معدل نمو الناتج للبطالة فهي ضعيفة حيث نسجل النسبة 0.5% في السنة الثالثة ثم يتلاشى هذا الأثر فيما بعد، وبخصوص الاستجابة لمتغيرة رصيد الميزان التجاري فتكاد تكون معدومة خلال كل السنوات. ويهدف معرفة استجابة معدلات التضخم للصدمة الحاصلة في باقي متغيرات النظام نسجل النتائج في الشكل التالي:

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

شكل بياني رقم (4 - 14): دوال استجابة معدل التضخم للفترة (1977-1997)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

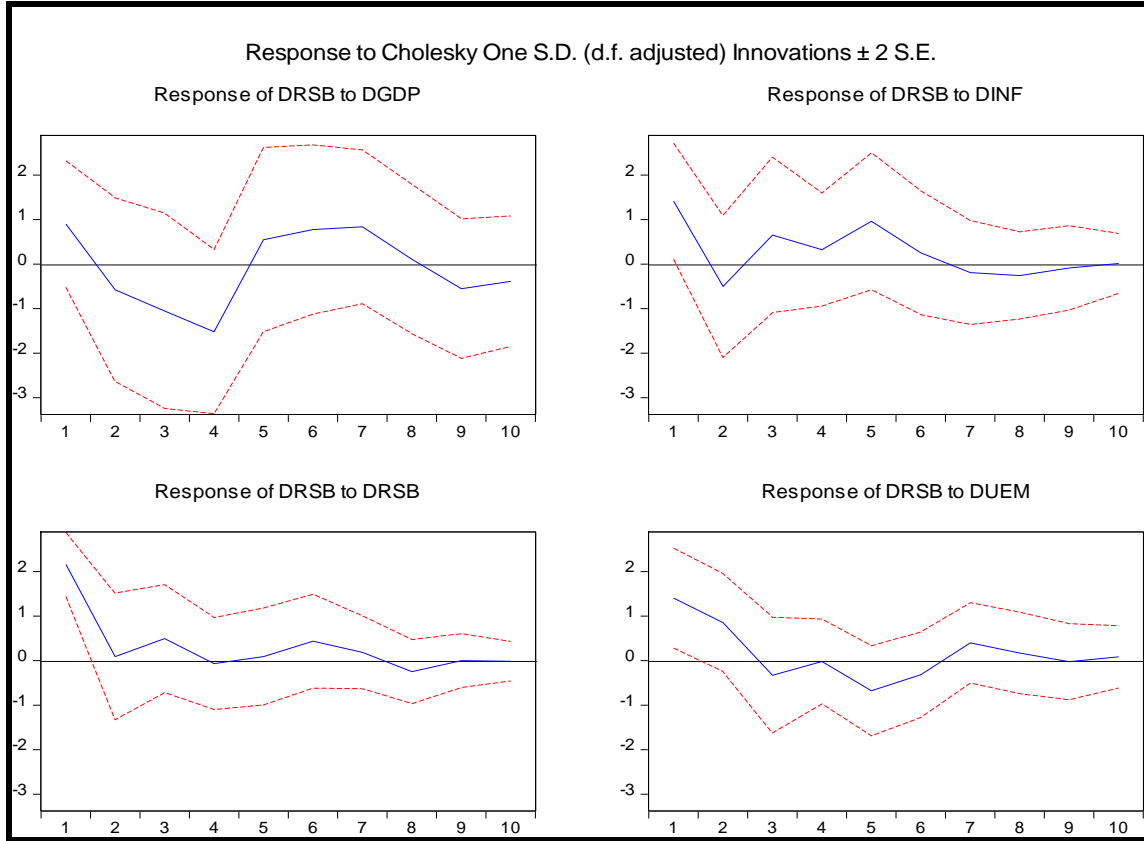
تعتبر استجابة متغيرة معدل التضخم لصدمة موجبة في معدل نمو الناتج قدرها 1.7% هي الأكبر من بين كل الاستجابات، حيث أن ارتفاع إجمالي الناتج الحقيقي بمعدل نمو قدره 1.7%، يؤدي إلى تراجع معدلات التضخم بنسبة قدرها 1.3% في العام الأول وهذا مقبول من وجهة نظر اقتصادية فزيادة الناتج الحقيقي تؤدي إلى انخفاض المستوى العام للأسعار، غير أن نسبة التضخم ترتفع فيما بعد لتصل إلى القيمة 1% في السنة الثالثة لينعدم هذا الأثر فيما بعد. أما بالنسبة لباقي المتغيرات فنسجل استجابات ضعيفة ما عدا الاستجابة الذاتية للمتغير فهي في السنة الأولى مساوية لمقدار الصدمة 1.1% ليتلاشى هذا الأثر تدريجياً.

وبخصوص استجابة رصيد الميزان التجاري في الشكل رقم (4-15)، فإننا نلاحظ أن استجابة الميزان التجاري في السنة الأولى بنسب معتبرة وبالنسبة لكل متغيرات النظام، حيث يتحسن أداء الميزان بتحقيق زيادة في الرصيد كنسبة من الناتج قدرها 1%، و 1.4% و 1.4% في حالة حدوث صدمة في أحد معدلات نمو إجمالي الناتج، التضخم والبطالة على التوالي، لتتلاشى هذه الاستجابات فيما بعد، حتى

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

بالنسبة للاستجابة الذاتية ما عدا بالنسبة لمعدل نمو الناتج حيث يستمر الأثر لكنه بنسب تؤدي إلى تراجع في الرصيد تصل إلى (-1.5%)، في السنة الرابعة لتتحسن هذه النسب فيما بعد قليلاً ثم تنعدم تدريجياً.

شكل بياني رقم (4 - 15): دوال استجابة رصيد الميزان التجاري للفترة (1977-1997)

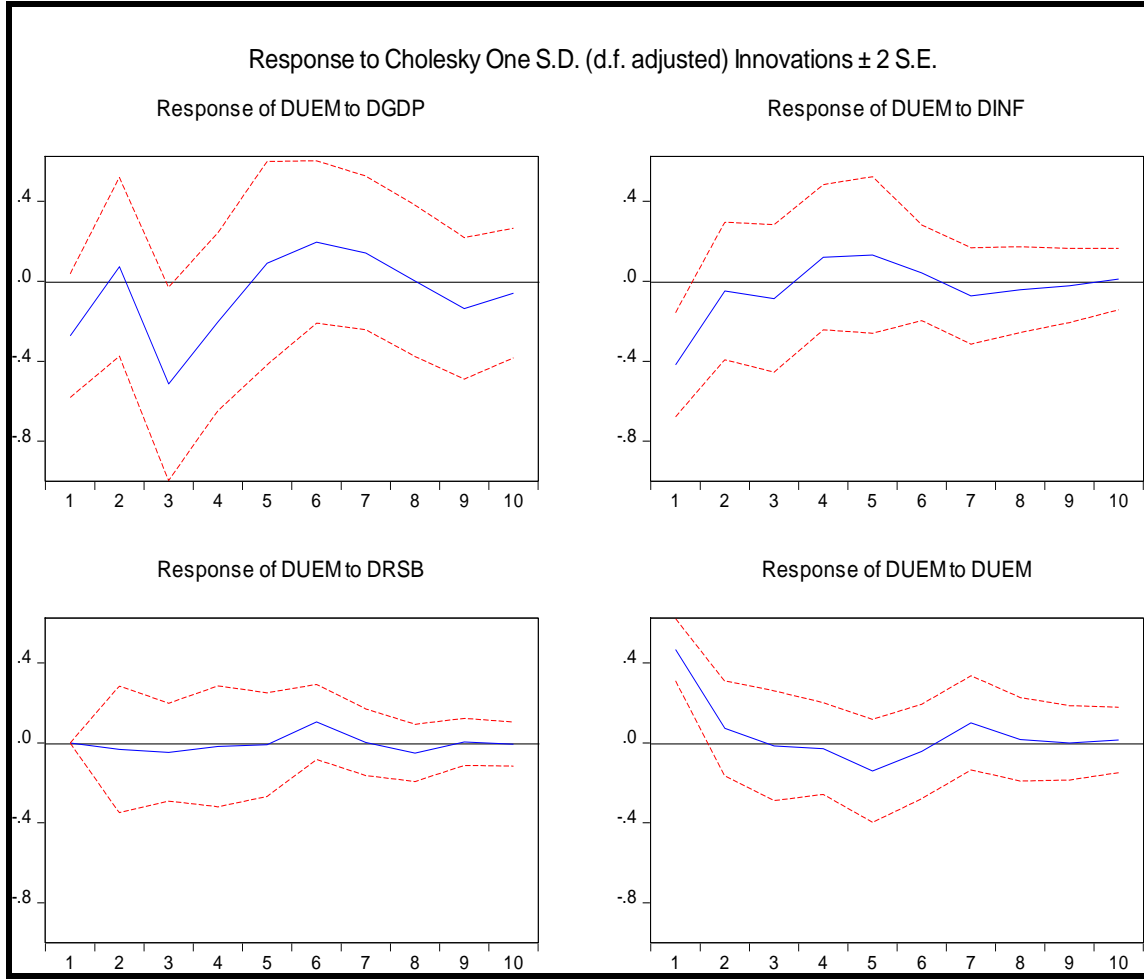


المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

وفي الأخير ضمن السلوك الحركي نعرض استجابة معدلات البطالة لباقي المتغيرات ضمن الشكل (4-16)، حيث من بين كل المتغيرات تتضح هيمنة أثر كل من معدل نمو الناتج ومعدل التضخم على التغيرات الحاصلة في معدل البطالة، فحدوث صدمة في معدل نمو الناتج أو معدل التضخم يؤدي إلى التراجع في معدلات البطالة بنسبة قدرها 0.3% و 0.4% في السنة الأولى على التوالي ليستمر هذا التراجع في معدلات البطالة بالنسبة للصدمة الناشئة عن معدل نمو الناتج فقط.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

شكل بياني رقم (4 - 16): دوال استجابة معدل البطالة للفترة (1977-1997)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

لتصل إلى أدنى مستوياتها عند السنة الثالثة بنسبة 0.5% ثم يختفي هذا الأثر فيما بعد وهذه النتيجة متفقة جدا مع نتيجة تحليل التباين. في حين أن متغير رصيد الميزان التجاري لم يبدي أي أثر ملحوظ في التأثير على معدلات البطالة خلال أغلب فترات التقدير، أما بالنسبة للاستجابة الذاتية للمتغير فهي في سنة الصدمة فقط.

IV- اختبار السببية حسب مفهوم (Granger)

في هذا الفرع ندرس السببية بين متغيرات الدراسة مثنى مثنى حسب مفهوم كرانجر (Granger)، وهذا الاختبار يرتكز على الفرضية المعدومة التي تنص على عدم وجود سببية بين المتغيرتين ففي حالة رفض الفرضية المعدومة تكون هناك سببية بين المتغيرتين مع تحديد اتجاه السببية، ونسجل النتائج في الجدول التالي:

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

جدول رقم (4 - 11): نتائج اختبار سببية (Granger) للفترة (1977-1997)

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DINF does not Granger Cause DGDP	18	3.44215	0.0631
DGDP does not Granger Cause DINF		0.02173	0.9785
DRSB does not Granger Cause DGDP	18	0.41123	0.6712
DGDP does not Granger Cause DRSB		2.49024	0.1215
DUEM does not Granger Cause DGDP	18	1.29429	0.3072
DGDP does not Granger Cause DUEM		6.42148	0.0115
DRSB does not Granger Cause DINF	18	2.86684	0.0930
DINF does not Granger Cause DRSB		0.16841	0.8468
DUEM does not Granger Cause DINF	18	1.45593	0.2688
DINF does not Granger Cause DUEM		0.23142	0.7966
DUEM does not Granger Cause DRSB	18	1.48998	0.2615
DRSB does not Granger Cause DUEM		0.77183	0.4822

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

بالاعتماد على الاحتمال المرافق للفرضية المعدومة يمكننا قبول وجود سببية من معدل التضخم في اتجاه معدل نمو إجمالي الناتج المحلي عند مستوى معنوية 7% وهي سببية في اتجاه واحد فقط، كما أن معدل نمو إجمالي الناتج يسبب معدل البطالة وبمستوى للمعنوية 5% وهي كذلك في اتجاه واحد أي أن البطالة لا تسبب الناتج، وفي الأخير فإننا كذاك نقبل وجود سببية من رصيد الميزان التجاري نحو معدلات التضخم ولكن بمستوى معنوية 10% فقط. ما عدا ذلك فإنها لا توجد سببية في كلى الاتجاهين حتى عند مستوى معنوية 10%.

المطلب الثالث: دراسة التوازن بين متغيرات الدراسة على المدى البعيد للفترة (1977 - 1997)

بعدما تأكدنا من أن كل متغيرات الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى، يمكننا البحث عن علاقة للتوازن على الأمد البعيد أي نبحث عن وجود تكامل مشترك (La Cointégration) بين المتغيرات، وبالاعتماد على منهجية جوهنسن (Johansen)، فإنه يمكننا كذلك تحديد اتجاه علاقة التوازن عن طريق نموذج تصحيح الخطأ (VECM)، الذي توفره هذه الطريقة، ويعتبر نموذج تصحيح الخطأ هو أهم نتاج لهذه المنهجية يساعدنا على تفادي الانحدار الزائف ضمن متغيرات محل الدراسة.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

I- اختبار التكامل المشترك (Johansen test)

إن اختبار (Johansen) للتكامل المشترك يهدف إلى تحديد عدد أشعة التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة عن طريق نوعين من الاختبارات هما اختبار الأثر واختبار القيمة العظمى. وعلى أساس أن هذه الدراسة تحتوي على أربعة متغيرات داخلية، فإذا كانت متكاملة تكاملاً مشتركاً فعلى الأكثر نتوقع وجود ثلاث متجهات للتكامل المشترك فيما بينها.

ومن خلال نتيجة اختبار الأثر المسجلة في الجدول رقم (4-12)، يمكننا رفض الفرضية المعدومة الموجودة في السطر الأول وهذا عند مستوي معنوية 5% والتأكيد على أن رتبة المصفوفة غير معدومة أي وجود علاقة للتكامل المشترك على الأقل بين متغيرات الدراسة.

جدول رقم (4 - 12): نتيجة اختبار الأثر

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.838813	81.12232	54.07904	0.0000
At most 1 *	0.786871	46.44372	35.19275	0.0021
At most 2	0.562138	17.07238	20.26184	0.1298
At most 3	0.070117	1.381225	9.164546	0.8941

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

كما أنه يمكننا كذلك رفض الفرضية المعدومة للسطر الثاني والتي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك على الأكثر وهذا بمستوي معنوية 5%. غير أنه عند الانتقال للفرضية المعدومة في السطر الثالث والمتضمنة لوجود شعاعين للتكامل على الأكثر يمكننا قبولها عند 5% وعليه يمكننا أن نستنتج وجود علاقتين للتكامل المشترك بين متغيرات الدراسة.

أما فيما يخص نتيجة اختبار القيمة العظمى فمسجلة في الجدول (4-13)، وعلى أساس النتائج المسجلة في الجدول أدناه فإننا نرفض الفرضية المعدومة في السطر الأول وهذا بمستوي معنوية 5%، وهذا يدل على أن رتبة المصفوفة غير معدومة وبالتالي عدد أشعة التكامل غير معدوم.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

جدول رقم (4 - 13): نتيجة اختبار القيمة العظمى

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.838813	34.67860	28.58808	0.0073
At most 1 *	0.786871	29.37134	22.29962	0.0044
At most 2	0.562138	15.69116	15.89210	0.0537
At most 3	0.070117	1.381225	9.164546	0.8941

Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

وبنفس الطريقة يمكننا رفض الفرضية المدعومة في السطرين الثاني والثالث وهذا بمستوي معنوية 5%، أما الفرضية المدعومة في السطر الثالث ضمن هذا الاختبار فهي مقبولة عند 5%. وبالتالي نؤكد على أن رتبة المصفوفة هي 2 وهذا يدل على وجود علاقتان للتكامل المشترك. وعلى أساس نتيجتي اختبار الأثر والقيمة العظمى يمكننا أن نخلص إلى وجود علاقتين للتكامل المشترك بين متغيرات الدراسة.

II- تقييم نموذج تصحيح الخطأ (VECM)

بعدما تأكدنا من وجود علاقتين للتكامل المشترك بين متغيرات الدراسة يمكننا الآن تقدير نموذج تصحيح الخطأ (VECM)، غير أنه لا يمكننا مناقشة نتائج تقدير النموذج قبل التأكد من صلاحية النموذج من خلال استقرارية النموذج وتحقيق بواقي النموذج للفرضيات الأساسية.

وبعد تقدير النموذج اتضح لنا أنه مستقر على اعتبار أن مقلوب كل جذوره تقع داخل دائرة الوحدة مما يعني أن كل الجذور ذات طويلة أكبر من الواحد. وبخصوص الارتباط الذاتي للبواقي فإنها غير مرتبطة ذاتيا عند التأخير الثاني وبمستوى معنوية 5% كما أنه لا يوجد ارتباط ذاتي تسلسلي من الدرجة الأولى فقط، وباستعمال اختبار (white) تم التأكد من تجانس تباين البواقي وثباته خلال كل فترة الدراسة لكل معادلات النموذج عند 5%، وهذه النتيجة أكدها كذلك اختبار التفلطح بعدم وجود أية حالات شاذة ضمن البواقي وأنها تتصف بالتفلطح، واستعمال اختبار التناظر أكد كذلك على قبول الفرضية المدعومة لهذا الاختبار وأن البواقي متمركزة حول متوسطها المعلوم وبالنسبة لكل بواقي المعدلات الأربعة، وعند استخدام اختبار التوزيع الطبيعي اتضح لنا جليا أن البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي وهذا يتوافق مع نتائج

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

الاختبارات السابقة. وعندئذ نخلص إلى أن كل بواقي النظام هي تشويش أبيض يتوزع حسب التوزيع الطبيعي (انظر الملحق رقم 14).

III- تحليل ومناقشة نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (VECM)

بعدما تأكدنا من حالة التكامل المشترك بين المتغيرات المدروسة بوجود علاقيتين يكون من الممكن تقدير نموذج تصحيح الخطأ (VECM)، والذي يعبر عن علاقة التوازن الحقيقية على الأمد البعيد بين المتغيرين وهذا حسب (Johansen et Juselius, 1990)، ونتيجة تقدير نموذج (VECM) على النحو التالي:

جدول رقم (4-14): نتيجة تقدير نموذج تصحيح الخطأ (VECM)

Vector Error Correction Estimates					
Date: 12/09/20 Time: 07:55					
Sample (adjusted): 1979 1997					
Included observations: 19 after adjustments					
Standard errors in () & t-statistics in []					
Cointegrating Eq:		CointEq1			
CPI(-1)		1.000000			
GDP(-1)		2.501799 (0.25040) [9.99106]			
RSB(-1)		-0.014132 (0.11439) [-0.12354]			
UEM(-1)		1.956453 (0.20821) [9.39649]			
C		-21.06062			
Error Correction:		D(CPI)	D(GDP)	D(RSB)	D(UEM)
CointEq1		0.051332 (0.22053) [0.23276]	-0.125276 (0.12771) [-0.98092]	-0.544530 (0.26767) [-2.03431]	-0.211110 (0.04598) [-4.59124]
D(CPI(-1))		0.056905 (0.35006) [0.16256]	-0.382957 (0.20272) [-1.88908]	0.385394 (0.42489) [0.90705]	0.157401 (0.07299) [2.15656]
D(GDP(-1))		0.362158 (0.52184) [0.69400]	0.041606 (0.30220) [0.13767]	0.642362 (0.63339) [1.01417]	0.312969 (0.10880) [2.87645]
D(RSB(-1))		-0.132931 (0.16943) [-0.78458]	0.060265 (0.09812) [0.61421]	0.037822 (0.20565) [0.18392]	-0.002278 (0.03533) [-0.06448]
D(UEM(-1))		-0.776993 (0.92638) [-0.83875]	0.014635 (0.53647) [0.02728]	1.012166 (1.12439) [0.90019]	-0.184268 (0.19315) [-0.95402]
C		-0.015956 (0.61249) [-0.02605]	-0.145121 (0.35470) [-0.40914]	0.308083 (0.74341) [0.41442]	0.239585 (0.12770) [1.87609]
R-squared		0.206954	0.492955	0.368505	0.626998
Adj. R-squared		-0.098064	0.297938	0.125622	0.483536
Sum sq. resids		78.50335	26.32722	115.6508	3.412709
S.E. equation		2.457381	1.423085	2.982652	0.512363
F-statistic		0.678498	2.527752	1.517214	4.370481
Log likelihood		-40.43750	-30.05839	-44.11813	-10.64897
Akaike AIC		4.888158	3.795620	5.275592	1.752523
Schwarz SC		5.186402	4.093864	5.573836	2.050767
Mean dependent		-0.294211	0.074211	0.404737	0.152105
S.D. dependent		2.345085	1.698412	3.189724	0.712948
Determinant resid covariance (dof adj.)		7.544662			
Determinant resid covariance		1.653479			
Log likelihood		-112.6167			
Akaike information criterion		14.80176			
Schwarz criterion		16.19356			

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

[.] تمثل الإحصائية المحسوبة لاختبار ستودنت للمعنوية.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

إن نتيجة تقدير نموذج التكامل المشترك هي عبارة عن تقدير نموذج الانحدار الذاتي المعتاد مقيداً بإضافة مقدار الخطأ في التوازن إلى معادلات النموذج وعندئذٍ يسمى بنموذج تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model) واختصاراً هو (VECM) وهذا حتى نتجنب خطأ التوصيف في النموذج. غير أنه حتى تصح العلاقة (VECM)، يجب أن يكون معامل تصحيح الخطأ (CointEq1) ذو معنوية احصائية مقبولة وبإشارة سالبة وهذا شرطاً ضرورياً لقبول النموذج. بالاطلاع على نتائج التقدير يتضح أن معامل تصحيح الخطأ في معادلات $D(RSB)$ و $D(UEM)$ هو بالإشارة الصحيحة أي سالب ومقبول احصائياً عند مستوى معنوية 5% وأصغر من 1 الصحيح.

وعليه فإننا لدينا نموذجان (VECM) بالنسبة لمعادلتي: $D(RSB)$ و $D(UEM)$ وبالتالي يمكننا القول انه توجد علاقة للتوازن في المديين القصير والطويل بين متغيرات الدراسة.

$$D(RSB) = -0.55 * (CPI(-1) + 2.50 * GDP(-1) - 0.014 * RSB(-1) + 1.96 * UEM(-1) - 21.06) + 0.38 * D(CPI(-1)) + 0.64 * D(GDP(-1)) + 0.04 * D(RSB(-1)) + 1.01 * D(UEM(-1)) + 0.31$$

$$D(UEM) = -0.21 * (CPI(-1) + 2.50 * GDP(-1) - 0.014 * RSB(-1) + 1.96 * UEM(-1) - 21.06) + 0.16 * D(CPI(-1)) + 0.31 * D(GDP(-1)) - 0.002 * D(RSB(-1)) - 0.18 * D(UEM(-1)) + 0.24$$

بمقارنة نتائج النموذجان نجد نموذج $D(RSB)$ هو الافضل حسب معايير المفاضلة

النموذج		
المعايير	$D(RSB)$	$D(UEM)$
معامل التصحيح	55% = تذبذب العلاقة	21% = قوة العلاقة
مدة التصحيح	$\frac{100}{55} = 1.82$ أي كل 2 سنة	$\frac{100}{21} = 4.76$ أي كل 5 سنوات
معامل التحديد	$R^2 = 36,85\%$	$R^2 = 62,70\%$
احصائية فيشر	1.52 = ليس لها دلالة احصائية وبالتالي لا توجد سببية في المدى الطويل	4.37 = لها دلالة احصائية وبالتالي توجد سببية في المدى الطويل
Akaike AIC	5.27	1.75: كلما قلت قيمته تحسن النموذج
Schwarz SC	5.57	2.05: كلما قلت قيمته تحسن النموذج
Sum sq. resids	115.6	3.41: تدل على دقة القيم المقدرة بالنسبة الحقيقية

المبحث الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات الاستقرار الاقتصادي في النرويج للفترة (1998-2018)

كانت تهدف النرويج من خلال انشاء صندوق سيادي الى الاستفادة من طفرات ارتفاع أسعار البترول، واستغلال النفط لتحقيق استقرار الاقتصاد وحمايته من التذبذبات، والاختلالات، والتداعيات السلبية لما يسمى "المرض الهولندي"، وحفظ حقوق الأجيال القادمة؛ من خلال تحويل العوائد النفطية الصافية الى الصندوق السيادي واستثمارها خارج النرويج وتحويل نسبة محدودة الى الاقتصاد النرويجي، وتتوقع أن تؤثر هذه الآلية الجديدة في تحسين أداء وسلوك المؤشرات الاقتصادية الكلية.

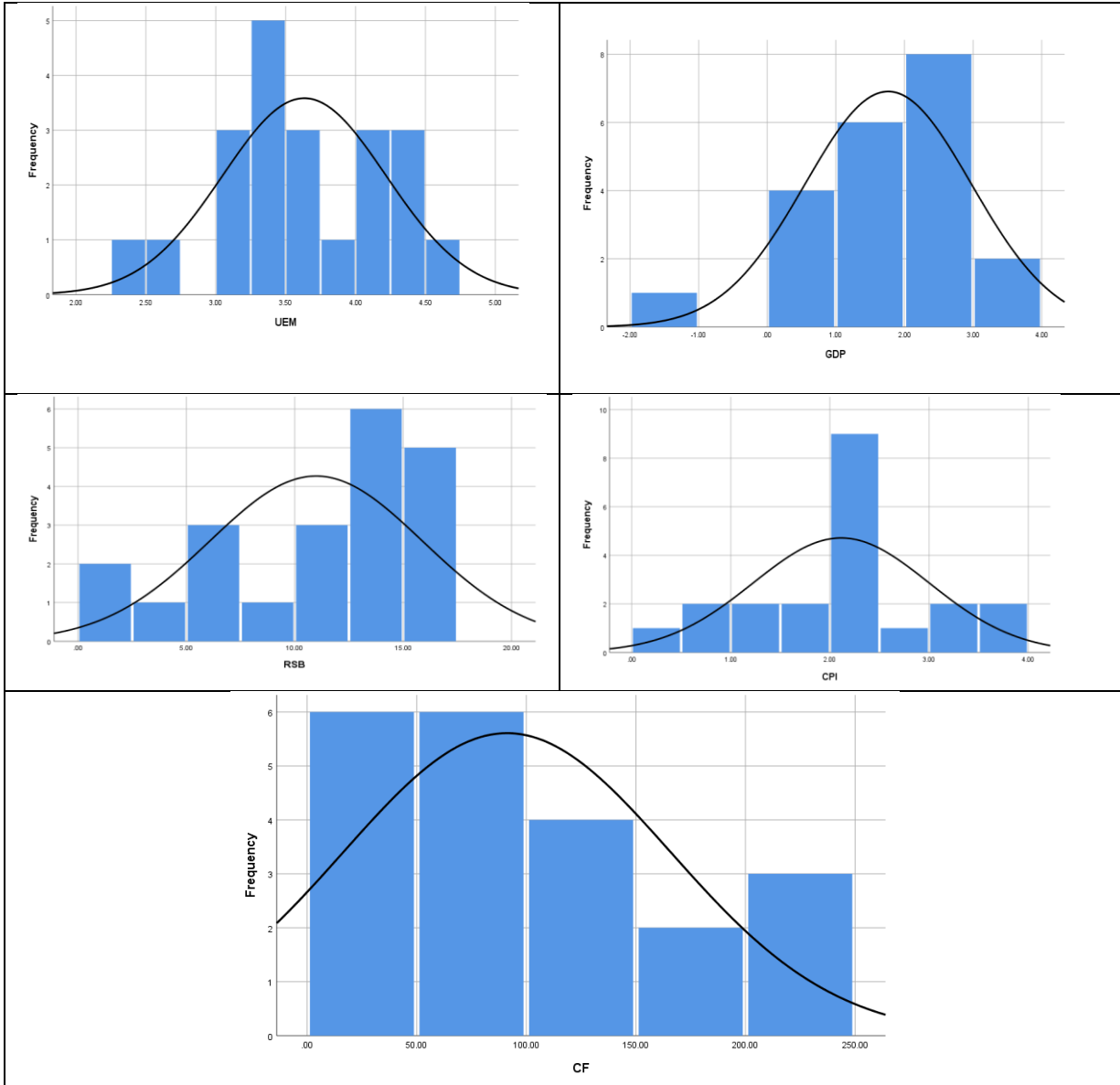
المطلب الأول: دراسة استقرارية المتغيرات في ظل صناديق الثروة السيادية

بنفس الطريقة السابقة نبدأ بدراسة وصفية لقيم المتغيرات لمعرفة مدى تجانسها خلال هذه الفترة باستعمال مقاييس النزعة المركزية والتشتت والاشكال البيانية:
من ملاحظة النتائج لدينا:

- تقارب القيمتان الحديتان (Max_Mini) مما يدل على غياب القيم المتطرفة
- صغر قيمة الانحراف المعياري أمام المتوسط (Std<Mean) راجع الى تمركز القيم حول متوسطها الحسابي.
- جميع المتغيرات قيمها تتبع التوزيع الطبيعي حسب احتمالية جاك_بيرا ($Prob > 0.05$)

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

شكل بياني رقم (4 - 17) دراسة وصفية لقيم المتغيرات في الفترة (1998-2018)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

من هذه النتائج يمكن دراسة الاستقرارية:

لدراسة الاستقرارية نستعمل اختبائي ديكي فولر المطور (ADF) Test Dickey-Fuller Augmentés واختبار فيليبس وبيرون (PP) Test Phillips-Perron. وبعد إجراء اختبار (ADF) فإننا نسجل قيمة الإحصائية المحسوبة لجذر الوحدة والاحتمال المرافق لها في الجدول رقم (4-15).

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

جدول رقم (4 - 15): نتائج اختبار استقرارية المتغيرات للفترة (1998-2018) حسب اختبار (ADF)

نوعها	النموذج (4)		النموذج (5)		النموذج (6)		نوع النموذج	
	الاحتمال	إ.ح. محسوبة	الاحتمال	إ.ح. محسوبة	الاحتمال	إ.ح. محسوبة	الفرق	المتغير
DS بمشتق	0.18	-1.26	0.04	2.18	0.39	-0.87	المستوى	GDP
مستقرة	0.0004	-4.06					الفرق 1	
DS بمشتق	0.45	-0.58	0.027	2.42	0.76	0.305	المستوى	INF
مستقرة	0.0001	-4.80					الفرق 1	
TS	وجود مركبة الاتجاه العام				0.004	-3.37	المستوى	RSB
مستقرة	0.0000	-4.98	0.34	-0.96	0.41	-0.83	الفرق 1	
DS بمشتق	0.61	-0.17	0.006	3.11	0.80	-0.25	المستوى	UEM
مستقرة	0.0007	-3.83					الفرق 1	
TS	وجود مركبة الاتجاه العام				0.022	2.539	المستوى	CF
مستقرة	0.0018	-3.426	0.09	1.81	0.416	0.838	الفرق 1	

(6): وجود اتجاه عام وثابت، (5): وجود ثابت فقط و(4): بدون اتجاه عام ولا ثابت.

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10 (انظر الملحق رقم 15).

إن نتائج اختبار (ADF) تؤكد أن كل المتغيرات غير مستقرة في المستوى (0) بسبب وجود جذر الوحدة، غير أن استعمال الفرق الأول فقط مكّننا من التخلص من جذر الوحدة في كل المتغيرات. فهي اذا مستقرة عند الفرق الأول بمستوى معنوية 5%.

وفيما يخص اختبار فيليبس وبيرون (PP) فإننا نسجل نتيجة الاحصائية المحسوبة والاحتمال المرافق لها في الجدول رقم (4-16).

جدول رقم (4 - 16): نتائج اختبار استقرارية المتغيرات للفترة (1998-2018) حسب اختبار (PP)

نوع النموذج	النموذج (3)		النموذج (2)		النموذج (1)	
	الفرق	إ.ح. محسوبة	الاحتمال	إ.ح. محسوبة	الاحتمال	إ.ح. محسوبة
GDP	المستوى	-3.34	0.08	-3.27	0.03	-1.53
	الفرق الأول	-8.48	0.00	-8.76	0.00	-9.00
INF	المستوى	-4.51	0.00	-4.65	0.00	-1.21
	الفرق الأول	-9.11	0.00	-9.21	0.00	-9.49
RSB	المستوى	-4.37	0.01	-2.35	0.16	-0.54

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

0.00	-3.93	0.01	-3.80	0.04	-3.75	الفرق الأول	
0.56	-0.28	0.37	-1.79	0.67	-1.78	المستوى	UEM
0.00	-2.99	0.06	-2.91	0.02	-4.05	الفرق الأول	
0.76	0.31	0.54	-1.44	0.31	-2.51	المستوى	CF
0.00	-3.93	0.00	-4.16	0.02	-3.99	الفرق الأول	

(3): وجود اتجاه عام وثابت، (2): وجود ثابت فقط و (1): بدون اتجاه عام ولا ثابت.

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10 (انظر الملحق رقم 16).

توصل اختبار (PP) الى نفس نتائج اختبار ADF

المطلب الثاني: دراسة حركية المتغيرات على المدى القصير في ظل صناديق الثروة السيادية

بنفس الطريقة السابقة ندرس ضمن هذا الفرع ديناميكية الأجل القصير بين متغيرات الدراسة والتي تكون ضمن نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR، وباستعمال المتغيرات المستقرة تم تقدير نموذج VAR (1) والذي اتضح لدينا أنه مستقر بسبب وقوع مقلوب كل الجذور داخل دائرة الوحدة، غير أنه يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي والارتباط المتسلسل من الدرجة الثانية مما أدى بنا إلى رفض هذا النموذج.

I- دراسة صلاحية نموذج (2) VAR للفترة (1998 - 2018)

وباستخدام التأخير $P=2$ اتضح لنا أنه الأفضل وهذا باستعمال كل معايير المفاضلة ماعدا معيار لوغاريتم المعقولة العظمى LogL، وفي إطار اختبار دراسة صلاحية نموذج VAR(2)، تبين أن النموذج مستقر وهذا على أساس أن مقلوب كل جذور يقع داخل دائرة الوحدة أي أن قالب النموذج مستقر، وبغرض تحليل الارتباط الذاتي للأخطاء نعتمد على الشكل المتضمن لدوال الارتباط الذاتي لبواقي المعادلات الأربعة مثنى مثنى الذي يوضح بأن أغلبها تقع داخل مجال الثقة أي أنها ذات معنوية إحصائية معدومة مما يُدعم صحة الاختبارين السابقين و يؤكد على أن البواقي هي بدون ذاكرة، و من خلال جدول معاملات التوزيع الطبيعي بالنسبة لبواقي كل معادلات النظام، فإن البواقي متناظرة بالنسبة لمتوسطها وهذا حسب اختبار (Skewness) وبمستوى معنوية 5%، كما أن اختبار النقلح (Kurtosis) أكد على عدم وجود أية حالات شاذة وبالتالي ثبات تباين ضمن كل بواقي النظام مما يعني أن البواقي مفلطحة وبمستوى معنوية 5%، وباستعمال اختبار (Jareque-Bera)، يمكننا قبول الفرضية المعدومة لهذا الاختبار عند مستوى معنوية 5% و القول بخضوع البواقي للتوزيع الطبيعي. ومن خلال هذه الاختبارات يمكننا القول أن بواقي نموذج (2) VAR هي سلسلة تشويش أبيض تخضع للتوزيع

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

الطبيعي فهي مقبولة من وجهة إحصائية، وهذا يدل على قوة النموذج وأن الصياغة (2) VAR صحيحة (انظر الملحق رقم 17).

II - تجزئة التباين للفترة (1998-2018):

بغرض دراسة السلوك الحركي لمتغيرات الدراسة على المدى القصير في ظل صناديق الثروة السيادية فإننا نحافظ على الترتيب السابق للمتغيرات مع فرض أن متغير صناديق الثروة السيادية CF يسبق كل المتغيرات في النظام. أي أننا نسمح لكل المتغيرات بالاستجابة للتغيرات الحاصلة في متغير صناديق الثروة السيادية CF ونتتبع السلوك الحركي للمتغيرات في هذه الفترة.

ونتيجة تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدل نمو إجمالي الناتج لعشرة فترات مستقبلية ملخصة في الجدول رقم (4-17). ففي السنة الأولى والثانية حوالي 99% من أخطاء التنبؤ الذاتية للمتغير. غير أن ذلك يتغير بعد السنة الثالثة، فبعد عشرة سنوات تصبح التغيرات الحاصلة في صناديق الثروة السيادية تمثل حوالي 42% تفسر تقلبات تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدلات النمو الاقتصادي. أما المساهمات الذاتية للمتغير في تفسير تقلبات نفس المتغير فتراجع، غير أنها تبقى هي المساهمة الأكثر أهمية بحوالي 46%، والباقي للمتغيرات الأخرى.

جدول رقم (4 - 17): تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدل نمو إجمالي الناتج المحلي للفترة (1998-2018)

Variance Decomposition of DGDP:						
Period	S.E.	DGDP	DINF	DRSB	DUEM	DCF
1	1.104640	98.84379	0.000000	0.000000	0.000000	1.156212
2	1.440340	95.73184	0.248647	0.003768	2.976462	1.039283
3	2.019642	54.77675	0.204873	0.463084	1.539145	43.01615
4	2.121945	53.17155	0.407651	0.955547	6.344511	39.12075
5	2.200121	49.73443	2.954716	0.968081	5.901714	40.44105
6	2.248475	50.08826	3.308234	0.963727	6.735936	38.90384
7	2.270177	49.58731	4.040582	0.945457	6.660391	38.76626
8	2.304321	48.80712	3.987648	0.967955	6.511502	39.72577
9	2.360844	47.01134	3.932351	1.052958	6.264196	41.73915
10	2.374474	46.56038	3.888715	1.044804	6.306263	42.19983

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

من خلال نتائج تحليل تباين أخطاء التنبؤ لمعدل نمو إجمالي الناتج المحلي يمكننا أن نستنتج الأهمية الكبيرة لصناديق الثروة السيادية في تحديد التقلبات المستقبلية في معدلات نمو إجمالي الناتج في

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

النرويج على المدى القصير، وهنا يمكننا أن نتوقع وجود سببية من صناديق الثروة السيادية في اتجاه معدل نمو إجمالي الناتج المحلي.

من خلال تتبع نتائج الجدول رقم (4-18)، المتضمن لتحليل تباين أخطاء التنبؤ لمتغيرة معدل التضخم اتضح لنا أنه بعد 10 فترات دراسة، فإن 58% من التغيرات مرتبطة بمتغير صناديق الثروة السيادية وهي الأكبر ثم تليها مساهمة معدل نمو إجمالي الناتج المحلي بنسبة قدرها حوالي 30%، وفي الأخير المساهمة الذاتية للمتغير بقيمة قدرها حوالي 10%.

جدول رقم (4 - 18) تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدلات التضخم للفترة (1998-2018)

Variance Decomposition of DINF:						
Period	S.E.	DGDP	DINF	DRSB	DUEM	DCF
1	0.937935	27.77380	35.62962	0.000000	0.000000	36.59658
2	1.442688	29.67730	19.04283	0.862603	0.707368	49.70990
3	1.878774	25.05740	11.26150	0.537821	1.164480	61.97879
4	1.915635	24.45053	11.46087	0.524217	1.149911	62.41446
5	2.013116	27.97519	10.37882	0.590081	1.041521	60.01439
6	2.044150	29.04230	10.18210	0.604946	1.272832	58.89782
7	2.106098	29.49671	10.00143	0.587189	1.203855	58.71082
8	2.133189	29.65159	9.799381	0.624259	1.193678	58.73109
9	2.138174	29.54143	9.757665	0.621679	1.249070	58.83016
10	2.148164	29.78684	9.905822	0.616111	1.280351	58.41088

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

ومما سبق يمكننا القول بأن التغيرات الحاصلة في معدلات التضخم تتحدد على أساس التغيرات في صناديق الثروة السيادية ومعدل نمو إجمالي الناتج المحلي، وعليه يمكننا اعتبار وجود سببية من هذين المتغيرين نحو معدلات التضخم، وهذا يوحي بالأهمية الكبيرة لمتغيرة صناديق الثروة السيادية في تحديد التغيرات الحاصلة في معدلات التضخم.

وعند تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمعدلات البطالة المسجلة ضمن الجدول رقم (4-19)، اتضح لنا الأهمية الكبيرة للصناديق الثروة السيادية في تحديد خطأ التنبؤ لمعدلات البطالة، ففي السنة الأولى بنسبة قدرها 76% غير أن هذه النسبة تبدأ في الانخفاض من السنة الثانية لتستقر عند القيمة 67%، بعد عشرة

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

سنوات وهي بذلك تمثل أكبر نسبة مساهمة من بين كل المتغيرات، وبالتالي يمكننا القول بوجود سببية من هذا المتغير نحو معدلات البطالة.

جدول رقم (4 - 19): تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير معدلات البطالة للفترة (1998-2018)

Variance Decomposition of DUEM:						
Period	S.E.	DGDP	DINF	DRSB	DUEM	DCF
1	0.457029	10.66295	8.307222	0.000000	4.768489	76.26134
2	0.617840	18.01685	7.271956	0.051459	5.122567	69.53716
3	0.657706	17.62034	7.902761	0.451878	4.962388	69.06264
4	0.671057	17.37683	7.686516	0.563046	5.040846	69.33276
5	0.699375	17.52999	8.585256	0.518511	5.645416	67.72083
6	0.702419	17.40561	9.100815	0.566779	5.767823	67.15897
7	0.719595	17.55309	8.684053	0.592997	5.601389	67.56847
8	0.732134	17.53248	8.970671	0.576706	5.750729	67.16942
9	0.734449	17.46842	9.291888	0.590353	5.856596	66.79275
10	0.739550	17.41721	9.165266	0.617598	5.783828	67.01610

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

وهذه النتيجة تعبر عن الدور البالغ الأهمية للصاديق الثروة السيادية في إنشاء وتمويل المشاريع الاستثمارية التي تساهم في زيادة نسب التشغيل والتخفيف من عبء البطالة. وتمثل نسبة مساهمة معدل إجمالي الناتج قيمة قدرها حوالي 17%، وهي ثاني أكبر نسبة. أما معدلات التضخم فتساهم بنسبة قدرها حوالي 9%.

وفي إطار تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير رصيد الميزان التجاري ضمن الجدول (4-20)، فإننا نسجل في السنة الأولى أكبر نسبي مساهمة لمعدلات البطالة والمساهمة الذاتية بقيم قدرها 49% و34%. أما صاديق الثروة السيادية فهي تساهم بنسبة قدرها حوالي 16%. غير أن هذا الوضع يتغير بالكلية عند فترة نهاية التقدير، حيث تُصبح أكبر نسب مساهمة للصاديق الثروة السيادية بقيمة قدرها حوالي 32%، ثم تليها نسبة مساهمة معدلات البطالة بقيمة قدرها حوالي 24%، ثم مساهمة معدل نمو إجمالي الناتج الحقيقي بنسبة 20%، ثم المساهمة الذاتية بنسبة 14%، وفي الأخير التضخم بنسبة 10%. وهذه النتيجة تدل على أن رصيد ميزان التجاري يتحدد على أساس باقي متغيرات النظام بمعنى آخر وجود سببية من صاديق الثروة السيادية، معدلات نمو كل من إجمالي الناتج المحلي، البطالة والتضخم نحو رصيد الميزان التجاري وهو بالتالي أي هذا الأخير يتحدد على أساس التغيرات سالفة الذكر

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

وخصوصاً المتغيرات الثلاثة الأولى. ومن خلال هذه النتيجة يتضح الدور الكبير لصناديق الثروة السيادية في تحقيق التوازن الخارجي عن طريق الميزان التجاري.

جدول رقم (4 - 20): تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير رصيد الميزان التجاري للفترة (1998-2018)

Variance Decomposition of DRSB:						
Period	S.E.	DGDP	DINF	DRSB	DUEM	DCF
1	2.466583	0.006989	1.236649	33.80908	49.18743	15.75985
2	2.697600	0.140457	14.79968	28.82298	42.23809	13.99880
3	2.792898	6.088291	14.06637	26.89116	39.53684	13.41734
4	3.075924	5.153533	11.77838	22.17213	34.42934	26.46662
5	3.330519	16.30084	11.46942	18.95313	30.69813	22.57848
6	3.751825	21.45466	9.085507	15.06475	24.36177	30.03331
7	3.801275	20.90131	9.274133	14.79293	25.09004	29.94159
8	3.850374	20.56463	10.29198	14.43231	24.46275	30.24832
9	3.864380	20.90172	10.37866	14.33292	24.31338	30.07332
10	3.911620	20.40369	10.18925	14.01768	23.73842	31.65096

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

ويغرض معرفة أهم المتغيرات المحدد للتغيرات الحاصلة في صناديق الثروة السيادية نعرض تجزئة تباين خطأ لهذا المتغير في الجدول رقم (4-21).

جدول رقم (4 - 21): تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير صناديق الثروة السيادية للفترة (1998-2018)

Variance Decomposition of DCF:						
Period	S.E.	DGDP	DINF	DRSB	DUEM	DCF
1	1.513959	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	100.0000
2	1.609118	0.632305	2.630764	0.087719	6.712889	89.93632
3	1.814574	11.10792	4.336715	1.058549	9.101073	74.39575
4	2.142505	19.65455	3.117503	0.760393	9.437692	67.02986
5	2.219995	19.41254	5.716008	0.914824	10.89494	63.06169
6	2.250155	20.20472	6.512012	0.903313	10.86400	61.51596
7	2.260026	20.03151	7.070922	0.895701	10.95828	61.04358
8	2.364030	18.82153	6.878915	0.934312	10.01666	63.34859
9	2.369942	18.95527	6.890252	0.950945	10.16787	63.03566
10	2.420087	18.58515	6.627728	1.029537	9.760813	63.99678

Cholesky Ordering: DCF DGDP DINF DUEM DRSB

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

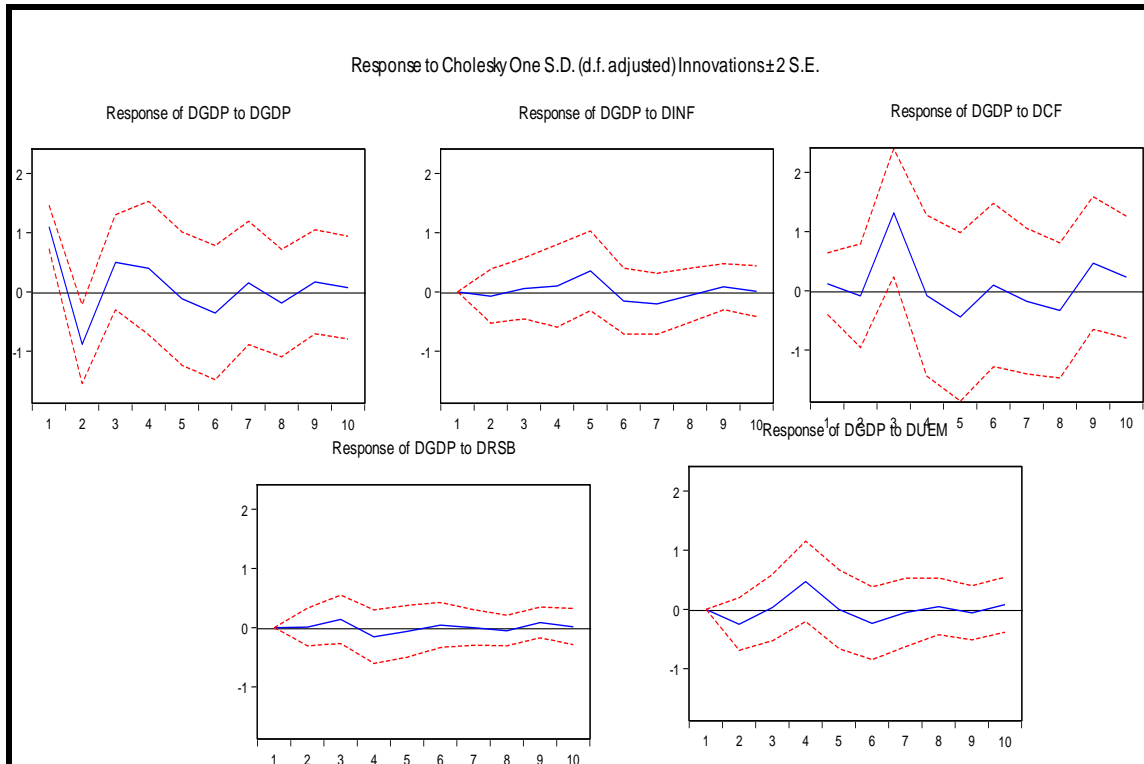
الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

من خلال تتبع النتائج أعلاه خلال كل السنوات، تتضح أهمية نسبة المساهمة الذاتية في تحديد أخطاء التنبؤ لصناديق الثروة السيادية بنسبة قدرها 64% بعد عشرة سنوات، تليها نسبة مساهمة معدل نمو إجمالي الناتج الحقيقي بقيمة قدرها 18%. وهذا يعبر عن أن لأجمالي الناتج المحلي دور ذو أهمية في تحديد قيم صناديق الثروة السيادية، وبالتالي وجود سببية من إجمالي الناتج نحو صناديق الثروة السيادية ولكنها ليس الوحيدة فقيم الصندوق لها الدور الأكبر. أما عن نسب مساهمة معدلات البطالة والتضخم هي حوالي 10% و7% على التوالي وهي نسب ضعيفة.

III- دراسة دوال نبض الاستجابة للفترة (1998-2018):

مرة أخرى ندرس السلوك الحركي لمتغيرات الدراسة في ظل صناديق الثروة السيادية مستعملين في ذلك آلية دوال نبض الاستجابة، ويخلص الشكل البياني رقم (4-18)، دوال استجابة معدلات نمو إجمالي الناتج المحلي للصدمات الناتجة عن باقي متغيرات النظام، ففي السنة الأولى نسجل نسب ضعيفة لاستجابة معدل نمو إجمالي الناتج الحقيقي للصدمات الناتجة عن باقي متغيرات النظام.

شكل بياني رقم (4 - 18): دوال استجابة معدل نمو إجمالي الناتج المحلي للفترة (1998-2018)



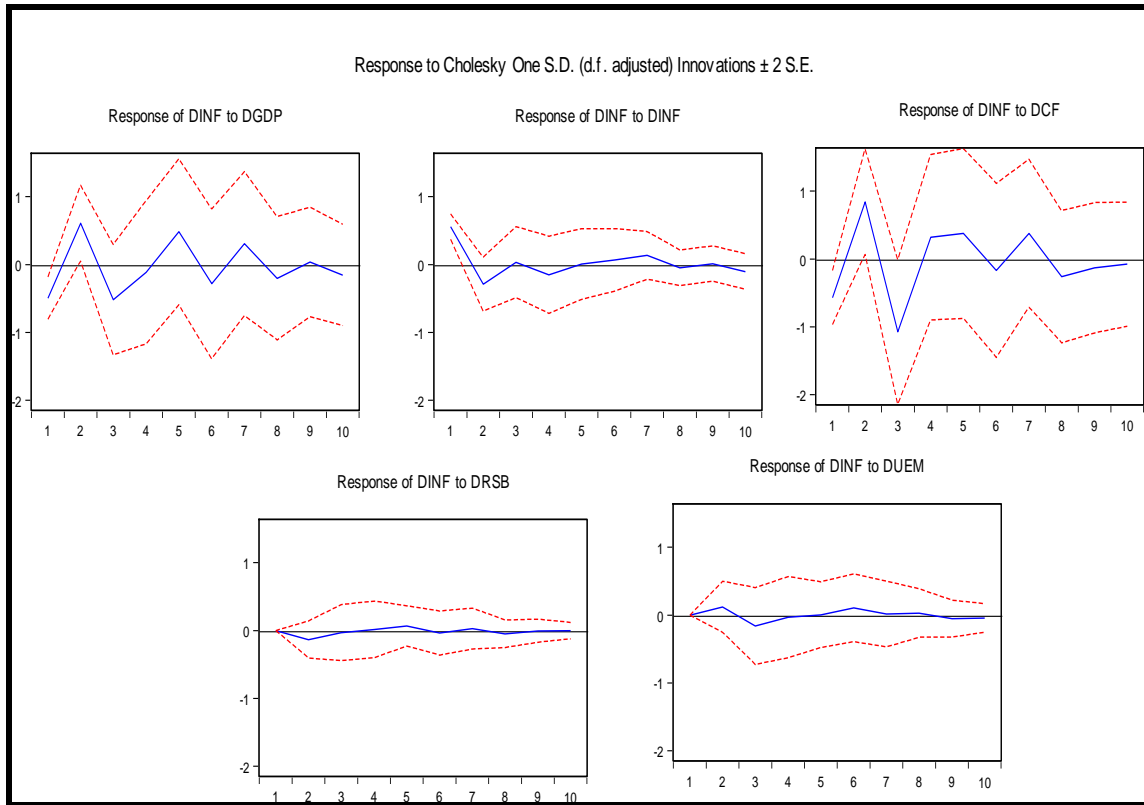
المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

غير أننا نسجل استجابة ذات قيمة معتبرة في السنة الثالثة بارتفاع معدل نمو الناتج بقيمة قدرها 3.1% لصدمة ناشئة عن زيادة في صناديق الثروة السيادية بنسبة قدرها 1.51% بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي، ثم يختفي هذا الأثر فيما بعد، وهذا يوافق كثيرا نتائج تحليل التباين.

ويهدف معرفة استجابة معدلات التضخم للصدمة الحاصلة في باقي متغيرات النظام نسجل النتائج في الشكل التالي:

شكل بياني رقم (4 - 19): دوال استجابة معدل التضخم للفترة (1998-2018)



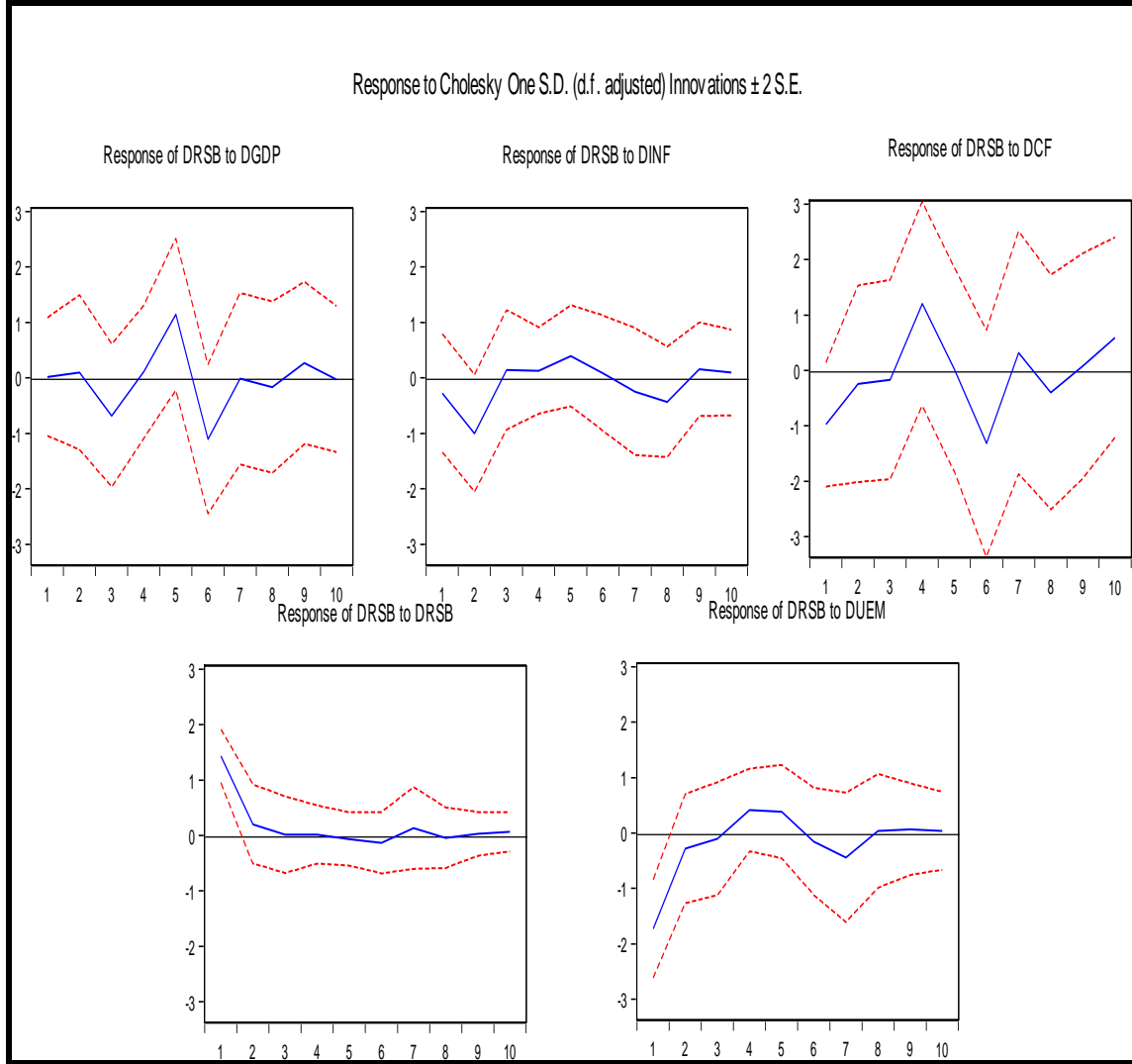
المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

تعتبر استجابة معدل التضخم لصدمة موجبة في معدل نمو الناتج أو صناديق الثروة السيادية هي الأكبر من بين كل المتغيرات، حيث نسجل في السنة الأولى انخفاض معدلات التضخم بنسبة قدرها 0.5% لصدمة في أحد المتغيرين، غير أنه في السنة الثانية يرتفع بنسبة 0.61% أو 0.84% على التوالي، أما عن نسبة أكبر استجابة فهي في السنة الثالثة بتراجع في معدلات التضخم بنسبة قدرها 1.07% نتاج صدمة في صناديق الثروة السيادية بارتفاع قدره 1.51% بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي. وبخصوص استجابة رصيد الميزان التجاري في الشكل رقم (4-20)، فإننا نلاحظ استجابة الميزان التجاري لمعدلات البطالة وصناديق الثروة السيادية، في السنة الأولى زيادة معدل البطالة بواحد بالألف

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

يؤدي الى انخفاض قدره 1.72% في رصيد الميزان التجاري كنسبة من الناتج ليختفي هذا الأثر فيما بعد، أما بالنسبة لصناديق الثروة السيادية فارتفاع هذا المتغير بنسبة 1.51% من الناتج يؤدي إلى تراجع في رصيد الميزان بنسبة 1% غير أنه في السنة الرابعة يحقق زيادة في الرصيد بنسبة قدرها 1.23%.

شكل بياني رقم (4 - 20): دوال استجابة رصيد الميزان التجاري للفترة (1998-2018)



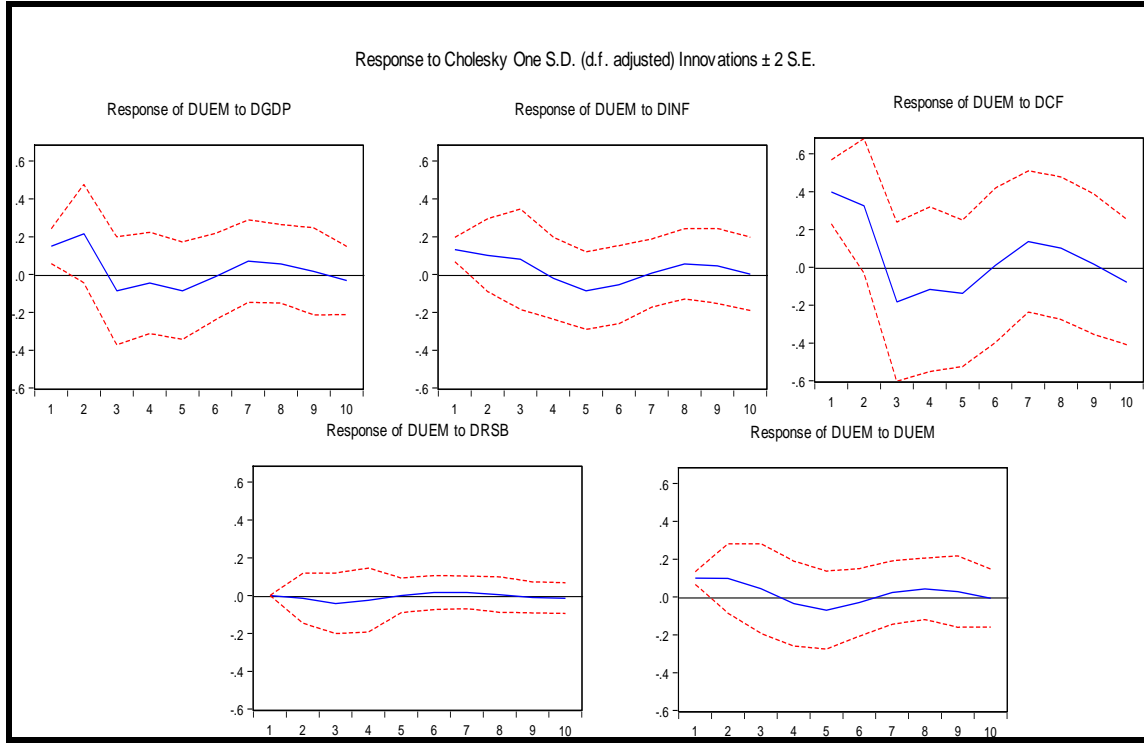
المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

ونسجل استجابة معدلات البطالة للصدمات الناشئة في باقي المتغيرات ضمن الشكل رقم (4-21)، حيث أن حدوث صدمة في متغيرة صناديق الثروة السيادية بنسبة قدرها 1.51% يؤدي إلى زيادة في معدلات البطالة للسنتين الأولى والثانية بنسب قدرها 4 بالألف. أما عند ارتفاع معدل التضخم فإن ذلك يؤدي إلى الزيادة في معدلات البطالة بنسب قدرها 1.3 و 1.0 بالألف للسنة الأولى والثانية على التوالي. غير أننا

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

نسجل أثر عكسي لزيادة في معدلات النمو الاقتصادي على البطالة في السنة الاولى والثانية بارتفاع معدلات البطالة بـ 1.5 و 2.2 بالآلف على التوالي.

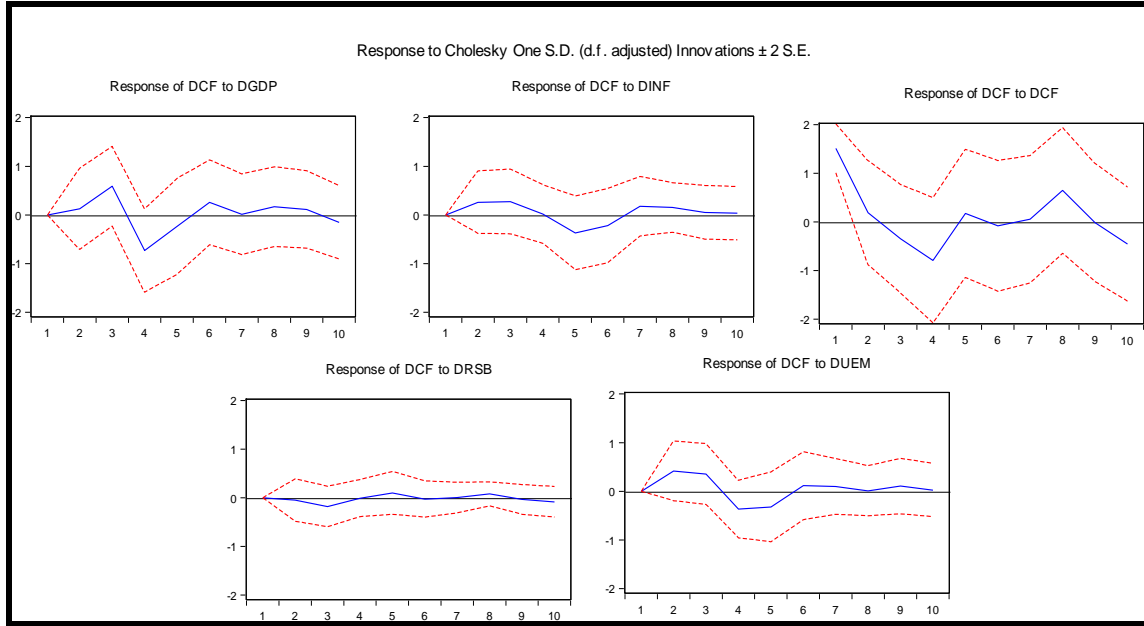
شكل بياني رقم (4 - 21): دوال استجابة معدل البطالة للفترة (1998-2018)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

وفي الأخير ندرس أهم الصدمات المؤثرة على صناديق الثروة السيادية خلال الفترة (1998-2018) ونسجل النتائج ضمن الشكل رقم (4-22).

شكل بياني (4 - 22): دوال استجابة صناديق الثروة السيادية للفترة (1998-2018)



المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن لمعدل نمو الناتج الأثر الأكبر على صناديق الثروة السيادية وهذا يتفق مع تحليل التباين، فحدوث صدمة في معدل نمو الناتج الحقيقي بارتفاع الناتج بمقدار 1.1% يؤدي إلى زيادة قدرها 1.27 و 5.91 بالآلاف في نسبة صناديق الثروة السيادية بالنسبة للناتج في السنة الأولى والثانية على التوالي، مما يعني أن صناديق الثروة السيادية يتبع سلوك إجمالي الناتج المحلي. كما أن حدوث صدمة في معدل التضخم يؤدي إلى زيادة قدرها 2.6 و 2.7 في صناديق الثروة السيادية بالنسبة للناتج وهذا على المدى القصير.

IV- اختبار السببية حسب مفهوم (Granger) في ظل صناديق الثروة السيادية

في هذا الفرع ندرس السببية بين متغيرات الدراسة متنى متنى في ظل صناديق الثروة السيادية ونسجل النتائج في الجدول التالي:

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

جدول رقم (4 - 22): نتائج اختبار سببية (Granger) في المدى القصير للفترة (1998-2018)

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 12/12/20 Time: 00:29			
Sample: 1998 2018			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
D(CPI) does not Granger Cause D(CF)	18	1.91614	0.1865
D(CF) does not Granger Cause D(CPI)		0.72222	0.5042
D(GDP) does not Granger Cause D(CF)	18	1.99002	0.1762
D(CF) does not Granger Cause D(GDP)		4.54459	0.0319
D(RSB) does not Granger Cause D(CF)	18	0.56891	0.5796
D(CF) does not Granger Cause D(RSB)		1.50646	0.2580
D(UEM) does not Granger Cause D(CF)	18	4.34681	0.0358
D(CF) does not Granger Cause D(UEM)		1.24238	0.3208
D(GDP) does not Granger Cause D(CPI)	18	0.34190	0.7166
D(CPI) does not Granger Cause D(GDP)		0.00147	0.9985
D(RSB) does not Granger Cause D(CPI)	18	0.03093	0.9696
D(CPI) does not Granger Cause D(RSB)		3.77039	0.0511
D(UEM) does not Granger Cause D(CPI)	18	5.10427	0.0231
D(CPI) does not Granger Cause D(UEM)		2.31340	0.1382
D(RSB) does not Granger Cause D(GDP)	18	0.31532	0.7350
D(GDP) does not Granger Cause D(RSB)		1.49740	0.2599
D(UEM) does not Granger Cause D(GDP)	18	6.59222	0.0106
D(GDP) does not Granger Cause D(UEM)		1.23386	0.3231
D(UEM) does not Granger Cause D(RSB)	18	0.70875	0.5103
D(RSB) does not Granger Cause D(UEM)		0.31236	0.7371

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

وبالاعتماد على الاحتمال المرافق للفرضية المعدومة يمكننا قبول:

_ وجود سببية في اتجاه واحد عند مستوى معنوية 5% من:

- D(UEM) نحو D(CF)؛

- D(UEM) نحو D(CPI)؛

- D(UEM) نحو D(GDP)؛

- D(CF) نحو D(GDP)؛

- D(CPI) نحو D(GDP)؛

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

جدول رقم (4 - 23): نتائج اختبار سببية Toda Yamamoto في المدى الطويل للفترة (1998-2018)

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 12/12/20 Time: 00:56			
Sample: 1998 2018			
Included observations: 19			
Dependent variable: CF			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CPI	0.109347	2	0.9468
GDP	2.174770	2	0.3371
RSB	0.157465	2	0.9243
UEM	4.634946	2	0.0985
All	9.181255	8	0.3272
Dependent variable: CPI			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CF	0.121755	2	0.9409
GDP	10.21716	2	0.0060
RSB	4.783121	2	0.0915
UEM	9.412648	2	0.0090
All	18.59878	8	0.0172
Dependent variable: GDP			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CF	1.297961	2	0.5226
CPI	0.943962	2	0.6238
RSB	0.734865	2	0.6925
UEM	7.580986	2	0.0226
All	8.788412	8	0.3605
Dependent variable: RSB			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CF	19.81815	2	0.0000
CPI	6.767304	2	0.0339
GDP	5.362747	2	0.0685
UEM	5.360856	2	0.0685
All	34.17073	8	0.0000
Dependent variable: UEM			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CF	2.308822	2	0.3152
CPI	0.311048	2	0.8560
GDP	3.671592	2	0.1595
RSB	1.634946	2	0.4415
All	8.220587	8	0.4122

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

تحليل النتائج:

- توجد سببية في المدى الطويل من CPI نحو باقي المتغيرات الأخرى وخاصة GDP و UEM
- وجد سببية في المدى الطويل من RSB نحو باقي المتغيرات الأخرى وخاصة CF و CPI

المطلب الثالث: دراسة التوازن بين المتغيرات على المدى البعيد في ظل صناديق الثروة السيادية بغرض دراسة ما مدى مساهمة صناديق الثروة السيادية في الاستقرار الاقتصادي في النرويج خلال الفترة من 1998 إلى غاية 2018؛ فإننا نختبر وجود التكامل المشترك باستعمال منهجية اختبار الحدود (Bounds test methodology) المقترحة من طرف (Pesaran et al., 2001) فهذه الطريقة ذات فعالية أكبر في حالة العينات الصغيرة وهو ما يوافق دراستنا هذه بسبب عدم توفر البيانات، بحيث أننا في كل مرة نعمل على البحث عن وجود العلاقة التوازنية من متغيرات النموذج في اتجاه أحد مؤشرات الاستقرار الاقتصادي.

I- مناقشة نتائج تقدير نموذج (ARDL) لرصيد الميزان التجاري

توفر لنا منهجية الحدود نموذج (ARDL)، ولإستخدام هذه المنهجية نقوم في البداية بتحديد طول الإبطاء لنموذج تصحيح الخطأ غير المقيدة بالاعتماد على معيار (Akaike - AIC) وتشير النتائج إلى أن طول الإبطاء الأفضل لمتغيرات النموذج هي $ARDL(1,2,2,0,2)$ ، الخطوة التالية تتمثل في اختبار مدى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين رصيد الميزان التجاري وباقي متغيرات الدراسة، وكانت نتيجة تطبيق اختبار الحدود هي ($F \text{ stat.}=11.68$) أكبر من قيم الحد الأكبر للقيم المجدولة عند كل مستويات المعنوية من 1% إلى 10% وذلك بالاعتماد على الجداول CI(iii) التي اقترحها كل من (Pesaran et al., 2001) ، وعليه يمكننا رفض فرضية العدم والتأكيد على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من المتغيرات التفسيرية: معدل نمو إجمالي الناتج الحقيقي، معدل البطالة، معدل التضخم وحصّة صناديق الثروة السيادية من الناتج نحو المتغير التابع رصيد الميزان التجاري (انظر الملحق رقم 18).

وقبل الشروع في مناقشة العلاقة التوازنية على المدى البعيد، نقوم في البداية بالتحقق من صلاحية النموذج، فباستعمال اختبار (Ljung-Box) للبواقي وعند التأخير $h=12$ اتضح لنا أن بواقي النموذج مستقلة ذاتياً، كما أن نفس الاختبار لمربعات البواقي أكد على ثبات تباين البواقي، هذا حتى عند مستوى معنوية 10%، ونفس النتيجة أكد عليها اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey)، وباستخدام اختبار (Jarque-Bera) تبين أن البواقي لا تملك أية حالات شاذة أي أنها مفلطحة كما أنها متناظرة وبالتالي تتوزع حسب التوزيع الطبيعي وهذا بنفس مستوى المعنوية السابق، وعليه فإن بواقي النموذج تشويش أبيض يخضع للتوزيع الطبيعي. وبالنسبة لمعالم النموذج، فباستعمال اختبائي (CUSUM) و (CUSUM)

الفصل الرابع: دراسة قياسية لحالة النرويج

(SQ) نلاحظ بقاء مجموع مربعات البواقي خلال كل الفترات مما يعني أن المعالم منسجمة في المدى القصير والبعيد وبالتالي فهي مستقرة (انظر الملحق رقم 18).

بعدها تحققنا من وجود علاقة تكامل، فإن الجدول (4-24) ، يلخص نتيجة تقدير نموذج (ARDL) لرصيد الميزان التجاري في الأجل الطويل. وحسب نتيجة التقدير فإن معامل تصحيح الخطأ قد بلغ القيمة (EC=-0.57) وهو ذو معنوية إحصائية مقبولة عند مستوى 5% وبالإشارة الصحيحة أي أنه سالب وهذا شرط ضروري لقبول العلاقة التوازنية على المدى البعيد.

جدول رقم (4 - 24): نتائج تقدير نموذج (ARDL) لرصيد الميزان التجاري في الأجل الطويل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF	5.91	5.51	1.07	0.32
UEM	-25.35	14.57	-1.74	0.13
CF	7.05	4.78	1.47	0.19
GDP	5.09	3.52	1.45	0.20
EC = λ	-0.57	0.24	-2.41	0.05

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

ويكون عندئذٍ نموذج تصحيح الخطأ مقبول، وعليه فإنه يمكننا القول أن 57% من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها في العام الأول من أجل العودة إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل ويتم التصحيح $\frac{100}{57} = 1,75 \approx 2$ أي كل سنتان، ففي حالة وجود صدمة في المدى القصير تزيح رصيد الميزان التجاري عن وضعه التوازني تعمل المتغيرات التفسيرية؛ معدل نمو إجمالي الناتج الحقيقي، معدل البطالة، معدل التضخم وحصّة صناديق الثروة السيادية من الناتج على إعادة المتغير التابع إلى وضعه التوازني وبسرعة قدرها 57% وهذا ما يعرف بألية التكامل المشترك، أي أن هذه المتغيرات تدفع رصيد الميزان التجاري لبلوغ نقطة توازنه في زمن أقصاه عامين. وبالنظر لمعاملات الأجل البعيد فإن اشاراتها مقبولة، فارتفاع معدل نمو إجمالي الناتج المحلي أو حصّة صناديق الثروة السيادية من الناتج بـ 1% يؤدي إلى تحسن في رصيد الميزان التجاري بـ 5.09% أو 7.05% على التوالي، غير أن المعنوية الإحصائية للمعامل تافهة حتى عند 10% كحد أقصى وهذا بسبب انخفاض درجة الحرية الناتج عن صغر حجم العينة 19 مشاهدة فقط بسبب عدم توفر بيانات صناديق الثروة السيادية.

II- مناقشة نتائج تقدير نموذج (ARDL) لمعدل التضخم

نرغب في هذا الجزء البحث عن علاقة للتوازن في الأجل البعيد لمعدل التضخم، وبنفس الطريقة تشير النتائج إلى أن طول الإبطاء الأفضل لمتغيرات النموذج هي (ARDL (1,2,1,2,2)، ونتيجة اختبار الحدود هي (F stat.=22.53) وعليه نرفض الفرضية المعدمة ونقبل وجود علاقة توازنية طويلة الأجل تتجه من المتغيرات التفسيرية نحو المتغير معدل التضخم. وعند استعمال اختبار (Ljung-Box) للبقايا وعند التأخير h=06 اتضح لنا أن بواقي النموذج مستقلة ذاتياً، كما أن نفس الاختبار لمربعات البواقي ولكن عند التأخير h=12 أكد على ثبات تباين البواقي عند مستوى 10%، ونفس النتيجة أكد عليها اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey)، وباستخدام معلمات اختبار (Jarque-Bera) تبين أن البواقي تتوزع حسب التوزيع الطبيعي وهذا عند نفس المستوى، وعليه فإن بواقي النموذج تشويش أبيض يخضع للتوزيع الطبيعي. كما أنه بالاعتماد على اختباري (CUSUM) و (CUSUM SQ)، اتضح أن المعالم منسجمة وبالتالي فهي مستقرة (انظر الملحق رقم 19).

جدول رقم (4 - 25): نتائج تقدير نموذج (ARDL) لمعدل التضخم في الأجل الطويل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSB	-0.06	0.04	-1.30	0.25
UEM	1.54	0.40	3.89	0.01
CF	-0.43	0.20	-2.20	0.08
GDP	-0.48	0.12	-4.15	0.01
EC = λ	-1.31	0.17	-7.64	0.00

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

على أساس قيمة معامل تصحيح الخطأ في الجدول أعلاه فهو بإشارة سالبة وذو معنوية احصائية مقبول عند 1% وبالتالي فإن نموذج تصحيح الخطأ مقبول لكنه مرفوض من الناحية الاقتصادية لان قيمة معامل التصحيح أكبر من 1 الصحيح بالقيمة المطلقة $1 > |1.31| = \alpha$ وهذا مخالف لشروط معامل التصحيح الذي يصح الفترة السابقة، كما أن كل معلمات الأجل الطويل مقبول احصائياً ماعدا معلمة رصيد الميزان التجاري، فارتفاع معدل نمو اجمالي الناتج المحلي أو حصة صناديق الثروة السيادية من الناتج بـ 1% يؤدي إلى انخفاض معدل التضخم بـ 4.8 او 4.3 بالألف على التوالي وهذا يعبر عن مدى دور هذين المتغيرين وخصوصا صناديق الثروة السيادية في الحد من ارتفاع معدلات التضخم. أما انخفاض معدلات البطالة بـ 1% فيؤدي كذلك إلى انخفاض قدره 1.54% من معدلات التضخم.

III- مناقشة نتائج تقدير نموذج (ARDL) لمعدل البطالة

نعمل الآن على البحث عن علاقة للتوازن في الأجل البعيد لمعدل البطالة، وتم قبول نموذج ARDL (2,1,1,2,2) كأفضل نموذج، وبالاعتماد على نتيجة اختبار الحدود (F stat.=21.89) نقبل وجود علاقة توازنية طويلة الأمد تتجه من المتغيرات التفسيرية نحو المتغير معدل البطالة. وعند استعمال اختبار (Ljung-Box) للبواقي تبين أن بواقي النموذج مستقلة ذاتياً وذات تباين ثابت عند مستوى 10%، وبالاعتماد على نتيجة اختبار (Jarque-Bera) تبين أن البواقي تتوزع حسب التوزيع الطبيعي، وعليه فإن بواقي النموذج تشويش أبيض يخضع للتوزيع الطبيعي. وعند النظر لنتيجة اختبائي (CUSUM) و (CUSUM SQ) اتضح أن المعالم مستقرة (انظر الملحق رقم 20).

جدول رقم (4 - 26): نتائج تقدير نموذج (ARDL) لمعدل البطالة في الأجل الطويل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP	0.50	0.07	7.15	0.00
RSB	0.06	0.04	1.73	0.13
INF	0.85	0.18	4.76	0.00
CF	0.08	0.10	0.82	0.44
EC = λ	-0.47	0.09	-5.08	0.00

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10.

لقد بلغت قيمة معامل تصحيح الخطأ ($EC=-0.47$) وهي بالإشارة الصحيحة وذو دلالة احصائية مقبول عند 1% وبالتالي فإن العلاقة التوازنية على الأمد البعيد صحيحة ويتم التصحيح $\frac{100}{47} = 2,12$ سنة أي كل 14 شهراً، فالمتغيرات معدل نمو اجمالي الناتج المحلي، ومعدل التضخم، ورصيد الميزان التجاري، وصناديق الثروة السيادية تدفع معدلات البطالة نحو التوازن وبسرعة قدرها 47% في كل عام. وبالنسبة لمعنوية معاملات الأجل البعيد فإن معلمتي المتغيرتين GDP و INF مقبولتين عند 1%، غير أن معلمتي المتغيرتين RSB و CF مرفوضتين احصائياً لنفس السبب السابق الذكر.

وفي الأخير فإن اختبار وجود علاقة توازنية على الأمد البعيد للمتغيرتين معدل نمو اجمالي الناتج الحقيقي ولصناديق الثروة السيادية، فإن استعمال اختبار منهجية الحدود أدى بنا إلى قبول العلاقة مبدئياً بالنسبة للمتغير الأول عند 5% وبالنسبة للمتغير الثاني عند 1%، غير أن معامل تصحيح الخطأ وإن كان بالإشارة الصحيحة غير أنه احصائياً تافه حتى عند مستوى معنوية 10%، مما يعني أن هذين المتغيرين على الأمد البعيد يتحددان خارج النموذج (انظر الملحقين رقم 21 و 22).

خلاصة الفصل الرابع:

من خلال هذا الفصل تم تطبيق دراسة قياسية لتأثير مساهمات صندوق التقاعد النرويجي على المؤشرات الكلية للاقتصاد النرويجي (معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، نسبة البطالة، معدل التضخم، رصيد الميزان التجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، فبدائية وفي المبحث الأول: تم دراسة تطور متغيرات الدراسة وصفا تحليليا لمعرفة أداء المؤشرات الكلية للاقتصاد النرويجي خلال فترتي الدراسة، تمتد الفترة الأولى من 1977 إلى 1997، وهي الفترة التي لم يكن لصندوق التقاعد النرويجي وجودا، أي قبل سنة 1990، أو كان موجودا لكنه غير موظفا في الاقتصاد النرويجي وهذا من 1990 إلى 1997، وتمتد الفترة الثانية من 1998 إلى 2018، وهي الفترة التي شهدت توظيف والتحويل من الصندوق السيادي النرويجي إلى الاقتصاد، وهذا لنتمكن من ملاحظة سلوك متغيرات الدراسة قبل وبعد الصندوق.

وفي المبحث الثاني: فقد تم دراسة سلوك المتغيرات وتأثيراتها وتأثراتها في الفترة (1977-1997)، قياسيا، وقبل تقدير النموذج القياسي تم التأكد وتحديد درجة استقرارية السلاسل الزمنية المستعملة، وإجراء اختبارات ديكي فولر المطور (ADF)، واختبار فيليبس وبيرون (PP)، ثم دراسة حركية المتغيرات على المدى القصير للفترة (1977-1997)، ضمن نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR)، لمعرفة سلوك هذه المتغيرات فيما بينها في حالة حدوث صدمة في النظام من خلال دراسة صلاحية نموذج (VAR)، ثم تجزئة التباين، وبعدها دراسة دوال نبض الاستجابة باستخدام اختبار السببية حسب مفهوم كرانجر ثم في المرحلة الثالثة دراسة التوازن بين متغيرات الدراسة على المدى البعيد للفترة (1977-1997)، باستخدام اختبار التكامل المشترك لجونسون، وتقييم نموذج تصحيح الخطأ (VECM)، ثم تحليلها ومناقشتها.

وفي المبحث الثالث: فقد تم القيام بدراسة استقرارية المتغيرات في ظل صناديق الثروة السيادية في الفترة الزمنية (1998-2018)، من خلال دراسة استقرارية المتغيرات على المدى القصير في ظل صناديق الثروة السيادية، باستخدام دراسة نموذج (VAR2)، للفترة من 1998 إلى 2018، وتجزئة التباين لنفس الفترة، ثم دراسة دوال نبض الاستجابة في هذه الفترة، وبعد ذلك دراسة اختبار السببية حسب مفهوم كرانجر في ظل صناديق الثروة السيادية، ثم استخلاص النتائج المتحصلة من هذه الدراسة.

خاتمة

خاتمة:

ساهمت صناديق الثروة السيادية مساهمة كبيرة في دعم اقتصادات الدول سواء الدول المالكة لها، أو الدول المستضيفة لاستثماراتها، وخاصة النماذج التي استطاعت أن تتبنى استراتيجيات استثمارية ناجحة، وقد استطاعت كثير من النماذج الناجحة أن تساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي لما لها من آثار إيجابية على المؤشرات الاقتصادية الكلية، كما يمكننا استنتاج ملاحظة عامة عن الآثار الإيجابية لصناديق الثروة السيادية على النشاط الاقتصادي عموماً، دون أي آثار سلبية تذكر، بالرغم من ابداء الدول الغربية تخوفها من النشاط الاستثماري لصناديق الثروة السيادية التي قد لا تكون هدفها مالياً اقتصادياً.

فحتى الصناديق السيادية التي لم تكن لها استراتيجيات استثمارية على غرار صندوق ضبط الإيرادات الذي استطاع في فترة نشاطه المساهمة في تخفيف الصدمات الناتجة عن انهيار أسعار البترول، إذ ساهم في تمويل عجز الميزانية وتخفيض المديونية، وتجنب الجزائر اللجوء إلى الاقتراض الخارجي وماله من آثار وخيمة على الاقتصادات المدانة ورهن لمستقبل الأجيال القادمة.

أما الدراسة القياسية للحالة المدروسة، فقد بينت النتائج القياسية لأثر صندوق التقاعد النرويجي على الاستقرار الاقتصادي النرويجي، وأداء المؤشرات الاقتصادية الكلية، بأن هناك أثراً إيجابياً معتبراً للصندوق السيادي في الاقتصاد النرويجي.

اختبار الفرضيات:

بناء على نتائج الدراسة في شقيها النظري والتطبيقي، يمكننا اختبار فرضيات الدراسة فبالنسبة:

- اختبار صحة الفرضية الأولى التي تفترض " أن التجربة الجزائرية نجحت من خلال صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق الأهداف التي أنشأ من أجلها، بتمويل عجز الميزانية وتخفيض المديونية"، يمكن تقييم أداء صندوق ضبط الإيرادات، بأنه استطاع تحقيق بعض الأهداف التي أنشأ من أجلها كتمويله لعجز الميزانية العمومية، وتسديد جزءاً هاماً من المديونية، في سنوات ارتفاع أسعار البترول من سنة 2000 إلى نهاية سنة 2014، بيد أنه في نهاية سنة 2014، وما بعدها وبمجرد انهيار أسعار البترول تأثر صندوق ضبط الإيرادات بشكل كلياً، إذ فقد جميع مدخراته في سنة 2017، أي بعد فترة لم تتجاوز السنتين، ومن خلال الفصل الثالث الذي تناولنا فيه دور صندوق ضبط الإيرادات في تمويل الاقتصاد الجزائري، يمكننا اثبات عدم صحة الفرضية الأولى، بفشل

صندوق ضبط الإيرادات في تحقيق أهدافه وأن نجاحه كان مرتبطا ارتباطا كليا بأسعار البترول، شأنه شأن الاقتصاد الجزائري في ظل عدم وجود أية استراتيجية استثمارية لتنمية موارده وتمييزها، وكذلك لعلاقته بالحكومة وافتقاره للحكومة والشفافية وآليات الرقابة، وأن دوره لم يكن صندوق سيادي، وإنما كان عبارة عن حساب تحويل الفوائض النفطية، يمكن أن تقوم به أية آلية أخرى دون الحاجة إلى صندوق سيادي، مما يتطلب التفكير والإسراع في إنشاء نموذج على شاكلة النماذج الناجحة.

- أما اختبار الفرضية الثانية " تؤثر صناديق الثروة السيادية تأثيرا إيجابيا في نمو الناتج المحلي الإجمالي"، فقد أفرزت نتائج الدراسة القياسية أن التغيرات الحاصلة في صناديق الثروة السيادية تساهم بنسبة 42% في التغيرات الحاصلة في معدل النمو الناتج المحلي الإجمالي، وهي المساهمة الثانية من حيث الأهمية بعد المساهمة الذاتية للمتغير ب 46%، والباقي يأتي من المتغيرات الأخرى، ومنه يمكن استنتاج الأهمية المعتبرة لصناديق الثروة السيادية في تحديد التقلبات المستقبلية للناتج المحلي الإجمالي في النرويج، ووجود سببية من صناديق الثروة السيادية اتجاه معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، كما بينت النتائج وجود تأثير متبادل بين متغير صناديق الثروة السيادية ومتغير نمو الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

- بالنسبة لاختبار الفرضية الثالثة التي تنص " تساهم صناديق الثروة السيادية في رفع نسبة التشغيل وتخفيض نسبة البطالة من خلال إنشاء وتمويل المشاريع الاستثمارية"، فمن خلال النتائج نتضح الأهمية الكبيرة لصناديق الثروة السيادية في المساهمة في زيادة نسب التشغيل والتخفيف من عبء البطالة من خلال إنشاء وتمويل المشاريع الاستثمارية، حيث أظهرت نتائج الدراسة القياسية أن صناديق الثروة السيادية تساهم بنسبة 67% في التغيرات الحاصلة في معدلات البطالة، وتليها مساهمة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 17%، ثم مساهمة معدلات التضخم بنسبة 9%، وهذا ما يتوافق مع صحة الفرضية الثالثة.

- واختبارا للفرضية الرابعة التي تفترض " أنه يمكن أن تستخدم صناديق الثروة السيادية في استهداف التضخم، وتقليص معدلاته" فمن خلال الدراسة التطبيقية باستخدام الاقتصاد القياسي تبين لنا أن التغيرات الحاصلة في التضخم مرتبطة بالتغيرات الحاصلة في صناديق الثروة السيادية بمقدار 58%، وهي الأكبر، ثم تأتي مساهمة معدل الناتج المحلي الإجمالي بنسبة قدرها 30%، وهو ما

يتفق مع المنطق الاقتصادي، ونستنتج الأهمية الكبرى لصناديق الثروة السيادية في تحديد معدلات التضخم، وأن هناك سببية بين هاذين المتغيرين، وهو ما نلاحظه من البيانات التاريخية لتطور معدلات التضخم، حيث أن معدلات التضخم المسجلة في الفترة الثانية (1998-2018)، في ظل الصندوق النرويجي أقل من معدلات الفترة الأولى (1977-1997)، بدون وجود الصندوق النرويجي، إذ بلغ معدل التضخم في الفترة الأولى كمتوسط نسبة 5.95%، في حين بلغت متوسط الفترة الثانية 2.11%، وهي نتائج تدل على صحة الفرضية الرابعة.

- ولاختبار الفرضية الخامسة التي محتواها " تؤدي صناديق الثروة السيادية دورا مهما في تعزيز الاستقرار الخارجي، وسد عجز الميزان التجاري"، فإن نتائج الدراسة القياسية تثبت لنا أنه على المدى الطويل تساهم صناديق الثروة السيادية في تحديد التغيرات الحاصلة في الميزان التجاري بنسبة 32%، وهي الأكبر من بين المتغيرات الأخرى، وبوجود سببية بين هاذين المتغيرين، ويتضح من خلال النتائج الدور الكبير لصناديق الثروة السيادية في المساهمة في تعزيز التوازن الخارجي عن طريق الميزان التجاري، وهذه النتائج تعززها الاحصائيات التاريخية لتطور رصيد الميزان التجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، إذ بلغ متوسط رصيد الميزان التجاري في الفترة الأولى 4.12%، بينما بلغ في الفترة الثانية معدل متوسطه 11%، وهي الفترة التي وظف فيها الصندوق النرويجي في تمويل الاقتصاد النرويجي، وهي نتيجة تتوافق وصحة الفرضية الخامسة.

نتائج الدراسة:

يمكن تلخيص أهم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة:

- تعتبر صناديق الثروة السيادية مكسبا وموردا هاما للتمويل وجدار حماية للاقتصاد من الصدمات والتقلبات والدورات الاقتصادية، ليس فقط للدول التي تملكها، بل حتى للدول التي تستثمر فيها.
- تصنف بعض الصناديق السيادية ضمن فئة المستثمرين ذوو الأفق الطويل غير متحفظة اتجاه المخاطر وتستثمر في مناطق كثيرة من العالم، والمحافظ الاستثمارية متنوعة تشمل السندات والأسهم، كما تتنوع استثماراتها قطاعيا.
- تاريخيا ساهمت الصناديق السيادية إيجابيا في الأزمة المالية العالمية 2008، حيث أنقذت كثير من المؤسسات المالية والمصرفية بضخ أكثر من 77 مليار دولار من أجل ذلك، فبالرغم من تضررها من الأزمة المالية، فإنها لم تعتمد إلى استغلال ظروف الأزمة وتداعياتها من إفلاس كثير

من البنوك والمؤسسات المالية، وانخفاض قيمة الأصول المالية لصالحها في خطوة لتثبيت للدول الصناعية الكبرى خطأ موقفها وتخوفها اتجاه صناديق الثروة السيادية ومحاولة فرض قيود حمائية على نشاطها الاستثماري، أما الدول الصناعية الكبرى فقد تصرفت بمنطق مقولة " إذا نجحت الصناديق السيادية في التخفيف من وطأة الأزمة المالية تكون حققت طموحات الدول الكبرى، أما إذا فشلت فإن هذه الدول ستتخلص من هذه الصناديق الأجنبية".

- من ناحية ملكية هذه الصناديق السيادية، فإن أكثر من 70% من الصناديق السيادية، التي تحوز على أصول أكثر من 75% من مجموع أصول الصناديق السيادية في العالم، تعود ملكيتها للدول النامية والدول الناشئة بخلاف المؤسسات المالية والشركات الاستثمارية الكبرى التي تعود أغلبها إلى الدول المتقدمة، وقد يكون هذا سببا من أسباب تحسس الدول الكبرى نحو صناديق الثروة السيادية.

- يتحدد مدى نجاح الصناديق السيادية في تحقيق أهدافه الى عوامل عديدة منها: مدى تنظيمه وطريقة إدارته، ومستوى الحوكمة والشفافية، وتحديد المسؤوليات فيه واستقلاله عن الاقتصاد ومستوى التدخل السياسيين فيه، وآليات الرقابة والافصاح.

- أثار النشاط الاستثماري لصناديق الثروة السيادية، والصفقات التي يستحوذ عليها خارج الحدود، كثير من الجدل وازدادت مخاوف هذه الدول بمبرر أن يكون لاستثمارات صناديق الثروة السيادية أهدافا غير مالية اقتصادية، كأهداف سياسية واجتماعية تمس بسيادة وأمن الدول المستضيفة لاستثماراتها، وكان هذا سببا في تدخل صندوق النقد الدولي (FMI)، عن طريق لجنة العمل الدولية (IWG)، التي سنّت المبادئ والممارسات المقبولة عموما (GAPP).

- تساهم صناديق الثروة السيادية في دعم الاقتصاد العالمي، وتوازن الأسواق المالية، والاستثمار في المناطق الأكثر فقرا، حيث أظهرت بعض الدراسات أنها تتصرف بطريقة معاكسة للدورة الاقتصادية، كما تفضل الاستثمار في المناطق الأكثر حرمانا والأشد فقرا عكس المؤسسات الاستثمارية الأخرى التي تفضل المناطق الأكثر استقرارا وحماية وتنمية والأكثر اسواقا.

- التجربة النرويجية في مجال الصناديق السيادية تجربة ناجحة ورائدة في حماية الاقتصاد النرويجي وتثمين عائدات النفط بحسن إدارة الصندوق وتنظيمه، وهي تجربة وجب الاحتذاء بها.

خاتمة

- من أهم الأسباب التي أدت إلى فشل صندوق ضبط الإيرادات في استمراريته هي علاقته بالحكومة كأحد حسابات التخصيص في الخزينة ويعتبر وزير المالية الأمر بالصرف الرئيسي، والتدخل السياسي فيه، وغياب الرقابة والحوكمة وعدم وجود أية استراتيجيات استثمارية. يمكن القول إن وظيفة صندوق ضبط الإيرادات لم تكن وظيفة الصناديق السيادية، وإنما كان دوره تحويل الفوائض المالية لعائدات النفط من الاقتصاد (الميزانية العامة للدولة)، ويمكن أن تقوم به أية آلية دون الحاجة إلى صندوق سيادي.

التوصيات:

- تقليل الاستهلاك من موارد النفط وموارد الصندوق نظرا لنضوب الاحتياطات.
- ضرورة دعم استقلال تام للصندوق عن الحكومة والميزانية العامة، وفصل موارده عن حسابات الخزينة ومواردها.
- ضرورة مراعاة حق الأجيال القادمة في الثروات الطبيعية تحسبا لنضوبها الحتمي، وتقليل الاستهلاك من هذه الموارد والاجتهاد في تنمية العوائد ورفع مردودية الجزء المستقل.
- حتمية استشراق نموذج جزائري في الصناديق السيادية بمحاكاة التجربة النرويجية واستلهام عوامل النجاح من خلال الإدارة والتنظيم والاستثمار وعلاقته بالمالية العامة للدولة.

آفاق الدراسة:

إن الاهتمام المتزايد التي تحظى به صناديق الثروة السيادية على المستوى المحلي والعالمي، حيث تعمل الدول التي لا تمتلك صناديق سيادية على إنشاء صناديق خاصة بها، كما تعمل الدول التي تمتلك صناديق سيادية على تطويرها وتوسيع مجالات استثمارها ورفع مستوى إدارتها وحوكمتها؛ هو نتيجة لآثارها الايجابية في مجال الاستثمار التي تميزت بها هذه الكيانات الحكومية، ونجاح كثير من النماذج الدولية في تنمية أصولها ودعمها لاقتصادات الدول الحاضنة لها، ولذلك تقتضي دراسة هاته الكيانات الاستثمارية الكبرى وآثارها المختلفة على الاقتصادات المحلية والعالمية، ومن المواضيع (الاهتمامات) الهامة التي يمكن ان تكون موضوع دراسات مستقبلية:

- صناديق الثروة السيادية والمالية الاسلامية، أي افاق المزج بين استثمارات صناديق السيادية وأدوات التمويل الإسلامي، ومبرر ذلك نظير ما تحققه صناديق الثروة السيادية من نجاح، إذ تمتلك واحد وعشرون (21) دولة اسلامية ما يقارب 40% من مجموع صناديق الثروة السيادية

في العالم، وما يمثل 52% من مجموع أصول الصناديق السيادية مجتمعة، كما تحظى أدوات التمويل الإسلامي باهتمام كبير في الأسواق المالية العالمية، واقبال وتوجه جُل اقتصاديات الدول المتقدمة في الاستثمار في أدوات المالية الإسلامية.

- ومن آفاق الدراسة كذلك موضوع دور صناديق الثروة السيادية في تنشيط البورصة. وخاصة بالنسبة للجزائر، حيث أن نشاط البورصة في الجزائر يمتاز بالضعف وقلة الشركات المدرجة، ونظرا لأهمية البورصة في تجميع الموارد وتوظيفها وتعبئة المدخرات وهي مرآة عاكسة لوضعية الاقتصاد، كما يتم فيها تداول وتبادل الأصول المالية كالحصص، والأسهم، والسندات، وهذا ما تحبذ صناديق الثروة السيادية الاستثمار فيه.

- وموضوع دور صناديق الثروة السيادية في تفعيل ودعم السياسة النقدية، حيث تلتقي أهداف السياسة النقدية وصناديق الثروة السيادية في تحقيق توازن ميزان المدفوعات من خلال تحسين قيمة العملة، والرفع من تنافسيتها، بما تمتلكه صناديق السيادية من احتياطات للعملات الأجنبية.

- دور صناديق الثروة السيادية في تحفيز الاستثمار المحلي، وجذب الاستثمارات الأجنبية، تعتبر الصناديق السيادية عامل مهم في تحفيز الاستثمار وجذبه نظرا لخصائصها التي تتوافق مع متطلبات الاستثمار، باعتبار أن استثماراتها ذات أفق طويل المدى، وتمتلك أصول مالية ضخمة، وكذلك بدون التزامات لأية جهة.

قائمة المصادر

والمراجع

I- القرآن الكريم

1- سورة يوسف، الآية/34 الى الآية/50

2- سورة الروم، الآية/54

II- الكتب باللغة العربية

- 1- ابراهيم كبد، دراسات في تاريخ الاقتصاد والفكر الاقتصادي، ج1، مطبعة الارشاد بغداد، العراق، الطبعة الأولى، 1970.
- 2- احمد جابر بدران، التنمية الاقتصادية والتنمية المستدامة، مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2014.
- 3- احمد حسن عطشان النبهاني، الجهاز المصرفي والاستقرار الاقتصادي، دار امنة للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2014.
- 4- احمد فريد مصطفى وسهير محمد السيد حسن، النقود والتوازن الاقتصادي، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر، بدون رقم الطبعة، 2000.
- 5- احمد فريد مصطفى، الموارد الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، مصر، بدون رقم الطبعة، 2010.
- 6- احمد فوزي ملوخية، مبادئ الاقتصاد، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، بدون رقم الطبعة، 2009.
- 7- احمد محمد منور وآخرون، مقدمة في النظرية الاقتصادية الكلية، قسم الاقتصاد كلية التجارة جامعة الإسكندرية، مصر، بدون رقم الطبعة، 2003-2004.
- 8- اسامة بشير الدباغ، البطالة والتضخم المقولات النظرية ومناهج السياسة الاقتصادية، الاهلية للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
- 9- المعهد البيولوجرافي المانيا، الاقتصاد اليوم كيف يعمل؟، ترجمة هاني صالح، العبيكان للنشر الرياض، السعودية، الطبعة الأولى، 2008.
- 10- برييش السعيد، الاقتصاد الكلي: نظريات - نماذج وتمارين محلولة، دار العلوم للنشر والتوزيع عنابة، الجزائر، بدون رقم الطبعة، 2007.
- 11- بول ا. مويلسون وويليام د نورد هاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، الاهلية للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2006.
- 12- بول ا. مويلسون، علم الاقتصاد (الأسعار والنقود)، ترجمة مصطفى موفق، ج3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون رقم الطبعة، 1993.
- 13- بول ا. مويلسون، علم الاقتصاد (الدور الاقتصادي للدولة، ومحددات الدخل الوطني)، ترجمة مصطفى موفق، ج2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون رقم الطبعة، 1993.
- 14- بول ا. مويلسون، علم الاقتصاد (العلاقات التجارية والمالية الدولية)، ترجمة مصطفى موفق، ج6، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون رقم الطبعة، 1993.
- 15- بول ا. مويلسون، علم الاقتصاد (المسائل الاقتصادية المعاصرة)، ترجمة مصطفى موفق، ج7، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون رقم الطبعة، 1993.

المصادر والمراجع

- 16- بول ا. مويلسون، علم الاقتصاد (المفاهيم الاقتصادية الأساسية)، ترجمة مصطفى موفق، ج1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون رقم الطبعة، 1993.
- 17- بول ا. مويلسون، علم الاقتصاد (تكوين الاسعار)، ترجمة مصطفى موفق، ج4، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون رقم الطبعة، 1993.
- 18- بول ا. مويلسون، علم الاقتصاد (توزيع الدخل، ومكافأة عوامل الانتاج)، ترجمة مصطفى موفق، ج5، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون رقم الطبعة، 1993.
- 19- تود جي باكولز، أفكار جديدة عن اقتصاديين راحلين، ترجمة كوثر محمود محمد حسين التلاوي، مطبعة كلمات،
- 20- توماس ماير واخرون، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة السيد احمد عبد الخالق، دار المريخ للنشر والرياض، السعودية، الطبعة السادسة، 2002.
- 21- تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي مع تمارين ومسائل محلولة، دار أسامة للطباعة والنشر والتوزيع الجزائر، الطبعة الثالثة، 2013.
- 22- ج.د.ن. ورسك، البطالة مشكلة سياسية اقتصادية، ترجمة محمد عزيز ومحمد سالم كعبية، منشورات جامعة قار يونس بنغازي، ليبيا، الطبعة الأولى، 1997.
- 23- جميل محمد خالد، اساسيات الاقتصاد الدولي، الأكاديميون للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2014.
- 24- جورج باكلي وسوميت ديساي، كل ما تحتاج معرفته عن علم الاقتصاد، ترجمة احمد المغربي، دار الفجر للنشر والتوزيع القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2013.
- 25- جوزيف أ. شومبيتر، تاريخ التحليل الاقتصادي، ج1، ترجمة حسن عبد الله بدر، المجلس الأعلى للثقافة القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
- 26- جوزيف أ. شومبيتر، تاريخ التحليل الاقتصادي، ج2، ترجمة حسن عبد الله بدر، المجلس الأعلى للثقافة القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
- 27- جوزيف أ. شومبيتر، تاريخ التحليل الاقتصادي، ج3، ترجمة حسن عبد الله بدر، المجلس الأعلى للثقافة القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
- 28- جون كينيث جالبرت، تاريخ الفكر الاقتصادي (الماضي صورة الحاضر)، ترجمة احمد فؤاد بلبع، سلسلة عالم المعرفة 261، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب الكويت، بدون رقم الطبعة، 2000.
- 29- جون ماينارد كينز، النظرية العامة للتشغيل والفائدة والنقود، ترجمة الهام عيداروس، هيئة ابوظبي للثقافة والتراث كلمة، الامارات العربية، الطبعة الأولى، 2010.
- 30- جيمس جراتيني وريجار استروب، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمان وعبد العظيم محمد، دار المريخ للنشر والرياض، السعودية، بدون رقم الطبعة، 1988.
- 31- حازم الببلاوي، النظام الاقتصادي الدولي المعاصر من نهاية الحرب العالمية الثانية الى نهاية الحرب الباردة، سلسلة عالم المعرفة 257، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب الكويت، مايو 2000.
- 32- حازم الببلاوي، دور الدولة في الاقتصاد، مطبعة الشروق القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1998.
- 33- حسام عبد العال، سياسات تحقيق التوازن الاقتصادي، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع القاهرة، مصر، الطبعة الاولى، 2017.

المصادر والمراجع

- 34- حسين عمر، مبادئ علم الاقتصاد تحليل جزئي و كلي ومعجم اقتصادي، دار الفكر العربي القاهرة، مصر، الطبعة السابعة، 1989.
- 35- حسين عمر، موسوعة الفكر الاقتصادي، ج1، دار الكتاب الحديث مصر، بدون رقم الطبعة، بدون سنة الطبع.
- 36- حيدر نعمة بخيت، سياسات الاستقرار الاقتصادي في مصر والصين والولايات المتحدة الامريكية، دار امنة للنشر والتوزيع عمان، الأردن، بدون رقم الطبعة، 2014.
- 37- خديجة الاعسر، اقتصاديات المالية العامة، دار الكتب المصرية، بدون رقم الطبعة، 2016.
- 38- دانييل ارنولد، تحليل الازمات الاقتصادية للامس واليوم، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 1992.
- 39- دريد محمد احمد، الاستثمار: قراءة في المفهوم والانماط والمحددات، دار أمجد للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2016.
- 40- دومينيك سالفادور، الاقتصاد الدولي، ملخصات شوم، ترجمة محمد رضا علي العدل، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون رقم الطبعة، 1993.
- 41- راشد بن حمد الشرقي، صناديق الثروة السيادية في سياق العولمة الاقتصادية: ثلاثة نماذج امارتية، المؤسسة العربية للدراسات والنشر بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2015.
- 42- رانيا محمود عبد العزيز عمارة، مبادئ علم الاقتصاد، مركز الدراسات للنشر والتوزيع مصر، الطبعة الأولى، 2016.
- 43- رفيق يونس المصري، المذاهب الاقتصادية والاقتصاد الإسلامي، دار القلم دمشق، سوريا، بدون رقم الطبعة، بدون تاريخ.
- 44- روبرت سكيديلسكي، جون مينارد كينز "مقدمة قصيرة جدا"، ترجمة عبد الرحمان مجدي، مؤسسة هندايو للتعليم والثقافة القاهرة، مصر، لطبعة الأولى، 2015.
- 45- روبرت غيلبين، الاقتصاد السياسي للعلاقات الدولية، ترجمة ونشر مركز الخليج العربي، الطبعة الأولى، 2004.
- 46- روبرت ميرفي، ديروس مبسطة في الاقتصاد، ترجمة رحاب صلاح الدين، كلمات عربية للترجمة والنشر القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2013.
- 47- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة ادواتها، دار النشر للجامعات القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
- 48- صالح خصاونة، مبادئ الاقتصاد الكلي، مطبعة المؤسسة الصحفية الاردنية الراي، الأردن، الطبعة الثانية، 2000.
- 49- صفاء عبد الجبار الموسوي وواثق علي محي المنصوري، اقتصاديات صناديق الثروة السيادية، دار الايام للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2017.
- 50- ضياء مجيد الموسوي، أسس علم الاقتصاد، ج1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة السابعة، 2011.
- 51- ضياء مجيد الموسوي، أسس علم الاقتصاد، ج2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة السابعة، 2011.
- 52- عادل احمد حشيش وزينب حسين عوض، مبادئ علم الاقتصاد، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية، مصر، بدون رقم الطبعة، 1999.
- 53- عادل عامر، دور الدولة في تحقيق التوازن الاقتصادي وفي ظل الاقتصاد الحر، حرف منشورة للنشر الالكتروني، الطبعة الأولى، 2016.

المصادر والمراجع

- 54- عبد الجبار حمد عبيد السبهاني، الوجيز في الفكر الاقتصادي الوضعي والإسلامي، دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، 2001.
- 55- عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والإحكام النظامية دراسة تطبيقية مقارنة، دار النفائس للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- 56- عبد الكريم احمد قندوز، المالية الإسلامية، منشورات صندوق النقد العربي الامارات العربية، بدون رقم الطبعة، 2019.
- 57- عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2006.
- 58- عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق القاهرة، مصر، بدون رقم الطبعة، 1997.
- 59- عبد المطلب عبد الحميد، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسات، الدار الجامعية الاسكندرية (مصر)، الطبعة الأولى، 2010.
- 60- عبد الهادي علي النجار، أصول علم الاقتصاد، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة، مصر، الطبعة الأولى، 1998-1999.
- 61- عبد الرحمان بن خلدون، مقدمة ابن خلدون، ضبط وشرح وتقديم محمد الاسكندراني، دار الكتاب العربي بيروت لبنان، بدون رقم الطبعة، 2006.
- 62- عبد الرحمان محمد سلطان، النظرية الاقتصادية الكلية، مكتبة الملك فهد الوطنية الرياض، السعودية، الطبعة الأولى، 2018.
- 63- عوف محمود الكفراوي، السياسة المالية والنقدية في ظل الاقتصاد الإسلامي (دراسة تحليلية مقارنة)، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، الطبعة الثانية، 2006.
- 64- عويسي امين، النظام الاقتصادي والثقافة الاجتماعية (العلاقة والافرازات)، دار احياء للنشر الرقمي، بدون رقم الطبعة، 2014.
- 65- عيسى أيوب الباروني، الرقابة المالية في عهد الرسول والخلفاء الراشدين، جمعية الدعوة الإسلامية العالمية طرابلس، ليبيا، الطبعة الأولى، 1986.
- 66- فاروق قاسم، النموذج النرويحي: إدارة المصادر البترولية، سلسلة عالم المعرفة 373، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب الكويت، بدون رقم الطبعة، 2010.
- 67- قادري محمد الطاهر، مدارس الفكر في الاقتصاد السياسي (المستقبل ابداع الماضي)، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2013.
- 68- كامل علاوي كاظم الفتلاوي وحسين لطيف كاظم الوبيدي، مبادئ علم الاقتصاد، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2013.
- 69- مارك سكاوزن، قوة الاقتصاد، ترجمة شيماء طه الريدي، مؤسسة هنداوي للتعليم والثقافة القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2016.
- 70- مايكل ابدجمان، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسة، ترجمة محمد إبراهيم منصور، دار المريخ للنشر الرياض، السعودية، الطبعة الثانية، 1985.

المصادر والمراجع

- 71- محسن حسن المعموري، مبادئ علم الاقتصاد، المطبعة الرقمية السعودية، بدون رقم الطبعة، 2014.
- 72- محمد احمد الافندي، النظرية الاقتصادية الكلية السياسة والممارسة، الامين للنشر والتوزيع صنعاء، اليمن، الطبعة الثانية، 2014.
- 73- محمد احمد الافندي، مبادئ الاقتصاد الكلي، جامعة العلوم والتكنولوجيا صنعاء، اليمن، الطبعة الثانية، 2012.
- 74- محمد احمد الافندي، مقدمة في الاقتصاد الكلي، الامين للنشر والتوزيع صنعاء، اليمن، الطبعة الخامسة، 2013.
- 75- محمد احمد السريتي واحمد فتحي خليل الخضراوي، الاقتصاد الدولي، دار فاروس العلمية الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2017.
- 76- محمد المبارك، نظام الاسلام الاقتصاد مبادئ وقواعد عامة، سبهر - طهران، إيران، بدون رقم الطبعة، 1985.
- 77- محمد الماط، نقود العالم متى ظهرت؟ ومتى اختفت؟، الهيئة المصرية العامة للكتاب، مصر، بدون رقم الطبعة، 1993.
- 78- محمد بشير علي، القاموس الاقتصادي عربي - فرنسي - انجليزي - الماني، المؤسسة العربية للدراسات والنشر بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 1985.
- 79- محمود يونس واخرون، مبادئ الاقتصاد الكلي، جامعة الإسكندرية، مصر، بدون رقم الطبعة، 2000.
- 80- مدني بن شهرة، الإصلاح الاقتصادي وسياسة التشغيل (التجربة الجزائرية)، دار الحامد للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
- 81- منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1995.
- 82- نزار كاظم الخيكاني وحيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية، دار اليازودي العلمية للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2015.
- 83- هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، دار جرير للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- 84- هيفاء غدير غدير، السياسات المالية والنقدية ودورها التنموي الاقتصاد السوري، منشورات الهيئة العامة السورية للكتاب وزارة الثقافة - مطابع الهيئة العامة السورية للكتاب، سوريا، الطبعة الأولى، 2010.
- 85- واثق علي الموسوي، الاستقرار الاقتصادي الصناديق السيادية، الربح، الموازنة العامة، السوق، ج1، دار الأيام للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2016.
- 86- واثق علي الموسوي، الاستقرار الاقتصادي الصناديق السيادية، الربح، الموازنة العامة، السوق، ج2، دار الأيام للنشر والتوزيع عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2016.
- 87- وحيد مهدي عامر، السياسات النقدية والمالية والاستقرار الاقتصادي (النظرية والتطبيق)، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2010.
- 88- وليام هلال وكينيث ب. تايلر، اقتصاد القرن الواحد والعشرين: افاق اقتصادية - اجتماعية لعالم متغير، ترجمة حسن عبد الله بدر وعبد الوهاب حميد رشيد، المنظمة العربية للترجمة بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2009.
- 89- وليد عبد الحميد عايب، الاثار الاقتصادية الكلية لسياسة الانفاق الحكومي " دراسة تطبيقية قياسية لنماذج التنمية الاقتصادية"، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2010.
- 90- يسرى محمد أبو العلا، علم الاقتصاد، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى 2007.

III- الكتب باللغة الأجنبية

- 1- Andrew B. Abel and Others, **MACROECONOMICS**, Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, USA, Seventh Edition, 2011.
- 2- David Andolfatto, **Macroeconomic Theory and Policy – Preliminary Draft**–, Simon Fraser University, CANADA, 2005.
- 3- DAVID ROMER **ADVANCED MACROECONOMICS**, library of congress cataloging-in-publication data (USA), USA, 1996.
- 4- Massimiliano Castelli Fabio Scacciavillani, **The New Economics of Sovereign Wealth Funds**, TJ International's headquarters in Padstow, Cornwall, United Kingdom, the Edition First, 2012.
- 5- N.GREGORY MANKIW and WILLIAM SCARTH, **MACROECONOMICS**, Worth Publishers, CANADA, Fourth Edition, 2011
- 6- N.GREGORY MANKIW, **MACROECONOMICS**, Worth Publishers NEW YORK, USA, Seventh Edition, 2005.
- 7- Olivier Blanchard, **MACROECONOMICS**, Pearson Education, USA, Seventh Edition, 2017.
- 8- RUDGER DORNBUSCH and STANLEY FISHER, **MACROECONOMICS**, USA, Sixth Edition, 1994.

IV- أطروحات الدكتوراه ورسائل الماجستير

- 1- إبراهيم العبد حسين سمور، **أثر السياسات التجارية على أداء الاقتصاد الفلسطيني: دراسة حالة القطاع الصناعي (1994-2012)**، رسالة ماجستير في العلوم التجارية برنامج اقتصاديات التنمية، الجامعة الإسلامية غزة فلسطين، كلية التجارة، 2013.
- 2- احمد ضيف، **أثر السياسة المالية على النمو الاقتصادي المستديم في الجزائر (2012-1989)**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، قسم العلوم الاقتصادية، 2014-2015.
- 3- ادريس عبدلي، **فعالية السياسة المالية وأثرها على النشاط الاقتصادي في الجزائر - دراسة اقتصادية وقياسية للفترة (1964-2014)**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد كمي، جامعة المدية، كلية العلوم الاقتصادية، 2015-2016.
- 4- آمنة بن دحمان، **التطور المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية - دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 25 دولة خلال الفترة 1989-2014**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية شعبة اقتصاد نقدي ومالي تخصص مالية، جامعة تلمسان، كلية العلوم الاقتصادية، 2015-2016.

المصادر والمراجع

- 5- إيمان محمود عبد اللطيف، الازمات المالية العالمية الاسباب والاثار والمعالجات، اطروحة دكتوراه في الفلسفة الاقتصادية، جامعة سانت كليمنتس العالمية العراق قسم الاقتصاد العام، قسم الاقتصاد العام، 2011.
- 6- بختة سعدي، أثر دور الدولة على برامج الإصلاح الاقتصادي في الجزائر لفترة 1990-2009، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 03، كلية العلوم الاقتصادية، 2012-2013.
- 7- بن عودة حساني، الصناديق السيادية ومتطلبات انشاء صندوق سيادي للجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم التجارية، جامعة وهران 02، قسم العلوم التجارية، 2018-2019.
- 8- بوجمعة قويدري قوشيح، انعكاسات تقلبات اسعار البترول على التوازنات الاقتصادية الكبرى، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية، 2008-2009.
- 9- جمال بن دعاس، التكامل الوظيفي بين السياستين النقدية والمالية " دراسة مقارنة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، أطروحة دكتوراه في العلوم الإسلامية تخصص سياسة شرعية، جامعة باتنة، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، 2009-2010.
- 10- دليلة بن عمارة، صناديق الثروة السيادية والأسواق المالية الدولية (حالة صندوق ضبط الإيرادات الجزائري الواقع والافتقار)، أطروحة دكتوراه ل م د في العلوم الاقتصادية تخصص ممارسات الأسواق المالية، جامعة مستغانم، قسم العلوم الاقتصادية، 2018 - 2019.
- 11- سارا عبد القادر حسن محمد فاضل، أثر السياسة المالية على التوازن الاقتصادي في السودان خلال الفترة (1982-2015)، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة النيلين، السودان، قسم الاقتصاد، 2017.
- 12- سكبنة بويلى، الفكر الاقتصادي عند ابن خلدون والمقرزي -دراسة تحليلية مقارنة في ظل النظريات الاقتصادية العالمية، اطروحة دكتوراه علوم في العلوم الإسلامية تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة باتنة 1، كلية العلوم الإسلامية، 2014-2015.
- 13- سمير دحمان بواعلي، محددات دالة الانتاج وسياسات الحد من الدورة الاقتصادية -دراسة قياسية اقتصادية لحالة الجزائر 1970-2005، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، قسم العلوم الاقتصادية، 2006.
- 14- سيد احمد زناقي، السياسة النقدية لتحقيق استقرار اقتصادي - حالة الجزائر 2003-2014، اطروحة دكتوراه علوم اقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، قسم العلوم الاقتصادية، 2015-2016.
- 15- سيد احمد كبداني، أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية: دراسة تحليلية وقياسية، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد، جامعة تلمسان، كلية العلوم الاقتصادية، 2012-2013.
- 16- شهاب اليمي، فعالية أدوات السياسة المالية في توجيه النشاط الاقتصادي دراسة قياسية لحالة الجزائر (2000-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الاغواط، كلية العلوم الاقتصادية، 2018-2019.
- 17- طارق رقاب، تأثير التكامل بين السياسة النقدية والمالية على البطالة في الجزائر دراسة اقتصادية قياسية للفترة (1990-2015)، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية تخصص مالية وبنوك، جامعة المدية، كلية العلوم الاقتصادية، 2017-2018.

المصادر والمراجع

- 18- عبد الحفيظ صدقي، التضخم الركودي في الجزائر مدى فعالية السياسة المالية والنقدية في علاجه خلال الفترة (2012-1985)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، قسم العلوم الاقتصادية، 2014-2015.
- 19- عبد الرحمان روابح، أثر الازمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد دولي، جامعة بسكرة، قسم العلوم الاقتصادية، 2017-2018.
- 20- عبد الرزاق كبوط، تأثير سعر الفائدة على الاستقرار الاقتصادي، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد مالي، جامعة الجزائر 03، قسم العلوم الاقتصادية، 2014-2015.
- 21- عبد الكريم بريشي، دور الضريبة في إعادة توزيع الدخل الوطني: دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1988-2014، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، قسم العلوم الاقتصادية، 2013-2014.
- 22- عبد الكريم سليمان، دور صناديق الثروة السيادية في ترشيد الإيرادات النفطية العربية مع الإشارة حالة أبو ظبي، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، قسم العلوم الاقتصادية، 2013-2014.
- 23- عبد الوحيد صرارمة، تدخل الدولة في ظل الانتقال الى اقتصاد السوق مداه وحدوده، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد التنمية، جامعة قسنطينة، 2006-2007.
- 24- فاطيمة الزهرة ديش، دور السياسة النقدية والمالية في الحد من الازمات الاقتصادية دراسة حالة ازمة الديون السيادية في منطقة الأورو، اطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة تلمسان، كلية العلوم الاقتصادية، 2017-2018.
- 25- كريم بودخدوخ، اتجاه السياسة الاقتصادية في تحقيق النمو الاقتصادي بين تحفيز الطلب او تطوير العرض دراسة حالة الجزائر 2001-2014، اطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، قسم علوم التسيير، 2014-2015.
- 26- محمد عبد المومن، السياسة الاقتصادية بين أدوات السياسة المالية وأدوات السياسة النقدية حالة الجزائر (1963-2011)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تسيير، جامعة الجزائر 03، قسم علوم التسيير، 2015-2016.
- 27- مريم زرقاطة، أثر الحوكمة على أداء الصناديق السيادية في الاسواق المالية- دراسة مقارنة بين صندوق المعاشات الحكومي في النرويج وصندوق ضبط الموارد في الجزائر، اطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 01، كلية العلوم الاقتصادية، 2017-2018.
- 28- مسعود دراوسي، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر 1990-2004، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، قسم العلوم الاقتصادية، 2005-2006.
- 29- مسعود ميهوب، دراسة قياسية لمؤشرات الاستقرار الاقتصادي الكلي في الجزائر في ضوء الإصلاحات الاقتصادية للفترة بين: (1990-2015)، اطروحة دكتوراه في العلوم التجارية تخصص علوم تجارية، جامعة المسيلة، قسم العلوم التجارية، 2016-2017.
- 30- مصعب عبد العالي ثامر حسين، تنمية الاقتصاد العراقي بين تقلبات العوائد النفطية وتنوع الاقتصاد لمدة 2003-2015، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة القادسية العراق، كلية الإدارة والاقتصاد، 2017.

المصادر والمراجع

- 31- مونية ركراك، أثر النمو الاقتصادي على سوق العمل في الجزائر، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد عالمي، جامعة تلمسان، كلية العلوم الاقتصادية، 2017-2018.
- 32- نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في تمويل الدول النفطية الواقع والافاق مع الاشارة الى حالة الجزائر، اطروحة دكتوراه في العلوم التسيير فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، قسم التسيير، 2010-2011.
- 33- نجاة مسمش، الاقتصاد الموازي والاستقرار الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر 1980-2014، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، قسم العلوم الاقتصادية، 2017-2018.
- 34- نسيمه حاج موسى، دور صناديق الثروة السيادية في دعم الاستقرار المالي- دراسة ازمة الرهن العقاري-، اطروحة دكتوراه علوم اقتصادية تخصص اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة بومرداس، شعبة العلوم الاقتصادية، 2014-2015.
- 35- نوة بن يوسف، تأثير التضخم على المتغيرات الاقتصادية الكلية دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة (1970-2012)، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد تطبيقي، جامعة بسكرة، قسم العلوم الاقتصادية، 2015-2016-2016.
- 36- هاجر يحي، سياسات ترشيد دور صناديق الثروة ال سيادية في إطار مبادئ سننباغو "دراسة حالة الانتقال من صندوق ضبط الموارد الى صندوق سيادي في الجزائر"، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص مالية بنوك وتأمينات، جامعة سطيف 01، قسم العلوم الاقتصادية، 2016-2017.

V- أطروحات باللغة الأجنبية

- 1- Idriss Marin Alaoui, Sovereign Wealth Funds, thesis, Academic Program: Grande Ecole Program – Finance Major Paris, France, 2012.

VI- مقالات ومدخلات باللغة العربية

- 1- احمد ياسين عبد وآخرون، دور الصناديق السيادية في استثمار الفوائض النفطية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العراق، العدد 49، ص ص 153-188، سنة 2016.
- 2- اديب قاسم شندي، قياس العلاقة التبادلية بين عرض النقد ومؤشرات الاستقرار الاقتصادي في العراق في المدة (1980-2013)، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية جامعة واسط، العراق، العدد 21، ص ص 4-33، 2016.
- 3- أيسر ياسين فهد، تقييم الصناديق السيادية في دول مختارة واختبار الانموذج الامثل للتطبيق على الاقتصاد العراقي، وقائع مؤتمر البيان السنوي الأول، مركز البيان للدراسات والتخطيط بغداد، العراق، ص ص 7-35، 2017.
- 4- باقر كرجي حبيب ورزاق محمد عيسى، تقييم التجربة النرويجية في إطار صناديق الثروة السيادية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية جامعة القادسية، العراق، المجلد 11 العدد 03، ص ص 416-489، 2019.

المصادر والمراجع

- 5- بتول مطر الجبوري ودعاء محمد الزامل، دور الانفاق الحكومي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في العراق للمدة 2003-2012، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، العراق، المجلد 16 العدد 01، ص ص 190-202، 2014.
- 6- بلقاسم زابري، دور صناديق الثروة السيادية في تطوير التمويل الإسلامي في ظل تطورات الاقتصاد السياسي الخليجي، منشورات دائرة الشؤون الاسلامية والعمل الخيري بدبي - منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، الامارات العربية، 2015.
- 7- بوبكر ساخي، صناديق الثروة السيادية ودورها في معالجة الازمة المالية الحالية، مجلة الابحاث الاقتصادية جامعة البليدة 2، الجزائر، العدد 10، ص ص 177-194، جوان 2014.
- 8- جاسم المناعي، ظاهرة صناديق الثروات السيادية..... مرة أخرى، منشورات صندوق النقد العربي، 25 مارس 2008.
- 9- جعفر طالب محمد وعقيل حميد سلمان، الصناديق السيادية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية جامعة واسط، العراق، العدد 28، 2018.
- 10- حاتم مهران، التضخم في دول مجلس التعاون الخليجي ودور صناديق النفط في الاستقرار الاقتصادي، منشورات معهد التخطيط العربي، API/WPS0702، 2011.
- 11- حامد عبد الحسين الجبوري، دور الصناديق السيادية في حماية الاقتصاد الأحادي - النرويج أنموذجاً، مركز الفرات للتنمية والدراسات الاستراتيجية. الموقع الالكتروني: <http://fcds.com/economical/800>، تاريخ الاطلاع عليه 2020/02/26 الساعة 21:58.
- 12- حكيم شبوطي وسمير محي الدين، دور صناديق الثروة السيادية في تعزيز التنمية الاقتصادية وتنوع مصادر الدخل دراسة تجربة امارة دبي "مؤسسة دبي للاستثمارات الحكومية"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية جامعة الوادي، الجزائر، العدد 10 الجزء 01، ص ص 102-115، 2017.
- 13- حكيم شنوف وكريمو دراجي، نظرة على صناديق الثروة السيادية النفطية العربية، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية جامعة الجزائر 03، الجزائر، المجلد 06 العدد 03، ص ص 1251-1276، 2017.
- 14- حمزة ضويفي، دور صندوق ضبط الموارد في إدارة المداخل البترولية وتمويل عجز الخزينة، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية جامعة البليدة 2، الجزائر، المجلد 06 العدد 03، ص ص 129-140، 2015.
- 15- حميد قروي وحمزة بن لشهب، الانفاق ودوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بالجزائر خلال الفترة 2000-2017، مجلة معارف، جامعة البويرة، الجزائر، السنة الثالثة عشر العدد 24، ص ص 166-186، 24 جوان 2018.
- 16- حياة بن اسماعين، الصناديق السيادية الخليجية من ...الى ...أين...؟، مجلة العلوم الانسانية جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 29، ص ص 81-96، 2013.
- 17- رضا عبد السلام علي، اقتصاديات استثمار الفوائض النفطية: دراسة مقارنة وتطبيقية على السعودية، مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية- سلسلة دراسات استراتيجية، العدد 138، 2008.
- 18- رعد محمد نجم وسوزان محمد عز الدين، مدى توافق تنمية العراق لمتطلبات صناديق الثروة السيادية -دراسة تحليلية للإطار القانوني والهيكل المؤسسي وفق معايير سانتياغو، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية جامعة بغداد، العراق، المجلد 22 العدد 87، ص ص 214-241، 2016.

- 19- رفيقة بن عيشوية، صناديق الثروة السيادية: المخاوف وتحديات الحوكمة، مجلة الاقتصاد الجديد جامعة خميس مليانة، الجزائر، العدد 13 المجلد 02، ص ص 248-235، 2015.
- 20- رمضان بطوري، قراءة في دور صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة "مبادلة للتنمية" أنموذجاً، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، جامعة تيسة، الجزائر، مجلد1، العدد 1، ص ص 85-63، 2016.
- 21- زهير بن دعاس ونريمان رقوب، صندوق ضبط الموارد الجزائري بين مطرقة تطاير أسعار النفط وسندان العجز الموازي، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير جامعة وجدة، المغرب، العدد السابع، ص ص 93-69، 2019.
- 22- السبتي وسيلة، نسرين كزيز، دور صناديق الثروة السيادية في دعم السياسة المالية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 12، ص ص 344-333، 2017.
- 23- سعدية بلقسام، الاستقرار الكلي والنمو الاقتصادي - دراسة قياسية لعينة من الدول خلال الفترة 1980-2005 باستخدام برنامج 7 Eviews ومعطيات بانيل، مجلة الاقتصاد والاحصاء التطبيقي المدرسة الوطنية العليا للاحصاء والاقتصاد التطبيقي القليعة، الجزائر، العدد 02 مجلد13، ص ص 53-35، 2016.
- 24- سفين بيرينت، حين يتكلم المال: صناديق الثروة السيادية العربية في خطاب العولمة، أوراق كارنيغي للشرق الأوسط بيروت، لبنان، العدد 12، اكتوبر 2012.
- 25- سليم مجلخ وكمال حمانة، صناديق الثروة السيادية وعلاقتها بالازمة المالية والاقتصادية العالمية- دراسة حالة الجزائر، مجلة مركز دراسات الكوفة، العراق، العدد 37، ص ص 300-269، 2015.
- 26- سليمان زاوي فرحات ومحمد حشماوي، الصناديق السيادية كخيار بديل لاستغلال الإيرادات النفطية الجزائرية (التجربة النرويجية نموذجا)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية جامعة الوادي، الجزائر، العدد 09 المجلد 02، ص ص 180-160، 2016.
- 27- سمير دحمان بواعلي وعبد الكريم البشير، نظريات الدورات الاقتصادية الحديثة وصراع السياسات الاقتصادية - دراسة نظرية تحليلية لتطور نظريات الدورات الاقتصادية وسياساتها، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا جامعة الشلف، الجزائر، العدد 16، ص ص 26-1، السادسي الاول 2017.
- 28- سهام جلولي ومحمد راتول، إدارة صناديق الثروة السيادية في الدول العربية واقع وفاق، مجلة دفاتر بوداكس جامعة مستغانم، الجزائر، العدد 04، ص ص 106-80، 2015.
- 29- شريف شعبان مبروك، صناديق الثروة السيادية بين التحديات الغربية والافاق الخليجية، مركز الامارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية- سلسلة دراسات استراتيجية-، العدد 146، ص ص 1-100، 2009.
- 30- شعبان فرج ومريم دباغي، صناديق الثروة السيادية ومساهمتها في رسم المشهد المالي العالمي، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي الثالث حول: الصناديق السيادية بجامعة خميس مليانة، يومي 29 و30 افريل 2015، الجزائر.
- 31- عباس فرحات ووسيلة سعود، حوكمة الصناديق السيادية -دراسة تجربة النرويج والجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة برج بوعريريج، الجزائر، العدد 04، ص ص 15-9، ديسمبر 2015.
- 32- عبد الحق بوعتروس، الاستراتيجيات الاستثمارية لصناديق الثروة السيادية (دراسة تحليلية)، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة الوادي، الجزائر، العدد 9 و10، ديسمبر 2012.
- 33- عبد الرحمان بن سانية، أثر عدم الاستقرار السياسي على مؤشرات اداء الاقتصاد الكلي - الاقتصاد المصري نموذجا -، مجلة الواحات للبحوث والدراسات جامعة غرداية، الجزائر، العدد 18، ص ص 148-140، 2013.

- 34- عبد الفتاح دحمان وعبد الغني حدادي، فعالية صندوق ضبط الموارد في إدارة الفوائض النفطية في الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية جامعة بشار، الجزائر، العدد 06، ص ص 60-74، 2016.
- 35- عبد الله بلوناس ونسيمة حاج موسى، واقع صناديق الثروة السيادية العربية في ظل أزمة الرهن العقاري، مداخلة في مؤتمر العلمي السادس: التحديات التي تواجه منظمات الأعمال المعاصرة الأزمة المالية العالمية والآفاق المستقبلية بجامعة فيلادلفيا، يومي 14 و15 ماي 2009، الولايات المتحدة الأمريكية.
- 36- عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا جامعة الشلف، الجزائر، العدد 06، ص ص 1-16، 2006.
- 37- عبدالصمد سعودي، دور صندوق ضبط الموارد في تمويل عجز الميزانية العامة في الجزائر (2000-2018)، مجلة دراسات اقتصادية جامعة قسنطينة2، الجزائر، المجلد 06 العدد 02، ص ص 62-85، 2019.
- 38- عثمان علام ووعيل ميلود، المدخل النظرية للصناديق السيادية ومكانتها في الاقتصاد العالمي، مداخلة في المنتدى العلمي الدولي الثالث حول: الصناديق السيادية بجامعة خميس مليانة، يومي 29 و30 افريل 2015، الجزائر.
- 39- عقبة عبد اللاوي ونور الدين جوادي، الزكاة كآلية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي «دراسة تحليلية وفقا لنماذج الاقتصاد الكلي»، مجلة الواحات للبحوث والدراسات جامعة غرداية، الجزائر، العدد 12، ص ص 531-551، 2011.
- 40- عماد تكواشت وسهيلة بغنة، دور الصناديق السيادية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -صندوق التنمية الصناعية السعودي نموذجا-، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية جامعة المدينة، الجزائر، العدد 05، ص ص 156-178، افريل 2016.
- 41- عمار جعفري والظاهر بعلة، صناديق الثروة السيادية: ادارة الثروة في زمن الازمات التجربة الامارتية نموذجا، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية جامعة تسميسيلت، الجزائر، العدد 01، ص ص 142-154، مارس 2017.
- 42- عمر ولد عابد، صناديق الثروة السيادية كآلية لتطوير التمويل الاسلامي-رؤية مستقبلية-، مجلة الادارة والتنمية للبحوث والدراسات جامعة البلدة 2، الجزائر، العدد 13، ص ص 132-146، جوان 2018.
- 43- عيادة سعيد حسين ومصطفى سامي خلف، صناديق الثروة السيادية وأثرها على اقتصادات الدول: تجارب دول مختارة مع إشارة خاصة للعراق، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 9 العدد 19، ص ص 85-103، 2017.
- 44- عيسى محمد الغزالي، التصحيح الهيكلي، منشورات المعهد العربي للتخطيط، العدد 31 السنة الثالثة، 2004.
- 45- غنية مجاني، ياسين قريسي، أثر أزمة انهيار اسعار المحروقات على صناديق الثروة السيادية -دراسة قياسية في الفترة ما بين سبتمبر 2007 وديسمبر 2015 -، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية جامعة الوادي، الجزائر، العدد 10 الجزء 03، ص ص 33-49، 2017.
- 46- عبد المجيد قدي، الصناديق السيادية والأزمة المالية الراهنة، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا جامعة الشلف، الجزائر، المجلد 05 العدد 06، ص ص 1-16، 2009.
- 47- كمال العقريب، تقييم واقع ودور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد العالمي، مجلة الاقتصاد الجديد جامعة خميس مليانة، الجزائر، العدد 10 مجلد 01، ص ص 115-136، 2014.
- 48- ماجد عبد الله المنيف، صناديق الثروة السيادية ودورها في ادارة الفوائض النفطية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، العدد 47، ص ص 53-72، صيف 2009.

- 49- محمد بن عزة وجهيدة العياطي، برامج الانفاق الحكومي ودورها في تحقيق الاهداف الاقتصادية تحليل اقتصادي اعتمادا على نظرية المربع السحري لKaldor ومعالجة البيانات وفق نموذج VAR لحالة الجزائر، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، المركز الديمقراطي العربي برلين، ألمانيا، العدد 01، ص ص 84-106، افريل 2018.
- 50- محمد جعفر هني، صناديق الثروة السيادية من منظور إسلامي، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا جامعة الشلف، الجزائر، العدد 13، ص ص 1-24، 2015.
- 51- محمد ساحل وعبد الحق بن نفات، دور صناديق الثروة السيادية في تحقيق الاستثمار الاجنبي المباشر - دراسة تحليلية -، مجلة المعيار المركز الجامعي تيسمسيلت، الجزائر، المجلد 02 العدد 02، ص ص 445-461، 2018.
- 52- محمد عماد عبد العزيز، امكانية تطبيق صناديق الثروة السيادية كاحد وسائل تنوع مصادر الدخل الوطنية في العراق (رؤيا مستقبلية)، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، العراق، مجلد العدد 37، ص ص 145-164، 2017.
- 53- مريم بوكابوس، الدور التنموي لصناديق الثروة السيادية - دراسة حالة الجزائر -، مجلة دراسات العدد الاقتصادي جامعة الاغواط، الجزائر، المجلد 04 العدد 02، ص ص 245-265، 2013.
- 54- مسعود دراوسي، مفهوم التوازن والاستقرار في الفكر الاقتصادي مع اشارة خاصة للتوازن الاقتصادي العام للجزائر، مجلة معهد العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 03، الجزائر، المجلد 10 العدد 01، ص ص 135-154، 2006.
- 55- مشتاق ه. خان، سياسات الاستثمار والتقنية، مذكرات توجيهية في السياسات والاستراتيجيات الإنمائية الوطنية، ادارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية بالأمم المتحدة (UNDESA) نيويورك، الولايات المتحدة الأمريكية، 2007.
- 56- مظهر محمد صالح قاسم، السياسة النقدية للعراق بناء الاستقرار الاقتصادي الكلي والحفاظ على نظام مالي سليم، منشورات البنك المركزي العراقي، 2012.
- 57- مظهر محمد صالح، صناديق الثروة السيادية: تقييم اولي لتجربة صندوق تنمية العراق، منشورات البنك المركزي العراقي، 2008.
- 58- مناف قومان، رؤية استراتيجية حول استثمارات صناديق الثروة السيادية العربية، <https://www.noonpost.org/content/19018>، تاريخ الاطلاع عليه 2016/08/06 الساعة 15:51.
- 59- نادر الكثيري واخرون، إدارة صناديق استقرار الإيرادات النفطية: إطار لوضع السياسات، مركز الملك عبد الله للدراسات والبحوث البترولية (كابسارك)، السعودية، 2017.
- 60- نادية مغني شكور، حسابات التخصيص الخاص في النظام الموازني الجزائري: تشخيص - آفاق وتحديات، مجلة دراسات اقتصادية جامعة قسنطينة 2، الجزائر، المجلد 05 العدد 01، ص ص 163-185، 2018.
- 61- ناصر المهدي، استثمار الصناديق السيادية العربية في الخارج والازمة الاقتصادية العالمية، مجلة الاقتصاد الجديد جامعة خميس مليانة، الجزائر، العدد 04، ص ص 173-190، سبتمبر 2012.
- 62- نبيل بوفليح وعبد القادر لعاطف، فعالية صندوق ضبط الموارد كاداة لتوظيف مداخيل الثروة البترولية في الجزائر، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي: التنمية المستدامة والكفاءة الاستخدامية للموارد المتاحة بجامعة سطيف، يومي 08 و 09 أفريل 2008، الجزائر.

- 63- نبيل بوفليح، دور الذكاء الاقتصادي في تحسين اداء صناديق الثروة السيادية "صندوق الثروة السيادي النرويجي نموذجاً، مداخلة في الملتقى الدولي السادس حول الذكاء الاقتصادي والتنافسية المستدامة في منظمات الاعمال الحديثة بجامعة الشلف يومي 06 و 07 نوفمبر 2012، الجزائر.
- 64- نبيل بوفليح، دور الصناديق السيادية في معالجة الازمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز دراسات الوحدة العربية، العددان 48 و 49، ص ص 92-104، خريف 2009 وشتاء 2010.
- 65- نبيل بوفليح، صندوق ضبط الموارد في الجزائر اداة لضبط وتعديل الميزانية العامة في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، العدد الأول، ص ص 237-263، بدون سنة.
- 66- نبيل بوفليح، فعالية صناديق الثروة السيادية كأداة لتسيير مداخيل النفط في الدول العربية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة الشلف، الجزائر، العدد 04، 2010.
- 67- هاجر يحي، تقييم مدى التزام صناديق الثروة السيادية بمبادئ سانتياغو "دراسة حالة صندوق معاشات التقاعد الحكومي العالمي -النرويج- وصندوق ضبط الموارد - الجزائر -، مجلة الاقتصاد الجديد جامعة خميس مليانة، الجزائر، العدد 16 مجلد 01، ص ص 249-276، 2017.
- 68- الهام محمد واثق وسعد سلمان المعيني، متطلبات الشفافية والافصاح عن صناديق الثروة السيادية في ظل مبادئ سانتياغو، مجلة العلوم القانونية جامعة بغداد، العراق، عدد خاص، ص ص 1- 26، 2016.
- 69- هبة عبد المنعم، اداء الاقتصاديات العربية خلال العقدين الماضيين ملامح وسياسات الاستقرار، منشورات صندوق النقد العربي، 2012.
- 70- هزاع داود سلمان ومحمد ناجي محمد، الصناديق السيادية ودورها في الاقتصاد العالمي، مجلة اداب الكوفة كلية الاداب الكوفة، العراق، المجلد 01 العدد 11، ص ص 183- 228، 2012.
- 71- هشام حنضل عبد الباقي، رؤية لتفعيل دور صناديق الثروة السيادية لتجنب الازمات المالية والاقتصادية في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة التعاون، الامانة العامة لمجلس التعاون لدول الخليج العربي، السنة الثالثة والعشرون العدد 69، ص ص 19-53، مارس 2010.

VII- مطبوعات دروس

- 1- محمد صلاح، الاقتصاد الكلي، محاضرات وتمارين محلولة، مطبوعة دروس، جامعة المسيلة، 2015-2016.
- 2- صالح مفتاح، المالية الدولية، مطبوعة دروس في مقياس المالية الدولية، جامعة المسيلة، 2005-2006.
- 3- عبد الرزاق نذير، السياسات الاقتصادية الكلية، مطبوعة موجهة لطلبة العلوم الاقتصادية سنة أولى ماستر تخصص اقتصاد بنكي، جامعة المسيلة، 2017-2018.

VIII- مقالات وبحوث باللغة الأجنبية

- 1- A.Blundell-Wignall, and Others, Sovereign Wealth and Pension Fund Issues, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 14, OECD Publishing, 2008.

- 2- Aaron Brown and Others, **Macrofinancial Linkages of the Strategic Asset Allocation of Commodity-Based Sovereign Wealth Fund**, IMF Working Paper (WP/10/9), Monetary and Capital Markets Department, 2010.
- 3- Abdullah Al-Hassan and Other, **Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management**, IMF Working Paper (WP/13/231), Monetary and Capital Markets Department, 2013.
- 4- Adrian Orr, **Dealing with Disruption: IFSWF Annual Review 2017**, Bocconi University.
- 5- Afshin Mehrpouya, **Instituting a transnational accountability regime: The case of Sovereign Wealth Funds and “GAPP**, Accounting, Organizations and Society44, P 15–36, United Kingdom, 2015.
- 6- Alan Gelb and others, **Sovereign Wealth Funds and Long-Term Development Finance**, Policy Research Working Paper (WPS) 6776, The World Bank & Sustainable Development Network, 2014.
- 7- Alberto Dreassi and Others, **Sovereign pension and social security reserve funds: A portfolio analysis**, Global Finance Journal34, P 43–53, Netherlands, 2017.
- 8- Alessio Ciarlone and Valeria Miceli, **Escaping financial crises? Macro evidence from sovereign wealth funds’ investment behavior**, Emerging Markets Review27, P 169–196, Netherlands, 2016.
- 9- Allie E. Bagnall and Edwin M. Truman, **IFSWF Report on Compliance with the Santiago Principles: Admirable but Flawed Transparency**, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics, Number P B 11–14, 2011.
- 10-Allie E. Bagnall and Edwin M. Truman, **Progress on Sovereign Wealth Fund Transparency and Accountability: An Updated SWF Scoreboard**, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics, NUMBER PB13–19, 2013.
- 11-Bernardo Bortolotti and Others, **The Rise of Collaborative Investing Sovereign Wealth Funds’ New Strategies in Private Markets**, Bocconi University and Boston Consulting Group, 2019.
- 12-Bernardo Bortolotti and Victoria Barbary, **Follow the Money SOVEREIGN WEALTH FUND ANNUAL REPORT 2011**, University of Commerce Luigi Bocconi.
- 13-Bernardo Bortolotti, **Cautious change Sovereign Wealth Fund Annual Report 2012**, University of Commerce Luigi Bocconi.
- 14-Bernardo Bortolotti, **HUNTING UNICORNS Sovereign Wealth Fund Annual Report 2016**, Bocconi University.
- 15-Bernardo Bortolotti, **The Great Reallocation Sovereign Wealth Fund Annual Report 2013**, University of Commerce Luigi Bocconi, 2014.

- 16–Bernardo Bortolotti, **The Sky Did Not Fall Sovereign Wealth Fund Annual Report 2015**, Bocconi University, 2016.
- 17–Bernardo Bortolotti, **Towards a New Normal Sovereign Wealth Fund Annual Report 2014**, University of Commerce Luigi Bocconi, 2015.
- 18–Caroline Nowacki and Ashby Monk, **SOVEREIGN INVESTORS: UNDERSTANDING THE GIANTS OF THE FINANCIAL WORLD**, https://www.researchgate.net/publication/324774196_SOVEREIGN_INVESTORS_UNDERSTANDING_THE_GIANTS_OF_THE_FINANCIAL_WORLD, 2017.
- 19–Cornelia Hammer and Others, **Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices**, IMF Working Paper (WP/08/254), Monetary and Capital Markets Department, 2008.
- 20–Cristina Figaredo, **the Government Pension Fund Global (GPF), in Norway, Case Study: Great Policy Successes**, www.centreforpublicimpact.org/case-study/government-pension-fund-global-gpfg-norway/, 2019.
- 21–EDWIN M. TRUMAN, **Four Myths about Sovereign Wealth Funds**, PIIE (PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS), <https://www.piie.com/commentary/op-eds/four-myths-about-sovereign-wealth-funds>, 2008.
- 22–Edwin M. Truman, **Implementation of the Santiago Principles for Sovereign Wealth Funds: A Progress Report**, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics, NUMBER PB13-31, 2013.
- 23–Edwin M. Truman, **Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different?** Working Paper Series (W P), Peterson Institute for International Economics, 2011.
- 24–Fabio Bertoni and Stefano Lugo, **The effect of sovereign wealth funds on the credit risk of their portfolio companies**, Journal of Corporate Finance 27, P 21–35, Netherlands, 2014.
- 25–Florence Eid and Head of MENA, **Where fore Arabian SWfs?** , Pantera. CITY OF LONDON / OECD CONFERENCE, 31March 2008.
- 26–Hélène Raymond and Others, **Exchange rate misalignments in energy-exporting countries: Do sovereign wealth funds matter?**, International Economics 152, P 124–144, Netherlands, 2017.
- 27–INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG), **Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices “Santiago Principles”**, october2008.
- 28–Irene Monasterolo and Marco Rabertoc, **The EIRIN Flow-of-funds Behavioral Model of Green Fiscal Policies and Green Sovereign Bonds**, Ecological Economics 144, P 228–243, Netherlands, 2018.

- 29–J.–F. Carpentier and W.N. Vermeulen, **Emergence of sovereign wealth funds**, Journal of Commodity Markets11, P 01–21, Netherlands, 2018.
- 30–Javier Santiso and Others, **Sovereign Wealth Funds 2016**, Publications ie Foundation and ICEX INVESTIN SPAIN, SPAIN, 2016.
- 31–Javier Santiso and Others, **Sovereign Wealth Funds 2017**, Publications ie Foundation and ICEX INVESTIN SPAIN, SPAIN, 2017.
- 32–Javier Santiso and Others, **Sovereign Wealth Funds 2018**, Publications ie Foundation and ICEX INVESTIN SPAIN, SPAIN, 2018.
- 33–Javier Santiso, Sovereign Development Funds: **Key financial actors of the shifting wealth of nations**, OECD Emerging Markets Network Working Paper (WP), 2008.
- 34–Kamiar Mohaddes and Mehdi Raissi, **Do Sovereign Wealth Funds Dampen the Negative Effects of Commodity Price Volatility?**, Journal of Commodity Markets08, P 18–37, Netherlands, 2017.
- 35–Kathryn L.Dewenter and Others, **Firm values and sovereign wealth fund investments**, Journal of Financial Economics98, P 256–278, Netherlands, 2010.
- 36–KEITH BLACK, **Investment Strategies OF Sovereign Wealth Funds**, CAIA ASSOCIATION, https://www.caia.org/sites/default/files/sws/SWF_2016.pdf, 2016.
- 37–Khalid A. Alsweilem and Others, **Sovereign investor models: Institutions and policies for managing sovereign wealth**, Report, Harvard Kennedy School, USA, 2015.
- 38–Mark Allen and Jaime Caruana, **Sovereign Wealth Funds, A Work Agenda**, Prepared by the Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments In collaboration with other departments, IMF, 2008.
- 39–Mohamed Arouri and Others, **Rationality or Politics? The Color of Black Gold Money**, Quarterly Review of Economics and Finance70, P 62–76, Netherlands, 2018.
- 40–Nicolas Debarsy and Others, **Sovereign wealth funds’ cross–border investments: Assessing the role of country–level drivers and spatial competition**, Journal of International Money and Finance 76, P 68–87, United Kingdom, 2017.
- 41–ORINOLA GBADEBO–SMITH, **The Wealth of Nations: Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds**, article, web/ <https://www.toptal.com/finance/market-research-analysts/sovereign-wealth-funds,2017,15/08/2019>, H 10:35.
- 42–Raj Aggarwal and John W. Goodell, **Sovereign wealth fund governance and national culture**, International Business Review, United Kingdom, P 01–15, 2017.
- 43–Roland Beck and Michael Fidora, **The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets**, Occasional Paper series n° 91, EUROPEAN CENTRAL BANK, 2008.
- 44–Samuel Wills, **Leave the Volatility Fund Alone: Principles for Managing Oil Wealth**, Journal of Macroeconomics Volume 55, P 332–352, USA, 2018.

- 45-Simone Mezzacapo, The so-called "Sovereign Wealth Funds": regulatory issues, financial stability and prudential supervision, Economic Papers 378, European Commission, 2009.
- 46-Stanislaw Martinek, Sovereign wealth funds – Driving growth of the nuclear power sector, Energy Strategy Reviews 18, P 141-149, Netherlands, 2017.
- 47-Ton van den Bremer and Others, The Elephant in the Ground: Managing Oil and Sovereign Wealth, European Economic Review 82, P113-131, USA, 2016.
- 48-Victoria Barbary and Bernardo Bortolotti, Braving the New World: SOVEREIGN WEALTH FUND INVESTMENT IN THE UNCERTAIN TIMES OF 2010, Published by MONITOR COMPANY GROUP, 2011.
- 49-William Miracky and Bernardo Bortolotti, Back on Course SOVEREIGN WEALTH FUND ACTIVITY IN 2009, SWF Annual Report 2009, Published by MONITOR COMPANY GROUP and FONAZION ENI ENRICO MATTEI(FEED), 2010.
- 50-William Miracky and Bernardo Bortolotti, Weathering the Storm SOVEREIGN WEALTH FUNDS IN THE GLOBAL ECONOMIC CRISIS OF 2008, SWF Annual Report 2008, Published by MONITOR COMPANY GROUP and FONAZION ENI ENRICO MATTEI(FEED), April 2009.

IX-القوانين والتقارير والنشريات الإحصائية

- 1- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 99-11 المؤرخ في 1999/12/23، يتضمن قانون المالية لسنة 2000، ج. ر 92 المؤرخة في 1999/12/25.
- 2- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2000-02 المؤرخ في 2000/06/27، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2000، ج. ر 37 المؤرخة في 2000/06/28.
- 3- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2000-06 المؤرخ في 2000/12/23، يتضمن قانون المالية لسنة 2001، ج. ر 80 المؤرخة في 2000/12/24.
- 4- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2001-12 المؤرخ في 2001/07/19، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2001، ج. ر 38 المؤرخة في 2001/07/21.
- 5- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2001-21 المؤرخ في 2001/12/22، يتضمن قانون المالية لسنة 2002، ج. ر 79 المؤرخة في 2001/12/23.
- 6- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، أمر رقم 2002-01 المؤرخ في 2002/02/25، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2002، ج. ر 15 المؤرخة في 2000/02/28.
- 7- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2002-11 المؤرخ في 2002/12/24، يتضمن قانون المالية لسنة 2003، ج. ر 86 المؤرخة في 2002/12/25.

المصادر والمراجع

- 8- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 05-2003 المؤرخ في 14/06/2003، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2003، ج. ر 37 المؤرخة في 15/06/2003.
- 9- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 22-2003 المؤرخ في 28/12/2003، يتضمن قانون المالية لسنة 2004، ج. ر 83 المؤرخة في 29/12/2003.
- 10- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 21-2004 المؤرخ في 29/12/2004، يتضمن قانون المالية لسنة 2005، ج. ر 85 المؤرخة في 30/12/2004.
- 11- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، أمر رقم 05-2005 المؤرخ في 25/07/2005، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2005، ج. ر 52 المؤرخة في 26/07/2005.
- 12- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، أمر رقم 16-2005 المؤرخ في 31/12/2005، يتضمن قانون المالية لسنة 2006، ج. ر 85 المؤرخة في 31/12/2005.
- 13- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، أمر رقم 04-2006 المؤرخ في 15/07/2006، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2006، ج. ر 47 المؤرخة في 19/07/2006.
- 14- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 24-2006 المؤرخ في 26/12/2006، يتضمن قانون المالية لسنة 2007، ج. ر 85 المؤرخة في 27/12/2006.
- 15- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، أمر رقم 03-2007 المؤرخ في 24/07/2007، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2007، ج. ر 47 المؤرخة في 25/07/2007.
- 16- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 12-2007 المؤرخ في 30/12/2007، يتضمن قانون المالية لسنة 2008، ج. ر 82 المؤرخة في 31/12/2007.
- 17- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، أمر رقم 02-2008 المؤرخ في 24/07/2008، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2008، ج. ر 42 المؤرخة في 27/07/2008.
- 18- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 21-2008 المؤرخ في 30/12/2008، يتضمن قانون المالية لسنة 2009، ج. ر 74 المؤرخة في 31/12/2008.
- 19- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، أمر رقم 01-2009 المؤرخ في 22/07/2009، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2009، ج. ر 44 المؤرخة في 26/07/2009.
- 20- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 09-2009 المؤرخ في 30/12/2009، يتضمن قانون المالية لسنة 2010، ج. ر 78 المؤرخة في 31/12/2009.
- 21- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، أمر رقم 01-2010 المؤرخ في 26/08/2010، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2010، ج. ر 49 المؤرخة في 29/08/2010.
- 22- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 13-2010 المؤرخ في 29/12/2010، يتضمن قانون المالية لسنة 2011، ج. ر 80 المؤرخة في 30/12/2010.

المصادر والمراجع

- 23-الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2011-11 المؤرخ في 18/07/2011، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2011، ج. ر 40 المؤرخة في 30/07/2011.
- 24-الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2011-16 المؤرخ في 28/12/2011، يتضمن قانون المالية لسنة 2012، ج. ر 72 المؤرخة في 29/12/2011.
- 25-الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، أمر رقم 2012-03 المؤرخ في 13/02/2012، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2012، ج. ر 08 المؤرخة في 15/02/2012.
- 26-الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2012-12 المؤرخ في 26/12/2012، يتضمن قانون المالية لسنة 2013، ج. ر 72 المؤرخة في 30/12/2012.
- 27-الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2013-08 المؤرخ في 30/12/2013، يتضمن قانون المالية لسنة 2014، ج. ر 68 المؤرخة في 31/12/2013.
- 28-الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2014-10 المؤرخ في 30/12/2014، يتضمن قانون المالية لسنة 2015، ج. ر 78 المؤرخة في 31/12/2014.
- 29-الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، أمر رقم 2015-01 المؤرخ في 23/07/2015، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2015، ج. ر 40 المؤرخة في 23/07/2015.
- 30-الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2015-18 المؤرخ في 30/12/2015، يتضمن قانون المالية لسنة 2016، ج. ر 72 المؤرخة في 31/12/2015.
- 31-الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2016-14 المؤرخ في 28/12/2016، يتضمن قانون المالية لسنة 2017، ج. ر 77 المؤرخة في 29/12/2016.
- 32-الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2017-11 المؤرخ في 27/12/2017، يتضمن قانون المالية لسنة 2018، ج. ر 76 المؤرخة في 28/12/2017.
- 33-الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قانون رقم 2018-13 المؤرخ في 11/07/2018، يتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2018، ج. ر 42 المؤرخة في 15/07/2018.
- 34-تقارير بنك الجزائر من سنة 2000 الى 2019.
- 35-تقرير الأمم المتحدة الخاص بالحقوق الاقتصادية والاجتماعية والثقافية للنرويج لسنة 2004.
- 36-تقارير الأمم المتحدة الخاصة بالصكوك الدولية لحقوق الانسان المعروفة ب" HRI CORE/NOR" لسنتي 2009 و2017.
- 37-تقرير صندوق النقد الدولي 2008 " مما يجعل الاقتصاد العالمي للجميع".
- 38-تقرير الأمم المتحدة " التنمية البشرية 2013 نهضة الجنوب تقدم بشري في عالم التنوع" المنشور في 2013.
- 39-تقرير الأمم المتحدة "تقرير الاستثمار العالمي والاستثمار والاقتصاد الرقمي" المنشور سنة 2017.

المصادر والمراجع

- 40- تقرير الأمم المتحدة الاونكتاد "التجارة والتنمية"، 2008: أسعار السلع الأساسية والتمويل والاستثمار" المنشور سنة 2008.
- 41- تقرير الأمم المتحدة " تقرير الاستثمار العالمي لعام 2011 عرض عام أشكال الإنتاج الدولي والتنمية، غير القائمة على المساهمة في رأس المال" المنشور في جوان 2011.
- 42-تقارير الميزانية الوطنية للنرويج من 2002 الى 2019.
- 43-التقارير الربع سنوية لصندوق التقاعد النرويجي من سنة 2001 الى سنة 2018 من موقع البنك المركزي النرويجي.
- 44-التقارير السنوية لصندوق التقاعد النرويجي من سنة 1998 الى سنة 2018 من موقع البنك المركزي النرويجي.
- 45-بيانات البنك الدولي من 1960 الى 2019
- 46-البيانات الإحصائية للمديرية العامة للتوقعات والسياسات، وزارة المالية من 2000 الى 2019.
- 47- النشرات الإحصائية لبنك الجزائر لسنوات من 2000-2019.
- 48- النشرات الثلاثية للبنك الجزائر لسنوات (2011-2018).
- 49- نشرية صندوق النقد الدولي "كيف يدعم الصندوق استقرار الاقتصاد العالمي" مارس 2015.
- 50- نشرية معهد صندوق الثروة السيادي (SWFI)، " أصل مبادئ سانتياغو تجارب من الماضي؛ توجيه للمستقبل" سنة 2016.
- 51- نشرية معهد صناديق الثروة السيادية (SWFI)، " كيف يقوم (ينفذ او يحقق او ينجز) اعضاء المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية مبادئ سانتياغو بتاريخ نوفمبر 2014.

X- المواقع الالكترونية

- 1- بنك الجزائر
<https://www.bank-of-algeria.dz/>
- 2- وزارة المالية الجزائرية
<http://www.mf.gov.dz/>
- 3- موقع الجريدة الرسمية في الجزائر
<https://www.joradp.dz/HAR/Index.htm>
- 4- البنك الدولي
<https://data.albankaldawli.org/>
- 5- بيانات التنمية العالمية
<https://databank.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/1ff4a498/Popular-Indicators#>
- 6- موقع اقتصاديات التداول (TRADING ECONOMICS): دليل للإحصاءات الاقتصادية
<https://ar.tradingeconomics.com/norway/current-account-to-gdp>

7- منصة (knoema) البيانات العامة والإحصاء وتحليل البيانات، والعروض المرئية

<https://knoema.com/atlas/Norway>

8- البنك المركزي النرويجي

<https://www.nbim.no/en/>

9- منشورات البنك المركزي النرويجي

<https://www.nbim.no/en/publications/reports/>

10- البنك المركزي النرويجي

<https://www.nbim.no/en/>

11- معلومات عن الصندوق السيادي النرويجي من البنك المركزي

<https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>

12- موقع وزارة المالية النرويجية

<https://www.regjeringen.no/en/dep/fin/id216/>

13- برنامج تمثيل مربع كالدور من موقع أكاديمية فرساي

<http://www.ses.ac-versailles.fr/extras/bd/carre/carre.html>

الملاحق

الملحق رقم (1): جدول ترتيب اصول الصناديق الثروة السيادية حسب تقرير مؤسستي:

ICEX-Invest in Spain and IE Business School

الرقم	البلد	اسم الصندوق	قيمة الاصول (مليار دولار)	تاريخ النشأة	مصدر التمويل
1	النرويج	الصندوق الشامل التقاعدي الحكومي	1040	1990	نفط
2	الصين	شركة الاستثمار الصينية	940	2007	غير سلعي
3	الامارات / ابوظبي	هيئة ابوظبي للاستثمار	828	1976	نفط
4	الكويت	هيئة الكويت للاستثمار	595	1953	نفط
5	الصين - هونغ كونغ	حافطة استثمارات السلطة النقدية لهونغ	523	1993	غير سلعي
6	العربية السعودية	الاصول الاجنبية لمؤسسة النقد العربي	506	1971	نفط
7	الصين	شركة الاستثمار سايف	441	1997	غير سلعي
8	سنغافورة	مؤسسة حكومة سنغافورة للاستثمار	378	1981	غير سلعي
9	م العربية السعودية	صندوق الاستثمارات العامة	350	1971	نفط
10	الصين	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي	325	2000	غير سلعي
11	قطر	هيئة الاستثمار القطرية	317	2005	نفط+غاز
12	سنغافورة	تيماسيك القابضة	235	1974	غير سلعي
13	الامارات / دبي	مؤسسة الاستثمار لدبي	230	2006	غير سلعي
14	الامارات / ابوظبي	شركة مبادلة للاستثمار	226	2002	نفط
15	كوريا الجنوبية	مؤسسة الاستثمار الكورية	134	2005	غير سلعي
16	استراليا	صندوق المستقبل الاسترالي	108	2004	غير سلعي
17	روسيا	صندوق الرفاه الوطني	77.2	2008	نفط
18	كازاخستان	صندوق الرعاية الاجتماعية	75.7	2008	غير سلعي
19	ايران	صندوق التنمية الوطنية الايراني	68	2011	نفط+غاز
20	ليبيا	هيئة الاستثمار الليبية	67	2006	نفط
21	الوم ا - الاسكا	صندوق الاسكا الدائم	65,7	1976	نفط
22	كازاخستان	الصندوق النفط الوطني الكازاخستاني	58.1	2000	نفط
23	الوم ا - تكساس	صندوق مدرسة تكساس الدائم	41.4	1854	نفط + مواد اخرى
24	تركيا	صندوق الثروة التركي	40	2016	غير سلعي
25	الامارات / فيدرالية	هيئة الاستثمار الاماراتية	39.5	2007	نفط
26	بروناي	وكالة بروناي للاستثمار	60	1983	نفط
27	ماليزيا	الخزانة الوطنية	38,7	1993	غير سلعي
28	انديجان	صندوق النفط الحكومي	38.04	1999	نفط
29	نيوزيلندا	صندوق التقاعد النيوزيلندي	25.12	2001	غير سلعي
30	عمان	صندوق الاحتياطي العام الحكومي	25	1980	نفط+غاز
31	الوم ا - نيو مكسيكو	مجلس ولاية نيو مكسيكو للاستثمار	23.7	1958	نفط+غاز
32	تيمور الشرقية	صندوق البترول لتيمور الشرقية	16,8	2005	نفط+غاز

الملاحق

33	البحرين	شركة ممتلكات القابضة	15.4	2006	غير سلعي
34	الثيلى	صندوق الاستقرار الاجتماعى والاقتصادى	14.6	2007	نحاس
35	كندا	صندوق الميراث والمدخرات لألبيرتا	13.5	1976	نفط
36	ايرلندا	صندوق الاستثمار الاستراتيجى الايرلندى	10.96	2001	غير سلعي
37	كندا	صندوق اجيال الكيبك	10.1	2006	
38	روسيا	صندوق الاستثمار المباشر الروسى	10	2011	غير سلعي
39	الصين	صندوق التنمية الصينى الافرقى	10	2007	غير سلعي
40	الثيلى	صندوق احتياطى المعاشات التقاعدية	9.87	2006	نحاس
41	الوم ا- وايومنغ	صندوق الائتماني المعدني الدائم لوايومنغ	7.78	1974	معادن
42	سلطنة عمان	صندوق استثمار العماني	7.1	2006	نفط
43	البيرو	صندوق الاستقرار المالى	6.4	1999	غير سلعي
44	ترينداد وتوباغو	صندوق الميراث والاستقرار	5.88	2000	نفط
45	بوتسوانا	صندوق - بولا	5.65	1994	الماس + معادن
46	الوم ا- داكوتا	صندوق ميراث داكوتا الشمالية	5.4	2011	نفط+غاز
47	انغولا	صندوق انغولا السىادي	5.01	2012	
48	فرنسا	صندوق ايداع راس المال الدولى	4.67	2014	
49	الكويت	مؤسسة الخليج للاستثمار	4.3	1982	
50	ايطاليا	الودائع النقدية والقروض	4.06	2011	
51	كولمبيا	صندوق الادخار والاستقرار لكولمبيا	3.68	2011	نفط + معادن
52	الوم ا - الاباما	صندوق ائتمان الاباما	3.15	1985	نفط + غاز
53	فيتنام	شركة استثمار رأس المال الدولة	2.77	2006	غير سلعي
54	الوم ا - لويزيانا	الصندوق الائتماني لجودة التعليم	2.37	1986	نفط+غاز
55	الوم ا - ايداهو	مجلس استثمار صندوق الهبات (الوقف)	2.19	1969	عائدات الارض ومعادن
56	الغابون	صندوق الثروة السىادية للغابون	1.8	1998	نفط
57	المغرب	اثمار الموارد	1.8	2011	
58	نيجيريا	هيئة الاستثمار السىادية النيجيرية	1.47	2011	نفط
59	باناما	صندوق الادخار باناما	1.4	2011	غير سلعي
60	استراليا	صندوق مستقبل غرب استراليا	1.2	2012	معادن
61	فلسطين	صندوق الاستثمار الفلسطينى	1.02	2003	غير سلعي
62	المكسيك	صندوق النفط المكسيكى	0.99	2015	نفط+غاز
63	البحرين	صندوق اجيال المستقبل	0.73	2006	
64	كيريواتى	صندوق احتياطى معادلة الإيرادات	0.72	1956	فوسفات
65	غانا	صندوق ميراث غانا	0.32	2011	نفط
66	غانا	صندوق الاستقرار لغانا	0.31	2011	
67	مصر	صندوق مصر	0.28	2018	
68	منغوليا	صندوق الاستقرار المالى	0.25	2011	معادن
69	اسبانيا	صندوق الاسهم العمانية - الاسبانية	0.2	2018	
70	كازاخستان	مؤسسة الاستثمار الوطنية	0.13	2012	نفط

الملاحق

71	غينيا الاستوائية	صندوق الاجيال القادمة	0.09	2002	نفط
72	اوغندا	احتياطي استثمار عائدات النفط	0.09	2015	
73	موريتانيا	الصندوق الوطني للاحتياطات	0,3	2006	نفط+غاز
74	ناورو-اوقيانوسيا	الصندوق الاستثماري المشترك بين	0.06	2015	
75	رواندا	صندوق تنمية اغسيرو	0.05	2012	
76	السينغال	صندوق الاستثمار الاستراتيجي السيادي	0.02	2012	غير سلعى
77	كندا	صندوق ميراث الأقاليم الشمالية الغربية	0.01	2012	
78	ساو تومي وبرنسيبي	الصندوق الدائم للحيل القادم	0.01	2004	
79	جمهورية الكونغو	صندوق تثبيت إيرادات الميزانية	0.01	2005	
80	فنزويلا	صندوق استقرار الاقتصاد الكلى	0.003	1998	نفط
81	الوم ا - غرب	صندوق مستقبل غرب فرجينيا	n/a	2014	نفط+غاز
82	الامارات/ دبي	دبي العالمية	n/a	2006	
83	الامارات/ دبي	دبي القابضة	n/a	1997	
84	موريشيوس	صندوق موريشيوس للثروة السيادية	n/a	2010	
85	جنوب السودان	صندوق استقرار إيرادات النفط	n/a	2008	
86	سوريا	الصندوق الوطني للاستثمار	n/a	2012	
87	تركمانستان	صندوق استقرار تركمانستان	n/a	2008	نفط+غاز
88	زيمبابوي	صندوق الثروة السيادية في زيمبابوي	n/a	2015	
89	بابوا غينيا الجديدة	صندوق الثروة السيادية لبابوا غينيا	n/a	2011	غاز
90	اندونيسيا	صندوق الرصيد	n/a	2018	
91	سورينام	صندوق الادخار وتحقيق الاستقرار	n/a	2017	
		المجموع	8093.73		

المصدر:

Javier Santiso and Others, Sovereign Wealth Funds 2018, Publications ie Foundation and ICEX INVESTIN SPAIN, SPAIN, 2018, PP 66-67.

IE: Business School بالاسبانية (Instituto de Empresa): كلية الدراسات العليا والجامعية للأعمال التجارية الموجودة في مدريد(اسبانيا)، تأسست عام 1973، تظم مؤسسة (ie FOUNDATION): مؤسسة (ie FOUNDATION) التي تأسست عام 1997 وهي مؤسسة غير ربحية تعمل على تعزيز قيم المؤسسة المتمثلة في ريادة الأعمال والتنوع والشمولية والابتكار لأكثر من عشرين عامًا ، مع التركيز بشكل خاص على العلوم الإنسانية باعتبارها جانباً أساسياً من نهجنا للتعليم العالي، كما تظم CGC مركز حوكمة التغيير وهو مؤسسة تعليمية موجهة نحو التأثير ، مع التركيز على البحوث التطبيقية وتعزيز القدرات على فهم وتوقع ادارة الابتكار في المجالات السياسية والاقتصادية والاجتماعية .

ICEX-Invest in Spain ورمز (ICEX) بالاسبانية مختصر لعبارة Instituto Español de Comercio Exterior: المعهد الاسباني للتجارة الخارجية وهي هيئة حكومية يرأسها وزير الدولة للتجارة بوزارة الصناعة والتجارة والسياحة. مهمتنا الرئيسية هي جذب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى إسبانيا. تشمل خدمات المعلومات، وتقديم المشورة والدعم للمستثمرين الصناعيين والماليين المهمتين بالسوق الإسبانية.

الملحق رقم (2): تصنيف صناديق الثروة السيادية حسب درجة الشفافية.

الرقم	البلد	اسم الصندوق	درجة الشفافية
1	النرويج Norway	الصندوق الشامل التقاعدي الحكومي Government Pension Fund Global	10
2	الصين CHina	شركة الاستثمار الصينية China Investment Corporation	8
3	الإمارات العربية / ابوظبي UAE- Abu Dhabi	هيئة ابوظبي للاستثمار Abu Dhabi Investment Authority	6
4	الكويت Kuwait	هيئة الكويت للاستثمار Kuwait Investment Authority	6
5	الصين - هونغ كونغ CHina - Hong Kong	حافطة استثمارات السلطة النقدية لهونغ كونغ Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	8
6	م العربية السعودية Saudi Arabic	الاصول الاجنبية لمؤسسة النقد العربي السعودية (ساما) SAMA Foreign Holdings	4
7	الصين CHina	شركة الاستثمار سايف SAFE Investment Company	4
8	سنغافورة Singapore	مؤسسة حكومة سنغافورة للاستثمار Government of Singapore Investment Corporation	6
9	سنغافورة Singapore	تيماسيك القابضة Temasek Holdings	10
10	م العربية السعودية Saudi Arabic	صندوق الاستثمارات العامة Public Investment Fund	5
11	قطر Qatar	هيئة الاستثمار القطرية Qatar Investment Authority	5
12	الصين CHina	الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي National Social Security Fund	5
13	الإمارات العربية/دبي UAE - Dubai	مؤسسة الاستثمار لدبي Investment Corporation of Dubai	5
14	الإمارات العربية/ابوظبي UAE - Abu Dhabi	شركة مبادلة للاستثمار Mubadala Investment Company	10
15	كوريا الجنوبية South Korea	مؤسسة الاستثمار الكورية Korea Investment Corporation	9
16	أستراليا Australia	صندوق المستقبل الأسترالي Australian Future Fund	10
17	إيران Iran	صندوق التنمية الوطنية الإيراني National Development Fund of Iran	5
18	روسيا Russia	صندوق الرفاه الوطني National Welfare Fund	5
19	ليبيا Libya	هيئة الاستثمار الليبية Libya Investment Authority	4
20	الولايات المتحدة - ألاسكا US - Alaska	صندوق الاسكا الدائم Alaska Permanent Fund	10
21	كازاخستان Kazakhstan	صندوق الرعاية الاجتماعية Samruk - Kazyna JSC	10
22	بروناي Brunei	وكالة بروناي للاستثمار Brunei Investment Agency	1
23	كازاخستان Kazakhstan	الصندوق الوطني الكازاخستاني Kazakhstan National Fund	2
24	تركيا Turkey	صندوق الثروة التركي Turkey Wealth Fund	n/a
25	ماليزيا Malaysia	الخزانة الوطنية Nasional Khazanah	9
26	الولايات المتحدة - تكساس USA - Texas	صندوق مدرسة تكساس الدائم Texas Permanent School Fund	9

الملاحق

3	هيئة الاستثمار الامارتية Emirates Investment Authority	الامارات العربية/ فيدرالية UAE – Federal	27
10	صندوق النفط الحكومي State Oil Fund	أذربيجان Azerbaijan	28
10	صندوق التقاعد النيوزيلندي New Zealand Superannuation Fund	نيوزيلندا New Zealand	29
10	صندوق الاستثمار الاستراتيجي الايرلندي Ireland Strategic Investment Fund	ايرلندا Ireland	30
9	مجلس ولاية نيو مكسيكو للاستثمار New Mexico State Investment Council	الو م ا- نيو مكسيكو USA – New Mexico	31
4	صندوق الاحتياطي العام الحكومي State General Reserve Fund	سلطنة عمان Oman	32
9	صندوق الجامعة الدائم Permanent University Fund	الو م ا- تكساس USA – Texas	33
8	صندوق البترول لتيمور الشرقية Timor –Lest Petroleum Fund	تيمور الشرقية East Timor	34
10	صندوق الاستقرار الاجتماعي والاقتصادي Social and Economic Stabilization Fund	الشيلي Chile	35
9	صندوق التراث والمدخرات لألبيرتا Alberta's Heritage Fund	كندا Canada	36
7	صندوق الاستثمار المباشر الروسي Russian Direct Investment Fund	روسيا Russia	37
10	شركة ممتلكات القابضة Mumtalakat Holding Company	البحرين Bahrain	38
10	صندوق احتياطي المعاشات التقاعدية Pension Reserve Fund	الشيلي Chile	39
9	صندوق الاستثمار المعدني الدائم لوايومنغ Fund Permanent Wyoming Mineral Trust	الو م ا- وايومنغ USA – Wyoming	40
n/a	صندوق الاستقرار المالي Fund Fiscal Stabilization	البيرو Peru	41
1	صندوق ضبط الإيرادات Revenue Regulation Fund	الجزائر Algeria	42
4	صندوق استقرار إيرادات نفط المكسيك Oil Revenu Stabilization Fund of Mexico	المكسيك Mexico	43
4	صندوق استثمار العماني Oman Investment Fund	سلطنة عمان Oman	44
6	صندوق - بولا Pula Fund	بوتسوانا Botswana	45
8	صندوق التراث والاستقرار Heritage and Stabilization Fund	ترينداد وتوباغو Trinidad and Tobago	46
5	صندوق التنمية الصيني الافريقي China –africa Development Fund	الصين China	47
8	الصندوق السيادي لأنغولا Fundo Soberano de Angola	انغولا Angola	48
10	صندوق ميراث داكوتا الشمالية North Dakota Legacy Fund	الو م ا- داكوتا الشمالية USA – North Dakota	49
n/a	صندوق الادخار والاستقرار لكولمبيا Colombia Saving and Stabilization Fund	كولمبيا Colombia	50
9	صندوق ائتمان الاباما Alabama Trust Fund	الو م ا- الاباما USA – Alabama	51
n/a	مؤسسة الاستثمار الوطنية National Investment Corporation	كازاخستان Kazakhstan	52
n/a	يوتا - سينفو Utah – SITFO	الو م ا- يوتا USA – Utah	53
n/a	مجلس استثمار صندوق الهبات (الوقف) ايداهو Idaho Endowment Fund investment-Board	الو م ا- ايداهو USA- Udaho	54
n/a	مؤسسة الاستثمار والتنمية لبايلسا Byelsa Denlopment and Investment Corporation	نيجيريا -بايلسا Nigeria- Baylsa	55
9	هيئة الاستثمار السيادية النيجيرية Nigeria sovereign investment authority	نيجيريا Nigeria	56

الملاحق

n/a	الصندوق الاستثماني لجودة التعليم بلوزيانا Louisiana Education quality trust fund	الو م ١ - لويزيانا USA - Louisiana	57
10	صندوق الادخار باناما Fondo de ahorro dePanamá	باناما Panama	58
n/a	صندوق الثورة الصناعية الإنتاجية FINPRO	بوليفيا Bolivia	59
n/a	صندوق الاستثمار الاستراتيجي السيادي d'investissment Fonds souverain /Senegal Fonsis	السينغال SENEGAL	60
n/a	صندوق التنمية العراقي Devlopment Fund for Iraq	العراق Iraq	61
n/a	صندوق الاستثمار الفلسطيني Palestine Investment Fund	فلسطين Palestine	62
1	صندوق استقرار الاقتصاد الكلي Fondo para la estabilizozion macroeconomica/FEM	فنزويلا Venzuela	63
1	صندوق احتياطي معادلة الإيرادات Revenu Equalization Reserve Fund	كيريباتي Kiribati	64
4	شركة استثمار رأس المال الدولة State Capital Investment Corporation	فيتنام Vietnam	65
n/a	صندوق الثروة السيادية للغابون Gabon Sovereign Wealth Fund	الغابون Gabon	66
n/a	صندوق بترول غانا Ghana petroleum fund	غانا Gahana	67
1	الصندوق الوطني للاحتياطيات الهيدروكربونية National Fund for Hydrocarbon Reserves	موريتانيا Mauritania	68
n/a	صندوق مستقبل غرب استراليا Western Australia Future Fund	استراليا Australia	69
n/a	صندوق الاستقرار المالي Fiscal Stability Fund	منغوليا Mongolia	70
n/a	صندوق الاجيال القادمة Fund For Futur Generations	غينيا الاستوائية Equatorial Guinea	71
n/a	صندوق الثروة السيادية لبابوا غينيا الجديدة Papua new Guinea Sovereign Wealth Fund	بابوا غينيا الجديدة Papua New Guinea	72
n/a	صندوق استقرار تركمانستان Turkmenistan Stabilization Fund	تركمانستان Turkmenistan	73
n/a	صندوق مستقبل غرب فرجينيا West Verginia Future Fund	الو م ١ - غرب فرجينيا USA- West Verginia	74
n/a	صندوق النفط المكسيكي Fondo Mexicano del Petroleo	المكسيك Mexico	75
n/a	ادارة اصول الشارقة Shajah Asset Managment	الإمارات الشارقة UEA - Sharjah	76
	الصندوق السيادي ما بين الاجيال لوكسمبورغ Luxemborg Intergenerational Sovereign Fund	لوكسمبورغ Luxemborg	77
5	صندوق الاحتياطي Reserve Fund	روسيا Russia	78

المصدر: معهد صناديق الثروة السيادية: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>

تاريخ الاطلاع عليه 2019/03/31 على الساعة 18:47 الذي تم

تحديثه في فبراير 2019.

الملحق رقم (3): المبادئ والممارسات المتعارف عليها (GAPP) - "مبادئ سانتياغو"

المبدأ رقم 01: يكون الإطار القانوني التي يستند إليه صندوق الثروة السيادية سليما وداعما لفعالية تشغيله وتحقيق أهدافه المعلنة.

المبدأ الفرعي 01-1: يضمن الإطار القانوني سلامة الوضع القانوني لصندوق الثروة السيادية والمعاملات التي يجريها.
المبدأ الفرعي 01-2: يتم الإفصاح العلني عن أهم مواصفات الأساس والهيكل القانونيين لصندوق الثروة السيادية، وكذلك العلاقة بين كل صندوق وغيره من كيانات الدولة.

المبدأ رقم 02: يتحدد موضوع غرض السياسة من انشاء صندوق الثروة السيادية ويتم الإفصاح عنه علنا.
المبدأ رقم 03: حينما يكون لأنشطة صندوق الثروة السيادية انعكاسات اقتصادية كلية ومحلية مباشرة كبيرة، يتم تنسيق هذه الأنشطة تنسيقا كاملا مع السلطات المالية العامة والسلطات النقدية المحلية، بغية ضمان الاتساق مع السياسات الاقتصادية الكلية الشاملة.

المبدأ رقم 04: توضع سياسات أو قواعد أو إجراءات أو ترتيبات واضحة ومعلنة بشأن المنهج العام لصندوق الثروة السيادية حيال عمليات التمويل والسحب والانفاق.

المبدأ الفرعي رقم 04-1: يتم الإفصاح علنا عن المصدر تمويل صندوق الثروة السيادية.
المبدأ الفرعي رقم 04-2: يتم الإفصاح علنا عن المنهج العام لسحب الارصدة من صندوق الثروة السيادية والانفاق منه نيابة عن الحكومة.

المبدأ رقم 05: يتم ابلاغ الجهة المالكة على أساس يومي بالبيانات الاحصائية ذات الصلة بصندوق الثروة السيادية، أو اتاحتها للإدراج في المكان المناسب مع مجموعات البيانات الاقتصادية الكلية حسب الاقتضاء.

المبدأ رقم 06: يعمل صندوق الثروة السيادي في ظل إطار سليم للحكومة يحدد تقسيما واضحا وفعالاً للأدوار والمسؤوليات بما يسهل المساءلة والاستقلالية التشغيلية في إدارة الصندوق سعياً لتحقيق أهدافه.

المبدأ رقم 07: تحدد الجهة المالكة أهداف صندوق الثروة السيادي، وتتولى تعيين أعضاء جهازه الحاكم طبقاً لإجراءات واضحة التحديد وتمارس الإشراف على عملياته.

المبدأ رقم 08: يعمل الجهاز الحاكم بما يحقق مصالح صندوق الثروة السيادية ويكلف بمهمة واضحة المعالم ويمنح السلطة والاختصاص الكافيان لأداء وظائفه.

المبدأ رقم 09: يتولى فريق الإدارة التشغيلية لصندوق الثروة السيادية تنفيذ استراتيجياته بصورة مستقلة وفي إطار مسؤوليات واضحة التحديد.

المبدأ رقم 10: يتحدد بوضوح إطار المساءلة عن عمليات صندوق الثروة السيادية بالنص عليه في التشريع أو الميثاق المعني أو غير ذلك من الوثائق التأسيسية أو في اتفاقية الإدارة.

المبدأ رقم 11: يتم اعداد تقرير سنوي مصحوب بكشوف مالية عن عمليات صندوق الثروة السيادية وكيفية أدائه وذلك في الوقت المقرر وطبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها ومع مراعاة متطلبات الاتساق.

المبدأ رقم 12: تخضع عمليات صندوق الثروة السيادية وكشوفه المالية للتدقيق السنوي طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية أو القومية المعمول بها.

المبدأ رقم 13: تتحدد بوضوح المعايير المهنية والأخلاقية الواجبة ويحاط علماً بها أعضاء الجهاز الحاكم لصندوق الثروة السيادية وإدارته وموظفيه.

المبدأ رقم 14: يرتكز التعامل مع أطراف ثالثة لغرض إدارة عمليات صندوق الثروة السيادية على أسس اقتصادية ومالية، وتراعى فيه قواعد وإجراءات واضحة.

المبدأ رقم 15: تدار عمليات صندوق الثروة السيادية وانشطته في البلدان المضيفة طبقاً لمتطلبات التنظيم والإفصاح المراعية في البلدان التي يراول نشاطه فيها.

المبدأ رقم 16: يتم الإفصاح علنا عن إطار الحوكمة وأهدافها وكذلك عن كيفية إدارة صندوق الثروة السيادية على أساس من الاستقلالية التشغيلية عن الجهة المالكة.

المبدأ رقم 17: يتم الإفصاح علنا عن المعلومات المالية ذات الصلة بصندوق الثروة السيادية لتوضيح توجهه الاقتصادي والمالي، حتى يتسنى له الاسهام في استقرار الأسواق المالية الدولية وتعزيز الثقة في البلدان المتلقية لاستثماراته.

المبدأ رقم 18: تتسم السياسة الاستثمارية لصندوق الثروة السيادية بالوضوح والاتساق مع أهدافه المحددة والمخاطر التي يتعرض لها واستراتيجيته الاستثمارية حسبما حددتها الجهة المالكة أو الحاكمة، كما تركز على مبادئ سليمة لإدارة الحافظة.

المبدأ الفرعي رقم 1-18: يسترشد صندوق الثروة السيادية بسياسته الاستثمارية مدى انكشافه للمخاطر المالية وامكانية استخدامه للرفع المالي.

المبدأ الفرعي رقم 2-18: تعالج السياسة الاستثمارية مدى امكانية الاستعانة بمديرين داخليين و/أو خارجيين للاستثمار وأنواع انشطتهم وطبيعة السلطة المخولة لهم والعملية المتبعة في اختيارهم ومراقبة أدائهم.

المبدأ الفرعي رقم 3-18: يتم الإفصاح علنا عن توظيف لسياسة الاستثمار المعتمدة لدى صندوق الثروة السيادية.

المبدأ رقم 19: تهدف القرارات الاستثمارية التي يتخذها صندوق الثروة السيادية إلى تعظيم العائد المالي المعدل حسب المخاطر بما يتوافق مع سياسته الاستثمارية واستنادا الى أسس اقتصادية ومالية.

المبدأ الفرعي رقم 1-19: إذا كانت قرارات الاستثمار تخضع لاعتبارات أخرى بخلاف الاعتبارات الاقتصادية والمالية، يتم النص بوضوح على هذه الاعتبارات ضمن سياسة الاستثمار ويتم الإفصاح عنها علنا.

المبدأ الفرعي رقم 2-19: تدار أصول صندوق الثروة السيادية وفقا للطريقة السليمة والمقبولة عموما في مجال إدارة الأصول.

المبدأ رقم 20: لايجوز لصندوق الثروة السيادية السعي لمعرفة معلومات سرية أو اكتساب نفوذ من خلال الحكومة بمفهومها الأوسع أو استغلال مثل هذه المعلومات أو النفوذ في التنافس مع الكيانات الخاصة.

المبدأ رقم 21: ينظر صندوق الثروة السيادية إلى حقوق ملكية المساهمين باعتبارها عنصرا أساسيا في قيمة استثمارات أصوله، وإذا اختار أن يمارس حقوق ملكيته، فعليه القيام بذلك على نحو يتسق مع سياسته الاستثمارية ويحمي القيمة المالية الاستثمارية. ويفصح صندوق الثروة السيادية بشكل علني عن منهجه العام تجاه الاسهم المانحة لحقوق التصويت في الكيانات المدرجة في البورصة، بما في ذلك العوامل الأساسية المرشدة لممارسته حقوق الملكية.

المبدأ رقم 22: يستند صندوق الثروة السيادية إلى إطار يحدد مخاطر عملياته ويقدرها ويديرها.

المبدأ الفرعي رقم 1-22: يتضمن إطار إدارة المخاطر معلومات موثوقة ونظما لإبلاغ البيانات في الوقت المقرر، مما يتيح مراقبة المخاطر ذات الصلة وادارتها في ظل مَعْلَمَات ومستويات مقبولة وآليات للرقابة والحوافز ومدونات لقواعد السلوك وتخطيط لاستمرارية العمل ووظيفة تدقيقية مستقلة.

المبدأ الفرعي رقم 2-22: يتم الإفصاح علنا عن المنهج العام المعتمد لإطار إدارة المخاطر.

المبدأ رقم 23: تقاس أصول صندوق الثروة السيادية وأدائه الاستثماري (سواء على أساس مطلق أو مقارن بمعايير قياسية، إن وجدت) وترفع تقارير بشأنها لمالكها طبقا لمبادئ ومعايير واضحة التحديد.

المبدأ رقم 24: يجري صندوق الثروة السيادية بشكل مباشر أو من خلال طرف ينوب عنه عملية مراجعة منتظمة لتطبيق المبادئ والممارسات المتعارف عليها.

المرجع: مجموعة العمل الدولية، صناديق الثروة السيادية” المبادئ والممارسات المقبولة بشكل عام

مبادئ سانتياغو“، نشرية صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2008.

الملاحق

الملحق رقم (4): يبين التوزيع القطاعي لاستثمارات الدخل الثابت الوحدة: نسبة مئوية (%)

السنة	سندات الشركات	سندات مرتبطة بالتضخم	سندات سيادية	سندات مرتبطة بالحكومة	سندات مضمونة
1998	0.99%	1.13%	81.75%	16.13%	0.01%
1999	0.90%	1.92%	84.34%	12.71%	0.14%
2000	0.53%	1.96%	92.86%	4.50%	0.16%
2001	1.66%	2.27%	92.68%	3.28%	0.12%
2002	12.65%	2.47%	73.28%	4.67%	6.93%
2003	27.42%	4.15%	49.81%	8.64%	9.98%
2004	26.99%	5.21%	46.49%	11.21%	10.11%
2005	25.70%	8.23%	30.10%	17.81%	18.16%
2006	26.64%	5.85%	31.25%	19.14%	17.12%
2007	35.81%	17.04%	14.71%	21.31%	11.13%
2008	19.81%	10.50%	36.12%	18.56%	15.00%
2009	24.10%	11.21%	38.63%	12.43%	13.63%
2010	14.95%	11.17%	49.74%	10.61%	13.53%
2011	12.60%	9.58%	55.13%	11.31%	11.38%
2012	12.68%	5.51%	62.31%	10.68%	8.82%
2013	12.63%	4.56%	65.06%	11.21%	6.54%
2014	18.30%	5.08%	58.81%	13.61%	4.21%
2015	17.50%	7.82%	60.21%	13.13%	1.35%
2016	20.75%	4.29%	60.35%	11.94%	2.67%
2017	22.34%	3.46%	59.83%	11.54%	2.82%
2018	21.77%	3.21%	59.49%	12.43%	3.10%

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي

الملحق رقم (5): يبين نسب توزع استثمارات الدخل الثابت حسب النطاق الجغرافي من
1998 إلى 2018

السنة	قارة افريقيا	قارة اسيا	قارة اوروبا	منظمات دولية	قارة امريكا	قارة اوقيانوسيا
1998	0.00%	21.27%	50.07%	4.35%	22.52%	1.80%
1999	0.00%	20.26%	50.42%	3.52%	23.90%	1.90%
2000	0.00%	18.47%	53.27%	1.43%	25.44%	1.39%
2001	0.00%	15.52%	54.08%	1.20%	27.88%	1.32%
2002	0.00%	7.94%	60.66%	1.06%	30.20%	0.14%
2003	0.02%	9.69%	66.76%	0.00%	22.72%	0.80%
2004	0.05%	9.51%	63.27%	1.75%	24.75%	0.67%
2005	0.06%	13.15%	63.18%	2.84%	19.93%	0.85%
2006	0.04%	5.96%	65.33%	4.11%	24.25%	0.30%
2007	0.07%	6.41%	68.62%	5.91%	19.65%	-0.66%
2008	0.05%	4.81%	63.71%	3.63%	27.12%	0.69%
2009	0.06%	5.48%	62.08%	2.49%	28.78%	1.11%
2010	0.05%	5.14%	61.81%	2.24%	29.65%	1.12%
2011	0.08%	5.83%	59.00%	2.74%	31.39%	0.95%
2012	0.60%	12.41%	45.74%	2.32%	36.63%	2.29%
2013	0.63%	13.70%	41.10%	2.55%	39.44%	2.59%
2014	0.57%	16.62%	37.76%	2.76%	39.62%	2.68%
2015	0.41%	16.54%	37.13%	2.67%	40.62%	2.62%
2016	0.51%	15.55%	35.25%	2.19%	43.80%	2.70%
2017	0.53%	15.15%	33.61%	2.15%	45.42%	3.13%
2018	0.80%	16.23%	31.82%	2.16%	45.92%	3.07%

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي

الملاحق

الملحق رقم (6): جدول يبين نسب توزيع استثمارات الاسهم حسب القطاعات من 1998 الى 2018

السنة	مواد اساسية	سلع استهلاكية	خدمات المستهلك	مالية	رعاية صحية	الصناعة	نفط وغاز	تكنولوجيا	اتصالات	مرافق
1998	4.2%	11.8%	11.8%	24.1%	10.6%	9.5%	5.6%	9.0%	8.5%	4.8%
1999	4.1%	9.4%	11.7%	19.8%	7.3%	10.3%	6.1%	15.8%	12.4%	3.0%
2000	3.7%	9.6%	11.6%	23.5%	11.0%	8.8%	6.6%	12.4%	9.2%	3.6%
2001	4.3%	9.5%	13.6%	23.0%	11.0%	9.3%	7.4%	10.1%	8.2%	3.6%
2002	5.0%	12.1%	11.7%	23.4%	11.4%	9.1%	8.4%	8.3%	7.1%	3.4%
2003	4.8%	10.8%	11.2%	25.3%	10.6%	10.3%	7.9%	9.2%	6.9%	3.0%
2004	4.6%	9.8%	11.6%	26.7%	9.9%	10.8%	8.3%	7.9%	7.0%	3.4%
2005	5.5%	9.9%	10.3%	27.1%	9.6%	10.8%	9.4%	8.7%	5.1%	3.7%
2006	5.6%	10.7%	9.6%	29.3%	8.0%	11.1%	8.0%	8.1%	4.7%	4.8%
2007	7.5%	11.8%	8.7%	23.2%	7.7%	12.4%	10.1%	8.3%	5.3%	5.2%
2008	6.3%	12.1%	8.6%	21.1%	10.3%	11.4%	11.0%	7.1%	6.1%	6.0%
2009	8.0%	11.3%	8.3%	22.8%	8.6%	12.0%	10.8%	8.3%	5.1%	4.8%
2010	9.1%	11.6%	8.5%	21.5%	7.7%	13.7%	10.8%	7.9%	4.5%	4.7%
2011	7.8%	12.7%	9.0%	19.8%	9.5%	13.1%	11.6%	7.9%	4.4%	4.3%
2012	7.5%	13.6%	9.3%	23.0%	8.7%	13.1%	9.9%	7.3%	3.9%	3.8%
2013	6.3%	13.9%	10.2%	23.6%	8.7%	14.3%	8.3%	7.4%	3.8%	3.4%
2014	5.7%	13.8%	10.4%	24.5%	9.6%	13.6%	6.9%	8.4%	3.3%	3.7%
2015	5.1%	14.4%	10.9%	24.5%	10.7%	13.5%	5.4%	9.0%	3.4%	3.2%
2016	5.6%	13.6%	10.2%	24.3%	10.1%	14.0%	6.4%	9.4%	3.2%	3.1%
2017	6.0%	13.5%	10.1%	24.3%	9.8%	14.3%	5.6%	11.1%	2.8%	2.6%
2018	5.0%	11.9%	10.8%	23.7%	11.4%	12.9%	5.9%	12.6%	3.0%	2.8%
اكبر	9.1%	14.4%	13.6%	29.3%	11.4%	14.3%	11.6%	15.8%	12.4%	6.0%
اقل	3.7%	9.4%	8.3%	19.8%	7.3%	8.8%	5.4%	7.1%	2.8%	2.6%
متوسط	5.8%	11.8%	10.4%	23.7%	9.6%	11.8%	8.1%	9.2%	5.6%	3.9%
المجموع	121.9	247.9	218.2	498.4	202.3	248.3	170.2	194.2	117.8	80.9

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي

الملحق رقم (7): يبين نسب توزع استثمارات الأسهم حسب النطاق الجغرافي من 1998 الى 2018

السنة	قارة افريقيا	قارة اسيا	قارة اوروبا	قارة امريكا	قارة اوقيانوسيا
1998	0.00%	15.05%	51.82%	31.38%	1.74%
1999	0.00%	18.54%	50.75%	29.35%	1.35%
2000	0.00%	16.69%	53.02%	28.70%	1.60%
2001	0.00%	15.96%	51.90%	29.71%	2.42%
2002	0.00%	15.04%	50.68%	31.63%	2.66%
2003	0.00%	11.61%	49.81%	36.83%	1.75%
2004	0.65%	9.36%	49.35%	38.91%	1.72%
2005	0.69%	11.60%	46.99%	39.20%	1.52%
2006	0.68%	14.18%	49.91%	33.19%	2.03%
2007	0.71%	13.00%	50.07%	34.14%	2.09%
2008	0.65%	14.61%	49.84%	33.09%	1.80%
2009	0.66%	12.31%	50.46%	34.62%	1.94%
2010	0.67%	13.63%	48.00%	35.78%	1.92%
2011	0.49%	12.81%	49.79%	35.22%	1.68%
2012	0.71%	14.24%	49.24%	33.47%	2.34%
2013	0.68%	16.13%	47.67%	33.47%	2.04%
2014	0.73%	17.98%	42.22%	36.92%	2.15%
2015	0.65%	19.65%	39.66%	37.91%	2.13%
2016	0.67%	19.30%	36.70%	41.08%	2.26%
2017	0.82%	20.89%	36.39%	39.63%	2.28%
2018	0.79%	20.43%	34.04%	42.48%	2.26%

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية للصندوق

الملحق رقم (8): نسب توزيع استثمارات العقارات حسب القطاعات من 2011 الى 2018

السنة	مكتبية	تجارية	صناعية	اخرى	غير مدرجة
2011	60.0%	40.0%	/	/	/
2012	65.1%	34.9%	/	/	/
2013	62.4%	17.1%	18.7%	1.8%	/
2014	52.8%	9.1%	13.3%	1.2%	23.6%
2015	48.0%	9.4%	18.8%	0.8%	23.0%
2016	50.2%	9.5%	17.5%	1.7%	21.1%
2017	58.3%	19.4%	21.2%	1.1%	/
2018	59.2%	18.0%	21.6%	1.2%	/

المصدر: التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي

الملحق رقم (9): نسب توزيع استثمارات العقارات حسب النطاق الجغرافي من 2011 الى 2018

السنة	المملكة المتحدة	فرنسا	الوم الامريكية	المانيا	سويسرا	دول اخرى
2011	60.0%	40.0%	/	/	/	/
2012	31.7%	32.9%	/	/	24.2%	11.2%
2013	27.0%	22.5%	18.7%	8.5%	13.8%	9.5%
2014	30.7%	15.9%	30.9%	9.7%	5.5%	7.3%
2015	26.3%	11.0%	48.9%	3.4%	/	10.4%
2016	22.9%	14.8%	49.8%	3.3%	4.5%	4.7%
2017	23.5%	16.6%	46.2%	3.5%	3.9%	6.3%
2018	23.0%	16.5%	47.8%	3.5%	3.7%	5.5%

المصدر: التقارير السنوية للصندوق من موقع البنك المركزي النرويجي

الملحق رقم (10): نتائج اختبارات (ADF) للمتغيرات خلال الفترة (1977-1997)

Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.163936	0.0386
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.064112	0.1421
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.529017	0.0014
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.760049	0.3743
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.386703	0.0830
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.435740	0.0225
Test critical values:		
1% level	-4.531511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: INF has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.421961	0.5509
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: INF has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.881424	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.571559	
5% level	-3.690814	
10% level	-3.286909	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18		

الملاحق

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.957662	0.0005
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: INF has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.275112	0.1795
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.195329	0.0213
Test critical values:		
1% level	-4.616209	
5% level	-3.710482	
10% level	-3.297799	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.931849	0.0013
Test critical values:		
1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

Null Hypothesis: RSB has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.604014	0.0154
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: RSB has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.266559	0.1004
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.361766	0.0002
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: RSB has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.487623	0.1246
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.981738	0.0284
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.204617	0.0046
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: UEM has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.116843	0.6879
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: UEM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.505989	0.7928
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.708116	0.0009
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: UEM has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.412511	0.7928
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.665074	0.0508
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.744835	0.0120
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

الملحق رقم (11): نتائج اختبارات (PP) للمتغيرات خلال الفترة (1977-1997)

Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.326668	0.1738
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.277924	0.4257
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.665906	0.0010
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.814176	0.3506
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.526654	0.0650
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.517032	0.0191
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: INF has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.440437	0.5420
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: INF has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.247183	0.4408
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

الملاحق

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root		
Exogenous: None		
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.141165	0.0003
Test critical values:	1% level	-2.692358
	5% level	-1.960171
	10% level	-1.607051
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: INF has a unit root		
Exogenous: None		
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.356670	0.1566
Test critical values:	1% level	-2.685718
	5% level	-1.959071
	10% level	-1.607456
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.046844	0.0251
Test critical values:	1% level	-4.532598
	5% level	-3.673616
	10% level	-3.277364
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.239065	0.0043
Test critical values:	1% level	-3.831511
	5% level	-3.029970
	10% level	-2.655194
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: RSB has a unit root		
Exogenous: Constant		
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.511088	0.0187
Test critical values:	1% level	-3.808546
	5% level	-3.020686
	10% level	-2.650413
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: RSB has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.252586	0.1028
Test critical values:	1% level	-4.498307
	5% level	-3.658446
	10% level	-3.268973
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root		
Exogenous: None		
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.417631	0.0002
Test critical values:	1% level	-2.692358
	5% level	-1.960171
	10% level	-1.607051
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: RSB has a unit root		
Exogenous: None		
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.733310	0.0786
Test critical values:	1% level	-2.685718
	5% level	-1.959071
	10% level	-1.607456
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.001920	0.0273
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.241473	0.0043
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: UEM has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.116843	0.6879
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: UEM has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.505989	0.7928
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.708116	0.0009
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: UEM has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.412511	0.7928
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

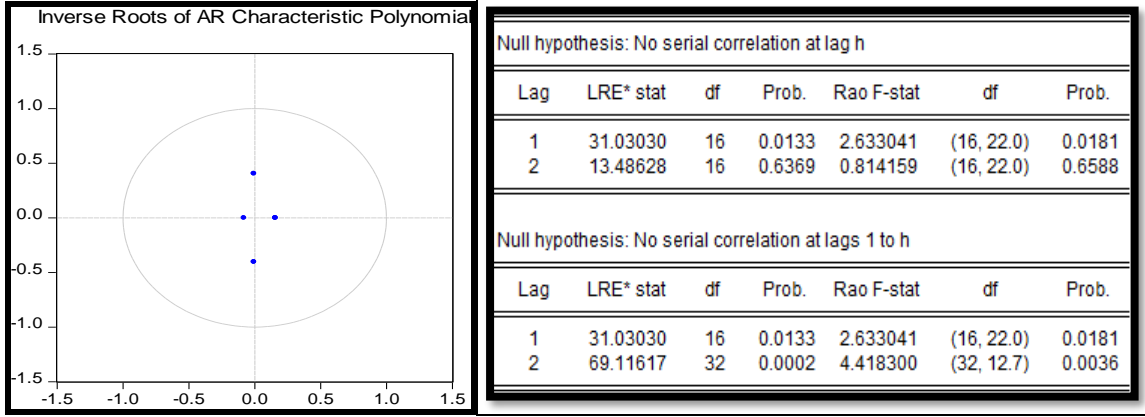
Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.666802	0.0506
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

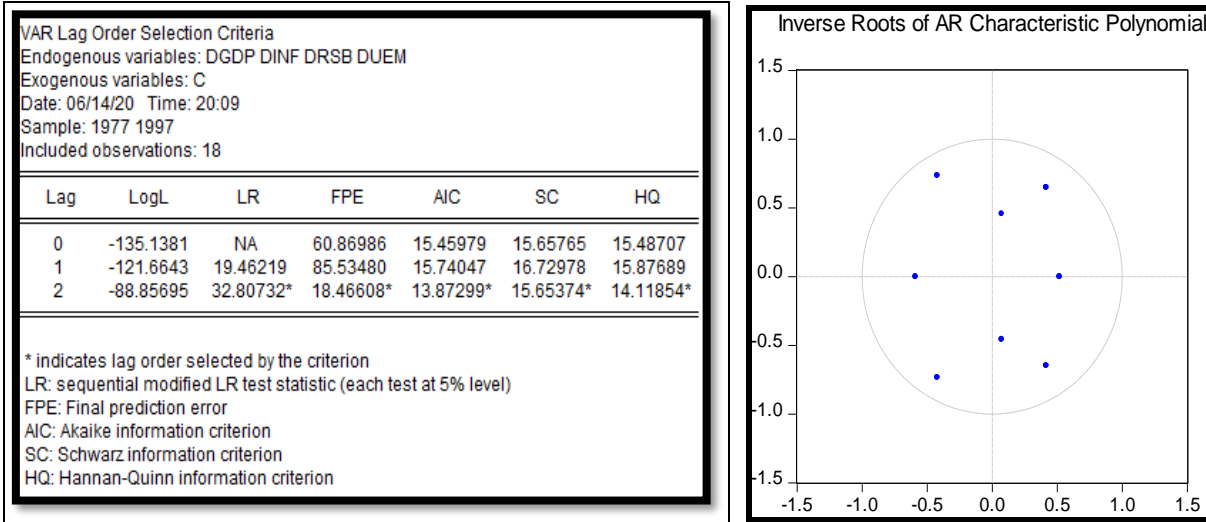
Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.746497	0.0119
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

الملحق رقم (12): اختبار صلاحية نموذج VAR (1)

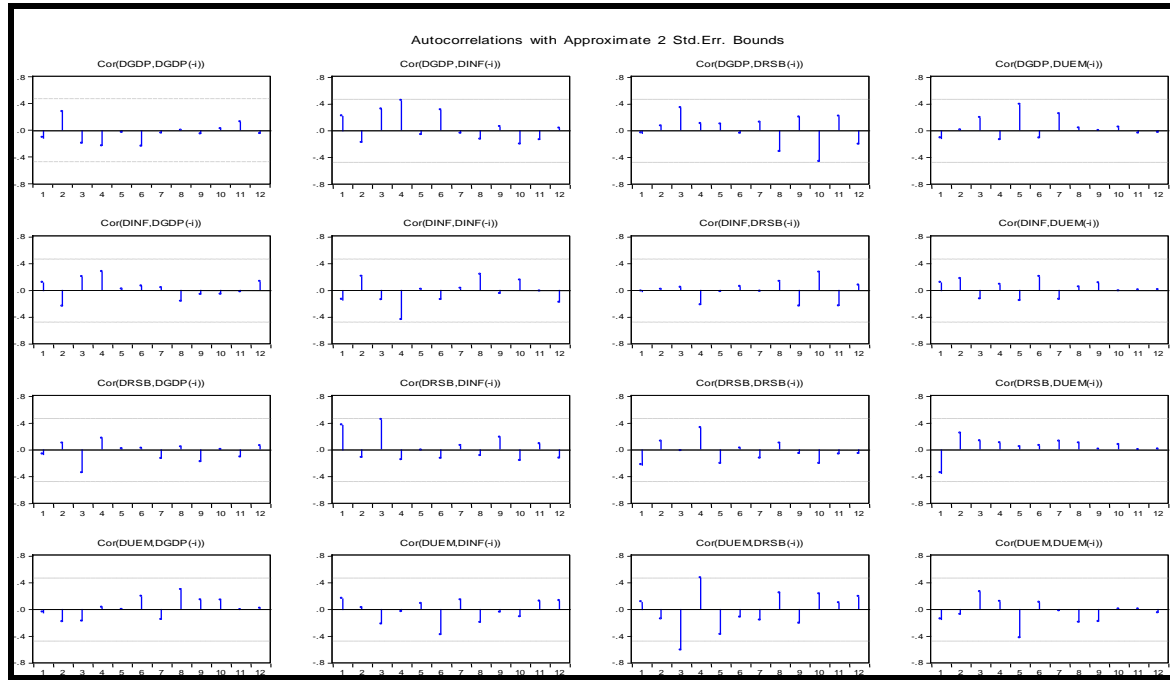


الملحق رقم (13): اختبار صلاحية نموذج VAR (2)



Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	14.55525	16	0.5574	0.794010	(16, 6.7)	0.6705
2	12.75748	16	0.6904	0.644986	(16, 6.7)	0.7783
3	27.77420	16	0.0336	2.758303	(16, 6.7)	0.0933

Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	14.55525	16	0.5574	0.794010	(16, 6.7)	0.6705
2	NA	32	NA	NA	(32, NA)	NA
3	NA	48	NA	NA	(48, NA)	NA



Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
166.7077	160	0.3420

Individual components:

Dependent	R-squared	F(16,1)	Prob.	Chi-sq(16)	Prob.
res1*res1	0.841323	0.331383	0.8984	15.14382	0.5141
res2*res2	0.999212	79.21861	0.0881	17.98581	0.3247
res3*res3	0.825145	0.294940	0.9158	14.85262	0.5355
res4*res4	0.992536	8.311361	0.2668	17.86565	0.3318
res2*res1	0.981715	3.355622	0.4073	17.67087	0.3435
res3*res1	0.973500	2.295947	0.4813	17.52299	0.3526
res3*res2	0.965628	1.755862	0.5386	17.38131	0.3613
res4*res1	0.832015	0.309557	0.9088	14.97627	0.5264
res4*res2	0.940975	0.996376	0.6687	16.93755	0.3896
res4*res3	0.999229	80.95598	0.0871	17.98611	0.3247

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.*
1	0.836741	2.100407	1	0.1473
2	-0.144015	0.062221	1	0.8030
3	-0.798710	1.913815	1	0.1665
4	0.259698	0.202329	1	0.6528
Joint		4.278772	4	0.3696

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	2.457557	0.220684	1	0.6385
2	1.834786	1.018293	1	0.3129
3	3.162579	0.019824	1	0.8880
4	2.372450	0.295364	1	0.5868
Joint		1.554165	4	0.8170

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	2.321091	2	0.3133
2	1.080514	2	0.5826
3	1.933639	2	0.3803
4	0.497693	2	0.7797
Joint	5.832937	8	0.6659

الملحق رقم (14): اختبار صلاحية نموذج VECM للفترة (1977-1997)

VEC Residual Serial Correlation LM Tests
Date: 06/16/20 Time: 11:34
Sample: 1977 1997
Included observations: 19

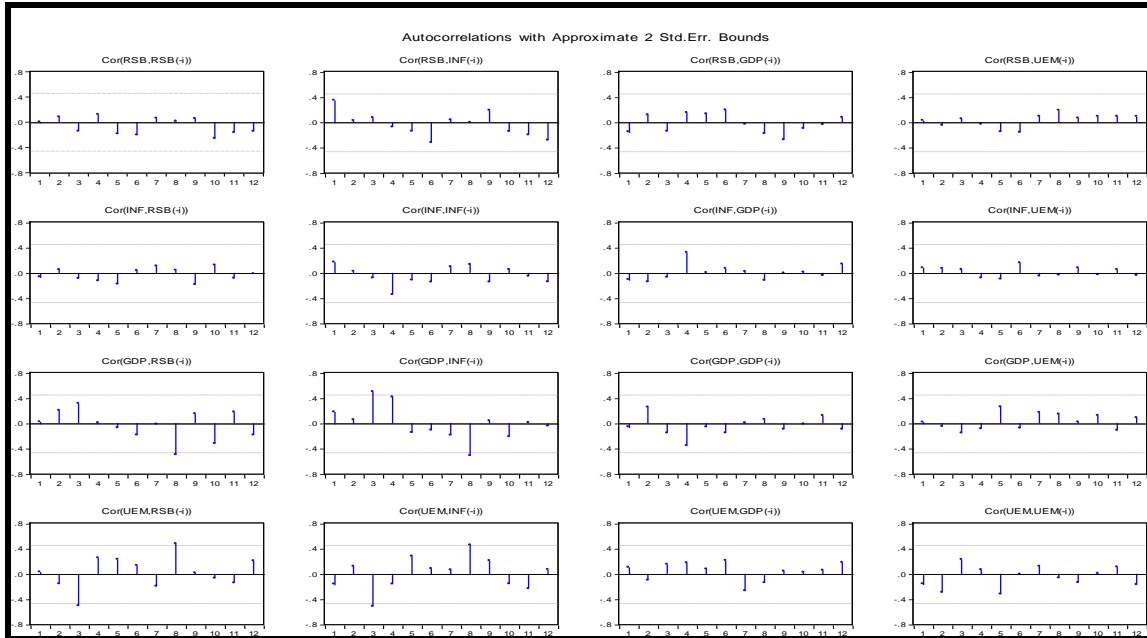
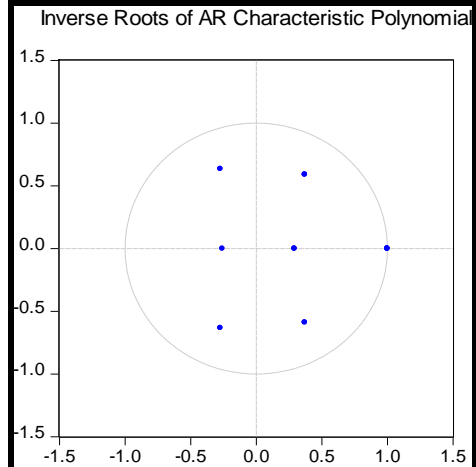
Null hypothesis: No serial correlation at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	14.50362	16	0.5612	0.886851	(16, 19.0)	0.5919
2	13.44820	16	0.6397	0.804312	(16, 19.0)	0.6670

Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	14.50362	16	0.5612	0.886851	(16, 19.0)	0.5919
2	65.37339	32	0.0004	4.006066	(32, 9.0)	0.0167

*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.



Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
131.9262	120	0.2152

Individual components:

Dependent	R-squared	F(12,6)	Prob.	Chi-sq(12)	Prob.
res1*res1	0.729218	1.346507	0.3738	13.85515	0.3101
res2*res2	0.799245	1.990594	0.2047	15.18565	0.2314
res3*res3	0.475897	0.454011	0.8848	9.042047	0.6993
res4*res4	0.839558	2.616395	0.1234	15.95161	0.1935
res2*res1	0.827455	2.397788	0.1461	15.72164	0.2043
res3*res1	0.623657	0.828576	0.6333	11.84949	0.4578
res3*res2	0.854654	2.940071	0.0975	16.23843	0.1806
res4*res1	0.688219	1.103690	0.4781	13.07616	0.3635
res4*res2	0.818781	2.259090	0.1633	15.55684	0.2124
res4*res3	0.600497	0.751555	0.6836	11.40944	0.4942

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.*
1	-0.287125	0.261063	1	0.6094
2	0.451496	0.645522	1	0.4217
3	-0.066743	0.014106	1	0.9055
4	0.157151	0.078206	1	0.7797
Joint		0.998897	4	0.9100

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	4.240132	1.217526	1	0.2698
2	2.576043	0.142294	1	0.7060
3	2.666112	0.088256	1	0.7664
4	2.911205	0.006242	1	0.9370
Joint		1.454318	4	0.8347

Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	1.478589	2	0.4775
2	0.787816	2	0.6744
3	0.102362	2	0.9501
4	0.084448	2	0.9587
Joint	2.453214	8	0.9639

الملحق رقم (15): نتائج اختبارات (ADF) للمتغيرات خلال الفترة (1998-2018)

Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)			Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.272302	0.0304	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.326096	0.0906
Test critical values:			Test critical values:		
1% level	-3.808546		1% level	-4.498307	
5% level	-3.020686		5% level	-3.658446	
10% level	-2.650413		10% level	-3.268973	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.			*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)			Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.907824	0.0000	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.787771	0.0707
Test critical values:			Test critical values:		
1% level	-2.692358		1% level	-2.685718	
5% level	-1.960171		5% level	-1.959071	
10% level	-1.607051		10% level	-1.607456	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19			*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)			Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.560181	0.0014	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.745110	0.0002
Test critical values:			Test critical values:		
1% level	-4.532598		1% level	-3.831511	
5% level	-3.673616		5% level	-3.029970	
10% level	-3.277364		10% level	-2.655194	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19			*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: INF has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)			Null Hypothesis: INF has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.279384	0.0007	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.075864	0.0044
Test critical values:			Test critical values:		
1% level	-3.886751		1% level	-4.616209	
5% level	-3.052169		5% level	-3.710482	
10% level	-2.666593		10% level	-3.297799	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17			*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17		

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.503083	0.0017
Test critical values:		
1% level	-2.717511	
5% level	-1.964418	
10% level	-1.605603	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.063304	0.6464
Test critical values:		
1% level	-2.717511	
5% level	-1.964418	
10% level	-1.605603	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.684646	0.0081
Test critical values:		
1% level	-4.571559	
5% level	-3.690814	
10% level	-3.286909	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.353633	0.0294
Test critical values:		
1% level	-3.920350	
5% level	-3.065585	
10% level	-2.673459	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 16

Null Hypothesis: RSB has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.180291	0.2187
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: RSB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.754689	0.0418
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.756958	0.0008
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: RSB has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.549129	0.4664
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

الملاحق

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.756958	0.0008
Test critical values:	1% level	-2.692358
	5% level	-1.960171
	10% level	-1.607051
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.648434	0.0146
Test critical values:	1% level	-3.831511
	5% level	-3.029970
	10% level	-2.655194
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.647021	0.0525
Test critical values:	1% level	-4.532598
	5% level	-3.673616
	10% level	-3.277364
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.648434	0.0146
Test critical values:	1% level	-3.831511
	5% level	-3.029970
	10% level	-2.655194
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: UEM has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.118829	0.0421
Test critical values:	1% level	-3.831511
	5% level	-3.029970
	10% level	-2.655194
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: UEM has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.000107	0.1574
Test critical values:	1% level	-4.532598
	5% level	-3.673616
	10% level	-3.277364
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.834978	0.0007
Test critical values:	1% level	-2.699769
	5% level	-1.961409
	10% level	-1.606610
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18		

Null Hypothesis: UEM has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.004299	0.6680
Test critical values:	1% level	-2.699769
	5% level	-1.961409
	10% level	-1.606610
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18		

الملاحق

Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.645269	0.0542
Test critical values:		
1% level	-4.571559	
5% level	-3.690814	
10% level	-3.286909	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.707871	0.0135
Test critical values:		
1% level	-3.857386	
5% level	-3.040391	
10% level	-2.660551	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18

Null Hypothesis: CF has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.393835	0.5644
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CF has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.251141	0.1045
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: D(CF) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.790879	0.0007
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: CF has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.085372	0.6419
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CF) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.666393	0.0506
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: D(CF) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.782474	0.0111
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

الملحق رقم (16): نتائج اختبارات (PP) للمتغيرات خلال الفترة (1998-2018)

Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			
	Adj. t-Stat	Prob.*	
Phillips-Perron test statistic	-3.278866	0.0300	
Test critical values:		1% level	-3.808546
		5% level	-3.020686
		10% level	-2.650413
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.			

Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			
	Adj. t-Stat	Prob.*	
Phillips-Perron test statistic	-3.340962	0.0883	
Test critical values:		1% level	-4.498307
		5% level	-3.658446
		10% level	-3.268973
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.			

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			
	Adj. t-Stat	Prob.*	
Phillips-Perron test statistic	-9.007424	0.0000	
Test critical values:		1% level	-2.692358
		5% level	-1.960171
		10% level	-1.607051
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19			

Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: None Lag length: 2 (Fixed Spectral OLS AR)			
	Adj. t-Stat	Prob.*	
Phillips-Perron test statistic	-1.536827	0.1140	
Test critical values:		1% level	-2.685718
		5% level	-1.959071
		10% level	-1.607456
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.			

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			
	Adj. t-Stat	Prob.*	
Phillips-Perron test statistic	-8.485945	0.0000	
Test critical values:		1% level	-4.532598
		5% level	-3.673616
		10% level	-3.277364
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19			

Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			
	Adj. t-Stat	Prob.*	
Phillips-Perron test statistic	-8.764243	0.0000	
Test critical values:		1% level	-3.831511
		5% level	-3.029970
		10% level	-2.655194
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19			

Null Hypothesis: INF has a unit root		
Exogenous: Constant		
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.655199	0.0016
Test critical values:	1% level	-3.808546
	5% level	-3.020686
	10% level	-2.650413
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: INF has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.519679	0.0096
Test critical values:	1% level	-4.498307
	5% level	-3.658446
	10% level	-3.268973
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root		
Exogenous: None		
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-9.497573	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.692358
	5% level	-1.960171
	10% level	-1.607051
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: INF has a unit root		
Exogenous: None		
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.215552	0.1977
Test critical values:	1% level	-2.685718
	5% level	-1.959071
	10% level	-1.607456
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-9.114699	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.532598
	5% level	-3.673616
	10% level	-3.277364
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-9.215089	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.831511
	5% level	-3.029970
	10% level	-2.655194
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: RSB has a unit root		
Exogenous: Constant		
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.358675	0.1650
Test critical values:	1% level	-3.808546
	5% level	-3.020686
	10% level	-2.650413
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: RSB has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend		
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.378018	0.0127
Test critical values:	1% level	-4.498307
	5% level	-3.658446
	10% level	-3.268973
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.938283	0.0005
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: RSB has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.549129	0.4664
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.753554	0.0433
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.806268	0.0105
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: UEM has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.799202	0.3700
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: UEM has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.788379	0.6720
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.997898	0.0049
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19		

Null Hypothesis: UEM has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.287373	0.5695
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

الملاحق

Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag length: 1 (Spectral GLS-detrended AR based on t-statistic, lagpval=0.1, maxlag=4)		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.051596	0.0249
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.912431	0.0625
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: CF has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.440099	0.5421
Test critical values:		
1% level	-3.808546	
5% level	-3.020686	
10% level	-2.650413	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CF has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.512806	0.3189
Test critical values:		
1% level	-4.498307	
5% level	-3.658446	
10% level	-3.268973	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CF) has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.932211	0.0005
Test critical values:		
1% level	-2.692358	
5% level	-1.960171	
10% level	-1.607051	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: CF has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.315881	0.7670
Test critical values:		
1% level	-2.685718	
5% level	-1.959071	
10% level	-1.607456	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CF) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.993974	0.0278
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Null Hypothesis: D(CF) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.162308	0.0050
Test critical values:		
1% level	-3.831511	
5% level	-3.029970	
10% level	-2.655194	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

الملحق رقم (17): صلاحية نموذج VAR (2) خلال الفترة (1998-2018)

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: DGDP DINF DRSB DUEM DCF
 Exogenous variables: C
 Date: 06/19/20 Time: 11:05
 Sample: 1998 2018
 Included observations: 18

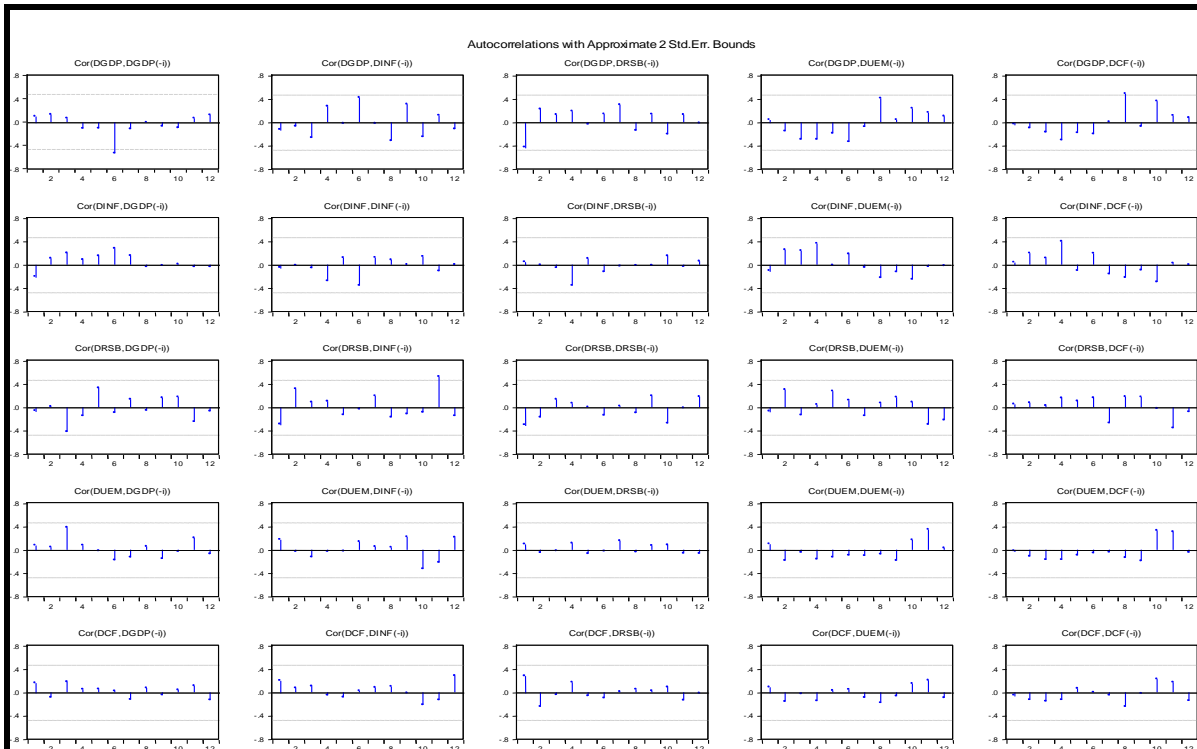
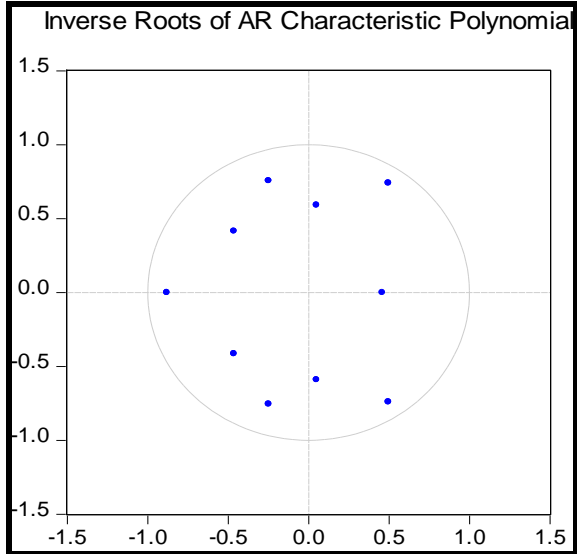
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-134.7935	NA	3.833595	15.53262	15.77994	15.56672
1	-108.6196	34.89858	3.838940	15.40218	16.88613	15.60680
2	-48.92283	46.43083*	0.192707*	11.54698*	14.26756*	11.92211*

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.*
1	0.587838	1.036660	1	0.3086
2	-0.360511	0.390121	1	0.5322
3	0.368982	0.408444	1	0.5228
4	0.207116	0.128692	1	0.7198
5	0.529891	0.842355	1	0.3587
Joint		2.806272	5	0.7298

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	4.719756	2.218172	1	0.1364
2	2.106753	0.598418	1	0.4392
3	3.683301	0.350176	1	0.5540
4	2.524439	0.169619	1	0.6805
5	3.492138	0.181650	1	0.6700
Joint		3.518034	5	0.6207

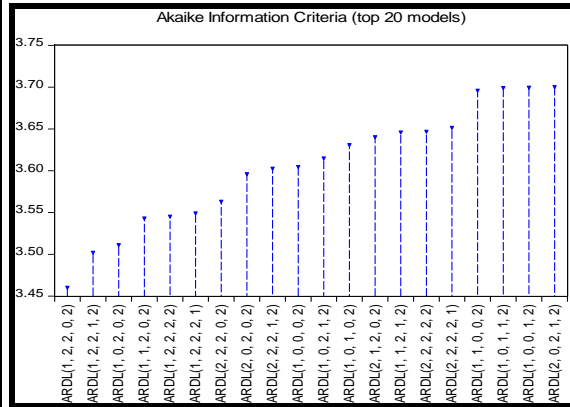
Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	3.254832	2	0.1964
2	0.988539	2	0.6100
3	0.758620	2	0.6843
4	0.298310	2	0.8614
5	1.024005	2	0.5993
Joint	6.324306	10	0.7873

*Approximate p-values do not account for coefficient estimation



الملحق رقم (18): صلاحية نموذج ARDL لمؤشر رصيد الميزان التجاري

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	11.68591	10%	3.03	4.06
k	4	5%	3.47	4.57
		2.5%	3.89	5.07
		1%	4.4	5.72
Finite Sample: n=35				
Actual Sample Size	19	10%	3.374	4.512
		5%	4.036	5.304
		1%	5.604	7.172
Finite Sample: n=30				
		10%	3.43	4.624
		5%	4.154	5.54
		1%	5.856	7.578



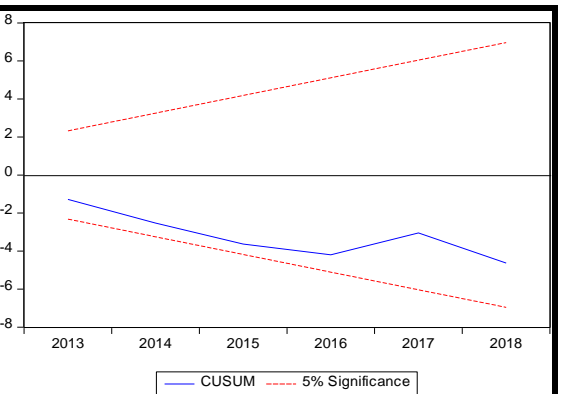
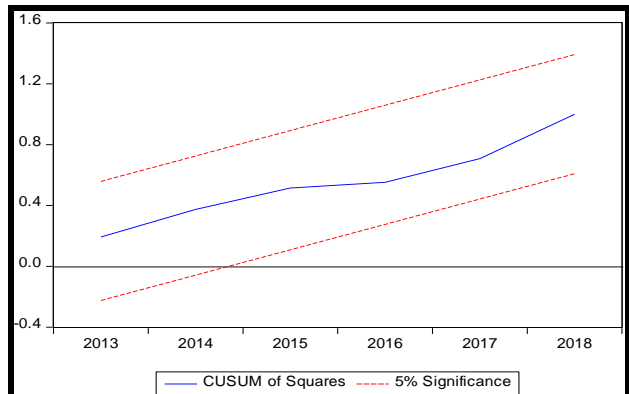
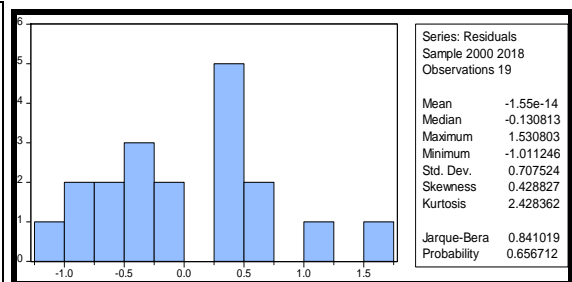
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
		1 -0.109	-0.109	0.2627	0.608
		2 -0.220	-0.235	1.4036	0.496
		3 0.069	0.015	1.5232	0.677
		4 -0.022	-0.068	1.5365	0.820
		5 -0.213	-0.221	2.8340	0.726
		6 -0.049	-0.144	2.9081	0.820
		7 -0.077	-0.234	3.1038	0.875
		8 0.166	0.083	4.1090	0.847
		9 -0.185	-0.298	5.4700	0.792
		10 -0.142	-0.286	6.3623	0.784
		11 0.210	-0.091	8.5582	0.663
		12 0.254	0.133	12.232	0.427

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

Q-statistic probabilities adjusted for 1 dynamic regressor					
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
		1 -0.312	-0.312	2.1578	0.142
		2 0.013	-0.094	2.1616	0.339
		3 -0.060	-0.095	2.2527	0.522
		4 -0.042	-0.104	2.3007	0.681
		5 0.163	0.123	3.0549	0.692
		6 -0.260	-0.204	5.1302	0.527
		7 0.045	-0.111	5.1970	0.636
		8 -0.218	-0.301	6.9223	0.545
		9 0.142	-0.073	7.7250	0.562
		10 -0.059	-0.161	7.8801	0.641
		11 -0.004	-0.083	7.8808	0.724
		12 0.186	0.100	9.8447	0.630

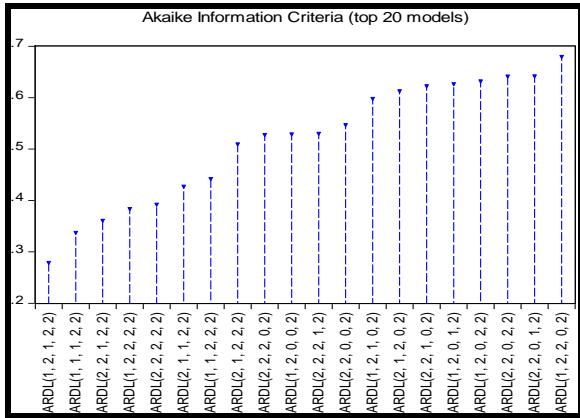
*Probabilities may not be valid for this equation specification.

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.909202	Prob. F(12,6)	0.5836
Obs*R-squared	12.25860	Prob. Chi-Square(12)	0.4251
Scaled explained SS	0.873061	Prob. Chi-Square(12)	1.0000



الملحق رقم (19): صلاحية نموذج ARDL لمؤشر معدل التضخم

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	22.53725	10%	3.03	4.06
k	4	5%	3.47	4.57
		2.5%	3.89	5.07
		1%	4.4	5.72
Finite Sample: n=35				
Actual Sample Size	19	10%	3.374	4.512
		5%	4.036	5.304
		1%	5.604	7.172
Finite Sample: n=30				
		10%	3.43	4.624
		5%	4.154	5.54
		1%	5.856	7.578



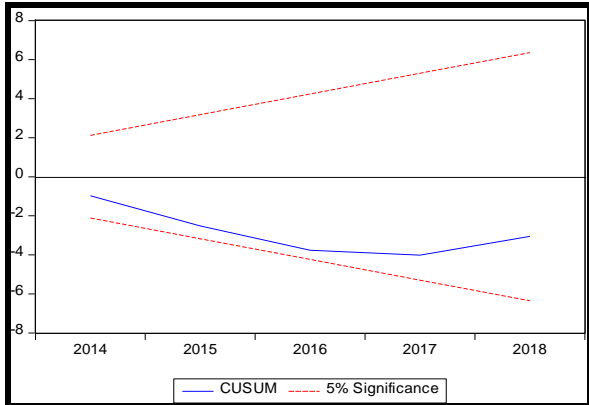
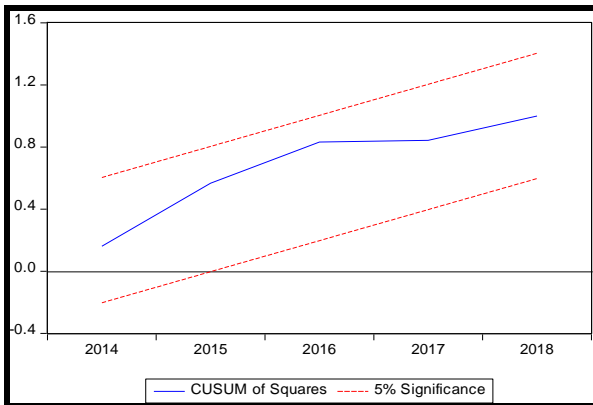
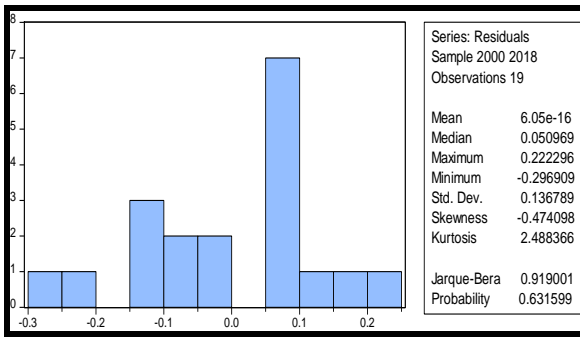
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
		1 0.181	0.181	0.7247	0.395
		2 -0.264	-0.307	2.3601	0.307
		3 -0.251	-0.152	3.9331	0.269
		4 -0.114	-0.128	4.2766	0.370
		5 -0.225	-0.348	5.7227	0.334
		6 -0.130	-0.210	6.2381	0.397
		7 0.260	0.098	8.4803	0.292
		8 0.259	-0.033	10.919	0.206
		9 -0.011	-0.090	10.923	0.281
		10 -0.169	-0.135	12.189	0.273
		11 -0.031	-0.028	12.236	0.346
		12 -0.116	-0.189	13.007	0.369

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

Q-statistic probabilities adjusted for 1 dynamic regressor					
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
		1 -0.399	-0.399	3.5326	0.060
		2 0.023	-0.162	3.5450	0.170
		3 -0.104	-0.194	3.8173	0.282
		4 -0.048	-0.217	3.8780	0.423
		5 0.253	0.154	5.6972	0.337
		6 -0.340	-0.256	9.2485	0.160

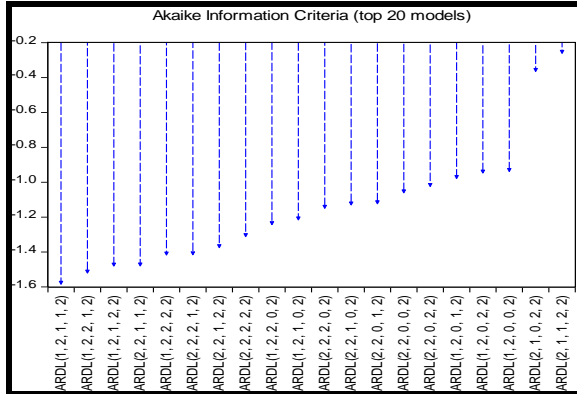
*Probabilities may not be valid for this equation specification.

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.740164	Prob. F(13,5)	0.6958
Obs*R-squared	12.50300	Prob. Chi-Square(13)	0.4869
Scaled explained SS	0.644357	Prob. Chi-Square(13)	1.0000



الملحق رقم (20): صلاحية نموذج ARDL لمؤشر معدل البطالة

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship			
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)	
Asymptotic: n=1000					
F-statistic	21.89539	10%	2.2	3.09	
k	4	5%	2.56	3.49	
		2.5%	2.88	3.87	
		1%	3.29	4.37	
Finite Sample: n=35					
Actual Sample Size	19	10%	2.46	3.46	
		5%	2.947	4.088	
		1%	4.093	5.532	
Finite Sample: n=30					
		10%	2.525	3.56	
		5%	3.058	4.223	
		1%	4.28	5.84	



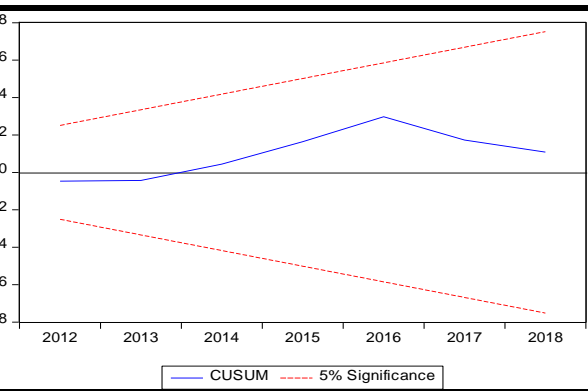
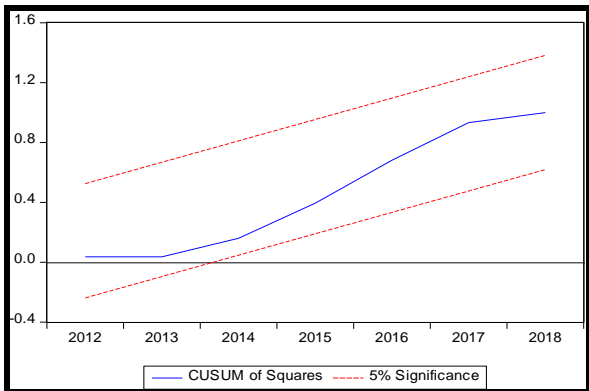
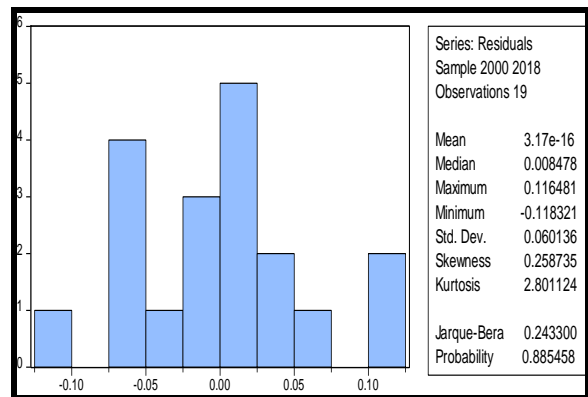
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
		1 -0.297	-0.297	1.9495	0.163
		2 -0.093	-0.198	2.1505	0.347
		3 0.119	0.032	2.5055	0.474
		4 0.048	0.093	2.5660	0.633
		5 -0.241	-0.196	4.2201	0.518
		6 -0.083	-0.259	4.4328	0.618
		7 -0.073	-0.314	4.6117	0.707
		8 0.264	0.185	7.1411	0.521
		9 -0.056	0.200	7.2671	0.609
		10 -0.117	-0.076	7.8772	0.641
		11 0.232	-0.006	10.551	0.482
		12 -0.084	-0.214	10.953	0.533

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

Q-statistic probabilities adjusted for 1 dynamic regressor					
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*
		1 0.063	0.063	0.0892	0.765
		2 -0.153	-0.158	0.6376	0.727
		3 -0.234	-0.219	1.9989	0.573
		4 -0.032	-0.033	2.0255	0.731
		5 0.098	0.036	2.2991	0.806
		6 -0.184	-0.270	3.3406	0.765
		7 0.084	0.123	3.5736	0.827
		8 -0.258	-0.360	5.9862	0.649
		9 -0.100	-0.163	6.3886	0.700
		10 0.036	-0.037	6.4457	0.777
		11 0.266	0.140	9.9721	0.533
		12 0.098	-0.129	10.521	0.570

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.759142	Prob. F(11,7)	0.6724
Obs*R-squared	10.33582	Prob. Chi-Square(11)	0.5005
Scaled explained SS	1.263420	Prob. Chi-Square(11)	0.9998



الملحق رقم (21): صلاحية نموذج ARDL لمؤشر معدل نمو إجمالي الناتج الحقيقي

Levels Equation				
Case 1: No Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
UEM	1.907334	0.377093	5.057998	0.0149
RSB	-0.113381	0.051267	-2.211590	0.1139
INF	-1.268327	0.620981	-2.042458	0.1337
CF	-0.243078	0.263758	-0.921597	0.4247
EC = GDP - (1.9073*UEM - 0.1134*RSB - 1.2683*INF - 0.2431*CF)				
F-Bounds Test				
Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	4.083274	10%	1.9	3.01
k	4	5%	2.26	3.48
		2.5%	2.62	3.9
		1%	3.07	4.44

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(GDP)				
Selected Model: ARDL(3, 2, 2, 2, 2)				
Case 1: No Constant and No Trend				
Date: 06/20/20 Time: 15:59				
Sample: 1998 2018				
Included observations: 18				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP(-1)*	-0.984344	0.436256	-2.256345	0.1093
UEM(-1)	1.877474	0.860585	2.181624	0.1172
RSB(-1)	-0.111606	0.081340	-1.372086	0.2636
INF(-1)	-1.248470	0.456464	-2.735092	0.0716
CF(-1)	-0.239273	0.343732	-0.696102	0.5364
D(GDP(-1))	-0.615706	0.351959	-1.749368	0.1785
D(GDP(-2))	0.131278	0.299467	0.438373	0.6908
D(UEM)	3.473512	0.697893	4.977142	0.0156
D(UEM(-1))	-0.461653	0.878255	-0.525648	0.6355
D(RSB)	0.031532	0.096353	0.327255	0.7650
D(RSB(-1))	0.000279	0.072806	0.003832	0.9972
D(INF)	-1.003573	0.207488	-4.836782	0.0169
D(INF(-1))	0.076176	0.249481	0.305339	0.7801
D(CF)	-1.118861	0.238734	-4.686637	0.0184
D(CF(-1))	-0.513938	0.321226	-1.599926	0.2079

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

الملحق رقم (22): صلاحية نموذج ARDL لصناديق الثروة السيادية

Levels Equation				
Case 1: No Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP	-6.195439	5.066695	-1.222777	0.2562
UEM	12.42758	9.529045	1.304179	0.2284
RSB	-0.675056	0.441354	-1.529513	0.1647
INF	-9.763690	8.879570	-1.099568	0.3035
EC = CF - (-6.1954*GDP + 12.4276*UEM - 0.6751*RSB - 9.7637*INF)				
F-Bounds Test				
Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	21.71578	10%	1.9	3.01
k	4	5%	2.26	3.48
		2.5%	2.62	3.9
		1%	3.07	4.44

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(CF)				
Selected Model: ARDL(2, 2, 1, 1, 1)				
Case 1: No Constant and No Trend				
Date: 06/20/20 Time: 16:06				
Sample: 1998 2018				
Included observations: 19				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CF(-1)*	-0.123548	0.110109	-1.122054	0.2944
GDP(-1)	-0.765436	0.139218	-5.498129	0.0006
UEM(-1)	1.535407	0.238131	6.447740	0.0002
RSB(-1)	-0.083402	0.026246	-3.177677	0.0130
INF(-1)	-1.206287	0.149827	-8.051176	0.0000
D(CF(-1))	-0.614393	0.079078	-7.769420	0.0001
D(GDP)	-0.880917	0.095820	-9.193413	0.0000
D(GDP(-1))	-0.695385	0.092979	-7.478967	0.0001
D(UEM)	3.096875	0.235371	13.15742	0.0000
D(RSB)	0.012469	0.039094	0.318950	0.7579
D(INF)	-0.937198	0.127353	-7.359059	0.0001

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

الملحق رقم (23) الدراسة الوصفية للفترة الأولى (1977 - 1997)

	CPI	GDP	RSB	UEM
Mean	5.953333	3.423810	4.218571	3.500952
Median	5.710000	3.970000	6.040000	2.900000
Maximum	13.64000	6.050000	8.760000	6.310000
Minimum	1.260000	-0.260000	-9.100000	1.460000
Std. Dev.	3.536458	1.767556	4.698560	1.771877
Skewness	0.470850	-0.592709	-1.387409	0.298164
Kurtosis	2.268766	2.367866	4.190762	1.360166
Jarque-Bera	1.243815	1.579208	7.977834	2.664079
Probability	0.536919	0.454025	0.018520	0.263938
Sum	125.0200	71.90000	88.59000	73.52000
Sum Sq. Dev.	250.1307	62.48510	441.5293	62.79098
Observations	21	21	21	21

المتغيرة CPI : النموذج 6

Null Hypothesis: CPI has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.631370	0.0540	
Test critical values:	1% level	-4.532598		
	5% level	-3.673616		
	10% level	-3.277364		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CPI) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 00:33 Sample (adjusted): 1979 1997 Included observations: 19 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPI(-1)	-0.867792	0.238971	-3.631370	0.0025
D(CPI(-1))	0.462034	0.223482	2.067428	0.0564
C	9.884159	2.919968	3.385023	0.0041
@TREND("1977")	-0.437332	0.140670	-3.108934	0.0072

المتغيرة GDP

النموذج 4	النموذج 5	النموذج 6																																																																																																																		
<p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on GDP</p> <p>Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-0.952617</td> <td>0.2919</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-2.632528</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-1.960171</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-1.607051</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(GDP) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 01:08 Sample (adjusted): 1979 1997 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>GDP(-1)</td> <td>-0.101752</td> <td>0.108813</td> <td>-0.952617</td> <td>0.3541</td> </tr> <tr> <td>D(GDP(-1))</td> <td>0.241347</td> <td>0.240317</td> <td>1.004288</td> <td>0.3293</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.952617	0.2919	Test critical values:			1% level	-2.632528		5% level	-1.960171		10% level	-1.607051		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	GDP(-1)	-0.101752	0.108813	-0.952617	0.3541	D(GDP(-1))	0.241347	0.240317	1.004288	0.3293	<p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on GDP</p> <p>Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-3.161238</td> <td>0.0388</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-3.831511</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.029970</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.655194</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(GDP) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 01:06 Sample (adjusted): 1979 1997 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>GDP(-1)</td> <td>-0.662684</td> <td>0.209822</td> <td>-3.161238</td> <td>0.0061</td> </tr> <tr> <td>D(GDP(-1))</td> <td>0.527636</td> <td>0.221640</td> <td>2.380587</td> <td>0.0301</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>2.228472</td> <td>0.754799</td> <td>2.952407</td> <td>0.0094</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.404783 Mean dependent var 0.074211</p>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.161238	0.0388	Test critical values:			1% level	-3.831511		5% level	-3.029970		10% level	-2.655194		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	GDP(-1)	-0.662684	0.209822	-3.161238	0.0061	D(GDP(-1))	0.527636	0.221640	2.380587	0.0301	C	2.228472	0.754799	2.952407	0.0094	<p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on GDP</p> <p>Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-3.061872</td> <td>0.1427</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-4.532588</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.673616</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-3.277364</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(GDP) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 00:51 Sample (adjusted): 1979 1997 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>GDP(-1)</td> <td>-0.659825</td> <td>0.215203</td> <td>-3.061872</td> <td>0.0079</td> </tr> <tr> <td>D(GDP(-1))</td> <td>0.512440</td> <td>0.228656</td> <td>2.229392</td> <td>0.0415</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>1.917174</td> <td>0.637363</td> <td>1.848141</td> <td>0.0844</td> </tr> <tr> <td>@TREND("1977")</td> <td>0.027246</td> <td>0.060418</td> <td>0.450684</td> <td>0.6595</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.061872	0.1427	Test critical values:			1% level	-4.532588		5% level	-3.673616		10% level	-3.277364		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	GDP(-1)	-0.659825	0.215203	-3.061872	0.0079	D(GDP(-1))	0.512440	0.228656	2.229392	0.0415	C	1.917174	0.637363	1.848141	0.0844	@TREND("1977")	0.027246	0.060418	0.450684	0.6595
	t-Statistic	Prob.*																																																																																																																		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.952617	0.2919																																																																																																																		
Test critical values:																																																																																																																				
1% level	-2.632528																																																																																																																			
5% level	-1.960171																																																																																																																			
10% level	-1.607051																																																																																																																			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																
GDP(-1)	-0.101752	0.108813	-0.952617	0.3541																																																																																																																
D(GDP(-1))	0.241347	0.240317	1.004288	0.3293																																																																																																																
	t-Statistic	Prob.*																																																																																																																		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.161238	0.0388																																																																																																																		
Test critical values:																																																																																																																				
1% level	-3.831511																																																																																																																			
5% level	-3.029970																																																																																																																			
10% level	-2.655194																																																																																																																			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																
GDP(-1)	-0.662684	0.209822	-3.161238	0.0061																																																																																																																
D(GDP(-1))	0.527636	0.221640	2.380587	0.0301																																																																																																																
C	2.228472	0.754799	2.952407	0.0094																																																																																																																
	t-Statistic	Prob.*																																																																																																																		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.061872	0.1427																																																																																																																		
Test critical values:																																																																																																																				
1% level	-4.532588																																																																																																																			
5% level	-3.673616																																																																																																																			
10% level	-3.277364																																																																																																																			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																
GDP(-1)	-0.659825	0.215203	-3.061872	0.0079																																																																																																																
D(GDP(-1))	0.512440	0.228656	2.229392	0.0415																																																																																																																
C	1.917174	0.637363	1.848141	0.0844																																																																																																																
@TREND("1977")	0.027246	0.060418	0.450684	0.6595																																																																																																																

المتغيرة RSB

النموذج 4	النموذج 5	النموذج 6																																																																																																																		
<p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RSB</p> <p>Null Hypothesis: RSB has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-1.096779</td> <td>0.2371</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-2.632528</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-1.960171</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-1.607051</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RSB) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 01:22 Sample (adjusted): 1979 1997 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>RSB(-1)</td> <td>-0.139793</td> <td>0.127457</td> <td>-1.096779</td> <td>0.2880</td> </tr> <tr> <td>D(RSB(-1))</td> <td>0.241802</td> <td>0.198510</td> <td>1.218084</td> <td>0.2398</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.096779	0.2371	Test critical values:			1% level	-2.632528		5% level	-1.960171		10% level	-1.607051		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	RSB(-1)	-0.139793	0.127457	-1.096779	0.2880	D(RSB(-1))	0.241802	0.198510	1.218084	0.2398	<p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RSB</p> <p>Null Hypothesis: RSB has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-2.403262</td> <td>0.1539</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-3.831511</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.029970</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.655194</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RSB) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 01:20 Sample (adjusted): 1979 1997 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>RSB(-1)</td> <td>-0.448758</td> <td>0.185897</td> <td>-2.403262</td> <td>0.0287</td> </tr> <tr> <td>D(RSB(-1))</td> <td>0.249731</td> <td>0.180894</td> <td>1.382364</td> <td>0.1866</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>2.293369</td> <td>1.079690</td> <td>2.114856</td> <td>0.0505</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.290711 Mean dependent var 0.404737</p>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.403262	0.1539	Test critical values:			1% level	-3.831511		5% level	-3.029970		10% level	-2.655194		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	RSB(-1)	-0.448758	0.185897	-2.403262	0.0287	D(RSB(-1))	0.249731	0.180894	1.382364	0.1866	C	2.293369	1.079690	2.114856	0.0505	<p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RSB</p> <p>Null Hypothesis: RSB has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-2.493655</td> <td>0.3268</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-4.532588</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.673616</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-3.277364</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RSB) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 01:11 Sample (adjusted): 1979 1997 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>RSB(-1)</td> <td>-0.494048</td> <td>0.198122</td> <td>-2.493655</td> <td>0.0248</td> </tr> <tr> <td>D(RSB(-1))</td> <td>0.285470</td> <td>0.191135</td> <td>1.493552</td> <td>0.1560</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>1.365437</td> <td>1.619667</td> <td>0.843036</td> <td>0.4125</td> </tr> <tr> <td>@TREND("1977")</td> <td>0.100166</td> <td>0.130349</td> <td>0.768444</td> <td>0.4542</td> </tr> </tbody> </table> <p>R-squared 0.317576 Mean dependent var 0.404737</p>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.493655	0.3268	Test critical values:			1% level	-4.532588		5% level	-3.673616		10% level	-3.277364		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	RSB(-1)	-0.494048	0.198122	-2.493655	0.0248	D(RSB(-1))	0.285470	0.191135	1.493552	0.1560	C	1.365437	1.619667	0.843036	0.4125	@TREND("1977")	0.100166	0.130349	0.768444	0.4542
	t-Statistic	Prob.*																																																																																																																		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.096779	0.2371																																																																																																																		
Test critical values:																																																																																																																				
1% level	-2.632528																																																																																																																			
5% level	-1.960171																																																																																																																			
10% level	-1.607051																																																																																																																			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																
RSB(-1)	-0.139793	0.127457	-1.096779	0.2880																																																																																																																
D(RSB(-1))	0.241802	0.198510	1.218084	0.2398																																																																																																																
	t-Statistic	Prob.*																																																																																																																		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.403262	0.1539																																																																																																																		
Test critical values:																																																																																																																				
1% level	-3.831511																																																																																																																			
5% level	-3.029970																																																																																																																			
10% level	-2.655194																																																																																																																			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																
RSB(-1)	-0.448758	0.185897	-2.403262	0.0287																																																																																																																
D(RSB(-1))	0.249731	0.180894	1.382364	0.1866																																																																																																																
C	2.293369	1.079690	2.114856	0.0505																																																																																																																
	t-Statistic	Prob.*																																																																																																																		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.493655	0.3268																																																																																																																		
Test critical values:																																																																																																																				
1% level	-4.532588																																																																																																																			
5% level	-3.673616																																																																																																																			
10% level	-3.277364																																																																																																																			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																
RSB(-1)	-0.494048	0.198122	-2.493655	0.0248																																																																																																																
D(RSB(-1))	0.285470	0.191135	1.493552	0.1560																																																																																																																
C	1.365437	1.619667	0.843036	0.4125																																																																																																																
@TREND("1977")	0.100166	0.130349	0.768444	0.4542																																																																																																																

المتغيرة UEM

النموذج 4	النموذج 5	النموذج 6																																																																																																																		
<p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on UEM</p> <p>Null Hypothesis: UEM has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>0.197114</td> <td>0.7324</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-2.692358</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-1.960171</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-1.607051</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(UEM) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 05:53 Sample (adjusted): 1979 1997 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>UEM(-1)</td> <td>0.008954</td> <td>0.045426</td> <td>0.197114</td> <td>0.8461</td> </tr> <tr> <td>D(UEM(-1))</td> <td>0.117860</td> <td>0.252502</td> <td>0.465976</td> <td>0.6471</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.197114	0.7324	Test critical values:			1% level	-2.692358		5% level	-1.960171		10% level	-1.607051		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	UEM(-1)	0.008954	0.045426	0.197114	0.8461	D(UEM(-1))	0.117860	0.252502	0.465976	0.6471	<p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on UEM</p> <p>Null Hypothesis: UEM has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-1.101624</td> <td>0.6827</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-3.831511</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.029970</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-2.655194</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(UEM) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 01:35 Sample (adjusted): 1979 1997 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>UEM(-1)</td> <td>-0.107348</td> <td>0.097445</td> <td>-1.101624</td> <td>0.2669</td> </tr> <tr> <td>D(UEM(-1))</td> <td>0.128927</td> <td>0.248678</td> <td>0.514190</td> <td>0.6149</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>0.508621</td> <td>0.379503</td> <td>1.340756</td> <td>0.1967</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.101624	0.6827	Test critical values:			1% level	-3.831511		5% level	-3.029970		10% level	-2.655194		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	UEM(-1)	-0.107348	0.097445	-1.101624	0.2669	D(UEM(-1))	0.128927	0.248678	0.514190	0.6149	C	0.508621	0.379503	1.340756	0.1967	<p>Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on UEM</p> <p>Null Hypothesis: UEM has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-1.911986</td> <td>0.6091</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>1% level</td> <td>-4.532588</td> <td></td> </tr> <tr> <td>5% level</td> <td>-3.673616</td> <td></td> </tr> <tr> <td>10% level</td> <td>-3.277364</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(UEM) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 01:33 Sample (adjusted): 1979 1997 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>UEM(-1)</td> <td>-0.439978</td> <td>0.230116</td> <td>-1.911986</td> <td>0.0752</td> </tr> <tr> <td>D(UEM(-1))</td> <td>0.315222</td> <td>0.264410</td> <td>1.192169</td> <td>0.2517</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>0.401062</td> <td>0.368229</td> <td>1.088215</td> <td>0.2945</td> </tr> <tr> <td>@TREND("1977")</td> <td>0.113793</td> <td>0.071980</td> <td>1.580888</td> <td>0.1348</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.911986	0.6091	Test critical values:			1% level	-4.532588		5% level	-3.673616		10% level	-3.277364		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	UEM(-1)	-0.439978	0.230116	-1.911986	0.0752	D(UEM(-1))	0.315222	0.264410	1.192169	0.2517	C	0.401062	0.368229	1.088215	0.2945	@TREND("1977")	0.113793	0.071980	1.580888	0.1348
	t-Statistic	Prob.*																																																																																																																		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.197114	0.7324																																																																																																																		
Test critical values:																																																																																																																				
1% level	-2.692358																																																																																																																			
5% level	-1.960171																																																																																																																			
10% level	-1.607051																																																																																																																			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																
UEM(-1)	0.008954	0.045426	0.197114	0.8461																																																																																																																
D(UEM(-1))	0.117860	0.252502	0.465976	0.6471																																																																																																																
	t-Statistic	Prob.*																																																																																																																		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.101624	0.6827																																																																																																																		
Test critical values:																																																																																																																				
1% level	-3.831511																																																																																																																			
5% level	-3.029970																																																																																																																			
10% level	-2.655194																																																																																																																			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																
UEM(-1)	-0.107348	0.097445	-1.101624	0.2669																																																																																																																
D(UEM(-1))	0.128927	0.248678	0.514190	0.6149																																																																																																																
C	0.508621	0.379503	1.340756	0.1967																																																																																																																
	t-Statistic	Prob.*																																																																																																																		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.911986	0.6091																																																																																																																		
Test critical values:																																																																																																																				
1% level	-4.532588																																																																																																																			
5% level	-3.673616																																																																																																																			
10% level	-3.277364																																																																																																																			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																																																																
UEM(-1)	-0.439978	0.230116	-1.911986	0.0752																																																																																																																
D(UEM(-1))	0.315222	0.264410	1.192169	0.2517																																																																																																																
C	0.401062	0.368229	1.088215	0.2945																																																																																																																
@TREND("1977")	0.113793	0.071980	1.580888	0.1348																																																																																																																

الملحق رقم (24) دراسة الاستقرارية عند الفرق الأول للفترة الأولى (1997-1977)

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(CPI)					Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(CPI)				
Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)					Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)				
			t-Statistic	Prob.*			t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic					Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values: 1% level					Test critical values: 1% level				
5% level					5% level				
10% level					10% level				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18					*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CPI,2) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 05:59 Sample (adjusted): 1980 1997 Included observations: 18 after adjustments					Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CPI,2) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 05:58 Sample (adjusted): 1980 1997 Included observations: 18 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CPI(-1))	-1.339878	0.309001	-4.335508	0.0006	D(CPI(-1))	-1.371434	0.312881	-4.383243	0.0006
D(CPI(-1),2)	0.386260	0.225298	1.714439	0.1070	D(CPI(-1),2)	0.395947	0.226932	1.744337	0.1030
C	-0.232408	0.532053	-0.436815	0.6685	C	0.809861	1.271242	0.637063	0.5344
					@TREND("1977")	-0.091679	0.101421	-0.903938	0.3813
Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(CPI)									
Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)									
			t-Statistic	Prob.*					
Augmented Dickey-Fuller test statistic					-4.459239 0.0002				
Test critical values: 1% level					-2.699769				
5% level					-1.961409				
10% level					-1.606610				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18									
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CPI,2) Method: Least Squares Date: 12/09/20 Time: 06:02 Sample (adjusted): 1980 1997 Included observations: 18 after adjustments									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.					
D(CPI(-1))	-1.310198	0.293816	-4.459239	0.0004					
D(CPI(-1),2)	0.371807	0.217147	1.712238	0.1062					
R-squared	0.587501	Mean dependent var	0.275558						

الملحق رقم (25) الدراسة الوصفية للفترة الثانية (1998 - 2018)

	CF	CPI	GDP	RSB	UEM
Mean	91.17714	2.113333	1.763333	10.98381	3.633333
Median	80.73000	2.200000	1.970000	12.71000	3.520000
Maximum	231.3900	3.750000	3.970000	16.94000	4.680000
Minimum	0.410000	0.450000	-1.730000	1.790000	2.490000
Std. Dev.	74.69335	0.888399	1.212837	4.907651	0.584511
Skewness	0.570493	-0.158990	-0.854745	-0.556558	-0.179504
Kurtosis	2.214664	2.507986	4.532002	2.170383	2.419017
Jarque-Bera	1.678775	0.300291	4.610715	1.686381	0.408125
Probability	0.431975	0.860583	0.099723	0.430335	0.815411
Sum	1914.720	44.38000	37.03000	230.6600	76.30000
Sum Sq. Dev.	111581.9	15.78507	29.41947	481.7007	6.833067
Observations	21	21	21	21	21

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.433582	0.3527
Test critical values:		
1% level	-4.532598	
5% level	-3.673616	
10% level	-3.277364	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CPI)
Method: Least Squares
Date: 12/10/20 Time: 09:40
Sample (adjusted): 2000 2018
Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CPI(-1)	-0.925949	0.380488	-2.433582	0.0279
D(CPI(-1))	-0.164476	0.257016	-0.639946	0.5319
C	1.795241	0.955995	1.877876	0.0800
@TREND("1998")	0.012795	0.041929	0.305164	0.7644

الملحق رقم (26) دراسة الاستقرارية عند المستوى للفترة الثانية (1998 – 2018)

<p>Null Hypothesis: CPI has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-0.585909</td> <td>0.4501</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> 1% level</td> <td>-2.692358</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 5% level</td> <td>-1.960171</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 10% level</td> <td>-1.607051</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CPI) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 09:42 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>CPI(-1)</td> <td>-0.068391</td> <td>0.116727</td> <td>-0.585909</td> <td>0.5656</td> </tr> <tr> <td>D(CPI(-1))</td> <td>-0.595198</td> <td>0.198343</td> <td>-3.000844</td> <td>0.0080</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.585909	0.4501	Test critical values:			1% level	-2.692358		5% level	-1.960171		10% level	-1.607051		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	CPI(-1)	-0.068391	0.116727	-0.585909	0.5656	D(CPI(-1))	-0.595198	0.198343	-3.000844	0.0080	<p>Null Hypothesis: CPI has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-2.433582</td> <td>0.3527</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> 1% level</td> <td>-4.532598</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 5% level</td> <td>-3.673616</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 10% level</td> <td>-3.277364</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CPI) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 09:40 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>CPI(-1)</td> <td>-0.925949</td> <td>0.380488</td> <td>-2.433582</td> <td>0.0279</td> </tr> <tr> <td>D(CPI(-1))</td> <td>-0.164476</td> <td>0.257016</td> <td>-0.639946</td> <td>0.5319</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>1.795241</td> <td>0.955995</td> <td>1.877876</td> <td>0.0800</td> </tr> <tr> <td>@TREND("1998")</td> <td>0.012795</td> <td>0.041929</td> <td>0.305164</td> <td>0.7644</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.433582	0.3527	Test critical values:			1% level	-4.532598		5% level	-3.673616		10% level	-3.277364		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	CPI(-1)	-0.925949	0.380488	-2.433582	0.0279	D(CPI(-1))	-0.164476	0.257016	-0.639946	0.5319	C	1.795241	0.955995	1.877876	0.0800	@TREND("1998")	0.012795	0.041929	0.305164	0.7644					
	t-Statistic	Prob.*																																																																																
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.585909	0.4501																																																																																
Test critical values:																																																																																		
1% level	-2.692358																																																																																	
5% level	-1.960171																																																																																	
10% level	-1.607051																																																																																	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																														
CPI(-1)	-0.068391	0.116727	-0.585909	0.5656																																																																														
D(CPI(-1))	-0.595198	0.198343	-3.000844	0.0080																																																																														
	t-Statistic	Prob.*																																																																																
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.433582	0.3527																																																																																
Test critical values:																																																																																		
1% level	-4.532598																																																																																	
5% level	-3.673616																																																																																	
10% level	-3.277364																																																																																	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																														
CPI(-1)	-0.925949	0.380488	-2.433582	0.0279																																																																														
D(CPI(-1))	-0.164476	0.257016	-0.639946	0.5319																																																																														
C	1.795241	0.955995	1.877876	0.0800																																																																														
@TREND("1998")	0.012795	0.041929	0.305164	0.7644																																																																														
<p>Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-2.712806</td> <td>0.2426</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> 1% level</td> <td>-4.532598</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 5% level</td> <td>-3.673616</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 10% level</td> <td>-3.277364</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(GDP) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 09:42 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>GDP(-1)</td> <td>-0.880175</td> <td>0.324452</td> <td>-2.712806</td> <td>0.0160</td> </tr> <tr> <td>D(GDP(-1))</td> <td>0.123707</td> <td>0.262550</td> <td>0.471174</td> <td>0.6443</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>2.057207</td> <td>1.040791</td> <td>1.976580</td> <td>0.0668</td> </tr> <tr> <td>@TREND("1998")</td> <td>-0.050806</td> <td>0.058368</td> <td>-0.870436</td> <td>0.3978</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.712806	0.2426	Test critical values:			1% level	-4.532598		5% level	-3.673616		10% level	-3.277364		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	GDP(-1)	-0.880175	0.324452	-2.712806	0.0160	D(GDP(-1))	0.123707	0.262550	0.471174	0.6443	C	2.057207	1.040791	1.976580	0.0668	@TREND("1998")	-0.050806	0.058368	-0.870436	0.3978	<p>Null Hypothesis: CPI has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-2.515726</td> <td>0.1275</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> 1% level</td> <td>-3.831511</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 5% level</td> <td>-3.029970</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 10% level</td> <td>-2.655194</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CPI) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 09:41 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>CPI(-1)</td> <td>-0.929295</td> <td>0.369394</td> <td>-2.515726</td> <td>0.0229</td> </tr> <tr> <td>D(CPI(-1))</td> <td>-0.162925</td> <td>0.249577</td> <td>-0.652804</td> <td>0.5232</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>1.942951</td> <td>0.800697</td> <td>2.426574</td> <td>0.0274</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.515726	0.1275	Test critical values:			1% level	-3.831511		5% level	-3.029970		10% level	-2.655194		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	CPI(-1)	-0.929295	0.369394	-2.515726	0.0229	D(CPI(-1))	-0.162925	0.249577	-0.652804	0.5232	C	1.942951	0.800697	2.426574	0.0274
	t-Statistic	Prob.*																																																																																
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.712806	0.2426																																																																																
Test critical values:																																																																																		
1% level	-4.532598																																																																																	
5% level	-3.673616																																																																																	
10% level	-3.277364																																																																																	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																														
GDP(-1)	-0.880175	0.324452	-2.712806	0.0160																																																																														
D(GDP(-1))	0.123707	0.262550	0.471174	0.6443																																																																														
C	2.057207	1.040791	1.976580	0.0668																																																																														
@TREND("1998")	-0.050806	0.058368	-0.870436	0.3978																																																																														
	t-Statistic	Prob.*																																																																																
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.515726	0.1275																																																																																
Test critical values:																																																																																		
1% level	-3.831511																																																																																	
5% level	-3.029970																																																																																	
10% level	-2.655194																																																																																	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																														
CPI(-1)	-0.929295	0.369394	-2.515726	0.0229																																																																														
D(CPI(-1))	-0.162925	0.249577	-0.652804	0.5232																																																																														
C	1.942951	0.800697	2.426574	0.0274																																																																														

<p>Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-1.260635</td> <td>0.1834</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> 1% level</td> <td>-2.692358</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 5% level</td> <td>-1.960171</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 10% level</td> <td>-1.607051</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(GDP) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 09:43 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>GDP(-1)</td> <td>-0.205176</td> <td>0.162756</td> <td>-1.260635</td> <td>0.2245</td> </tr> <tr> <td>D(GDP(-1))</td> <td>-0.229305</td> <td>0.234628</td> <td>-0.977315</td> <td>0.3421</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.260635	0.1834	Test critical values:			1% level	-2.692358		5% level	-1.960171		10% level	-1.607051		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	GDP(-1)	-0.205176	0.162756	-1.260635	0.2245	D(GDP(-1))	-0.229305	0.234628	-0.977315	0.3421	<p>Null Hypothesis: GDP has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-2.591001</td> <td>0.1120</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> 1% level</td> <td>-3.831511</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 5% level</td> <td>-3.029970</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 10% level</td> <td>-2.655194</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(GDP) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 09:43 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>GDP(-1)</td> <td>-0.779851</td> <td>0.300984</td> <td>-2.591001</td> <td>0.0197</td> </tr> <tr> <td>D(GDP(-1))</td> <td>0.057331</td> <td>0.249322</td> <td>0.229946</td> <td>0.8210</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>1.322414</td> <td>0.604166</td> <td>2.188828</td> <td>0.0438</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.591001	0.1120	Test critical values:			1% level	-3.831511		5% level	-3.029970		10% level	-2.655194		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	GDP(-1)	-0.779851	0.300984	-2.591001	0.0197	D(GDP(-1))	0.057331	0.249322	0.229946	0.8210	C	1.322414	0.604166	2.188828	0.0438										
	t-Statistic	Prob.*																																																																																
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.260635	0.1834																																																																																
Test critical values:																																																																																		
1% level	-2.692358																																																																																	
5% level	-1.960171																																																																																	
10% level	-1.607051																																																																																	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																														
GDP(-1)	-0.205176	0.162756	-1.260635	0.2245																																																																														
D(GDP(-1))	-0.229305	0.234628	-0.977315	0.3421																																																																														
	t-Statistic	Prob.*																																																																																
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.591001	0.1120																																																																																
Test critical values:																																																																																		
1% level	-3.831511																																																																																	
5% level	-3.029970																																																																																	
10% level	-2.655194																																																																																	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																														
GDP(-1)	-0.779851	0.300984	-2.591001	0.0197																																																																														
D(GDP(-1))	0.057331	0.249322	0.229946	0.8210																																																																														
C	1.322414	0.604166	2.188828	0.0438																																																																														
<p>Null Hypothesis: RSB has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-2.088164</td> <td>0.2509</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> 1% level</td> <td>-3.831511</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 5% level</td> <td>-3.029970</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 10% level</td> <td>-2.655194</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RSB) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 09:44 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>RSB(-1)</td> <td>-0.375193</td> <td>0.179676</td> <td>-2.088164</td> <td>0.0531</td> </tr> <tr> <td>D(RSB(-1))</td> <td>0.338929</td> <td>0.220856</td> <td>1.534615</td> <td>0.1444</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>4.301100</td> <td>2.225909</td> <td>1.932289</td> <td>0.0712</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.088164	0.2509	Test critical values:			1% level	-3.831511		5% level	-3.029970		10% level	-2.655194		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	RSB(-1)	-0.375193	0.179676	-2.088164	0.0531	D(RSB(-1))	0.338929	0.220856	1.534615	0.1444	C	4.301100	2.225909	1.932289	0.0712	<p>Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-4.102610</td> <td>0.0226</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> 1% level</td> <td>-4.532598</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 5% level</td> <td>-3.673616</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 10% level</td> <td>-3.277364</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RSB) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 09:44 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>RSB(-1)</td> <td>-0.691324</td> <td>0.168508</td> <td>-4.102610</td> <td>0.0009</td> </tr> <tr> <td>D(RSB(-1))</td> <td>0.131727</td> <td>0.182725</td> <td>0.720903</td> <td>0.4821</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>13.27864</td> <td>3.178554</td> <td>4.177572</td> <td>0.0008</td> </tr> <tr> <td>@TREND("1998")</td> <td>-0.477046</td> <td>0.141547</td> <td>-3.370242</td> <td>0.0042</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.102610	0.0226	Test critical values:			1% level	-4.532598		5% level	-3.673616		10% level	-3.277364		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	RSB(-1)	-0.691324	0.168508	-4.102610	0.0009	D(RSB(-1))	0.131727	0.182725	0.720903	0.4821	C	13.27864	3.178554	4.177572	0.0008	@TREND("1998")	-0.477046	0.141547	-3.370242	0.0042
	t-Statistic	Prob.*																																																																																
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.088164	0.2509																																																																																
Test critical values:																																																																																		
1% level	-3.831511																																																																																	
5% level	-3.029970																																																																																	
10% level	-2.655194																																																																																	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																														
RSB(-1)	-0.375193	0.179676	-2.088164	0.0531																																																																														
D(RSB(-1))	0.338929	0.220856	1.534615	0.1444																																																																														
C	4.301100	2.225909	1.932289	0.0712																																																																														
	t-Statistic	Prob.*																																																																																
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.102610	0.0226																																																																																
Test critical values:																																																																																		
1% level	-4.532598																																																																																	
5% level	-3.673616																																																																																	
10% level	-3.277364																																																																																	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																														
RSB(-1)	-0.691324	0.168508	-4.102610	0.0009																																																																														
D(RSB(-1))	0.131727	0.182725	0.720903	0.4821																																																																														
C	13.27864	3.178554	4.177572	0.0008																																																																														
@TREND("1998")	-0.477046	0.141547	-3.370242	0.0042																																																																														

<p>Null Hypothesis: UEM has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-2.995619</td> <td>0.1585</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> 1% level</td> <td>-4.532598</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 5% level</td> <td>-3.673616</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 10% level</td> <td>-3.277364</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(UEM) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 09:46 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>UEM(-1)</td> <td>-0.481400</td> <td>0.160701</td> <td>-2.995619</td> <td>0.0091</td> </tr> <tr> <td>D(UEM(-1))</td> <td>0.589216</td> <td>0.208679</td> <td>2.823555</td> <td>0.0128</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>1.802909</td> <td>0.600452</td> <td>3.002585</td> <td>0.0089</td> </tr> <tr> <td>@TREND("1998")</td> <td>-0.004075</td> <td>0.016120</td> <td>-0.252790</td> <td>0.8039</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.995619	0.1585	Test critical values:			1% level	-4.532598		5% level	-3.673616		10% level	-3.277364		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	UEM(-1)	-0.481400	0.160701	-2.995619	0.0091	D(UEM(-1))	0.589216	0.208679	2.823555	0.0128	C	1.802909	0.600452	3.002585	0.0089	@TREND("1998")	-0.004075	0.016120	-0.252790	0.8039	<p>Null Hypothesis: RSB has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-0.743389</td> <td>0.3809</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> 1% level</td> <td>-2.692358</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 5% level</td> <td>-1.960171</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 10% level</td> <td>-1.607051</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RSB) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 09:45 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>RSB(-1)</td> <td>-0.047278</td> <td>0.063597</td> <td>-0.743389</td> <td>0.4674</td> </tr> <tr> <td>D(RSB(-1))</td> <td>0.199630</td> <td>0.224919</td> <td>0.887566</td> <td>0.3872</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.743389	0.3809	Test critical values:			1% level	-2.692358		5% level	-1.960171		10% level	-1.607051		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	RSB(-1)	-0.047278	0.063597	-0.743389	0.4674	D(RSB(-1))	0.199630	0.224919	0.887566	0.3872
	t-Statistic	Prob.*																																																																											
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.995619	0.1585																																																																											
Test critical values:																																																																													
1% level	-4.532598																																																																												
5% level	-3.673616																																																																												
10% level	-3.277364																																																																												
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																									
UEM(-1)	-0.481400	0.160701	-2.995619	0.0091																																																																									
D(UEM(-1))	0.589216	0.208679	2.823555	0.0128																																																																									
C	1.802909	0.600452	3.002585	0.0089																																																																									
@TREND("1998")	-0.004075	0.016120	-0.252790	0.8039																																																																									
	t-Statistic	Prob.*																																																																											
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.743389	0.3809																																																																											
Test critical values:																																																																													
1% level	-2.692358																																																																												
5% level	-1.960171																																																																												
10% level	-1.607051																																																																												
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																									
RSB(-1)	-0.047278	0.063597	-0.743389	0.4674																																																																									
D(RSB(-1))	0.199630	0.224919	0.887566	0.3872																																																																									
<p>Null Hypothesis: UEM has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-0.171724</td> <td>0.6111</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> 1% level</td> <td>-2.692358</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 5% level</td> <td>-1.960171</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 10% level</td> <td>-1.607051</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(UEM) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 09:47 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>UEM(-1)</td> <td>-0.004908</td> <td>0.028579</td> <td>-0.171724</td> <td>0.8657</td> </tr> <tr> <td>D(UEM(-1))</td> <td>0.331578</td> <td>0.226964</td> <td>1.460931</td> <td>0.1623</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.171724	0.6111	Test critical values:			1% level	-2.692358		5% level	-1.960171		10% level	-1.607051		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	UEM(-1)	-0.004908	0.028579	-0.171724	0.8657	D(UEM(-1))	0.331578	0.226964	1.460931	0.1623	<p>Null Hypothesis: UEM has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-3.113166</td> <td>0.0426</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td> 1% level</td> <td>-3.831511</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 5% level</td> <td>-3.029970</td> <td></td> </tr> <tr> <td> 10% level</td> <td>-2.655194</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(UEM) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 09:46 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>UEM(-1)</td> <td>-0.484244</td> <td>0.155547</td> <td>-3.113166</td> <td>0.0067</td> </tr> <tr> <td>D(UEM(-1))</td> <td>0.584189</td> <td>0.201561</td> <td>2.898327</td> <td>0.0105</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>1.768487</td> <td>0.567443</td> <td>3.116589</td> <td>0.0066</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.113166	0.0426	Test critical values:			1% level	-3.831511		5% level	-3.029970		10% level	-2.655194		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	UEM(-1)	-0.484244	0.155547	-3.113166	0.0067	D(UEM(-1))	0.584189	0.201561	2.898327	0.0105	C	1.768487	0.567443	3.116589	0.0066					
	t-Statistic	Prob.*																																																																											
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.171724	0.6111																																																																											
Test critical values:																																																																													
1% level	-2.692358																																																																												
5% level	-1.960171																																																																												
10% level	-1.607051																																																																												
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																									
UEM(-1)	-0.004908	0.028579	-0.171724	0.8657																																																																									
D(UEM(-1))	0.331578	0.226964	1.460931	0.1623																																																																									
	t-Statistic	Prob.*																																																																											
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.113166	0.0426																																																																											
Test critical values:																																																																													
1% level	-3.831511																																																																												
5% level	-3.029970																																																																												
10% level	-2.655194																																																																												
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																									
UEM(-1)	-0.484244	0.155547	-3.113166	0.0067																																																																									
D(UEM(-1))	0.584189	0.201561	2.898327	0.0105																																																																									
C	1.768487	0.567443	3.116589	0.0066																																																																									

Null Hypothesis: CF has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-2.527454	0.3127
Test critical values:	1% level		-4.532598	
	5% level		-3.673616	
	10% level		-3.277364	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CF) Method: Least Squares Date: 12/12/20 Time: 00:16 Sample (adjusted): 2000 2018 Included observations: 19 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CF(-1)	-0.560439	0.221740	-2.527454	0.0232
D(CF(-1))	0.360874	0.253393	1.424164	0.1749
C	-14.51057	16.24036	-0.893488	0.3857
@TREND("1998")	6.424555	2.529686	2.539665	0.0227

الملحق رقم (27) دراسة الاستقرارية عند الفرق الأول للفترة الثانية (1998 – 2018)

Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.808587	0.0001
Test critical values:	1% level		-2.699769	
	5% level		-1.961409	
	10% level		-1.606610	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CPI,2) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 10:06 Sample (adjusted): 2001 2018 Included observations: 18 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CPI(-1))	-2.086520	0.433915	-4.808587	0.0002
D(CPI(-1),2)	0.287723	0.247011	1.164821	0.2612

Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.808587	0.0001
Test critical values:	1% level		-2.699769	
	5% level		-1.961409	
	10% level		-1.606610	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CPI,2) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 10:06 Sample (adjusted): 2001 2018 Included observations: 18 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CPI(-1))	-2.086520	0.433915	-4.808587	0.0002
D(CPI(-1),2)	0.287723	0.247011	1.164821	0.2612

الملاحق

Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Fixed)					Null Hypothesis: D(GDP) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)				
			t-Statistic	Prob.*				t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.443910	0.0127	Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.066271	0.0004
Test critical values:					Test critical values:				
1% level			-4.571559		1% level			-2.699769	
5% level			-3.690814		5% level			-1.961409	
10% level			-3.286909		10% level			-1.606610	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18					*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RSB,2) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 10:11 Sample (adjusted): 2001 2018 Included observations: 18 after adjustments					Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(GDP,2) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 10:08 Sample (adjusted): 2001 2018 Included observations: 18 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(RSB(-1))	-1.340814	0.301719	-4.443910	0.0006	D(GDP(-1))	-1.600889	0.393699	-4.066271	0.0009
D(RSB(-1),2)	0.248973	0.212265	1.172935	0.2604	D(GDP(-1),2)	0.221061	0.245546	0.900287	0.3813
C	0.894664	1.913060	0.467661	0.6472					
@TREND("1998")	-0.132350	0.157859	-0.838409	0.4159					

Null Hypothesis: D(UEM) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)					Null Hypothesis: D(RSB) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)				
			t-Statistic	Prob.*				t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.839674	0.0007	Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.988135	0.0000
Test critical values:					Test critical values:				
1% level			-2.699769		1% level			-2.699769	
5% level			-1.961409		5% level			-1.961409	
10% level			-1.606610		10% level			-1.606610	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18					*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(UEM,2) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 10:14 Sample (adjusted): 2001 2018 Included observations: 18 after adjustments					Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RSB,2) Method: Least Squares Date: 12/10/20 Time: 10:13 Sample (adjusted): 2001 2018 Included observations: 18 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(UEM(-1))	-0.971128	0.252919	-3.839674	0.0014	D(RSB(-1))	-1.177500	0.236060	-4.988135	0.0001
D(UEM(-1),2)	0.493069	0.214153	2.302418	0.0351	D(RSB(-1),2)	0.156875	0.177763	0.882494	0.3906

الملاحق

<p>Null Hypothesis: D(CF) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 1 (Fixed)</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td style="background-color: yellow;">-3.426989</td> <td style="background-color: yellow;">0.0018</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td style="padding-left: 20px;">1% level</td> <td>-2.699769</td> <td></td> </tr> <tr> <td style="padding-left: 20px;">5% level</td> <td>-1.961409</td> <td></td> </tr> <tr> <td style="padding-left: 20px;">10% level</td> <td>-1.606610</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CF,2) Method: Least Squares Date: 12/12/20 Time: 00:22 Sample (adjusted): 2001 2018 Included observations: 18 after adjustments</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>D(CF(-1))</td> <td>-1.047803</td> <td>0.305750</td> <td>-3.426989</td> <td>0.0035</td> </tr> <tr> <td>D(CF(-1),2)</td> <td>0.289030</td> <td>0.241514</td> <td>1.196740</td> <td>0.2488</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.426989	0.0018	Test critical values:			1% level	-2.699769		5% level	-1.961409		10% level	-1.606610		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	D(CF(-1))	-1.047803	0.305750	-3.426989	0.0035	D(CF(-1),2)	0.289030	0.241514	1.196740	0.2488	<p>Null Hypothesis: D(CF) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td> <td>-4.102159</td> <td>0.0238</td> </tr> <tr> <td>Test critical values:</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td style="padding-left: 20px;">1% level</td> <td>-4.571559</td> <td></td> </tr> <tr> <td style="padding-left: 20px;">5% level</td> <td>-3.690814</td> <td></td> </tr> <tr> <td style="padding-left: 20px;">10% level</td> <td>-3.286909</td> <td></td> </tr> </tbody> </table> <p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18</p> <p>Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(CF,2) Method: Least Squares Date: 12/12/20 Time: 00:21 Sample (adjusted): 2001 2018 Included observations: 18 after adjustments</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>D(CF(-1))</td> <td>-1.386245</td> <td>0.337931</td> <td>-4.102159</td> <td>0.0011</td> </tr> <tr> <td>D(CF(-1),2)</td> <td>0.452661</td> <td>0.243646</td> <td>1.857865</td> <td>0.0843</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>1.250367</td> <td>18.58829</td> <td>0.067266</td> <td>0.9473</td> </tr> <tr> <td>@TREND("1998")</td> <td>1.296466</td> <td>1.546804</td> <td style="background-color: yellow;">0.838158</td> <td style="background-color: yellow;">0.4160</td> </tr> </tbody> </table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.102159	0.0238	Test critical values:			1% level	-4.571559		5% level	-3.690814		10% level	-3.286909		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	D(CF(-1))	-1.386245	0.337931	-4.102159	0.0011	D(CF(-1),2)	0.452661	0.243646	1.857865	0.0843	C	1.250367	18.58829	0.067266	0.9473	@TREND("1998")	1.296466	1.546804	0.838158	0.4160
	t-Statistic	Prob.*																																																																											
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.426989	0.0018																																																																											
Test critical values:																																																																													
1% level	-2.699769																																																																												
5% level	-1.961409																																																																												
10% level	-1.606610																																																																												
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																									
D(CF(-1))	-1.047803	0.305750	-3.426989	0.0035																																																																									
D(CF(-1),2)	0.289030	0.241514	1.196740	0.2488																																																																									
	t-Statistic	Prob.*																																																																											
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.102159	0.0238																																																																											
Test critical values:																																																																													
1% level	-4.571559																																																																												
5% level	-3.690814																																																																												
10% level	-3.286909																																																																												
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																																																																									
D(CF(-1))	-1.386245	0.337931	-4.102159	0.0011																																																																									
D(CF(-1),2)	0.452661	0.243646	1.857865	0.0843																																																																									
C	1.250367	18.58829	0.067266	0.9473																																																																									
@TREND("1998")	1.296466	1.546804	0.838158	0.4160																																																																									

الملحق رقم (28) نتائج سببية غرانجر للمدى القصير للفترة الثانية (1998 - 2018)

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 12/12/20 Time: 00:29			
Sample: 1998 2018			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
D(CPI) does not Granger Cause D(CF)	18	1.91614	0.1865
D(CF) does not Granger Cause D(CPI)		0.72222	0.5042
D(GDP) does not Granger Cause D(CF)	18	1.99002	0.1762
D(CF) does not Granger Cause D(GDP)		4.54459	0.0319
D(RSB) does not Granger Cause D(CF)	18	0.56891	0.5796
D(CF) does not Granger Cause D(RSB)		1.50646	0.2580
D(UEM) does not Granger Cause D(CF)	18	4.34681	0.0358
D(CF) does not Granger Cause D(UEM)		1.24238	0.3208
D(GDP) does not Granger Cause D(CPI)	18	0.34190	0.7166
D(CPI) does not Granger Cause D(GDP)		0.00147	0.9985
D(RSB) does not Granger Cause D(CPI)	18	0.03093	0.9696
D(CPI) does not Granger Cause D(RSB)		3.77039	0.0511
D(UEM) does not Granger Cause D(CPI)	18	5.10427	0.0231
D(CPI) does not Granger Cause D(UEM)		2.31340	0.1382
D(RSB) does not Granger Cause D(GDP)	18	0.31532	0.7350
D(GDP) does not Granger Cause D(RSB)		1.49740	0.2599
D(UEM) does not Granger Cause D(GDP)	18	6.59222	0.0106
D(GDP) does not Granger Cause D(UEM)		1.23386	0.3231
D(UEM) does not Granger Cause D(RSB)	18	0.70875	0.5103
D(RSB) does not Granger Cause D(UEM)		0.31236	0.7371

الملحق رقم (29) نتائج اختبار سببية Toda Yamamoto في المدى الطويل للفترة (1998-2018)

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests			
Date: 12/12/20 Time: 00:56			
Sample: 1998 2018			
Included observations: 19			
Dependent variable: CF			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CPI	0.109347	2	0.9468
GDP	2.174770	2	0.3371
RSB	0.157465	2	0.9243
UEM	4.634946	2	0.0985
All	9.181255	8	0.3272
Dependent variable: CPI			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CF	0.121755	2	0.9409
GDP	10.21716	2	0.0060
RSB	4.783121	2	0.0915
UEM	9.412648	2	0.0090
All	18.59878	8	0.0172
Dependent variable: GDP			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CF	1.297961	2	0.5226
CPI	0.943962	2	0.6238
RSB	0.734865	2	0.6925
UEM	7.580986	2	0.0226
All	8.788412	8	0.3605
Dependent variable: RSB			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CF	19.81815	2	0.0000
CPI	6.767304	2	0.0339
GDP	5.362747	2	0.0685
UEM	5.360856	2	0.0685
All	34.17073	8	0.0000
Dependent variable: UEM			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
CF	2.308822	2	0.3152
CPI	0.311048	2	0.8560
GDP	3.671592	2	0.1595
RSB	1.634946	2	0.4415
All	8.220587	8	0.4122

المصدر: الملاحق من 10 إلى 29 من مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews10 الخاص بالدراسة القياسية لحالة تأثير مخصصات الصندوق السيادي النرويجي على المتغيرات الاقتصادية الكلية للنرويج نمو الناتج المحلي الإجمالي، نسبة البطالة، معدل التضخم، رصيد الميزان التجاري الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، للفترتين، الأولى من 1977-1997 والثانية من 1998-2018.