



المملكة العربية السعودية

قضايا مختارة

٣٠ يونيو ٢٠١٦

إعداد عاصم الغرسان ، وفهد الحميدة، ورياض الخريف، وقصى الخنيزي، وخالد السعيد، وصلاح الصيعري ، ونبيل بن لطيفة، وتيم كالين، وكيكو هونجو، وكين مياجيمما، ومليكة باننت، وغوليرمي بدراس، وفارس رواه ، وغازي شبيكات.

اعتمد التقرير

عاصم حسين

الصفحة	المحتويات
٤	تمويل عجز المالية العامة - الخيارات الممكنة وانعكاساتها المحتملة
٤	ألف- مقدمة
٥	باء- تمويل عجز المالية العامة: الماضي والحاضر والمستقبل
١٦	جيم- الانعكاسات الاقتصادية والمالية لتمويل المالية العامة
٢٣	دال- تطوير سوق الدين المحلي وتوسيع قاعدة المستثمرين
٢٧	هاء- النتائج المستخلصة
٣٥	المراجع
	الأطر
٢٦	١- تعزيز ممارسات إدارة الدين في المملكة العربية السعودية
	الأشكال البيانية
٦	١- إجمالي ديون وأصول الحكومة السعودية، ١٩٧٥-٢٠١٥
٧	٢- إجمالي ديون وأصول الحكومة العامة، ٢٠١٥
١٢	٣- العائدات على السندات الحكومية المحلية السعودية والسندات الحكومية الدولية في الاقتصادات الصاعدة
١٤	٤- سندات الحكومة المركزية في المملكة العربية السعودية
١٥	٥- السندات المحلية للحكومة العامة
١٧	٦- أصول البنوك وصناديق التقاعد (بمليارات الريالات السعودية)
٢٠	٧- مؤشرات رئيسية: السيناريوهات الأول والثاني
٢١	٨- مؤشرات رئيسية: السيناريوهات ١ و٣ و٤ و٥
٢٤	٩- مطالبات البنوك المحلية على الحكومة (ما عدا مؤسسة النقد العربي السعودي) (١٩٩٣-٢٠١٥)

الجدول

- ٨- سندات الدين والتسهيلات _____
- ٩- مؤشرات تكلفة التمويل وعائدات الأصول _____
- ١٠- مجلس التعاون الخليجي: إصدار السندات السيادية، ٢٠١٥-٢٠١٦ _____
- ١١- خصائص سندات دين الحكومة المركزية، ٢٠١٤ أو أحدث سنة _____
- ١٢- ملخص الافتراضات: السيناريوهات من ١-٥ _____
- ١٣- مخصصات تمويل المالية العامة والمؤشرات الرئيسية _____

الملاحق

- ١- توزيع مصادر التمويل المتوقع للمالية العامة _____
- ٢- تطوير سوق رأس المال المحلي وأدواته _____

- ٣٦- الخخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص في المملكة العربية السعودية: تجارب الماضي وآفاق المستقبل _____
- ٣٦- ألف- مقدمة _____
- ٣٧- باء- التجارب السابقة _____
- ٤١- جيم- حجم قطاع المؤسسات المملوكة للدولة والخخصة المحتملة في المستقبل _____
- ٤٣- دال- دروس مستفادة من التجارب الدولية في الخخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص _____
- ٤٦- هاء- بعض اعتبارات المالية العامة والاقتصاد الكلي _____
- ٤٩- واو- الشراكة بين القطاعين العام والخاص: الفرص والمخاطر _____
- ٥٢- ز- النتائج المستخلصة والتوصيات بشأن السياسات _____
- ٥٣- المراجع _____

الأطر

- ١- المملكة العربية السعودية: العمليات الرئيسية لإعادة الهيكلة/تحول المؤسسات العامة إلى شركات مساهمة والشراكة بين القطاعين العام والخاص _____
- ٢- الخخصة وصافي ثروة الحكومة _____

الأشكال البيانية

- ١- المملكة العربية السعودية: سوق الأسهم والاستثمار الأجنبي _____
- ٢- حصص الحكومة في المؤسسات المملوكة للدولة المدرجة في السوق المالية، ٢٠١٥ _____
- ٣- المملكة العربية السعودية: أداء عمليات الطرح العام الأولي للمؤسسات المخصصة والشركات الخاصة، ٢٠٠٣-٢٠١٥ _____
- ٤٣- _____

الجدول

- ١- المملكة العربية السعودية، عمليات الخخصة الرئيسية _____
- ٢- منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: عائدات الخخصة في التسعينات والألفينات _____

٣- مجلس التعاون الخليجي: صافي القيمة الحاضرة لعائدات النفط المستقبلية في نهاية ٢٠١٥ _____ ٤١

٤- مجلس التعاون الخليجي: ملكية الحكومة في المؤسسات المملوكة للدولة المدرجة في السوق المالية _____ ٤٢

النمو في ظل انخفاض أسعار النفط _____ ٥٥

ألف- مقدمة _____ ٥٥

باء- انخفاض أسعار النفط، وضبط أوضاع المالية العامة، والنمو في القطاع غير النفطي _____ ٥٦

جيم- تأثير انخفاض أسعار النفط وضبط أوضاع المالية العامة على النمو المحتمل _____ ٦٢

دال- الإصلاحات الهيكلية لتعزيز الإنتاجية والنمو _____ ٦٨

هاء- النتيجة المستخلصة _____ ٧٢

المراجع _____ ٧٥

الأطر

١- تقدير مُضاعفات المالية العامة في المملكة العربية السعودية _____ ٦٠

٢- التوظيف في ظل انخفاض النمو _____ ٦٤

الأشكال البيانية

١- معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي _____ ٥٥

٢- الحصص والمساهمات في إجمالي الناتج المحلي _____ ٥٦

٣- التأثير على نمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي _____ ٥٧

٤- التغيرات في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، والإيرادات النفطية والنفقات خلال فترات انخفاض أسعار النفط _____ ٥٨

٥- مساهمات القطاعات في نمو القطاع الخاص غير النفطي _____ ٥٩

٦- تقدير النمو المحتمل _____ ٦٣

٧- النمو غير النفطي الفعلي والمحتمل _____ ٦٣

٨- تأثير سيناريوهات النفط وإصلاح المالية العامة - نتائج من نموذج مجموعة العشرين _____ ٦٧

٩- مؤشرات ممارسة أنشطة الأعمال ٢٠١٥ مقابل ٢٠١٦ _____ ٧٠

الجدول

١- مُضاعفات نفقات المالية العامة _____ ٦١

٢- إصلاحات هيكلية مختارة جاري تنفيذها في المملكة العربية السعودية كجزء من مجموعة عمل إطار مجموعة العشرين _____ ٦٩

٣- المشاريع الصناعية الكبرى في المملكة العربية السعودية _____ ٧٠

الملاحق

١- موجز وحدة نموذج مجموعة العشرين G20MOD من النظام المرن للنماذج العالمية لصندوق النقد الدولي _____ ٧٣

تمويل عجز المالية العامة – الخيارات الممكنة وانعكاساتها المحتملة^١

توجد أمام المملكة العربية السعودية خيارات تمويلية متعددة لتلبية الاحتياجات التمويلية الكبيرة خلال السنوات القادمة. فيمكنها السحب من رصيد الودائع الحكومية الكبير لدى مؤسسة النقد العربي السعودي، أو بيع أصول مالية أخرى، أو الاقتراض من مصادر محلية أو خارجية. ويستخدم هذا التقرير أحد أطر إدارة الأصول والخصوم لمناقشة منافع ومخاطر كل من هذه الخيارات وكذلك انعكاساتها الاقتصادية الكلية، ويوضح بعض هذه الجوانب من خلال تحليل عملية محاكاة. كذلك يستعرض التقرير عددا من السياسات التي من شأنها أن تساعد على توسيع قاعدة المستثمرين وتخفيض تكاليف التمويل، وتكون لها في الوقت ذاته انعكاسات إيجابية أوسع نطاقا على الاقتصاد. وعلى وجه الخصوص، فإن تكوين منحى قياسي للعائد سيشرح على تطوير سوق محلية لسندات الدين. وعلاوة على ذلك، لا بد من تعزيز أطر وسياسات إدارة المالية العامة والديون من أجل تعبئة المدخرات المحلية وجذب التمويل الأجنبي.

ألف – مقدمة

١- أدى التراجع الكبير والمستمر في أسعار النفط منذ النصف الثاني من ٢٠١٤ إلى تحويل فوائض المالية العامة في المملكة العربية السعودية لأكثر من عقد من الزمان إلى عجوزات، بالإضافة إلى زيادة الحاجة إلى التمويل. وتشير التوقعات الحالية لخبراء الصندوق إلى أن الاحتياجات التمويلية الكبيرة سوف تستمر على المدى المتوسط. ففي البداية، استخدمت الحكومة ودائعها لدى مؤسسة النقد العربي السعودي لتمويل عجز المالية العامة، ومنذ يونيو ٢٠١٥، بدأت في إصدار الأوراق المالية الحكومية المحلية. ووقعت الحكومة على قرض مشترك مع بنوك دولية للحصول على ١٠ مليارات دولار في الربع الثاني من ٢٠١٦.

٢- وتبدأ المملكة العربية السعودية من وضع قوي للأصول والخصوم. ففي نهاية عام ٢٠١٥، بلغت ودائع الحكومة لدى مؤسسة النقد العربي السعودي ١٠٥٠ مليار ريال سعودي (حوالي ٢٨٠ مليار دولار) وكان الدين الحكومي منخفضا وقدره ١٢١ مليار ريال سعودي (٣٢ مليار دولار). ولا يزال مركز الاحتياطيات الإجمالية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي قويا، حتى بعد انخفاضه بواقع ١١٥ مليار دولار في عام ٢٠١٥، فتبلغ قيمته ٦٠٩ مليار دولار (حوالي ٣٢ شهرا من تغطية الودائع). بالإضافة إلى ذلك، ازدادت على مدى العقد الماضي محفظة الأصول الحكومية التي تتخذ شكل مشاركة في حصص ملكية المؤسسات المملوكة للدولة و/أو المشاريع الاستثمارية الاستراتيجية. وقُدرت قيمة ملكية الحكومة للشركات المحلية المدرجة في السوق المالية والتي تحتفظ بها من خلال صندوق الاستثمارات العامة بمقدار ١٣٠ مليار دولار في نهاية عام ٢٠١٥. كذلك تمتلك الحكومة العديد من الشركات غير المدرجة في السوق المالية بما في ذلك شركة النفط الكبرى "أرامكو" التي يمكن أن تؤدي إعادة استثمار عائداتها إلى توليد دخل استثماري كبير للميزانية حتى في حالة خصخصة جزء صغير منها ميزانية.

^١ إعداد فهد الحميدة ورياض الخريف (كلاهما من مؤسسة النقد العربي السعودي)، وخالد السعيد (إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية)، ونبيل بن لطيفة (إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى)، وكين مياجيما وغوليرمي بدراس (كلاهما من إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية). وقدم المساعدة البحثية جي ليو وقدمت المساعدة التحريرية ديانا كارغو-سيكال (كلاهما إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى).

٣- وتعمل الحكومة على وضع استراتيجية شاملة لتلبية احتياجات تمويل الميزانية، حيث تعكف على تعزيز الإطار التنظيمي والمؤسسي، وخاصة إطار إدارة الديون، وإحداث توازن أفضل بين جانبي المركز المالي لتلبية احتياجات تمويل الميزانية العامة بكفاءة — محليا ومن الأسواق المالية الدولية. ولدى الحكومة خبرة واسعة في إدارة محفظة أصولها — بما في ذلك من خلال صندوق الاستثمارات العامة (على الصعيد الداخلي) ومؤسسة النقد العربي السعودي (للاحتياجات الإجمالية). ورغم ذلك، فقد انخفضت القدرة على إدارة الديون بمرور السنوات مع تناقص الحاجة إلى تمويل الميزانية. ومع نشأة الحاجة للاقتراض، سوف يكون من الضروري دمج إدارة جانبي الميزانية العمومية للحكومة.

٤- ويناقش هذا التقرير خيارات تمويل عجز المالية العامة للحكومة والإصلاحات المؤسسية الداعمة اللازمة. وعلى وجه الخصوص، يناقش التقرير المفاضلات الرئيسية بين تقليص الأصول وخيارات الاقتراض المختلفة وما يتصل بها من مخاطر ومنافع، بما في ذلك منافع تطوير السوق المحلية، والدور الذي يمكن أن يقوم به التمويل الإسلامي. وبيحث التقرير أيضا في الانعكاسات الاقتصادية الكلية للخيارات التمويلية المختلفة. وينقسم التقرير على النحو التالي: بعد لمحة تاريخية موجزة عن الأصول والخصوم الحكومية في المملكة العربية السعودية، يناقش القسم باء المفاضلات بين التمويل والاستثمار والخيارات المختلفة لتمويل الميزانية المتاحة للمملكة وكذلك تكاليفها ومنافعها النسبية. ويتناول القسم جيم بالدراسة الانعكاسات الاقتصادية والمالية لقائمة من خيارات التمويل من خلال عمليات محاكاة. ويركز القسم دال على تطوير سوق الدين المحلية وتوسيع قاعدة المستثمرين. ويُختتم التقرير في القسم هاء.

باء- تمويل عجز المالية العامة: الماضي والحاضر والمستقبل

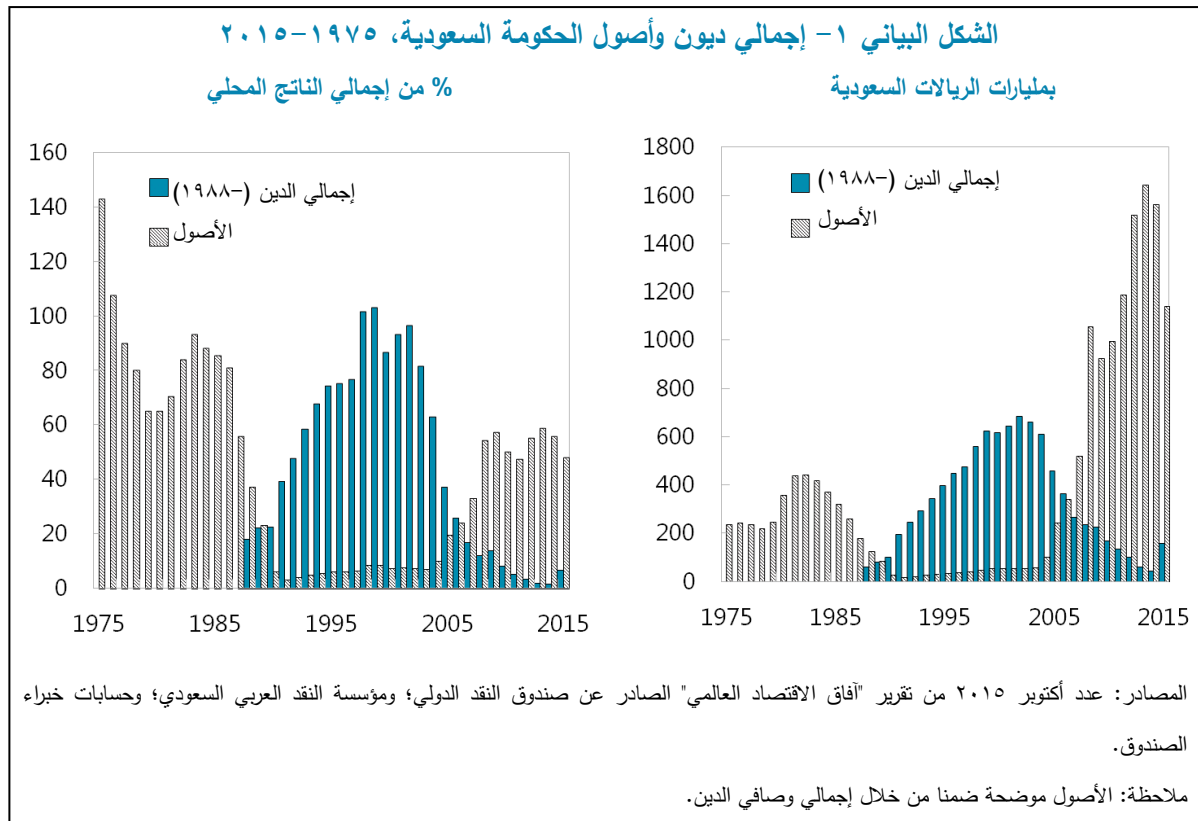
لمحة تاريخية عن الأصول والخصوم الحكومية في المملكة العربية السعودية.

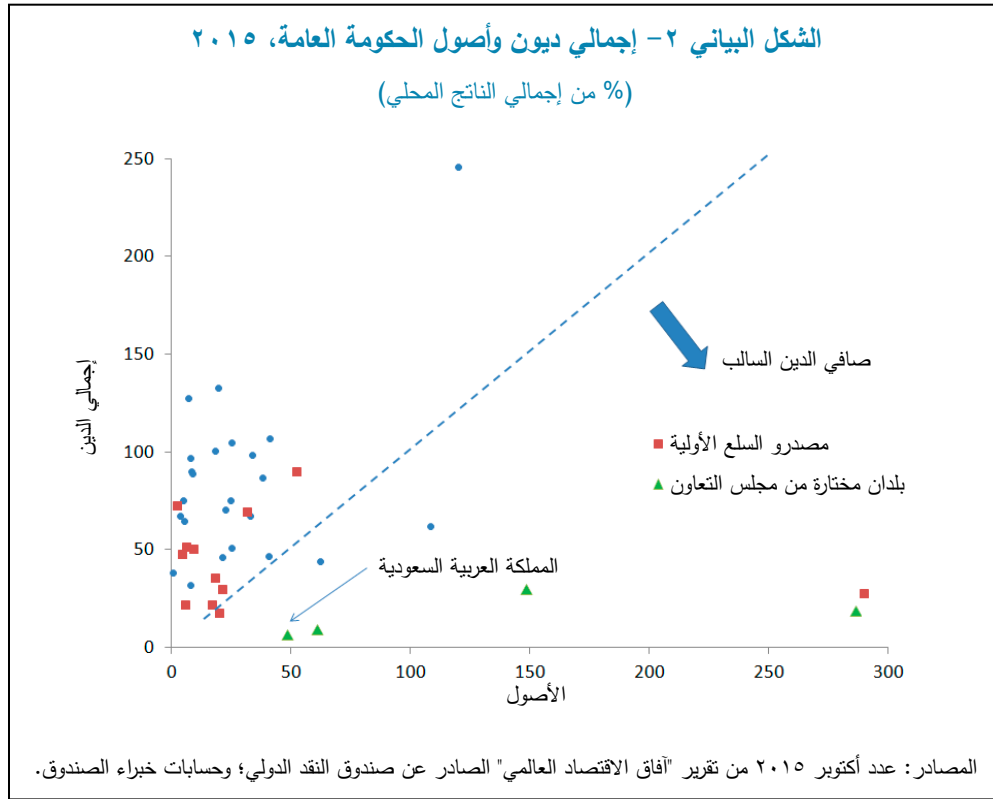
٥- تطور هيكل أصول وخصوم الحكومة السعودية على مدى العقود الثلاثة والنصف الماضية. ويمكن تقسيم هذا التطور إلى أربع فترات تعكس جزئيا تطورات أسعار النفط.

- تراكم الأصول الحكومية (الودائع لدى مؤسسة النقد العربي السعودي) الذي بدأ في السبعينات من القرن العشرين استمر حتى أوائل الثمانينات، وبلغ ذروته عندما وصل إلى ما يربو على ٤٠٠ مليار ريال في عام ١٩٨٣. ومع ذلك، ففي منتصف السبعينات، تجاوزت الأصول الحكومية نسبة ١٠٠% من إجمالي الناتج المحلي ثم تراجعت إلى حوالي ٩٣% من إجمالي الناتج المحلي في عام ١٩٨٣ مع نمو إجمالي الناتج المحلي خلال هذه الفترة (الشكل البياني ١).
- وازداد "صافي الدين" الحكومي خلال التسعينات.^٢ فقد انخفضت الأصول الحكومية إلى ما يقرب من ٣٠ مليار ريال سعودي (حوالي ٥% من إجمالي الناتج المحلي) في عام ١٩٩٩، وارتفع رصيد سندات الدين إلى نحو ٧٠٠ مليار ريال سعودي أو ١٠٠% من إجمالي الناتج المحلي في أواخر التسعينات.

^٢ يُحسب صافي الدين عن طريق طرح رصيد الأصول المالية من الديون المستحقة.

- ومن أوائل الألفينات حتى عام ٢٠١٤، خفضت الحكومة صافي ديونها إلى مستويات سالبة. وهبط رصيد الأوراق المالية الحكومية إلى نحو ٤٠ مليار ريال سعودي أو أقل من ٢% من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠١٤. وفي الوقت نفسه، ارتفعت الودائع الحكومية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي إلى ١,٥ تريليون ريال سعودي أو ٥٤% من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠١٣، مستفيدة من ارتفاع أسعار النفط والسياسات الرشيدة.
- ومع ذلك، فقد انعكس المسار العام منذ منتصف ٢٠١٥. وتشير التقديرات إلى أن رصيد سندات الدين قد ارتفع مرة أخرى ليصل إلى قرابة ٥% من إجمالي الناتج المحلي مع نهاية العام مع استئناف الحكومة التمويل بالسندات في يونيو في حين انخفضت الودائع الحكومية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي. ومع ذلك، لا تزال حكومة المملكة العربية السعودية واحدة من عدد قليل من البلدان التي لديها مركز صاف من الأصول (الشكل البياني ٢). وتشير التقديرات لعام ٢٠١٥ إلى أن حيازات الحكومة السعودية من الأصول المالية الصافية بلغت ما يعادل ٣٨% من إجمالي الناتج المحلي.





٦- وأصدرت الحكومة أدوات الدين على مدى الأربعين سنة الماضية على فترات متقطعة. فقد أصدرت الحكومة للمرة الأولى أداة اقتراض خاصة بها (سندات التنمية الحكومية) في عام ١٩٨٨؛ وفي عام ١٩٩١، بدأت في إصدار أدون الخزانة لتمويل العجز في المالية العامة (الجدول ١، والملحق الثاني). غير أن إصدار السندات الدين المذكورة توقف لدى تحسن وضع المالية العامة. ومن أجل المساعدة في تعزيز تطور أسواق الدين المحلية وإدارة السياسة النقدية، أصدرت مؤسسة النقد العربي السعودي أدوات خاصة بها—بما في ذلك تلك المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لتلبية احتياجات البنوك الإسلامية. ورغم ذلك، لم يتطور السوق الثانوية بشكل كامل قط، وظلت السيولة في السوق متدنية، ولم يتم إنشاء منحى عائد معياري. وفي وقت أقرب، استأنفت الحكومة إصدار سندات الدين لتمويل عجز المالية العامة.

الجدول ١ - سندات الدين والتسهيلات			
التسهيل/الورقة المالية	تاريخ التشغيل/الإصدار الأولي	أحدث المدد المتبقية من أجل الاستحقاق	الحالة الرهانة
		نشط	غير نشط
مؤسسة النقد العربي السعودي			
نافذة إعادة الشراء	فبراير ١٩٨٤	ليلة واحدة	X
نافذة إعادة الشراء العكسي	مايو ١٩٩٢	ليلة واحدة	X
أذن مؤسسة النقد العربي السعودي	ديسمبر ٢٠٠٨	١، ٤، ١٣، ٢٦، ٥٢ أسبوعا	X
مراوحة مؤسسة النقد العربي السعودي	يوليو ٢٠٠٦	١، ٤، ١٣، ٢٦، ٥٢ أسبوعا	X
حسابات الودائع البنكية (BSDAs)	فبراير ١٩٨٤	٣٠، ٩١، ١٨١ يوما	X
وزارة المالية			
السندات الحكومية	يونيو ١٩٨٨	٥، ٧، ١٠ سنوات	X
السندات الإذنية ذات سعر الفائدة المعوم	يناير ١٩٩٧	٥، ٧، ١٠ سنوات	X
المراوحة الحكومية طويلة الأجل	يناير ٢٠١٦	٥، ٧، ١٠ سنوات	X
أذن الخزنة	نوفمبر ١٩٩١	١، ٤، ١٣، ٢٦، ٥٢ أسبوعا	X
المراوحة الحكومية قصيرة الأجل	إبريل ٢٠٠٢	٣ شهور - ٣ سنوات	X
المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي.			

اعتبارات في تمويل عجز المالية العامة الحالي والمستقبلي^٢

٧- نظرا لأن المملكة العربية السعودية بلد غني بالموارد، فيتعين أن تتعامل مع تمويل الميزانية من منظور متكامل تجاه الميزانية العمومية. فعلى مدى العقد الماضي، تراكمت لدى الحكومة أصولاً كبيرة في شكل ودائع لدى الجهاز المصرفي وحيازات من حصص الملكية في عدد كبير من الشركات في المملكة العربية السعودية (يشير أحد تقديرات قيمة الحصص في الشركات المدرجة في السوق المالية إلى بلوغها ٢٠% من إجمالي الناتج المحلي باستثناء شركة "أرامكو")؛ ويمكن تخفيض هذه الحصص أو بيعها للمستثمرين. كذلك فإن الحكومة لديها فرص كبيرة للاقتراض من الأسواق المحلية والدولية نظرا لانخفاض الشد في الديون القائمة.

٨- وعلى هذه الخلفية، فإن السؤال المطروح هو ما مقدار ما ينبغي أن تقترضه الحكومة مقابل مقدار ما ينبغي أن تسحبه/تستخدمه من أصولها لتمويل عجز الميزانية. في الواقع، يمكن أن تنظر الحكومة أيضا في اقتراض أكثر مما تحتاج

^٢ راجع دراسة (2014) IMF للاطلاع على تحليل أكثر تفصيلا لإدارة الأصول والخصوم السيادية.

إليه لتمويل العجز وزيادة حيازاتها من الأصول (لا يتطرق التقرير إلى مناقشة هذه المسألة). وفي نهاية الأمر، يتعين أن تحقق الحكومة التوازن بين التكاليف والمخاطر المترتبة على كل خيار للتوصل إلى مزيج التمويل المناسب. ففي التسعينات، كانت السعودية تعتمد حصرياً على السحب من أصولها المالية والاقتراض المحلي لتمويل العجز. غير أنها تستخدم هذه المرة مزيجاً تمويلياً أوسع نطاقاً يتضمن الاقتراض من الأسواق المالية الدولية، يشجعها على ذلك قوة الميزانية العمومية وانخفاض أسعار الفائدة.

٩- **وثمة ميزة من احتفاظ الحكومة برصيد من الأصول المالية حتى في حالة نشأة احتياجات تمويلية.** فالأصول المالية أكثر نفعاً أثناء الصدمات عندما تصبح موارد التمويل الأخرى شحيحة أو مكلفة للغاية، وتمثل بالتالي هامش أمان مالي مهما من المخاطر، وخاصة عندما يكون مركز المالية العامة عرضة لتقلبات سوق النفط. وتساعد كذلك على خفض تكاليف الاقتراض طالما أنها تُستخدم كضمان للمُقرض.^٤ ومن الصعوبة بمكان تحديد الحجم الأمثل للحيازات من تلك الأصول الوقائية، ولكن ربما يمكن اعتبار هذا الحجم هو ما يلزم لتمويل عجز المالية العامة لفترة سنة أو سنتين في ظل سيناريو معاكس لأسعار النفط.

١٠- **وتختلف العائدات على الأصول المالية الحكومية باختلاف البلدان والأوقات.** ويتوافر قليل من المعلومات بصورة مباشرة عن عائدات حيازات الحكومة السعودية من الأصول المالية. وفي حين أن صندوق الاستثمارات العامة، والذي يحتفظ بمعظم حصص ملكية الحكومة في الشركات السعودية، لا ينشر بيانات عن العائدات، تشمل هذه الحيازات شركات تحقق أرباحاً هائلة مثل "سابك" وعدد من البنوك.^٥ كذلك لا تُنشر العائدات على الاحتياطيات الأجنبية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي، وإن كان معدل العائد الضمني على الأصول الخارجية للمملكة العربية السعودية قدّر بنحو ٢,٧% في عام ٢٠١٥ (الجدول ٢). وعلى سبيل المقارنة، تشير تقارير صندوق الثروة السيادي النرويجي إلى حصوله على عائد اسمي نسبته ٢,٧% في عام ٢٠١٥. ومن الواضح أن العائدات تعتمد على أنواع الأصول في المحفظة، في حين أن العائدات السابقة ليست دليلاً على الأداء المستقبلي.

١١- **وللاقتراض المحلي ميزة أساسية تتمثل في تجنب مخاطر سعر الصرف وتشجيع تطوير سوق الدين المحلي** (انظر لاحقاً). ويسهم إصدار سندات الدين الحكومي المحلي في تيسير تطوير الأسواق المالية المحلية، وهي منافع ينبغي أن تؤخذ في الاعتبار عند اتخاذ قرار التمويل. ويساعد إنشاء منحنى عائد حكومي يخلو من المخاطر أيضاً في تطوير سوق الدين الخاص. ويساعد ذلك بدوره على تعزيز تنمية القطاع الخاص، والتنويع الاقتصادي، والنمو، وصلابة الاقتصاد في مواجهة الصدمات. وقد اعتمدت مؤسسة النقد العربي السعودي ووزارة المالية على مجموعة من سندات الدين المحلية والتسهيلات (الجدول ١). وعلى مدار العام الماضي، أصدرت الحكومة سندات بآجال استحقاق ٥ و ٧ و ١٠ سنوات. وكانت العائدات على السندات المحلية بآجال ٧ و ١٠ سنوات أقل من ٣%، أي أقل من العائدات على سندات الدين الدولية المماثلة.

^٤ احتفظ بعض البلدان الغنية بالموارد بجزء من فوائضه المالية (المتولدة خلال فترات الانتعاش) في صناديق الثروة السيادية، والتي نما حجمها بمرور الوقت وتستثمر بشكل عام في أصول أقل سيولة وأعلى من حيث العائد/المخاطر فأصبحت مصدراً بديلاً مهماً للدخل لتلك البلاد.

^٥ راجع التقرير المرافق بعنوان "Privatization and PPPs in Saudi Arabia: Past Experience and the Way Forward" (الخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص في المملكة العربية السعودية: تجارب الماضي وآفاق المستقبل).

الجدول ٢ - مؤشرات تكلفة التمويل وعائدات الأصول

(%)

المملكة العربية السعودية	
العائدات على الدين الحكومي (إبريل ٢٠١٦)	
المحلي	
١,٩٠	٥ سنوات
٢,٣٥	٧ سنوات
٢,٧٢	١٠ سنوات
الدولي/١	
٢,٤٢	٥ سنوات
٢,٦٣	٧ سنوات
٢,٨٧	١٠ سنوات
٢,٧٠	تقدير العائدات على الأصول الخارجية (٢٠١٥)
٣,٣٠	تقدير العائدات على الخصوم الخارجية (٢٠١٥)
العائدات على السندات السيادية الدولية في الأسواق الصاعدة (إبريل ٢٠١٦) ٢/	
٢,٨١	AA
٣,٦٧	A
٤,٦٥	BBB
العائدات التي تحققها صناديق الثروة السيادية (٢٠١٥)	
٧,٤٠	أبو ظبي (متوسط ٢٠ سنة، اسمية) ٣/
	النرويج (اسمية)
٥,٦٤	متوسط ١٨ سنة
٢,٧٠	٢٠١٥
٤,٩٠	سنغافورة (حقيقية، متوسط ٢٠ سنة)

المصادر: مؤسسة النقد العربي السعودي؛ ومؤسسة JPMorgan ؛ ومصادر من شبكة الإنترنت؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.
 ١/ تكلفة التمويل على أساس سعر لبيور بالدولار حسب تقارير وسائل الإعلام محولة تمويل بسعر ثابت.
 ٢/ متوسط أجل الاستحقاق يتراوح بين ٥ و٧ سنوات. في مايو ٢٠١٦، منحت مؤسسة فيتش المملكة العربية السعودية التصنيف الائتماني AA-، وهو ما يعادل A+ لدى مؤسسة موديز و A- لدى مؤسسة ستاندرد أند بورز.
 ٣/ ٢٠١٤.

١٢- ومن شأن الاقتراض الخارجي أن يخفف الضغوط على السوق المحلية، ولكنه يُنشئ مخاطر جديدة. فالاعتماد على المستثمرين الأجانب قد يساعد على تعزيز الشفافية. ومن شأن طلب المستثمرين الأجانب على التنوع أن يتيح للحكومة السعودية عائدات جذابة. ومع ذلك، قد يشكل الأجانب قاعدة من المستثمرين أقل استقراراً مقارنةً بنظرائهم المحليين.^٦ وبالإضافة إلى ذلك، تتطوي إدارة مخاطر الدين الخارجي المتعلقة بتكوين عملات الدين وسعر الصرف الأجنبي على قدر أكبر من التعقيد. وبالنسبة للمملكة العربية السعودية، تبدو مخاطر سعر الصرف محدودة نظراً لأن جزءاً كبيراً من الإيرادات الحكومية مقوم بالعملة الأجنبية بينما تطبق المملكة نظاماً راسخاً لربط سعر الصرف. ويمكن الحد من مخاطر سعر الصرف بشكل أكبر من خلال إدارة حريصة لأصولها وخصومها، بما في ذلك مطابقة تكوين عملات ما لديها من أصول مع ديونها الخارجية. ومع ذلك، يتسم الاقتراض الخارجي بارتفاع مخاطر تمديد الدين أو ما يُعرف بمخاطر حالات التوقف المفاجئ (أو

^٦ من شأن وجود عدد كبير من المستثمرين الأجانب في السوق المحلية أن يُزيد من تقلبات السوق وتدفقات رؤوس الأموال المفاجئة إلى الخارج.

انعكاس اتجاه تدفقات رؤوس الأموال الخاصة). وقد دبرت الحكومة مؤخرا قرضا مدته ٥ سنوات من مستثمرين دوليين. وبالنظر إلى المستقبل، ربما أصبح طلب المستثمرين الأجانب على ائتمان البلدان المصدرة للنظف مقيدا نظرا لمحاولة كثير من البلدان الاقتراض في ذات الوقت عقب تأثرها بصدمة معاكسة مشتركة (الجدول ٣).

١٣- ويُرجح أن تكون التكلفة النسبية للاقتراض المحلي مقابل الاقتراض من الخارج والعائدات على الأصول الحكومية مرهونة بظروف السوق. فإذا نظرنا إلى الماضي في التسعينات والألفينات، كانت التقديرات تشير إلى أن عائدات السندات المحلية لحكومة المملكة العربية السعودية ظلت أقل من نظيراتها على السندات الدولية المماثلة. ومع ذلك، كانت أوضاع السيولة المحلية ضيقة. وبشكل أعم، فإن البلدان الصاعدة والبلدان ذات الدخل المنخفض غالبا ما تتحمل تكاليف اقتراض أعلى بالعملة المحلية مقارنة بالعملة الأجنبية. وتفنقر السوق المحلية في الغالب إلى العمق، وأدوات الاقتراض المحلية عادة ما تكون أقل سيولة وأقل مصداقية من الأدوات الدولية (IMF 2004). وقد يصدّق هذا الأمر أيضا على المملكة العربية السعودية رغم اتساع قاعدة المستثمرين المحليين نسبيا، والتي تتجاوز الجهاز المصرفي لتشمل المؤسسات الحكومية المستقلة والأفراد من ذوي المستويات العالية من صافي الثروة. وعليه، مع مرور الوقت، من المرجح أن تترتب تكلفة صافية على حيازة الأصول المالية (في حالة بلدان الأسواق الصاعدة مثل المملكة العربية السعودية) لأن تكلفة الاقتراض من المرجح أن تتجاوز العائد على المحفظة الاستثمارية، وخصوصا إذا كانت مستثمرة بشكل كبير في أصول آمنة مثل أدوات الخزنة الأمريكية. ومن شأن أي محفظة استثمار ذات مخاطر أكبر أن تولد عائدات أعلى، ولكن على حساب تحمل مخاطر إضافية والتي يتعين على الحكومة دراستها بعناية كجزء من استراتيجيتها في إدارة الأصول/الخصوم.

١٤- وباختصار، ثمة مزايا وعيوب في الخيارات الثلاثة (السحب من الأصول، والاقتراض الداخلي، والاقتراض الخارجي). فمن حيث الحيازات من الأصول المالية السائلة، يمكن النظر إلى التكلفة الصافية (للاستثمار) على أنها قسط التأمين ضد الصدمات، والتوازن الذي يمكن للحكومة تحقيقه هو تحديد مقدار التغطية المطلوب شراؤها بالنظر إلى المخاطر المحتملة مستقبلا نسبةً إلى تكلفة قسط التأمين. وبالنسبة لإصدار سندات الدين، يتعين المراجعة بدقة بين تكاليف ومنافع الاقتراض المحلي والاقتراض من الخارج. وبشكل عام، ربما كان الوضع الأمثل هو الذي يجمع بين كل هذه الخيارات الثلاثة، وإن كان من الصعب تحديده.

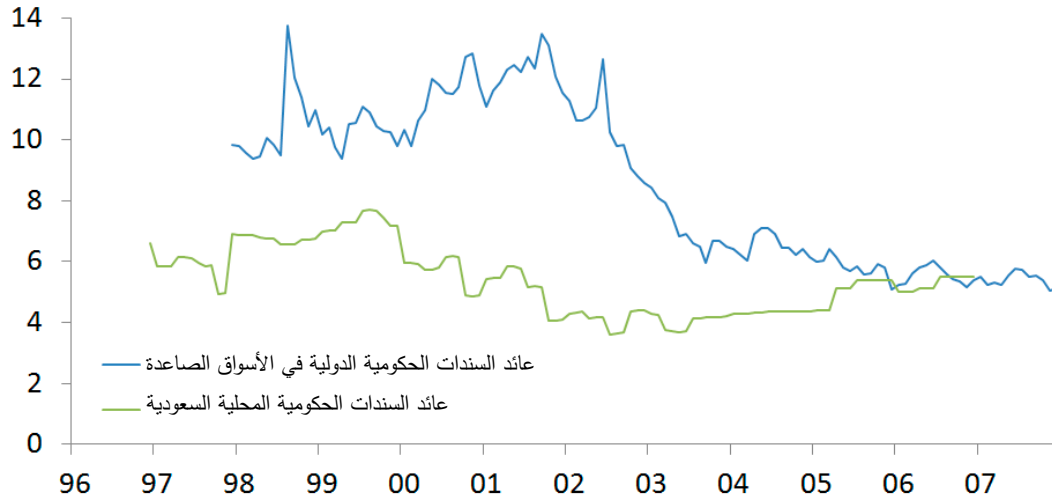
الجدول ٣- مجلس التعاون الخليجي: إصدار السندات السيادية، ٢٠١٥-٢٠١٦

قيمة الإصدار (مليار دولار)		التصنيفات الائتمانية			
٢٠١٦	٢٠١٥	فيتش	موديز	ستاندرد آند بورز	
١,٠	١,٥	-BBB	Ba2	BB	البحرين
٠,٠	٠,٠	AA	Aa2	AA	الكويت
٣,٥	٠,٠	...	Baa1	-BBB	عُمان
١٤,٥	٠,٠	AA	Aa2	AA	قطر
١٠,٠	٠,٠	-AA	A1	-A	المملكة العربية السعودية
٥,٠	٠,٠	AA	Aa2	AA	الإمارات العربية المتحدة ^١

المصادر: مؤسسة Bloomberg، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

١/ أبو ظبي. دبي غير مصنفة.

الشكل البياني ٣- العائدات على السندات الحكومية المحلية السعودية والسندات الحكومية الدولية في الاقتصادات الصاعدة (%)



المصادر: مؤسسة Bloomberg؛ ومؤسسة JPMorgan؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملاحظة: يتم تقدير مؤشر العائد على السندات الحكومية المحلية السعودية باستيفاء كل إصدار على حدة ثم مطابقة متوسط أجل الاستحقاق في مؤشر العائد على السندات الحكومية الدولية في الاقتصادات الصاعدة بشكل عام. ويتم تقدير مؤشر العائد على السندات الحكومية الدولية في الاقتصادات الصاعدة بحيث يطابق بشكل عام التصنيفات الائتمانية للحكومة السعودية، بافتراض أن التصنيف BB قبل قيام مؤسسة "موديز" بتصنيف الائتمان الحكومي لأول مرة في أواخر عام ٢٠٠١ عند ما يكافئ BB+.

اعتبارات إضافية في إصدار سندات الدين

١٥- يتعين مراعاة اعتبارات مهمة أخرى عند إصدار سندات ديون جديدة وهي أجل استحقاق الإصدار، ونوع القسيمة، والاقتراض من مصادر محلية أم دولية، وما إذا كان سيتم إصدار أدوات تقليدية أم إسلامية. وسوف تترتب على كل نوع من أنواع الاقتراض تكاليفه ومنافعه وسوف يجتذب أنواعا مختلفة من المستثمرين. ونبتاول فيما يلي مناقشة هذه القضايا.

أجل الاستحقاق

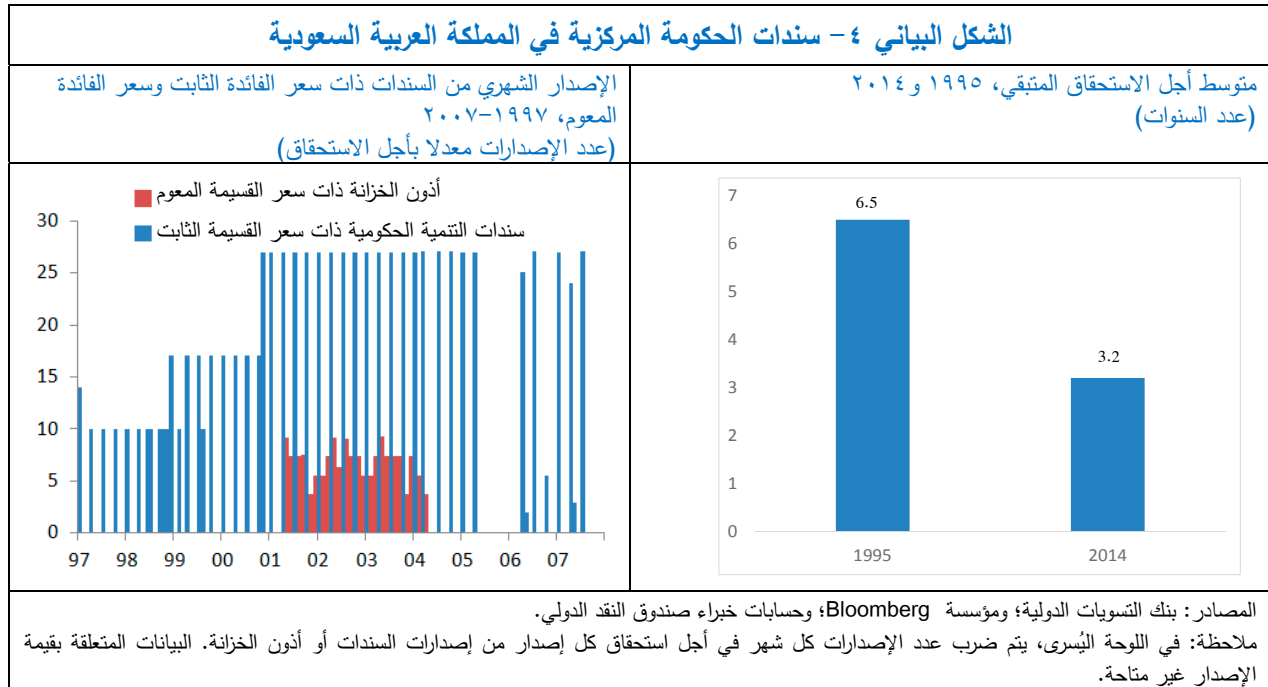
١٦- يؤثر أجل استحقاق سندات الدين على تكاليف التمويل ومخاطر تمديد الدين. فالأدوات ذات الأجل الأقصر تتطوي على تكلفة تمويل أقل بافتراض أن منحى العائد تصاعدي. وتساعد كذلك على تثبيت الطرف الأقصر من منحى العائد وتعميق أسواق المال، والذي يعد في الغالب شرطا مسبقا لتطوير منحى العائد لأجل الاستحقاق الأطول. وتؤدي السندات الأطول أجلا إلى الحد من احتياجات تمديد الدين بينما عائداتها أعلى، وبسبب مخاطر طول مدتها، فإنها أكثر جاذبية للمؤسسات الاستثمارية (التأمين، وصناديق التقاعد) مقارنة بالبنوك.

١٧- وخلال سنوات التسعينات التي بلغ الإصدار فيها ذروته، أصدرت الحكومة السعودية عموما سندات بأجل استحقاق متوسط إلى طويل الأجل. وتراوح متوسط أجل الاستحقاق المتبقي لسندات الحكومة السعودية بين ٦-٧ سنوات في أوقات الإصدار النشط، وهو ما يضاهاه الوسيط البالغ ٦,٦ سنوات بالنسبة للاقتصادات المتقدمة الرئيسية والاقتصادات الصاعدة (الجدول ٤). وانخفض متوسط أجل الاستحقاق المتبقي لرصيد سندات دين الحكومة السعودية إلى حوالي ٣ سنوات

في عام ٢٠١٤ حيث انخفض المبلغ القائم في غياب إصدارات جديدة (الشكل البياني ٤). وخلال العام الماضي، أصدرت الحكومة أدوات دين بأجل استحقاق ٥، ٧، و ١٠ سنوات.

الجدول ٤ - خصائص سندات دين الحكومة المركزية، ٢٠١٤ أو أحدث سنة						
السنة		متوسط أجل الاستحقاق (سنوات)		المبلغ القائم		
٢٠١٤	٢٠١٣	المتبقي	الأصلي	المجموع		
				(% من إجمالي الناتج المحلي)		
				(مليار دولار)		
	X	١٠,٩	١٥,٢	١٠,٠	٦٢,٣	الأرجنتين
X		٦,٤	٩,٣	١٧,٩	٢٥٧,٩	أستراليا
X		٧,٨	١٢,٤	٧١,٤	٣٨١,٣	بلجيكا
X		٤,٣	...	٣٣,٩	٧٩٥,٦	البرازيل
X		٦,٦	...	٢٢,٨	٤٠٧,٠	كندا
	X	١١,٣	١٧,٤	١٠,٢	٢٨,٣	شيلي
X		٥,٩	١١,٠	٢١,٣	٨٠,٦	كولومبيا
X		٥,٢	١٠,٥	٢٥,٤	٥٢,٢	جمهورية التشيك
X		٦,٥	١١,٦	٣٧,٧	١٤٥٨,٩	ألمانيا
	X	٢,٤	٥,٥	٤,٧	١٣,١	منطقة هونغ كونغ الصينية الإدارية الخاصة
		٣,٦	٧,٩	٣٠,٩	٤٢,٣	هنغاريا
	X	٩,٧	١٣,٥	٣٤,٢	٦٤٢,٠	الهند
X		٩,٧	١٤,٢	١٠,٧	٩٤,٧	إندونيسيا
X		٧,١	١٢,٣	٤١,٧	١٢٧,٦	إسرائيل
X		٦,٨	١٠,٢	٣٢,٩	٤٦٣,٧	كوريا
X		٦,٢	٩,٧	٤٥,٧	١٥٤,٥	ماليزيا
X		٨,٠	...	٢٤,٠	٣٠٩,٦	المكسيك
X		١٢,٢	١٧,٩	٧,٢	١٤,٥	بيرو
X		٩,٢	١٢,٦	٢٧,٩	٧٩,٣	الفلبين
X		٤,٢	٨,٤	٢٥,١	١٣٧,٧	بولندا
X		٦,٣	١٠,٤	٣,٣	٦٢,٠	روسيا
X		٣,٢	...	١,٦	١١,٨	السعودية
X		٦,٣	١١,٥	٢٢,١	٦٨,٢	سنغافورة
X		١٤,٢	٢١,٣	٣٣,٤	١١٧,٠	جنوب إفريقيا
X		٦,٠	١٠,٢	٦٣,٢	٨٨٩,٦	إسبانيا
X		٩,٥	١٥,٠	٣١,٩	١٦٨,٩	مقاطعة تايوان الصينية
X		٩,٨	١٤,٩	٠,٠	٠,١	تايلند
X		٤,٥	٦,٧	٢٢,٤	١٧٩,٢	تركيا
X		١٥,٨	...	٧٦,٠	٢٢٤١,٠	المملكة المتحدة
X		٥,٧	...	٦٣,٧	١١٠٤٦,٩	الولايات المتحدة

المصدر: بنك التسويات الدولية.



نوع القسيمة

١٨- يؤثر نوع القسيمة على تكاليف التمويل ومخاطر أسعار الفائدة. فتكلفة السندات ذات سعر الفائدة الثابت عادة ما تكون أعلى من السندات ذات سعر الفائدة المعوم في آجال الاستحقاق المتبقية الأطول، بسبب العلاوة التي يطلبها المستثمرون للتعويض عن "عدم الاتساق الزمني" المحتمل، أو المخاطر من احتمال سعي الحكومة لتخفيض تكاليف خدمة الدين بالقيمة الحقيقية من خلال زيادة معدل التضخم. ومع ذلك، فإن السندات ذات سعر الفائدة الثابت جاذبة لأنها تحد من مخاطر أسعار الفائدة على جهة الإصدار، وتمثل أداة بسيطة يسهل تقييمها وتداولها. وثمة نوعان رئيسان آخران من سندات القسيمة هما المرتبطان بالتضخم والصراف الأجنبي. خلال الفترة الممتدة حتى عام ٢٠٠٧ عندما كانت الحكومة تصدر سندات محلية بنشاط لتلبية احتياجاتها التمويلية، كانت سندات التنمية الحكومية ذات القسيمة الثابتة تهيمن على الإصدارات. وصدرت أذون الخزانة ذات القسيمة المعومة بصفة رئيسية خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠٠٤.^٧

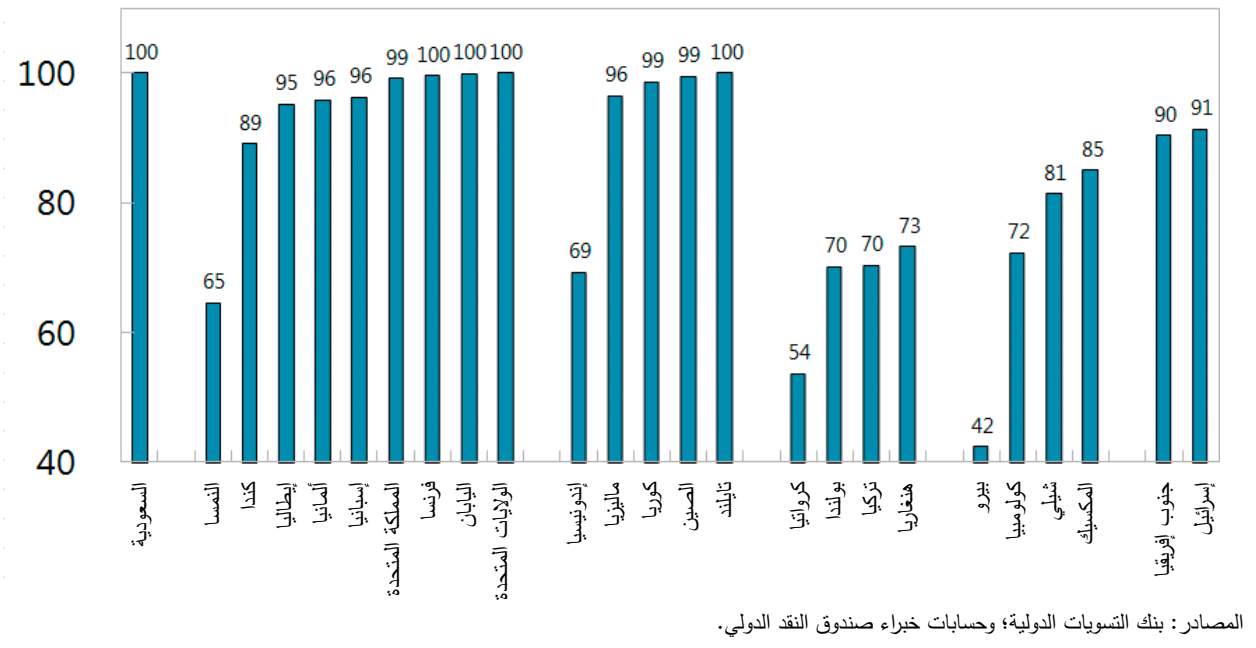
الاقتراض محليا مقابل الاقتراض دوليا

١٩- يمكن الاقتراض من مصادر محلية أو دولية. فالسندات المحلية عادة ما تستهدف المستثمرين المقيمين وتعبئة مدخرات محلية، بينما السندات الدولية تستهدف المدخرات الأجنبية. وغالبا ما يكون المستثمرون في السندات المحلية من المقيمين، ولكن المستثمرين غير المقيمين في بعض البلدان يمتلكون أنصبه كبيرة من مجموع السندات المحلية القائمة. ويمكن أيضا أن يُصنّف المستثمرون حسب المؤسسات كمؤسسة مصرفية أو غير مصرفية. وتشمل المؤسسات غير المصرفية

^٧ لتقييم الأهمية النسبية لإصدار سندات ذات قسيمة ثابتة، يتم ضرب عدد الإصدارات الشهرية من السندات أو الأذون ذات سعر الفائدة الثابت والمعوم في أجل الاستحقاق.

المؤسسات المالية وغير المالية. ويشكل المستثمرون في مجال التجزئة جزءا من المؤسسات غير المالية. وعلى مدى العقد الماضي، حولت الحكومات بشكل عام تمويلها إلى مصادر محلية، لا سيما في الاقتصادات الصاعدة (الشكل البياني ٥). ومع ذلك، يحتفظ المستثمرون غير المقيمين بأصبغة كبيرة من السندات المحلية في كثير من الاقتصادات المتقدمة مثل الولايات المتحدة، وبعض الأسواق الصاعدة—بما في ذلك هنغاريا واندونيسيا والمكسيك وبولندا. كذلك اعتمدت الحكومات في بعض المناطق على الاقتراض الدولي. فعلى سبيل المثال، تعتمد الحكومات في مناطق أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا وأمريكا اللاتينية على الاقتراض بقدر أكبر من الأسواق الخارجية، الأمر الذي يمكن عزوه إلى زيادة انفتاح حساباتها الرأسمالية. وحتى الآونة الأخيرة، كانت المملكة العربية السعودية تعتمد على السندات المحلية وحدها، ثم توصلت في إبريل ٢٠١٦ إلى اتفاق مع مجموعة من البنوك الدولية بشأن أول قرض دولي تحصل عليه قيمته ١٠ مليارات دولار.

الشكل البياني ٥ - السندات المحلية للحكومة العامة
(الحصة من المجموع %، ٢٠١٥)



أدوات تقليدية أم أدوات إسلامية

٢٠- استُحدثت أدوات الاقتراض الإسلامية مؤخراً نسبياً في المملكة العربية السعودية كما هو الحال في بقية بلدان العالم. فقد استُحدثت أولى الأدوات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في أواخر التسعينات وأوائل الألفينات. وقادت وزارة المالية هذا الجهد بإصدار السندات الإذنية ذات سعر الفائدة المعوم في عام ١٩٩٧، وفي وقت لاحق، الأوراق المالية للمرابحة قصيرة الأجل في عام ٢٠٠٢. وتم إصدار الأوراق المالية للمرابحة طويلة الأجل للمرة الأولى في يناير ٢٠١٦ (الجدول ١ والملحق الأول).

جيم - الانعكاسات الاقتصادية والمالية لتمويل المالية العامة

٢١- كيف ينبغي أن تمول المملكة العربية السعودية العجزات المتوقعة في المالية العامة؟ بخلاف التسعينات، تدخل المملكة هذه الفترة من العجز المالي ولديها احتياطات وقائية مالية قوية. ولذلك، سوف تستطيع الحكومة الجمع بين السحب من أصولها المالية والاقتراض الداخلي والخارجي لتمويل العجزات. ولهذه الغاية، يتم دراسة خمسة سيناريوهات تمويل مختلفة للمساعدة في تقييم الانعكاسات الرئيسية (الجدول ٥). وتقدر الاحتياجات التمويلية التراكمية في الميزانية للفترة ٢٠١٦-٢٠٢١ بحوالي ١٤٦٠ مليار ريال (٣٨٩ مليار دولار) حسب السيناريو الأساسي الذي وضعه الخبراء في تقريرهم. وفي السيناريو الأول، تستوعب البنوك المحلية حصة كبيرة من الاقتراض المحلي الحكومي، مما يؤدي إلى مزاحمة القطاع الخاص في الحصول على ائتمان وتقييد أوضاع السيولة المحلية. ويفترض السيناريو الثاني أن تستوعب المؤسسات غير المصرفية المحلية حصة أكبر من الاقتراض المحلي من خلال تقليص أصول أخرى (بما في ذلك الودائع لدى الجهاز المصرفي المحلي). أما السيناريوهات من ٣ إلى ٥ فتبحث في سبل الحد من المزاحمة المحتملة على للأصول المحلية التي يحتفظ بها كل من البنوك والمؤسسات غير المصرفية. فيبحث السيناريو الثالث حالة يتم فيها إصدار كمية كبيرة من السندات الخارجية لمستثمرين غير مقيمين. ويفترض السيناريو الرابع إجراء سحب أكبر من الودائع الحكومية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي، وبالتالي تقليل الهوامش الوقائية المالية. وأخيراً، يوضح السيناريو الخامس منافع زيادة التعميق المالي، وهو ما يُترجم إلى ارتفاع نمو ودائع العملاء في الجهاز المصرفي والائتمان الممنوح للقطاع الخاص (مع افتراض استخدام نفس مزيج التمويل كما في السيناريو الأول).

الجدول ٥ - ملخص الافتراضات: السيناريوهات من ١-٥

السيناريو	الأول	الثاني	الثالث	الرابع	الخامس
خيار التمويل الرئيسي	مشتريات كبيرة من السندات المحلية من جانب البنوك	مشتريات كبيرة من السندات المحلية من جانب المؤسسات غير المصرفية	مشتريات كبيرة من الديون الدولية من جانب غير المقيمين	قدر أكبر من السحب من الودائع الحكومية	قدر أكبر من نمو الودائع
الاحتياجات التمويلية ٢٠٢١-٢٠١٦	١٤٦٠	١٤٦٠	١٤٦٠	١٤٦٠	١٤٦٠
الودائع لدى البنوك	تنمو بنسبة ٢%-٥% على أساس سنوي مقارن	سحب من الودائع من جانب صناديق التقاعد	سيناريو ١	سيناريو ١	يزيد النمو السنوي بمقدار ١,٥ نقطة مئوية
التوزيع السنوي للتمويل					
السحب من الودائع الحكومية	الحفاظ على هوامش الأمان المالي/١	سيناريو ١	سيناريو ١	الحفاظ على قدر أقل من هوامش الأمان المالي/٢	سيناريو ١
الدين الدولي / غير المقيمين	الخبرة الدولية/٣	سيناريو ١	أكبر بمقدار الضعف من سيناريو ١ في السنوات اللاحقة	سيناريو ١ ناقص ثلث الزيادة في التمويل بالودائع	سيناريو ١
السندات المحلية / البنوك	٧٠% من المتبقي	٣٠% من المتبقي	سيناريو ١ (بالريال) ناقص الزيادة في مشتريات غير المقيمين	نفس أعلاه	سيناريو ١
السندات المحلية / المؤسسات غير المصرفية	٣٠% من المتبقي	٧٠% من المتبقي	سيناريو ١ (بالريال)	نفس أعلاه	سيناريو ١

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

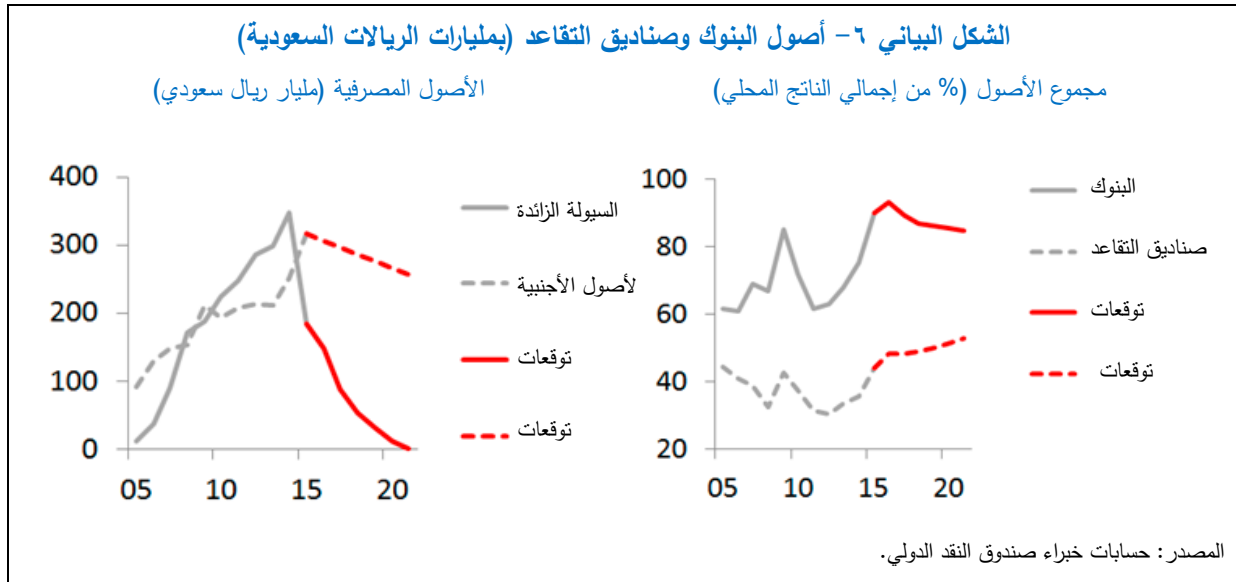
١/ الاحتفاظ بودائع حكومية قدرها ٥٠٠-٦٠٠ مليار ريال في ٢٠٢١، وهو ما يعادل العجز المالي المقدر لسنة واحدة في ظل انخفاض مقداره انحرافين معياريين في أسعار النفط عن السيناريو الأساسي في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

٢/ الاحتفاظ بودائع حكومية قدرها ٢٥٠-٣٠٠ مليار ريال في ٢٠٢١.

٣/ نحو ١٠ إلى ٢٠ مليار دولار سنوياً اعتماداً على متوسط إصدار السندات الدولية السيادية الرئيسية في الاقتصادات الصاعدة والتجربة السعودية في الآونة الأخيرة.

٢٢- ولبدء عملية المحاكاة، توضع توقعات الميزانيات العمومية للبنوك والمؤسسات غير المصرفية على النحو التالي (الشكل البياني ٦):

- **البنوك:** يُفترض نمو الحجم الكلي للميزانيات العمومية على نحو يتماشى مع ودائع العملاء، والتي تمثل الغالبية العظمى من الخصوم. وتتمو ودائع العملاء بمعدلات سنوية قدرها من ٢-٥%. ولا يتم التمييز بين ودائع البنوك التقليدية والإسلامية وبين التمويل بالسندات والصكوك. ويُفترض ثبات الخصوم الأجنبية. وتظل نسبة رأس المال ١٨% من الأصول المرجحة بالمخاطر (فوق الحد الفاصل الضمني البالغ ١٢% على نحو مريح). وتتمو الخصوم المحلية الأخرى على نحو معتدل. وعلى جانب الأصول، يُفترض انخفاض السيولة الزائدة بالتدريج (النقد، والودائع الجارية، والودائع الأخرى، وأذون مؤسسة النقد العربي السعودي) ونفاذها بحلول ٢٠٢١. ومع الحفاظ على ثبات الاحتياطيات القانونية، تمثل الودائع الإلزامية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي انعكاساً لمستوى ودائع العملاء على جانب الخصوم. وتتنخفض الأصول الأجنبية بصورة معتدلة مع تخصيص البنوك مزيد من الأموال للأصول المحلية. وتمثل الأصول الأخرى حصة صغيرة من مجموع الأصول وتحسب كقيم باقية.
- **المؤسسات غير المصرفية:** تشمل اثنين من صناديق التقاعد، هما المؤسسة العامة للتقاعد والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية، والمؤسسات غير المصرفية الأخرى. ويستوعب صندوقا التقاعد ٨٠% من مجموع مشتريات المؤسسات غير المصرفية. ويُتوقع نمو ميزانيتينهما العمومية من خلال تراكم صافي دخلهما، والذي ينمو بدوره على نحو متنسق مع نشاط القطاع الخاص غير النفطي. وتستوعب المؤسسات غير المصرفية الأخرى ٢٠% من مجموع مشتريات المؤسسات غير المصرفية.



نتائج المحاكاة

تسفر المجموعات الخمسة من عمليات المحاكاة عن النتائج التالية (الشكلان البيانيان ٧ و ٨، والجدول ٦). ويبين الملحق الأول التوزيع القطاعي لتمويل المالية العامة:

السيناريو الأول: تستوعب البنوك ٣٦% من مجموع احتياجات التمويل الحكومي خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢١. وترتفع حيازات البنوك من السندات الحكومية إلى ٢٢% من مجموع الأصول المصرفية بحلول ٢٠٢١، وتظل أقل من أعلى مستوياتها التاريخية التي بلغت ما يقرب من ٣٠% (الشكل البياني ٧، اللوحة الوسطى اليمنى، الخط الأحمر). وتبقى نسبة القروض إلى الودائع عند نحو ٨٧،٠ (الشكل البياني ٧، اللوحة العليا اليمنى، الخط الأحمر). وكانت تاريخياً أقل من ٧،٠ عندما كانت نسبة السندات الحكومية في الميزانيات العمومية للبنوك حوالي ٢٥-٣٠%. ويبلغ نمو الائتمان المصرفي ٤% على أساس سنوي مقارنة في المتوسط (الشكل البياني ٧، اللوحة العليا اليسرى، الخط الأحمر). ومن المتوقع أن تستوعب المؤسسات غير المصرفية نحو ١٥% من مجموع احتياجات التمويل. وتصل حيازات المؤسسة العامة للتقاعد والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية من السندات الحكومية إلى ١٥% من مجموع أصولها المتوقعة في ٢٠٢١ (اللوحة السفلى اليمنى، الخط الأحمر). وتتحقق حيازات صناديق التقاعد من الأصول المحلية الأخرى على نحو معتدل كنسبة من مجموع الأصول (اللوحة السفلى اليسرى، الخط الأحمر)، مما يؤدي إلى زيادة معتدلة في حيازاتها من مجموع الأصول المحلية (اللوحة الوسطى اليسرى، الخط الأحمر). ويستوعب المستثمرون غير المقيمين ٢١% من المجموع. ويتم تمويل النسبة المتبقية وهي ٢٨% من مجموع احتياجات التمويل بالسحب من الودائع الحكومية، وهو ما يتسق مع الحفاظ على الودائع الحكومية كبيرة بما يكفي لتمويل عجز المالية العامة حتى وإن ظلت أسعار النفط أقل بمقدار انحرافين معياريين من توقعات السيناريو الأساسي لسنة واحدة.

السيناريو الثاني: ترتفع نسبة استيعاب المؤسسات غير المصرفية للسندات إلى ٣٦% من مجموع احتياجات التمويل الحكومي. ومن المتوقع أن تمثل حيازات صناديق التقاعد من السندات الحكومية ما يقرب من ٣٠% من أصولها المتوقعة في ٢٠٢١ (اللوحة السفلى اليمنى، الخط الأزرق المتقطع). وتتحقق حيازات صناديق التقاعد من الأصول المحلية الأخرى، مثل الأسهم والودائع المصرفية، مما يقلل من رسملة الشركات والسيولة في الجهاز المصرفي (تتخفف الودائع في البنوك بما يعادل ثلث المشتريات الإضافية لصناديق التقاعد من السندات كل عام). وعلى العكس، تتخفف قدرة البنوك على استيعاب السندات الحكومية إلى ١٥% من مجموع احتياجات التمويل. وترتفع حصة السندات الحكومية التي تحتفظ بها البنوك بنسبة أقل، لتصل إلى ١٢% من مجموع أصول البنوك (اللوحة الوسطى اليمنى، الخط الأزرق المتقطع). ومع قيام البنوك بزيادة الإقراض، ترتفع نسبة القروض إلى الودائع إلى ١،٠، أي أعلى بكثير من ٨٧،٠ في السيناريو الأول (اللوحة العليا اليمنى، الخط الأزرق المتقطع) ويرتفع متوسط معدل نمو ائتمان القطاع الخاص إلى ٦% (اللوحة العليا اليسرى، الخط الأزرق المتقطع). وكما في السيناريو الأول، يستوعب المستثمرون غير المقيمين ٢١% من الإصدارات الجديدة. ويتم تمويل النسبة المتبقية وهي ٢٨% من مجموع احتياجات التمويل بالسحب من الودائع الحكومية.

السيناريو الثالث: يستوعب المستثمرون غير المقيمين قدراً أكبر بمقدار ٥٠% من الديون مقارنة بالسيناريوهين الأول والثاني خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢١، أو ٣١% من احتياجات التمويل الحكومي. ومع استمرار تمويل ٢٨% من مجموع احتياجات التمويل بالسحب من الودائع الحكومية، ينخفض استيعاب البنوك للسندات الحكومية إلى ٢٦% من مجموع احتياجات تمويل الميزانية مقابل ٣٦% في إطار السيناريو الأول. ويقل هذا الأمر الضغط على السيولة المحلية، مما يزيد نسبة القروض إلى

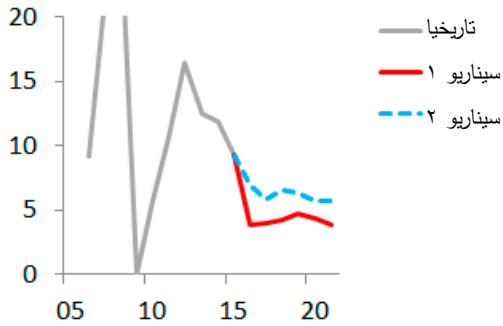
الودائع ومتوسط نمو ائتمان القطاع الخاص إلى ٠,٩٥ و ٥,٦% على التوالي (الشكل البياني ٨، الخطوط السوداء). ومع ذلك، فهما أقل من السيناريو الثاني (١,٠ و ٦,٢ على التوالي). ومن المفترض أن تواصل المؤسسات غير المصرفية استيعاب ١٥% من مجموع احتياجات تمويل المالية العامة على نحو مماثل للسيناريو الأول.

السيناريو الرابع: تحتفظ الحكومة بمقدار أقل من الودائع لدى مؤسسة النقد العربي السعودي كضمان ضد الصدمات السالبة المستقبلية. وفي هذه الحالة، يمثل السحب من الودائع الحكومية ٥٢% من مجموع احتياجات التمويل، أو ما يقرب من ضعف النسبة في السيناريوهات الأولى إلى الثالث. وبدءاً من المخصص الوارد في السيناريو الأول، ينخفض الإقراض الموجه للميزانية الذي تقدمه كل من البنوك، والمؤسسات غير المصرفية، وغير المقيمين بمقدار ثلث التمويل الإضافي المقدم من خلال السحب من الودائع الحكومية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي. وترتفع حيازات البنوك من السندات الحكومية إلى ١٨% من مجموع الأصول. وبالمقارنة مع السيناريو الأول، تزيد نسبة القروض إلى الودائع بمقدار ٠,٠٦، وتصل إلى ٠,٩٣ ومتوسط نمو الائتمان بمقدار نقطة مئوية واحدة ليصل إلى ٥,٢% (الشكل البياني ٨، الخطوط البرتقالية المتقطعة).

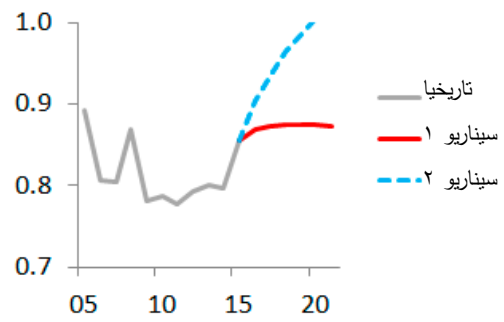
السيناريو الخامس: يمضي التعميق المالي قُدماً وتتسع قاعدة المستثمرين. ونتيجة لذلك، يتسارع نمو الودائع بنحو ١,٥ نقطة مئوية سنوياً خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢١. وانطلاقاً من المخصص الوارد في السيناريو الأول، فإن زيادة التمويل من خلال ودائع العملاء يسمح للبنوك بتقديم مزيد من الائتمان (٥,٨% على أساس سنوي مقارنة مع المتوسط، اللوحة اليسرى، الخط الأخضر المتقطع) حتى في ظل استيعابها للسندات الحكومية مع المحافظة على نسبة القروض إلى الودائع دون تغيير يُذكر عند ٠,٨٨ (الشكل البياني ٨، اللوحة اليمنى، الخط الأخضر المتقطع).

الشكل البياني ٧- مؤشرات رئيسية: السيناريوهان الأول والثاني

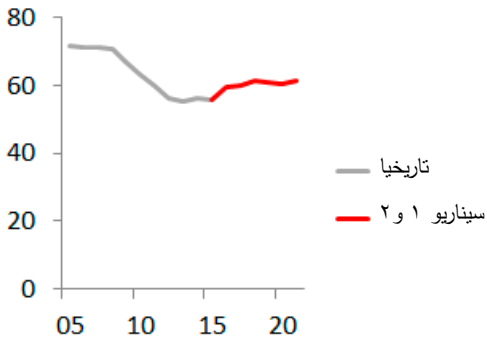
نمو انتمان القطاع الخاص (% على أساس سنوي مقارن)



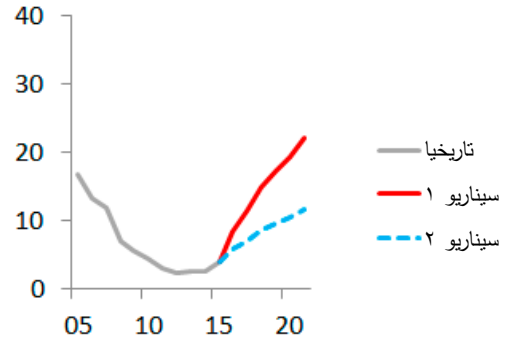
نسبة القروض إلى الودائع



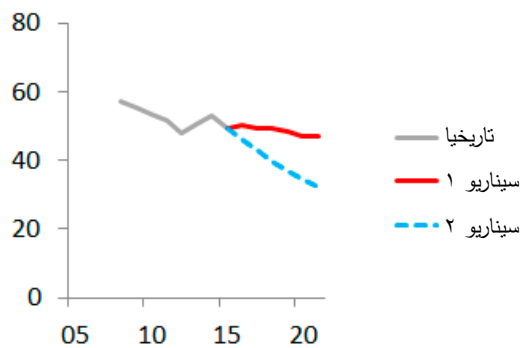
حيازات صناديق التقاعد من الأصول المحلية (% من الأصول)



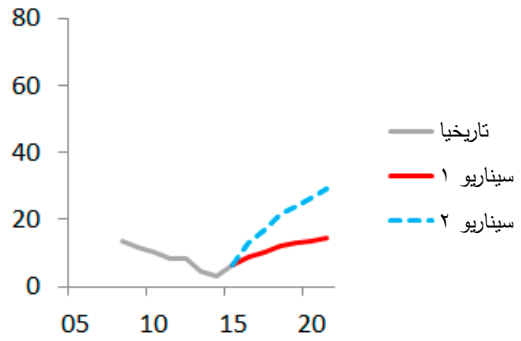
حيازات البنوك من السندات الحكومية (% من الأصول)



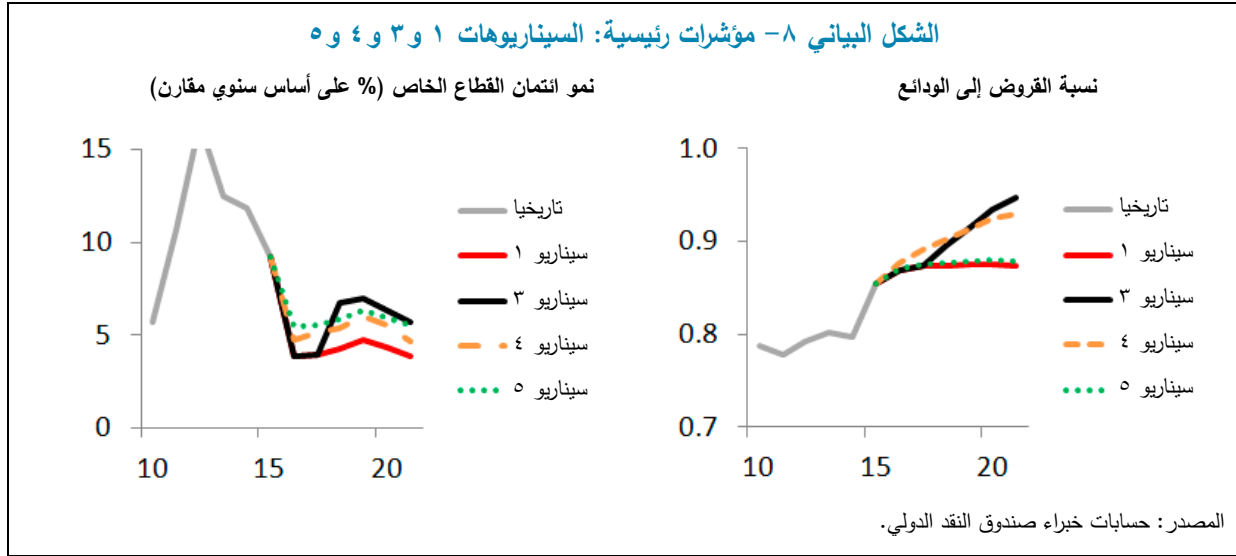
حيازات صناديق التقاعد من الأصول المحلية الأخرى (% من الأصول)



حيازات صناديق التقاعد من السندات الحكومية (% من الأصول)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.



٢٣- وسوف يؤدي إصدار السندات المحلية بغية تمويل مستويات عجز المالية العامة المتوقعة إلى مزاحمة الأصول الأخرى. فمع قيام البنوك التجارية والمؤسسات غير المصرفية بزيادة حيازاتها من السندات الحكومية المحلية، سترتفع أسعار الفائدة الحقيقية المحلية، وتعرض الأصول الأخرى للمزاحمة. وسوف يتباطأ الائتمان المصرفي الموجه للقطاع الخاص، مما يؤدي في النهاية إلى إبطاء النشاط في القطاع الخاص. وسوف تتعرض حيازات المؤسسة العامة للتقاعد والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية من حصص الملكية والودائع المصرفية والأصول الحقيقية للمزاحمة. وتوضح نتائج المحاكاة (الشكلان البيانيان ٧ و ٨) أنه خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢١، مع انخفاض وتيرة تراكم السندات الحكومية في الميزانيات العمومية للبنوك من ٣ نقاط مئوية من مجموع الأصول كل عام في السيناريو الأول إلى متوسط يبلغ نقطة مئوية واحدة في السيناريو الثاني، يزيد نمو الائتمان بمقدار نقطتين مئويتين، من ٤,١% على أساس سنوي مقارن في المتوسط إلى ٦,٢%. وبالمثل، تزيد نسبة القروض إلى الودائع من ٠,٨٧ في المتوسط إلى ١,٠. كذلك تشير إحدى نتائج الاقتصاد القياسي الواردة في الإطار ١ في تقرير خبراء الصندوق إلى زيادة نمو الائتمان المصرفي مع تراكم قدر أقل من السندات الحكومية لدى البنوك.

الجدول ٦- مخصصات تمويل المالية العامة والمؤشرات الرئيسية

السياريو	الأول	الثاني	الثالث	الرابع	الخامس
	شراء البنوك لكميات كبيرة من السندات المحلية	شراء المؤسسات غير المصرفية لكميات كبيرة من السندات المحلية	شراء غير المقيمين لكميات كبيرة من سندات الديون الدولية	السحب بقدر أكبر من الودائع الحكومية	نمو أكبر في الودائع
توزيع مصادر تمويل المالية العامة، ٢٠١٦-٢٠٢١ تراكمي					
المجموع	١٤٦٠,٤١	١٤٦٠,٤١	١٤٦٠,٤١	١٤٦٠,٤١	١٤٦٠,٤١
مشتريات سندات الدين الحكومي	٥٢٥,٦٨	٢٢٥,٠١	٣٧٥,٦٨	٤١١,٨٢	٥٢٥,٦٨
البنوك	٢٢٥,٠١	٥٢٥,٦٨	٢٢٥,٠١	١١١,١٥	٢٢٥,٠١
المؤسسات غير المصرفية	٢٩٩,٥٠	٢٩٩,٥٠	٤٤٩,٥٠	١٨٥,٦٤	٢٩٩,٥٠
غير المقيمين	٤١٠,٢٢	٤١٠,٢٢	٤١٠,٢٢	٧٥١,٨٠	٤١٠,٢٢
السحب من الودائع الحكومية	٣٦,٠٠	١٥,٤١	٢٥,٧٢	٢٨,٢٠	٣٦,٠٠
مشتريات السندات الحكومية	١٥,٤١	٣٦,٠٠	١٥,٤١	٧,٦١	١٥,٤١
البنوك	٢٠,٥١	٢٠,٥١	٣٠,٧٨	١٢,٧١	٢٠,٥١
المؤسسات غير المصرفية	٢٨,٠٩	٢٨,٠٩	٢٨,٠٩	٥١,٤٨	٢٨,٠٩
غير المقيمين	١٠٠,٠٠	١٠٠,٠٠	١٠٠,٠٠	١٠٠,٠٠	١٠٠,٠٠
السحب من الودائع الحكومية	مؤشرات رئيسية				
المجموع	٠,٨٧	١,٠٣	٠,٩٥	٠,٩٣	٠,٨٨
نسبة القروض إلى الودائع	٤,١٥	٦,١٨	٥,٥٩	٥,٢٥	٥,٧٧
نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص	٣,٧٩	٣,٠٠	٣,٧٩	٣,٧٩	٥,٢٩
نمو الودائع	٢٢,١٨	١١,٦٧	١٦,٧٥	١٨,٠٦	٢٠,٨٢
الحيازات من السندات الحكومية	٦١,٥٤	٦١,٤٢	٦١,٥٤	٦١,٥٤	٦٠,٩٣
حيازات صناديق التقاعد من الأصول	١٤,٥٥	٢٩,٣١	١٤,٥٥	٩,٢٤	١٦,٣٤
الأصول المحلية	٤٧,٠٠	٣٢,١١	٤٧,٠٠	٥٢,٣٠	٤٤,٥٩
السندات الحكومية	المصدر: حسابات خبراء الصندوق.				
أصول محلية أخرى					

٢٤- من شأن خيارات التمويل البديلة أن تحد من آثار المزاحمة الناجمة عن الاقتراض المحلي ولكنها تخلق مخاطر جديدة. فزيادة التمويل الأجنبي (السياريو الثالث) يمكن أن تؤدي إلى الحد من مزاحمة الأصول المحلية، وذلك بالاستفادة من الإقبال الكبير للمستثمرين الأجانب على الائتمان السيادي السعودي، والدليل على ذلك هو الاتفاق مؤخرًا على الإقراض المشترك بقيمة ١٠ مليارات دولار مع بنوك أجنبية. ومع ذلك، فمن المحتمل أن ترتفع تكلفة التمويل بمرور الوقت، خاصة إذا تحولت البلدان الأخرى المنتجة للنفط والسلع الأولية إلى السوق الدولية للحصول على تمويل إضافي. ومع زيادة الاقتراض الدولي، تزداد احتياجات تمديد الدين الخارجي، ومعها درجة تعرض البلاد لتقلبات الأسواق المالية العالمية. ومع ذلك، فإن زيادة السحب من الودائع الحكومية (السياريو الرابع) يمكن أن يفيد أيضًا، ولكنه يقلل في الوقت ذاته من الاحتياطات الوقائية المالية، مما يعرض البلاد بطريقة مختلفة للصدمة الداخلية/الخارجية المعاكسة.

٢٥- ويمكن أن يساعد التعميق المالي في الحد من مزاحمة الأصول المحلية (كما هو موضح في السيناريو الخامس). فزيادة التعميق المالي ستساعد على جذب مزيد من ودائع العملاء للجهاز المصرفي. ويخفف هذا الأمر من مزاحمة الائتمان المقدم للقطاع الخاص مقابل زيادة معينة في حيازات البنوك من السندات الحكومية المحلية. ويمكن تيسير التعميق المالي من خلال الإصلاحات المؤسسية وزيادة الشفافية. ويناقش القسم التالي بمزيد من التفاصيل الإصلاحات والتدابير ذات الأولوية التي يمكن تنفيذها للاستفادة من الحاجة لتمويل المالية العامة.

دال- تطوير سوق الدين المحلي وتوسيع قاعدة المستثمرين

٢٦- من شأن توسيع قاعدة المستثمرين وضمان إصدار سندات الدين الحكومي على نحو يدعم تطوير سوق الدين الخاص أن يساعد في تخفيف بعض الآثار الاقتصادية والمالية السلبية المترتبة على ارتفاع الدين الحكومي. ففي حالة التمكن من تعبئة قدر أكبر من التمويل من مصادر غير مصرفية، فذلك من شأنه الحد من الضغوط على الميزانيات العمومية للبنوك. علاوة على ذلك، فإن تطوير سوق الدين الخاص سيوفر للشركات مصادر تمويل بديلة عن تلك المتوفرة حالياً من خلال البنوك والمؤسسات غير المصرفية.

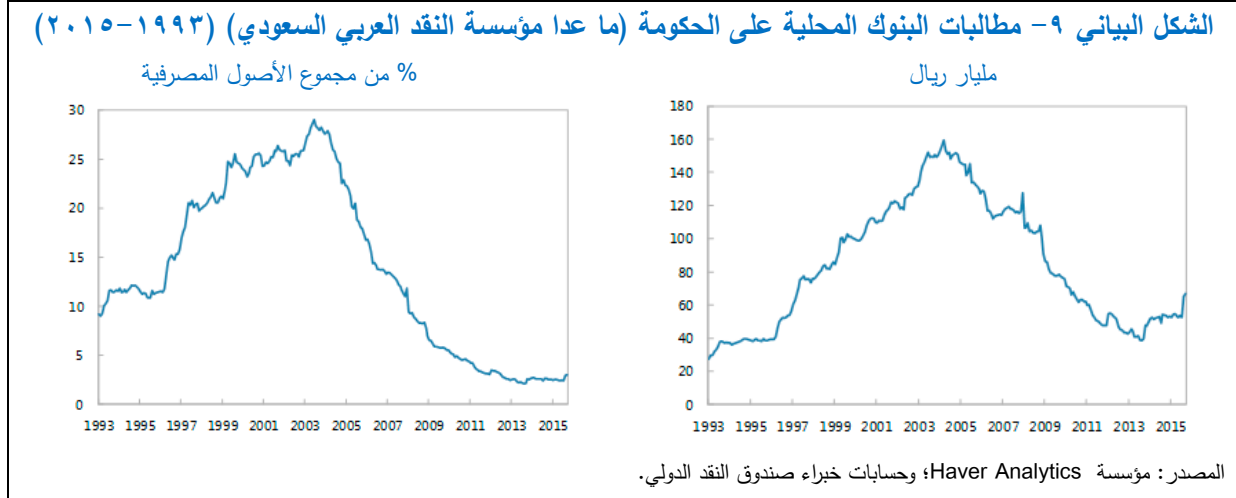
قاعدة المستثمرين

٢٧- لا تتسم قاعدة المستثمرين في الدين الحكومي بدرجة كبيرة من التنوع. فالبنوك وصناديق التقاعد هي الجهات الاستثمارية الرئيسية في السوق السعودي، حيث تبلغ حيازاتها أكثر من ٩٠% من الدين الذي تصدره الحكومة. وبلغت حيازات البنوك المحلية من السندات الحكومية ذروتها في عام ٢٠٠٣ بقيمة ١٦٠ مليار ريال سعودي؛ أي ما يقرب من ٣٠% من مجموع الأصول المصرفية و ٢٠-٢٥% من مجموع المبلغ القائم (الشكل البياني ٩). وفي عام ٢٠١٥، أصدرت الحكومة سندات تزيد قيمتها قليلاً عن ٢٦ مليار دولار بدءاً من يونيو. اشترت البنوك ثلثها، أو ما قيمته ٨,٦ مليار دولار. واستوعبت المؤسسات المحلية الأخرى الثلثين الآخرين، أو ١٧,٥ مليار دولار. ولم يشارك مستثمرون لأجانب أو المستثمرون المحليون من ذوي المستويات المرتفعة من صافي الثروة.

٢٨- ومن المرجح أن يظل طلب البنوك على السندات الحكومية مرتفعاً، بما في ذلك بسبب شروط اتفاقية بازل الثالثة. فالقواعد المنظمة لرأس مال البنوك عادة ما تقتضي من المؤسسات حيازة مقدار معين من رأس المال مقارنة بأصولها المرجحة بالمخاطر. وأوزان المخاطر البالغة صفر% تجعل السندات الحكومية الأجنبية عالية التصنيف أو أي سندات حكومية محلية أكثر جاذبية نسبياً لأن البنوك لا تحتاج إلى حيازة رأسمال مقابل حيازة هذه السندات. وتقتضي قواعد بازل المنظمة للسيولة من البنوك الاحتفاظ بكميات كافية من الأصول السائلة عالية الجودة لتغطية التدفقات النقدية الصافية إلى الخارج لفترة من الزمن في ظل سيناريو من الضغوط. وتستوفي البنوك السعودية بالفعل معايير اتفاقية بازل الثالثة المتعلقة برأس المال والسيولة والرفع المالي والتي من المتوقع أن تستوفيها البنوك الدولية بحلول عام ٢٠١٩. ومع ذلك، فإن زيادة المعروض من السندات الحكومية السعودية سوف تزيد الخيارات المتاحة أمام البنوك لإدارة ميزانياتها العمومية على نحو يتفق مع الشروط التنظيمية. وفي الوقت نفسه، قد تتحاشى البنوك السندات ذات الأجل الطويل لأنها ستزيد من مخاطر السوق.

٢٩- وسوف تساعد الإصلاحات الرامية إلى توسيع قاعدة المستثمرين في استيعاب إصدارات سندات الدين الحكومي في المستقبل. على وجه الخصوص، فإن التشجيع على زيادة تطوير أنشطة التأمين وصناديق الاستثمار المشترك سوف يساعد في تعبئة المدخرات الوطنية. وينبغي أيضاً النظر في الدور المحتمل للأفراد المحليين من ذوي المستويات المرتفعة من صافي

الثروة والمستثمرين الأجانب في سوق الأوراق المالية المحلية. وقد يجد المستثمرون الدوليون سندات الحكومة السعودية جاذبة من منظور التنويع، وتمثل المناقشات التي جرت مؤخرا للسماح للمستثمرين الأجانب بشراء السندات المحلية المدرجة في سوق المال خطوة في الاتجاه الصحيح.



٣٠- ويمتلك التمويل الإسلامي بشكل عام، وأسواق الصكوك على وجه الخصوص، إمكانات كبيرة في المملكة العربية السعودية وله دور مهم في تمويل الميزانية.^٨ فالطلب على الأدوات المالية الإسلامية ينمو بقوة بالغة، ويمكن لهذا النمو أن يدعم تنفيذ سياسة المالية العامة والسياسة النقدية وتعزيز تطور القطاع المالي. وقد أعربت الحكومة بالفعل عن اهتمامها بالاستفادة من السيولة الوفيرة في سوق التمويل الإسلامي بإصدار الصكوك السيادية لأول مرة في عام ٢٠١٦ مع اعتزام توسيع قاعدة المستثمرين على نحو يتجاوز ما يمكن الاستفادة منه عن طريق التمويل التقليدي.

٣١- وتشهد قاعدة المستثمرين في الأدوات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية نموا قويا. فهناك في الوقت الحالي، من أصل ١٢ من البنوك التجارية المحلية في المملكة العربية السعودية، أربعة بنوك إسلامية كاملة والخامس، وهو أكبر بنك تقليدي، في طريقه ليصبح متوافقا مع أحكام الشريعة الإسلامية. وتمتلك البنوك الإسلامية الأربعة (الراجحي والإمام والبلاد والجزيرة) معا نحو ٢٥% من أصول الجهاز المصرفي المحلي. وبقية البنوك هي بنوك تقليدية تقدم مجموعة متنوعة من الخدمات المصرفية الإسلامية والتقليدية.^٩ وفي نهاية عام ٢٠١٥، بلغت قاعدة أصول القطاع المصرفي الإسلامي في المملكة العربية السعودية حوالي ١,١٥١ مليار ريال سعودي، تمثل نحو ٢١,٤% من الأصول المصرفية الإسلامية العالمية، بمعدل نمو بلغ ٨% في عام ٢٠١٤. وعلاوة على ذلك، تجاوزت الودائع المصرفية الإسلامية ١٢٥٠ مليار ريال سعودي بنمو على أساس سنوي مقارنة بقره ١٠%. وتجاوزت حصة السوق من الأصول في القطاع المصرفي ككل ٥٠% في عام ٢٠١٥. وتوفر هذه البنوك قاعدة قوية من المستثمرين في الأدوات الإسلامية الحكومية، وإن كانت أوراق "الصكوك" المالية سوف تجذب قاعدة أوسع من المستثمرين (تقليدية وإسلامية) وإصدارها يمكن أن يسفر في نهاية المطاف عن منافسة سريعة على الأوراق المالية الحكومية بوجه عام.

^٨ "الصكوك" هي صيغة الجمع من كلمة "صك" في اللغة العربية، وترجمته باللغة الإنجليزية هو "title deed" (سند ملكية)، لأنه يؤكد على ملكية الأصل الأساسي.

^٩ الدراسة بعنوان: "Islamic Banking Is Dominant in Saudi Arabia," Fitch Ratings, February 2016.

٣٢- وثمة حاجة إلى إجراء إصلاحات مهمة لتشجيع تنمية سوق الصكوك. على وجه الخصوص، حتى تكتسب الصكوك قبولاً أوسع، ثمة حاجة إلى تشجيع زيادة سيولة الأدوات، وأدوات إدارة المخاطر المصاحبة، ونظام رقابي أقوى. فتعقد الأدوات والفهم المحدود في بعض الأحيان للمبادئ التي تحكم هيكلها يعرضان المستثمرين لعدد من المخاطر، بما في ذلك مخاطر الائتمان، وسوء التسعير، وعدم اليقين القانوني، ومخاطر الامتثال للشريعة والمخاطر ذات الصلة التي تمس السمعة. وربما كان أنسب مناهج التمويل هو إصدار أوراق الصكوك المالية الحكومية لتمويل التنمية و/أو الإنفاق الرأسمالي مقابل أصول أساسية مستقبلية ذات هيكل بسيط. وينبغي أن تضع الأجهزة الحكومية ذات الصلة تدابير جديدة في الميزانية للتخطيط المبكر وتخصيص الأصول في حالة إصدار الصكوك. وسوف يساعد بناء التوافق في الآراء وإضفاء الطابع المؤسسي على أحكام الشريعة في تطوير قاعدة أوسع من المستثمرين، وهي ضرورية لتعميق سوق الصكوك وتوسيعه.

٣٣- وسواء أكانت تقليدية أم إسلامية، فإن استراتيجيات الإدارة المالية العامة وإدارة الدين التي تتسم بالوضوح والشفافية من المرجح أن تدعم توافر قدر أعلى من التمويل بتكلفة أقل. وإذا تساوت الأمور الأخرى، من المرجح أن يتوافر التمويل بشروط أفضل إذا كان هناك: (١) إطار اقتصادي كلي واضح المعالم يضع استراتيجية واضحة للإصلاح الحكومي ومساراً واضحاً لتحقيق استمرارية أوضاع المالية العامة والمركز الخارجي، و(٢) استراتيجية لإدارة الأصول والخصوم ذات أهداف وغايات واضحة، بما في ذلك، خطة إصدار سنوية على الأقل، و(٣) إطار قانوني وتنظيمي واضح، وقدرة مؤسسية قوية، واستراتيجية تواصل تعبر بوضوح عن الأهداف الاقتصادية الكلية للحكومة واستراتيجيتها المتعلقة بالدين.

تطوير سوق الدين الخاص المحلي

٣٤- أدى عدم وجود سوق مستقر للدين الحكومي ومنحني عائد معياري إلى الحيلولة دون تطوير سوق سندات الشركات. فحجم سوق سندات الشركات صغير، ولكن لا يُستهان به. وتشير التقديرات إلى أن مجموع حجم السوق السعودي لديون الشركات يبلغ حوالي ١٧٥ مليار ريال سعودي (٧% من إجمالي الناتج المحلي)، وتكاد لا تكون هناك أي سيولة لأن معظم المستثمرين من أولئك العاملين باستراتيجية الشراء والاحتفاظ. وتنقسم إصدارات الشركات في المملكة العربية السعودية تقريباً إلى الطرح الخاص (ما يعادل ٧٨ مليار ريال سعودي) والطرح العام (ما يعادل ٩٨ مليار ريال سعودي). والدافع الرئيسي وراء تفضيل الشركات المُصدرة لعمليات الطرح الخاص هو إطارها الزمني الأقصر في السوق بينما تقضي بقدر أقل من الإفصاح.

٣٥- ومحدودية سوق سندات الشركات تعني أن الشركات تعتمد اعتماداً كبيراً على التمويل المصرفي (وفي بعض الحالات على التمويل من مؤسسات الإقراض المتخصصة). والشركات الكبيرة مثل "أرامكو" و"سابك" هي وحدها القادرة على الوصول إلى الأسواق الدولية، وتتأثر غالبية الشركات سلباً بفعل المزاحمة الوردية مناقشتها في القسم السابق نظراً لعدم وجود خيارات تمويل بديلة. وضمان إصدار الدين الحكومي على نحو يدعم تطوير أسواق الدين الخاصة يشكل إحدى طرق تخفيف بعض الآثار السلبية لهذا الإصدار.

٣٦- وتتيح الاحتياجات المتزايدة إلى التمويل في المرحلة المقبلة فرصة جيدة أمام المملكة العربية السعودية لتنفيذ تدابير من شأنها تعزيز قدرتها على إدارة الدين وحفز عملية تعميق أسواق السندات المحلية (الإطار ١). وقد بُدلت بالفعل جهود في الماضي لإنشاء سوق ثانوية أكثر سيولة من خلال إصلاحات منها تخفيف القوانين الضريبية وإيجاد صناع السوق. ومع ذلك، لم تُستكمل هذه الجهود بسياسة إصدار منتظمة في غياب الاحتياجات التمويلية.

الإطار ١ - تعزيز ممارسات إدارة الدين في المملكة العربية السعودية

تقتضى المملكة العربية السعودية من مصادر محلية ودولية لتمويل عجز المالية العامة. ولهذا الغرض، هناك حاجة إلى تعزيز الأطر التنظيمية والمؤسسية لإدارة الدين للمساعدة في تقليل تكاليف الاقتراض والمخاطر ذات الصلة.

القدرة على إدارة الدين

تتحرك المملكة العربية السعودية حثيثاً لتعزيز إطار إدارة الدين، بما في ذلك تعزيز القدرات المؤسسية. وقد أنشأت الحكومة مؤخرًا مكتباً لإدارة الدين، وعينت رئيساً جديداً لدمج وظائف مكتب إدارة الدين في هيئة واحدة تتمتع بالاستقلالية التشغيلية. وفي هذا الصدد، سيتم تنظيم وظيفة المكتب الجديد على غرار أفضل الممارسات في هذا المجال، بما في ذلك المكاتب الأمامية والمتوسطة والخلفية، مع إتباعه مباشرة للوزير/نائب الوزير، والذي سيساعد على إرساء والحفاظ على الاستقلالية التشغيلية للمكتب مع تعزيز مساعلته وشفافيته. وقد كانت مؤسسة النقد العربي السعودي تنفذ وظائف إدارة الدين باعتبارها وكيلًا للحكومة، حيث عملت كوكيل مالي للحكومة ونفذت قرارات إدارة الدين فيما يتعلق بالأدوات التي يتم إصدارها، وأحجامها، وأسعار الفائدة عليها.

استراتيجية إدارة الدين

تقود وزارة المالية الجهود الرامية إلى تحديد سياسة إدارة الدين وأهدافها ودمجها في الإطار القانوني. ومن شأن هذا الأمر زيادة الوضوح أمام المسؤول عن إدارة الدين وتسهيل عملية المساءلة. وسيكون كذلك مُدخلا مهما عند صياغة استراتيجية إدارة الدين. وفي الآونة الأخيرة، كانت الحكومة تعتمد في الغالب على مؤسسة النقد العربي السعودي لاتخاذ القرار بشأن الأدوات التي سيتم إصدارها في أي وقت، والحجم المحدد لهذه الأدوات. واتبعت قرارات الإصدار منها مخصصا يقوده أساسا الطلب السوقي عند اقتراب تاريخ الإصدار.

الإطار قانوني

لا يوجد حاليا أي قانون شامل للدين أو لوائح محددة تتعلق بإدارة الدين. ففي الوقت الحاضر، يخول مجلس الوزراء وزارة المالية بإصدار سندات الدين على أساس سنوي، ولكن لا يوجد تشريع يغطي فترة أطول. وينبغي معالجة هذا الأمر للسماح بزيادة الكفاءة في إدارة خصوم الحكومة.

وفي المرحلة المقبلة، ينبغي أن تنظر المملكة العربية السعودية في وضع إطار قانوني قوي لإدارة الدين. فوضع هيكل قانوني سليم من شأنه أن يمنح الثقة لمكتب إدارة الدين في تنفيذ مهامه. ومن المتوقع أيضا أن يكون مفيدا كأداة تسويقية تصدر إشارة للمستثمرين الأجانب والمحليين بأن المملكة العربية السعودية تتجه نحو اعتماد إطار حديث لإدارة الدين.

ووضع تشريع شامل لإدارة الدين من شأنه أن ينظم جميع جوانب الاقتراض الحكومي وإصدار الضمانات. فينبغي أن يضمن التشريع المعني بالدين وضوح الإطار القانوني في تحديد سلطة الاقتراض (محليا وخارجيا على السواء)، وإجراء المعاملات المرتبطة بالدين (مثل مبادلات العملات وأسعار الفائدة)، وإصدار ضمانات القروض.

اعتبارات خاصة في الصكوك

مع توسع صناعة التمويل الإسلامي، تزداد الحاجة إلى إطار قانوني وتنظيمي مستقل. فتقتضي أفضل الممارسات وضع إطار عالي الجودة للبنية التحتية القانونية والتشغيلية. ويمكن تقييم التقدم الذي يحققه سوق مستقر للصكوك الحكومية على أساس مدى امتثال كفاءة السوق والشفافية النظامية وترتيبات الحوكمة لمعايير التمويل الإسلامي الدولية. والإصلاح الشامل للإطار القانوني والتنظيمي لمعالجة الجوانب التعاقدية للصكوك (لتمويل التجارة أو إنتاج أصول ملموسة وإضافة قيمة إلى الاقتصاد الحقيقي بدلا من تقديم التمويل عن طريق شراء الأوراق المالية) من شأنه التحفيز على توسيع قاعدة المشاركة في السوق. وفي هذا الصدد، هناك من الأسباب ما يبرر إرساء صلاحية واضحة لتوريق الأصول القائمة أو الجديدة ضمن الأدوات التمويلية. علاوة على ذلك، فإن اعتماد المبادئ التوجيهية لوضعي المعايير في هذا المجال (على سبيل المثال، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية) حول أفضل الممارسات والتزام المؤسسات بالمبادئ العامة للتشريعة من شأنهما ضمان توحيد العقود والاتساق في سوق.

٣٧- وعلى هذه الخلفية، تعكف المملكة العربية السعودية على مراجعة أهدافها المتعلقة بإدارة الدين، وينبغي أن يتضمن ذلك بصفة خاصة إصلاحات لدعم تطوير سوق الدين الخاص. وتوفر أهداف إدارة الدين مبادئ عامة بشأن ما ينبغي أن يحققه نشاط إدارة الدين. وفي معظم البلدان، تشير أهداف إدارة الدين إلى تقليل التكاليف على المدى المتوسط، رهنا بدرجة معينة من المخاطر.

٣٨- وبالإضافة إلى ذلك، فإن سياسة الحكومة المعنية بإصدار سندات الدين ومزيج الأدوات ينبغي أن يعكس قرارا بتطوير أسواق الدين المحلية على المديين المتوسط والطويل، بدلا من أن يُوجَّه بشكل محض نحو تعبئة الموارد. وسوف يتولى مكتب إدارة الدين صياغة استراتيجية للدين متوسطة الأجل يؤدي في إطارها اختيار أدوات التمويل إلى تحقيق المستوى الأمثل من المفاضلات بين التكلفة والمخاطر، فضلا على تأثيرها على تشجيع تطوير السوق. وينبغي أن توفر استراتيجية الدين متوسطة الأجل مبادئ توجيهية متوسطة الأجل بشأن نسبة الاقتراض المحلي والخارجي، وبشأن الأدوات التقليدية والصكوك التي سيتم إصدارها. ويُراعى في ذلك قاعدة المستثمرين وإقبال السوق على كل نوع من أنواع الأدوات. وينبغي أن ييسر مزيج الأدوات مسألة إنشاء منحى عائد بالعملة المحلية، وهو ما يقتضي إصدار أدوات بسعر فائدة ثابت وبمقدار مؤثر. ويمكن أيضا استخدام أدوات ذات سعر فائدة معوم لتقليل التكاليف، ولكن نصيب كل منها ينبغي أن يعكس هذا القرار الأوسع بشأن السياسات. وأخيرا، يتعين توخي الدقة عند اتخاذ قرار بشأن مزيج آجال الاستحقاق بحيث يوازن بين تكلفة تمديد المنحى مقابل المخاطر الأقل من إعادة تمويل الدين الأطول أجلا.

٣٩- وينبغي أن يرتقي مكتب إدارة الدين تدريجيا بممارسات إدارة الدين وصولا للممارسات الدولية، الأمر الذي سوف يساعد في تطوير السوق. وعلى وجه الخصوص، ينبغي أن يدعم مكتب إدارة الدين عملية استحداث آليات المزاد. ويمكن القيام بذلك تدريجيا، وربما البدء بأدوات أقصر أجلا حيث يكون الطلب أعلى ومخاطر أسعار الفائدة تشكل مصدرا أقل للقلق. وتصدر الأدوات في الوقت الحالي من خلال عمليات الطرح الخاص، ويقدر غير كاف من الشفافية، مما يعوق تطور السوق.^{١٠} وتحدد وزارة المالية لمؤسسة النقد العربي السعودي مبالغ التمويل السنوية المطلوبة، وتقرر مؤسسة النقد العربي السعودي (أحيانا بالتنسيق مع وزارة المالية) المقادير التي سيتم إصدارها في عمليات الطرح الخاص الشهرية. وتتولى مؤسسة النقد العربي السعودي التشاور مع السوق واتخاذ قرارات بشأن أسعار الفائدة وأدوات التمويل المحددة. ومع ذلك، تُنشر معلومات محدودة قبل عمليات الطرح وبعدها. وتضع مؤسسة النقد العربي السعودي نطاقا للعائد لكل سند يُطرح، ولكنها لا تعلن عن حجم تخصيص كل أداة قبل عملية الطرح. ويؤدي عدم وجود برنامج زمني للإصدار إلى محدودية المعلومات التي تُتاح للمستثمرين عن نوايا التمويل.

هاء- النتائج المستخلصة

٤٠- تبدأ المملكة العربية السعودية من مركز أصول- خصوم قوي للغاية، لكن احتياجاتها التمويلية كبيرة نظرا لمستويات العجز المتوقع في المالية العامة. ويوجد أمام المملكة عدد من خيارات التمويل—تقليص ودائعها لدى مؤسسة النقد العربي السعودي، وبيع أصول مالية أخرى، والاقتراض من مصادر محلية ودولية. ولكل خيار منها تكاليفه ومنافعه التي

^{١٠} راجع الملحق الثاني للاطلاع على تحليل أكثر تفصيلا وتغطية لأدوات سوق المال الحالية.

من المرجح أن تختلف تبعاً لظروف السوق. وفي حين أن تقليص الودائع قد يكون الخيار الأقل تكلفة على أساس أسعار الفائدة النسبية، فإن الاحتفاظ برصيد من الأصول السائلة للغاية يحقق منافع في التأمين من فترات ظروف السوق العصبية. وبيع حصص الحكومة في الشركات يمكن أن يؤدي إلى تعبئة تمويل كبير لعجز المالية العامة، ولكنه أيضاً يأتي على حساب تدفقات الإيرادات المستقبلية الضائعة في حالة الشركات التي تحقق أرباحاً. وينطوي الاقتراض من مصادر محلية ودولية أيضاً على مفاضلات بين المخاطر والتكلفة. وسوف يكون لتكوين قاعدة المستثمرين المحليين انعكاسات على الآثار التي يحدثها الاقتراض المحلي في الاقتصاد المحلي والنظام المالي. وعلى وجه الخصوص، فإن ارتفاع التمويل المحلي من المرجح أن يؤدي إلى مزاحمة الائتمان الموجه للقطاع الخاص وحيازات المؤسسات غير المصرفية من الأصول الأخرى. ونظراً للتكاليف والمنافع النسبية لكل منها، فالوضع الأمثل على الأرجح هو الذي يجمع بين السحب من الأصول والاقتراض من مصادر محلية وخارجية.

٤١- وهناك عدد من السياسات التي يمكن أن تساعد في دعم تمويل عجز المالية العامة والتخفيف من التأثير على الاقتصاد الأوسع. فإصدار سندات الدين الحكومي يمكن أن يساعد في تطوير منحى عائد محلي، ومن شأن السوق الثانوية السائلة للأوراق المالية الحكومية المساعدة في دعم سوق الدين الخاص غير المتطورة حالياً في المملكة العربية السعودية. ومن خلال تطوير سوق الدين الخاص، سوف تُتاح للشركات مصادر تمويل بديلة عن البنوك. ومن شأن توسيع قاعدة المستثمرين في سندات الدين الحكومي أن يدعم التمويل، بما في ذلك إذا سُمح للمستثمرين الأجانب والمؤسسات المالية الأخرى والأفراد من ذوي المستويات العالية من صافي الثروة بالمشاركة في السوق الثانوية. كذلك فإن تطوير سوق الصكوك الحكومية سيوفر مصدراً تمويلياً إضافياً قيماً للحكومة.

٤٢- ومن شأن تحسين أطر المالية العامة وإدارة الدين المساعدة على التقليل من مخاطر وتكاليف الاقتراض الحكومي وزيادة اهتمام المستثمرين. وينبغي أن تعلن الحكومة عن استراتيجية متوسطة الأجل واضحة لضبط أوضاع المالية العامة ودعم الإصلاحات، وهي من شأنها طمأنة المستثمرين إلى أن الحكومة ستواصل العمل على تخفيض عجز المالية العامة. وبالمثل، فإن وضع استراتيجية متوسطة الأجل للدين سوف يمنح المستثمرين مبادئ توجيهية واضحة بشأن خطط إصدارات الحكومة، وتمكينهم من التخطيط على نحو أفضل للمستقبل.

الملحق الأول - توزيع مصادر التمويل المتوقع للمالية العامة

توزيع مصادر التمويل المتوقع للمالية العامة (مليار ريال سعودي)



السيناريو الأول: شراء البنوك كميات كبيرة من السندات المحلية
السيناريو الثاني: شراء المؤسسات غير المصرفية كميات كبيرة من السندات المحلية
السيناريو الثالث: شراء غير مقيمين كميات كبيرة من السندات الدولية
السيناريو الرابع: سحب كبير من الودائع الحكومية
السيناريو الخامس: نمو أكبر في الودائع

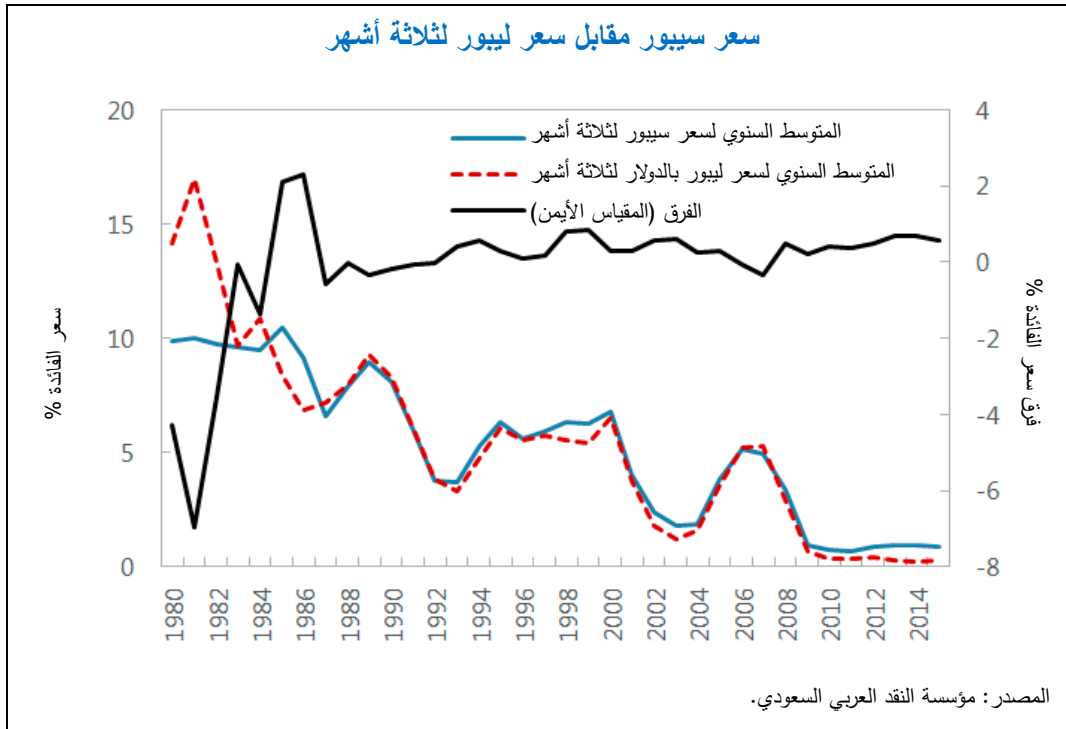
المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملاحظة: مؤسسات غير مصرفية - المؤسسة العامة للتقاعد، والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية، وأخرى.

الملحق الثاني - تطوير سوق رأس المال المحلي وأدواته

يعود تاريخ أدوات الدين العام في المملكة العربية السعودية إلى الثمانينات من القرن العشرين عندما بدأت مؤسسة النقد العربي السعودي في إصدار الأوراق المالية لأغراض السياسة النقدية. وفي وقت لاحق، بدأت الحكومة عام ١٩٨٨ تصدر أدوات خاصة بها لتمويل العجز في المالية العامة، لكن الإصدار توقف عندما انتهت احتياجات التمويل. ولم تتطور السوق الثانوية بشكل كامل قط، وكانت السيولة متدنية، وربما يرجع أحد أسباب ذلك إلى توقف الإصدار. وفي الآونة الأخيرة، استأنفت الحكومة إصدار الأوراق المالية لتمويل العجز، ويمكن أن يساعد هذا الإصدار الجديد على تعزيز تنمية الأسواق المحلية.

وفي غياب الأوراق المالية الحكومية، بدأت مؤسسة النقد العربي السعودي في الثمانينات تجربة إصدار حسابات الودائع البنكية (BSDAs) لإدارة سياستها النقدية على نحو أكثر فعالية. فقد أنشئت المؤسسة في عام ١٩٨٤ حسابات الودائع البنكية (التزامات مؤسسة النقد العربي السعودي) كجزء من إصلاح سوق المال المحلي بهدف إنشاء أداة في سوق المال المحلية لامتناع السيولة الزائدة وتوفير بديل محلي للطروحات الخارجية بين البنوك (دراسة Banafe, 1993)، وكان الهدف من حسابات الودائع البنكية هو المساعدة في إنشاء سوق مال محلية لامتناع السيولة الزائدة، وتعزيز السيطرة على السياسة النقدية من حيث التأثير على السيولة في النظام وأسعار الفائدة قصيرة الأجل، وتقديم استثمار بديل عن الطروحات الخارجية بين البنوك، وبالتالي التخفيف من المخاطر المرتبطة بتدفقات النقد الأجنبي للخارج. وساهم استحداث حسابات الودائع البنكية في الحد من تذبذب الفارق بين السعيرين المرجعيين (الليبور (libor) والسيبور (sibor)).



واقترنت إصدارات حسابات الودائع البنكية على البنوك المحلية وكانت قابلة لإعادة الشراء. وتمثل نافذة إعادة الشراء لدى مؤسسة النقد العربي السعودي تسهيلات فوريا لليلة واحدة يتيح للبنوك للدخول في الاقتراض بضمان وأنشئت ودخلت حيز التنفيذ في نفس يوم إصدار حسابات الودائع البنكية. وكانت قابلية إعادة الشراء ميزة جاذبة في حسابات الودائع البنكية لأنها وفرت وسيلة جاهزة تمكن البنوك التي تواجه حالات نقص شديد غير متوقعة في الاحتياطيات من الاستفادة من السيولة المتاحة لدى مؤسسة النقد العربي السعودي. وقبل إتاحة هذا التسهيل، كانت البنوك تضطر للاحتفاظ باحتياطيات أعلى لدى مؤسسة النقد العربي السعودي في حسابات غير موعّضة لتغطية السحوبات غير المتوقعة أو سد الاحتياجات في عمليات المقاصة. وتهدف اتفاقيات إعادة الشراء أساسا إلى تغطية الاحتياجات في عمليات المقاصة الناشئة عن السحوبات غير المتوقعة، أو الشيكات المرتجعة، أو عدم أداء الطرف المقابل للمدفوعات، ويتم تشغيلها طبقا لمبادئ توجيهية صارمة لتجنب سوء الاستخدام. ولا يتوقع أن تمويل البنوك مشترياتها من الدولار الأمريكي من مؤسسة النقد العربي السعودي باستخدام هذا التسهيل.

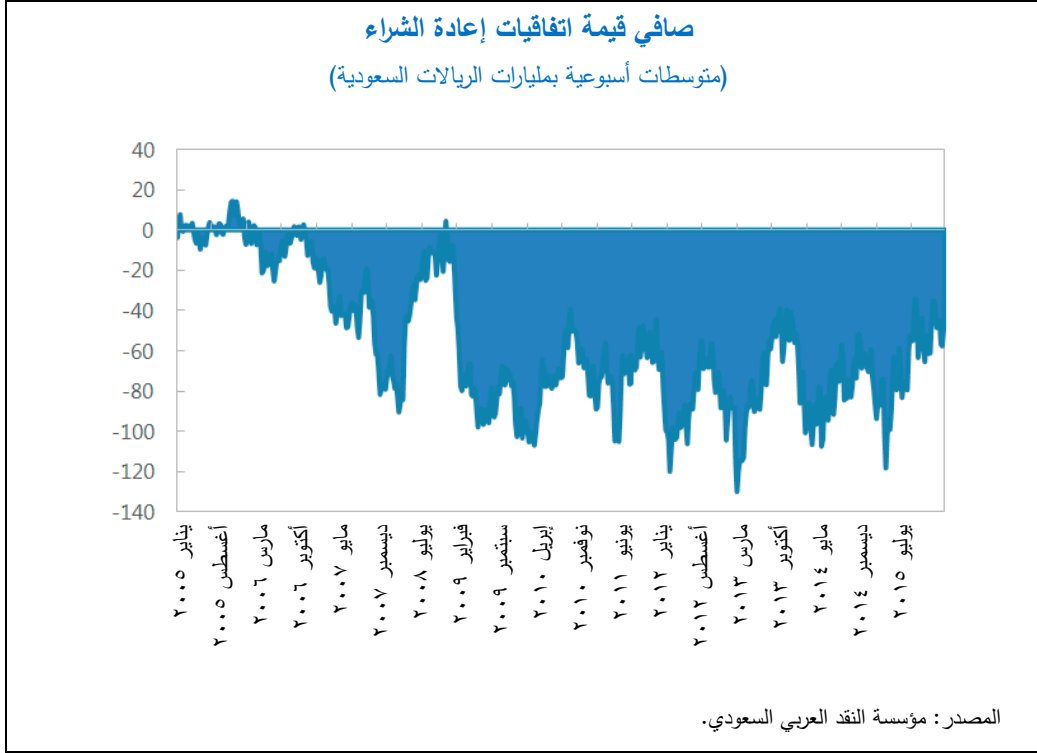
وعلى الرغم من أن حسابات الودائع البنكية كانت قابلة للتحويل بحرية بين البنوك، لم يُجرى أي نشاط في السوق الثانوية. ويعود عدم وجود سوق ثانوية فيما يبدو إلى تصور البنوك بأن هذه الأداة تعتبر بمثابة هامش سيولة وليس منتجاً متاحاً للتداول، وذلك على الرغم من أن تلك الحسابات لم تكن بديلاً للاحتياطيات الإلزامية (أي الحد الأدنى الإلزامي من متطلبات الاحتياطي)، ولكنها كانت تحسب لأغراض نسب السيولة.

وبدأت الحكومة في إصدار سندات التنمية الحكومية لتمويل العجز في أواخر الثمانينات. فقد أدت العجزات المتتالية في الميزانية إلى إصدار أولى سندات التنمية الحكومية في عام ١٩٨٨. وشاركت مؤسسة النقد العربي السعودي، باعتبارها الوكيل المالي لوزارة المالية، في الاقتراض عن طريق الطرح الخاص من المؤسسات الحكومية المستقلة وبعد ذلك من البنوك المحلية. وطُرحت سندات التنمية الحكومية طرحاً عاماً للمرة الأولى في يونيو ١٩٨٨، وبعد ذلك وسعت الحكومة المركزية نطاق طرحها ليشمل أذون الخزانة، لتحل محل حسابات الودائع البنكية لمؤسسة النقد العربي السعودي في نوفمبر ١٩٩١، ومن ثم تحويل الالتزام من مؤسسة النقد العربي السعودي إلى وزارة المالية. وكان الهدف من تغيير الأداة هو الاستفادة من احتمال توسيع نطاق تطبيق أذون الخزانة بحيث تتوفر للمؤسسات غير المصرفية وفي تمويل العجز.

وخلافاً لحسابات الودائع البنكية، طُرحت أذون الخزانة على المؤسسات المصرفية وغير المصرفية من أجل مساعدتها في إدارة احتياجاتها الاستثمارية قصيرة الأجل. وأدى ذلك إلى زيادة قدرة الحكومة على الاقتراض والسماح بمزيد من المرونة لوزارة المالية في إدارة العمليات المالية العامة الجارية. ونظراً لانكشاف البنوك والمؤسسات غير المصرفية أمام الودائع الخارجية في ذلك الوقت، كانت أذون الخزانة تُعتبر أداة جانبية لأغراض التنويع. وعلاوة على ذلك، كان هناك نمو ملحوظ في الودائع المصرفية في ذلك الوقت، وهو ما كان يُعزى جزئياً إلى غياب أي أداة بديلة قصيرة الأجل.

وفي مايو ١٩٩٢، استحدثت مؤسسة النقد العربي السعودي تسهيلات إعادة الشراء العكسي في محاولة لوقف تدفق احتياطيات النقد الأجنبي للخارج وتشجيع البنوك على الاحتفاظ بأموال سائلة في الجهاز. وفي ذلك الوقت، كانت البنوك تحتفظ بنحو ثلث ودائعها بالدولار الأمريكي لإدارة السيولة. وفي الوقت نفسه، كانت البنوك على استعداد لتحويل حيازاتها الدولارية إلى استثمارات محلية للحد من انكشافها الكبير أمام مخاطر النقد الأجنبي. وجاء استحداث تسهيلات إعادة الشراء

العكسي ليوفر للبنوك آلية لتوظيف السيولة الزائدة لديها في السوق المحلية. كذلك ساعد هذا الأمر نشاط الاكتتاب في أدون الخزانة وسندات التنمية الحكومية. وساعدت اتفاقيات إعادة الشراء وإعادة الشراء العكسي على تحقيق استقرار الطلب على الدولار الأمريكي في الجهاز وهيكل سوق المال السعودي بشكل عام.



واستُحدثت سندات المرابحة والسندات الإذنية ذات أسعار الفائدة المعومة للمرة الأولى في يناير ١٩٩٧ لتلبية احتياجات البنوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية. وساعد ذلك على توسيع نطاق الأدوات المتاحة وتوزيع المخاطر السعرية في مواجهة تزايد متطلبات التمويل^١. وانجذبت البنوك للسندات الإذنية ذات أسعار الفائدة المعومة لأنها كانت تناسب هيكل ميزانياتها العمومية نظرا لاعتمادها على ودائع العملاء ودورها في تعبئة المدخرات المحلية، فضلا على أن إعادة تحديد سعر القسيمة بشكل متكرر يقلل من مخاطر أسعار الفائدة. وفي حين تعتبر السندات الإذنية ذات أسعار الفائدة المعومة جاذبة في بيئة تتسم بعائد متزايد من وجهة نظر المستثمر، فإنها تسمح لجهة الإصدار بالاستفادة من آجال الاستحقاق الأطول بتكاليف التمويل قصير الأجل.

^١ بنك التسويات الدولية (٢٠٠٣).

مزايًا ومخاطر الأدوات ذات أسعار الفائدة الثابتة مقابل الأدوات ذات أسعار الفائدة المعومة	
الأدوات ذات أسعار الفائدة الثابتة	الأدوات ذات أسعار الفائدة المعومة
جهة الإصدار	
تكلفة الفائدة على مدى عمر الورقة المالية معروفة، مما يساعد في التخطيط وإعداد الميزانية.	الأدوات ذات أسعار الفائدة المعومة غالبًا ما تكون أرخص من الأدوات ذات أسعار الفائدة الثابتة.
المستثمر	
تتيح فرصة أكبر لتحقيق مكاسب رأسمالية مقارنة بالأدوات ذات أسعار الفائدة المعومة إذا انخفضت أسعار السوق.	تمنح المستثمرين حماية ضد الخسائر الرأسمالية الجسيمة في فترات عدم اليقين بشأن سعر الفائدة.
جهة الإصدار	
إذا انخفضت أسعار السوق بعد إصدار السندات.	إذا ارتفعت أسعار السوق بعد إصدار الأدوات ذات أسعار الفائدة المعومة.
المستثمر	
احتمال حدوث خسائر رأسمالية إذا ارتفعت أسعار الفائدة.	فرصة محدودة لتحقيق مكاسب رأسمالية.
المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي.	

وطُرحت سندات المراجعة الحكومية لأول مرة في إبريل ٢٠٠٢ بأجال استحقاق تصل إلى ٣ سنوات. وسندات المراجعة الحكومية والسندات الإذنية ذات أسعار الفائدة المعومة (مثل أدوات السيولة التقليدية) هي أيضا قابلة لإعادة الشراء مع مؤسسة النقد العربي السعودي، مما يوسع إطار إدارة السيولة في الجهاز. ويمكن أن تشارك البنوك في ترتيبات البيع وإعادة الشراء مع مؤسسة النقد العربي السعودي لزيادة السيولة بما يصل إلى ١٠٠% (حاليا ٩٨%) من حيازاتها الإجمالية الصادرة عن مؤسسة النقد العربي السعودي، أو وزارة المالية، أو أي دين شبه حكومي مضمون صراحة من الحكومة المركزية (على سبيل المثال، الهيئة العامة للطيران المدني). كذلك اعتبرت مؤسسة النقد العربي السعودي هذه الحيازات أصولا مستوفاة للشروط عند حساب نسب السيولة لدى البنوك. وكان لهذه الحيازات أيضا وزن ترجيحي يساوي صفرا في إطار نظام كفاية رأس المال على أساس المخاطر.

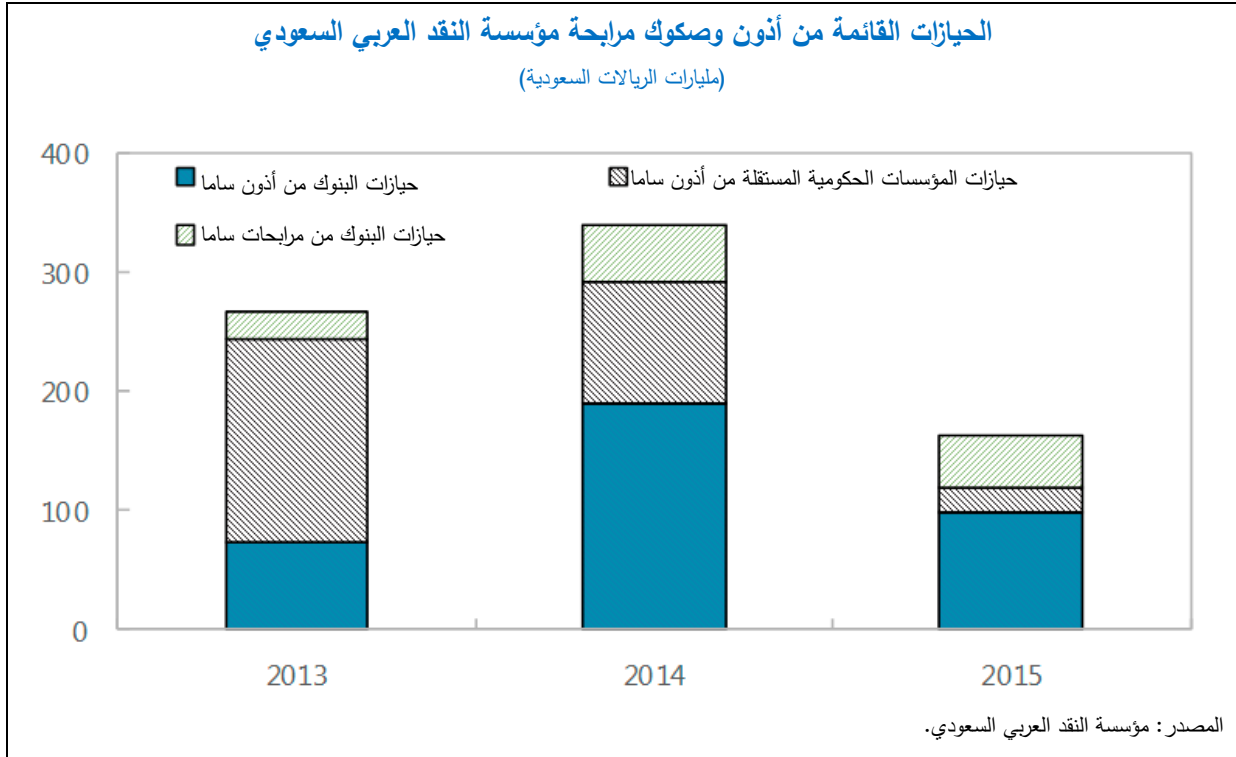
وفي عام ٢٠٠٥، أنشأت مؤسسة النقد العربي السعودي من جديد ورقة مالية قصيرة الأجل خاصة بها لتزويد البنوك المحلية بأداة قصيرة المدى للاحتفاظ بسيولتها. وقد جاء ذلك نتيجة تعليق وزارة المالية لنشاطها الافتراضي باستخدام أدون الخزنة، مما حد من قدرة البنوك على إدارة السيولة قصيرة الأجل.

ومع ذلك، لم تتطور السوق الثانوية قط على الرغم من أن البنوك كانت قادرة على العمل كصانع سوق. فهي تعيد بيع أدون مؤسسة النقد العربي السعودي وسندات التنمية الحكومية إلى المؤسسات الحكومية وشبه الحكومية، وإلى المستثمرين المقيمين وغير المقيمين، وكذلك في سوق التداول بين البنوك. ورغم ذلك، لم تتطور سوق ثانوية قط في سندات التنمية الحكومية على الرغم من جهود الحكومة الترويجية. وتم تخفيف قوانين الضرائب حتى تستطيع البنوك السعودية أن تقتطع حيازاتها من سندات التنمية الحكومية من صافي أصولها (صافي القيمة) قبل حساب "الزكاة"، وهي ضريبة خاصة على

الدخل وأصول التداول. كذلك وضعت مؤسسة النقد العربي السعودي إجراءات تحدد وتنظم دور "صانع السوق" للبنوك المحلية عندما تعمل كجهات استثمار أو وكلاء توزيع أو صناع سوق ثانوية وأمناء حفظ من الباطن أو وكلاء دفع.

غير أن البنوك وجدت أنه من الأنسب حياة أدوات الدين حتى أجل الاستحقاق، وخصوصاً عندما استمر منحى العائد في الانحدار. ومن جهة أخرى، سُمح للمستثمرين غير المقيمين بالمشاركة من خلال البنوك المحلية، ولكن مشاركتهم ظلت ضئيلة. وبالنظر إلى ما سبق، فإن عدم تطور السوق الثانوية يمكن أن يُعزى إلى تصور البنوك أن تمويل العجز سيكون مؤقتاً، وإحجامها عن تعزيز التداول في السوق الثانوية بسبب تضارب المصالح لأنه يقوض هدفها المتمثل في تعبئة الودائع بدون فوائد مما يفيد في تخفيض تكاليف التمويل المصرفي، وعدم وجود بنوك الاستثمار، وثقافة الشراء والاحتفاظ لدى المؤسسات الحكومية المستقلة، وضيق قاعدة المستثمرين.

وفي يونيو ٢٠١٥، عادت وزارة المالية إلى السوق عقب هبوط أسعار النفط، وأصدرت أول عملية اقتراض لها بقيمة ١٥ مليار ريال سعودي في صورة ظروفات خاصة. ومنذ ذلك الحين، صدرت سندات التنمية الحكومية والسندات الإذنية ذات سعر الفائدة الموعوم بآجال استحقاق ٥ و٧ و١٠ سنوات. وفي فبراير ٢٠١٦، أصدرت الحكومة أيضاً سندات مريحة طويلة الأجل بآجال استحقاق ٥ و٧ و١٠ سنوات. ويصل أجل سوق الودائع بين البنوك إلى سنة واحدة بحد أقصى وتحدد أسعار الفائدة وفق آليات السوق.



المراجع

- Ahmed, F., 2010, "Strategic Considerations for First-Time Sovereign External Issuance," Monetary and Capital Markets Department," the International Monetary Fund.
- Arvai, Z. and G. Heenan, 2008, "A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities," IMF Working Paper, 08/174.
- Banafe, A., 1993, Saudi Arabian Financial Markets, Riyadh.
- Bank for International Settlements, 2003, Payments Systems in Saudi Arabia.
- Fitch Ratings, 2016 "Islamic Banking Is Dominant in Saudi Arabia."
- Holland, A. and J. Surti, "Institutional Arrangements for Public Debt Management," Memo, Monetary and Capital Markets Department, the International Monetary Fund.
- International Monetary Fund, 2014, "Sovereign Asset-Liability Management—Guidance For Resource Rich Economies."
- International Monetary Fund and World Bank, 2009, "Developing a Medium Term Debt Management Strategy (MTDS)—Guidance Note for Country Authorities."
- World Bank, 2007, "Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation."

الخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص في المملكة العربية السعودية: تجارب الماضي وآفاق المستقبل^١

"لدينا فرص عظيمة لتوفير وظائف في القطاع الخاص"، صاحب السمو الملكي الأمير محمد بن سلمان، ولي ولي العهد.

تنظر المملكة العربية السعودية في برامج الخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص كجزء من الاستجابة على مستوى السياسات لمواجهة التراجع في أسعار النفط. وتتيح هذه البرامج مجالا واسعا لزيادة الكفاءة والإنتاجية في الاقتصاد، بالإضافة إلى تعظيم قيمة الأصول الحكومية. وينبغي أن يسير التنفيذ بشفاافية ووفق جدول زمني واضح وأن يركز على أطر مؤسسية وقانونية وتنظيمية. وقد يكون من المفيد إدراج الدروس المستفادة من التجارب الدولية في مجال الخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص عند تصميم أطر السياسات. وثمة اعتبارات مهمة متعلقة بالمالية العامة والاقتصاد الكلي تتطلب استجابة مناسبة على مستوى السياسات.

ألف - مقدمة

١- إن التراجع المستمر في أسعار النفط يعني أن الحكومة لا تستطيع أن تظل هي المحرك الرئيسي للنمو والتوظيف. فبدأ بالفعل ضبط أوضاع المالية العامة الذي تقرر تنفيذه على مدى السنوات القادمة وستكون له انعكاسات سلبية على النمو في المدى القصير ليس بسبب تقليص الاستثمارات العامة وحسب، ولكن أيضا نتيجة احتمال مزاحمة تمويل العجوزات الكبيرة للاتمان المقدم للقطاع الخاص. وعلاوة على ذلك، لن تكون الحكومة قادرة على استيعاب المواطنين في وظائف في القطاع العام بنفس معدلات السنوات السابقة. وأوضحت رؤية ٢٠٣٠ وبرنامج التحول الوطني المعلن عنهما مؤخرا الأهداف والغايات من تنويع وتحويل الاقتصاد. ويتوخى كل من الرؤية والبرنامج دورا أكبر للقطاع الخاص، بما في ذلك من خلال الخصخصة والتوسع في استخدام الشراكة بين القطاعين العام والخاص، وذلك بهدف زيادة الكفاءة والإنتاجية وتوفير مزيد من فرص العمل للمواطنين في القطاع الخاص.

٢- وظلت الخصخصة وغيرها من السياسات الرامية لزيادة دور القطاع الخاص هدفا في المملكة العربية السعودية على مدى العقود الماضية، ولكن الحكومة مع ذلك ظلت تقوم بدور كبير في الاقتصاد. ويعكس ذلك بشكل رئيسي هيمنة القطاع النفطي والذي ظل بمنأى إلى حد كبير عن برامج الخصخصة السابقة. ويعكس أيضا البطء في تنفيذ برامج الخصخصة السابقة وضيق نطاقها، والتي ركزت على المشاريع المربحة في عدد قليل من القطاعات. وبوجه أعم، أحرزت سياسات التنويع تقدما محدودا في تحقيق زيادة تُذكر في حصة الناتج غير الهيدروكربوني في إجمالي الناتج المحلي وحصة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، التي لم يتجاوز ارتفاعها ١٠ نقاط مئوية على مدى السنوات الخمسة عشرة الماضية. وتشير البحوث التي تتناول تجربة التنويع في المملكة العربية السعودية ودول مجلس التعاون الخليجي الأخرى إلى دور وجود قطاع عريض من المؤسسات الكبيرة المملوكة للدولة واختصاصاتها واسعة النطاق كحاجز أمام الدخول يحد من المنافسة والتنويع (دراسة Callen et al. 2014).

^١ إعداد غازي شبكيات (إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى)، وقصي الخنيزي (برنامج سياسات الاقتصاد الكلي)، وعاصم الغرسان (مؤسسة النقد العربي السعودي).

٣- وقد بدأت المملكة العربية السعودية بالفعل بتنفيذ خطط لتكثيف برامجها للخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص. ففي عام ٢٠١٥، تمت خصخصة جزء من الخدمات الأرضية في جميع المطارات وأعلن الجدول الزمني للخصخصة المستهدفة منذ أمد طويل للمؤسسة العامة لصوامع الغلال ولمطارين هذا العام. وتشكلت مؤخرا لجنة للخصخصة وأسست وحدة في وزارة الاقتصاد لإعداد المبادئ التوجيهية العامة لتنفيذ البرامج الجديدة للخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص. وقد أعلن صاحب السمو الملكي ولي ولي العهد عن احتمال الخصخصة الجزئية لشركة "أرامكو" السعودية، ومن المخطط أيضا إطلاق مشاريع ضخمة رئيسية في إطار الشراكة بين القطاعين العام والخاص، بما في ذلك مترو مكة المكرمة وجدة. ويتعين معالجة عدد من العناصر في تصميم وتنفيذ الخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص لتحقيق الفائدة القصوى من هذه البرامج. ويسلط هذا التقرير الضوء على برامج الخصخصة السابقة في المملكة العربية السعودية (القسم باء)، وبيحث في التجارب الدولية للخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص (القسم جيم)، ويناقش أهم اعتبارات المالية العامة والاقتصاد الكلي التي يمكن أن تنشأ في عملية التنفيذ (القسم دال). وتستخلص الخاتمة دروسا مستفادة وتقدم توصيات في مجال السياسات.

باء- التجارب السابقة

٤- تُعرّف الخصخصة عموما بأنها البيع الكامل أو الجزئي من جانب الحكومة للمؤسسات أو الأصول المملوكة للدولة إلى وكلاء اقتصاديين من القطاع الخاص، وقد كانت عنصرا أساسيا للإصلاح الهيكلي في كثير من الاقتصادات النامية واقتصادات التحول. وتستهدف الحكومات التي تقوم بالخصخصة تحقيق مجموعة متنوعة من الأهداف: مكاسب الكفاءة الاقتصادية، نظرا لنفسي ضعف الأداء الاقتصادي في المؤسسات المملوكة للدولة في كثير من البلدان ومحدودية النجاح في إصلاح هذه المؤسسات؛ وتحسين مركز المالية العامة، وخاصة عندما لا ترغب الحكومات أو لا تستطيع الاستمرار في تمويل العجزات في قطاع المؤسسات المملوكة للدولة؛ وفي بعض الأحيان، قامت الحكومات التي تعاني من نقص السيولة وتواجه ضغوطا على المالية العامة بالخصخصة بغية تمويل عجز المالية العامة من خلال عائدات الخصخصة. وشملت الأهداف الأخرى تطوير أسواق رأس المال المحلية (دراسة Davis et.al, 2000).

٥- وفي المملكة العربية السعودية، كانت برامج الخصخصة جزءا من جدول أعمال أوسع لتعزيز دور القطاع الخاص في الاقتصاد. وكما هو الحال في دول مجلس التعاون الخليجي الأخرى، كان حجم الدولة في الاقتصاد السعودي مهيما على مر التاريخ، مما يعكس الدور التنموي الذي اضطلعت به الحكومة لتلبية احتياجات البنية التحتية المادية والمؤسسية الكبيرة منذ المراحل الأولى لبناء الدولة. وفي أعقاب هبوط أسعار النفط خلال ١٩٩٨-١٩٩٩، كثفت الحكومة السعودية جهود الإصلاح الهيكلي بهدف تمكين القطاع الخاص من القيام بدور قيادي في الاقتصاد والمساعدة في تنويع الاقتصاد بعيدا عن قطاع النفط. وكان بيع الأصول العامة جزءا من جدول الأعمال الأوسع واعتمد رسميا في عام ١٩٩٧ بموجب موافقة مجلس الوزراء على استراتيجية للخصخصة. ومع ذلك، لم تُحدد الأهداف والقطاعات ذات الأولوية أو تُسن الإجراءات الإدارية والتنفيذية حتى عام ٢٠٠١. وأنيطت بالمجلس الاقتصادي الأعلى مسؤولية الإشراف على برنامج الخصخصة، في حين أوكلت إلى لجنة الخصخصة مسؤولية التنفيذ. وشملت عملية الخصخصة منح بعض المؤسسات العامة الاستقلال الإداري على أن يتبعه تخفيف القيود التنظيمية (التحول إلى شركات مساهمة) ثم الملكية الخاصة في نهاية المطاف. وقد تم تحديد عشرين قطاعا للخصخصة، بما في ذلك الاتصالات، والكهرباء، والمدن الصناعية، والخدمات البريدية، والمياه، والسكك الحديدية، والتعليم، والنقل الجوي.

٦- والأهم من ذلك أن برنامج الخصخصة اقترن بإصلاحات الهدف منها تأسيس البنية التحتية المؤسسية والقانونية. ولم يساعد ذلك على بيع حصص الحكومة في المؤسسات المملوكة للدولة وحسب، ولكنه وسع أيضا نطاق استثمارات القطاع الخاص (بما في ذلك الاستثمار الأجنبي المباشر) في المجالات التي كانت في السابق حكرا على القطاع العام. وشملت هذه الإصلاحات: سن قوانين جديدة للاستثمار وتأسيس الهيئة العامة للاستثمار المرتبطة بها لتسهيل إجراءات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، بما في ذلك إنشاء نظام النافذة الموحدة للمستثمرين؛ وإلغاء القيود على تدفقات رأس المال الأجنبي الداخلة والملكية الأجنبية حتى يتوافر رأس المال والتقنيات المرتبطة به لدعم الخصخصة وتمتية القطاع الخاص (السماح بملكية أجنبية للشركات بنسبة ١٠٠% في معظم القطاعات، بما في ذلك الغاز، وتوليد الكهرباء، وتحتلية المياه، والبتروكيماويات)؛ ووضع قانون جديد لأسواق المال وتعزيز اللوائح التنظيمية (أنشئت هيئة السوق المالية في عام ٢٠٠٣)؛ والانضمام إلى منظمة التجارة العالمية في عام ٢٠٠٥؛ وتخفيض الحد الأعلى لضريبة الدخل على الشركات الأجنبية من ٤٥% إلى ٢٠%. وقد ساهم فتح قطاعات مثل الصحة والاتصالات والكهرباء وغيرها من المرافق العامة أيضا في زيادة المنافسة وتحسين الحوكمة وتقليل دور الحكومة في هذه القطاعات.

٧- وجاء تنفيذ استراتيجية الخصخصة بطيئا وحقق نتائج متباينة. فقد حاولت الاستراتيجية تحقيق عدد من الأهداف بما في ذلك زيادة الكفاءة والإنتاجية في الاقتصاد وتخفيف العبء المالي الناتج عن دعم المؤسسات التي تقفرك للكفاءة. وكان تطوير سوق المال هو أحد الاعتبارات الرئيسية أيضا. غير أن التنفيذ كان على فترات متقطعة، وركز على بيع حصص في

عدد قليل من القطاعات تمثلت أساسا في قطاع الاتصالات، والقطاع المالي، وقطاع البتروكيماويات، وإن كان ذلك انعكاسا لضيق القاعدة الاقتصادية نظرا لهيمنة النفط على الاقتصاد (الجدول ١ والإطار ١). واحتفظت الحكومة بحصص الأغلبية في كثير من المؤسسات، في حين تمت عمليات بيع الأصول في الغالب من خلال الطرح العام الأولي وكانت موجهة للمواطنين. وقد ساعدت هذه العمليات في تعميق وزيادة السيولة في سوق الأسهم، والتي شهدت نموا قويا خلال الفترة النشطة للخصخصة (الشكل البياني ١). وفي الواقع، شكلت عمليات الطرح العام الأولي

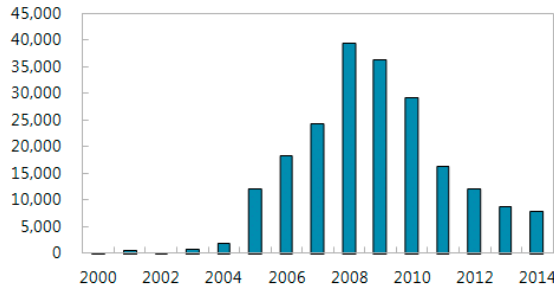
الجدول ١- المملكة العربية السعودية، بعض عمليات الخصخصة الرئيسية (مليون دولار أمريكي)			
السنة	الشركة	القطاع	الحصة المبيعة
١٩٨٤	الشركة السعودية للصناعات الأساسية	صناعي	٣٠%
٢٠٠٣	شركة الاتصالات السعودية	اتصالات	٣٠%
٢٠٠٤	شركة التأمين التعاوني	خدمات مالية	٧٠%
٢٠٠٥	بنك البلاد	خدمات مالية	٥٠%
٢٠٠٧	شركة كيان السعودية للبتروكيماويات	النفط والغاز	٤٥%
٢٠٠٨	شركة الخطوط السعودية للتموين	نقل	٤٩%
٢٠٠٨	بنك الرياض/١	خدمات مالية	٧٠%
٢٠٠٨	بنك الإنماء	خدمات مالية	٧٠%
٢٠٠٨	شركة التعدين العربية السعودية	تعددين ومعادن	٥٠%
٢٠٠٨	شركة رابع للتكرير والبتروكيماويات	النفط والغاز	٢٥%
٢٠١٢	شركة الخطوط السعودية للتموين	نقل	٣٠%
٢٠١٤	البنك الأهلي التجاري	خدمات مالية	٢٥%
٢٠١٥	الشركة السعودية للخدمات الأرضية	نقل	٣٠%

المصدر: مؤسسة Bloomberg؛ والتقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي.
١/ كان الطرح العام الأولي إصدارا صحيحا لزيادة رأس المال.

للمؤسسات العامة أكثر من ٥٠% من مجموع عمليات الطرح العام الأولي منذ عام ٢٠٠٣، في حين أن القيمة السوقية للشركات المخصصة تمثل الآن أكثر من ٤٠% من إجمالي القيمة السوقية. كذلك ارتبطت الخصخصة وفتح القطاعات أمام المستثمرين الأجانب بزيادة كبيرة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة خلال الألفينات. وعلى مستوى الشركات، أظهرت بعض الدراسات التجريبية أن أداء شركة الاتصالات السعودية وشركة التأمين التعاوني تحسن بعد عمليات الطرح العام الأولي مقارنة بالأداء المالي قبل الطرح العام (راجع دراسة Alanazi, Liu, and Forster, 2011). ومع ذلك، لا يأخذ التحليل في الحسبان تأثير العوامل المحتملة الأخرى التي ربما تكون قد أثرت على أداء هذه الشركات.

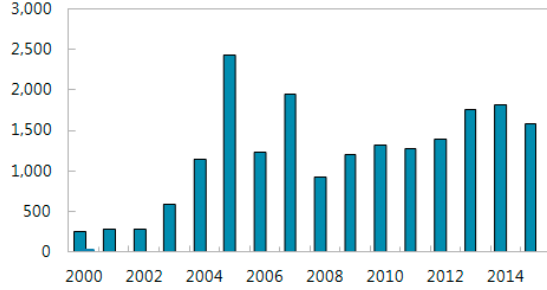
الشكل البياني ١ - المملكة العربية السعودية: سوق الأسهم والاستثمار الأجنبي

الاستثمار الأجنبي المباشر، ٢٠٠٠-٢٠١٤
(مليون دولار أمريكي)



المصادر: الأونكتاد؛ نظام معلومات الاستثمار الأجنبي المباشر-المؤسسات متعددة الجنسيات؛ قاعدة بيانات الاستثمار الأجنبي المباشر (www.unctad.org/fdistatistics)

رسملة سوق الأسهم، ٢٠٠٠-٢٠١٥
(مليار ريال سعودي)



المصدر: مؤسسة Haver Analytics.

الإطار ١ - المملكة العربية السعودية: العمليات الرئيسية لإعادة الهيكلة/تحويل المؤسسات العامة إلى شركات مساهمة والشراكة بين القطاعين العام والخاص

الاتصالات السلكية واللاسلكية

- ٢٠٠٥: لجنة الاتصالات وتقنية المعلومات منحت رخصة الجيل الثالث من الجوال لشركة الاتصالات السعودية.
٢٠٠٧: حصلت ثلاث شركات أجنبية جديدة على تراخيص لتقديم خدمات الهاتف الثابت. ووضع هذا الترخيص نهاية لاحتكار شركة الاتصالات السعودية المملوكة للدولة.

الخدمات البريدية

- ٢٠٠٢: نقلت الحكومة السعودية مسؤوليات الخدمات البريدية التي تديرها الدولة من وزارة البريد والبرق والهاتف إلى القطاع الخاص.
٢٠٠٣: أفادت الحكومة أن خصخصة الخدمات البريدية يسير بنجاح، حيث أنشأ القطاع الخاص حوالي ١٠٠ وكالة.

المؤسسة العامة للخطوط الحديدية

- ٢٠٠٤: وافق المجلس الاقتصادي الأعلى على ثلاثة مشاريع سكك حديدية رئيسية للاستثمار الخاص.

الطيران / المطارات

- ٢٠٠٣: جاء فتح قطاع الطيران السعودي ليعطي شركات القطاع الخاص الفرصة لتقديم خدمات الطيران المحلي.
٢٠٠٦: حصلت شركة "طيران سما" السعودية المبتدئة على رخصة ناقل جوي وطني لتشغيل رحلات في المملكة.
٢٠٠٦: بدأت الخطوط الجوية العربية السعودية عملية خصخصة في عام ٢٠٠٦ بانقسامها إلى ست وحدات: التموين والشحن والصيانة والخطوط الجوية وأكاديمية الطيران والمناولة الأرضية. وتعتزم الشركة خصخصة كل وحدة من الوحدات على حدة وطرحها للجمهور.
٢٠٠٨: باعت شركة الخطوط السعودية للتموين ٤٩% من أسهمها لشركة التموين الاستراتيجية.
٢٠١٢: باعت شركة الخطوط السعودية للتموين ٣٠% أخرى من خلال طرح عام أولي.
٢٠١٥: حولت الخطوط الجوية السعودية الخدمات الأرضية إلى شركة مساهمة وباعت ٣٠% منها في طرح عام أولي.

المؤسسة العامة للموانئ

- ٢٠٠٣: عهدت المؤسسة العامة للموانئ إلى القطاع الخاص عدة مشاريع من أجل الإسراع في مناولة السلع والخدمات البحرية في الموانئ الثمانية بالمملكة.

التعليم

- ٢٠٠٨: قامت وزارة التربية والتعليم السعودية بخصخصة بعض الخدمات التعليمية المساندة مثل تأجير الأراضي البيضاء، وإعادة تدوير الورق، والنقل المدرسي،

قطاع الرعاية الصحية

- ٢٠٠٣: استعانت وزارة الصحة بشركة خاصة لتعزيز برنامج التوعية الخاص بها المعني بالرعاية الصحية قبل وبعد الولادة.
وافقت الحكومة على تأسيس شركة مساهمة للرعاية الطبية لإنشاء وتملك وإدارة المرافق الصحية، بما في ذلك المستشفيات.

شبكات المياه والصرف الصحي

- ٢٠٠٧: مُنح عقدان في إطار مشاريع الشراكة بين القطاعين العام والخاص لتشغيل وصيانة مرافق المياه والصرف الصحي في الرياض وجدة.
٢٠٠٨: تم ترخيص شركة المياه الوطنية باعتبارها مملوكة بالكامل لصندوق الاستثمارات العامة، ليتم بيعها من خلال عمليات الطرح العام الأولي للجمهور في المستقبل.
٢٠٠٨: تم توقيع عقد إدارة قصير الأجل مع اتحاد شركات دولي بهدف إنشاء منظمة قوية تجارياً وتتمتع بالاكفاءة الذاتي.

الكهرباء

- ١٩٩٩: تم تحويل قطاع الكهرباء إلى شركة مساهمة عندما دُمجت ١٠ شركات كهرباء إقليمية في شركة كهرباء وطنية واحدة، (هي شركة SECO)، وتكليفها بالعمل على أسس تجارية. وأنشئت هيئة تنظيمية لتنظيم القطاع ووضع التعريفات.

المصدر: التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي.

٨- ومقارنة بالبلدان الأخرى في المنطقة، كان برنامج الخصخصة في المملكة العربية السعودية محدودا. وخلافا لبلدان أخرى في المنطقة حيث كانت الخصخصة تستهدف عادة المؤسسات الخاسرة، ركز البرنامج السعودي في معظمه على المؤسسات المدارة التي تُدار على أساس تجاري وتحقق أرباحا (مثل شركة "سابك" للبتروكيماويات). والعديد من المؤسسات الرئيسية التي كان من المقرر خصصتها مثل شركة الطيران والمطارات وشركات المرافق العامة كانت تخضع إلى إعادة الهيكلة لعدة سنوات أو في انتظار ذلك. ولا تزال هيئة المياه وشركات الكهرباء مملوكة إلى حد كبير للحكومة وتعتمد على الدعم من الميزانية على الرغم من تحويلها إلى شركات مساهمة وخضوعها إلى قدر من إعادة الهيكلة استعدادا للخصخصة (قدمت الحكومة قروضا ميسرة لشركة الكهرباء قيمتها حوالي ٥٠ مليار دولار منذ تحويل الشركة السعودية للكهرباء إلى شركة مساهمة في عام ٢٠٠٠). ومن حيث الأطر المؤسسية والقانونية، افترق برنامج الخصخصة في المملكة العربية السعودية إلى قاعدة قانونية ملائمة—لم تكن هناك قوانين للخصخصة في حد ذاتها وتم تكليف لجان بدلا من هيئات مخصصة بالإشراف والتنفيذ، وافترق البرنامج إلى جداول زمنية واضحة، وركز على الأنشطة الموجهة لأغراض تجارية وتعمل بكفاءة في الغالب. وقد ساهم عدد من العوامل في بطء التقدم في المملكة العربية السعودية بما في ذلك عدم وجود تشريعات وهيكل مؤسسية كافية، والمهلة الطويلة التي تُمنح لإعادة هيكلة المؤسسات، واللوائح التي تفرض قيودا على الاستثمار الأجنبي—الغني كثير منها مؤخرا - وهي شروط فُرضت لحماية العمالة، وغيرها من الشواغل بشأن انعكاسات الارتفاع المحتمل في الأسعار والبطالة على المجتمع.

٩- ومع ذلك، حققت برامج بيع الأصول في السعودية إيرادات كبيرة من بضع عمليات مرتفعة القيمة. وبلغت العائدات ما يزيد على ٢١ مليار دولار، أي ما يعادل ١,١% من إجمالي الناتج المحلي سنويا خلال السنوات الرئيسية للخصخصة (٢٠٠٣-٢٠٠٨). وبالقيمة الاسمية، فإن هذه القيمة أكبر مما حققته بلدان مثل مصر والأردن والمغرب وتونس من أكثر من ٣٠٠ عملية منذ بداية التسعينات (الجدول ٢). وتحققت عائدات إضافية قدرها ٦,٨ مليار دولار من الخصخصة منذ عام ٢٠٠٨. وفي حين استُخدمت العائدات لتمويل الإنفاق وخفض الدين العام في كثير من البلدان المستوردة للنفط، فقد آلت غالبية العائدات في المملكة العربية السعودية إلى صندوق الاستثمارات العامة، والذي ربما خصصها لبعض حوافز الأصول الأخرى، بما في ذلك الاستثمار في الخارج.

الجدول ٢- منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: عائدات الخصخصة في التسعينات والألفينات

التسعينات		الألفينات		
ملايين الدولارات الأمريكية	% من إجمالي الناتج المحلي	ملايين الدولارات الأمريكية	% من إجمالي الناتج المحلي	
البلدان المستوردة للنفط				
٤٧٣٦,٨	٠,٩	١١٥٥٨	١,٦	مصر
٦٣,٨	٠,٣	١٩٠,٩	١,٨	الأردن
١٢٢,٠	٠,٧	٢٣٦	١,١	لبنان
٣١٠١,١	١,٠	٧٩٢٠	٢,٥	المغرب
		٢٤٦	٠,٥	السودان
		٧٠	٠,٣	سوريا
٥٩٣,٨	٠,٣	٣٥٣٢	١,٧	تونس
٥٥,١	٠,١	١٥٤١	٠,٣	الجزائر
١٨,١	٠,٠	٧٢٠	٠,١	إيران
-	-	١٢٥٠	١,٤	العراق
		٢٠٥	٠,٣	ليبيا
٠,٨	٠,٠	٢٣٤	٠,٧	اليمن
١٠,٣	٠,٢	٨٠٠	٢,٩	البحرين
٩٢		٣٠٩٢	٠,٨	الكويت
٧١٧	٣,٨	٣٣٩٦	٠,٩	قطر
٦٠	٠,١	٧٤٨	٢,٥	عمان
		٢١٢٧٥	١,١	السعودية
١٩٠	٠,٣	٩٢٩٧	٢,٢	الإمارات

المصدر: قاعدة بيانات الخصخصة - البنك الدولي (أحدث البيانات المتاحة حتى ٢٠٠٨)، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

مصدر بيانات دول مجلس التعاون الخليجي هي مؤسسة "زيا" عن عمليات الطرح العام الأولي في أسواق الأسهم بمجلس التعاون الخليجي، وحسابات خبراء الصندوق. ١/ المتوسط السنوي في سنوات الخصخصة الفعالة.

جيم - حجم قطاع المؤسسات المملوكة للدولة والخصخصة المحتملة في المستقبل

الجدول ٣ - مجلس التعاون الخليجي: صافي القيمة الحاضرة لعائدات النفط المستقبلية في نهاية ١/٢٠١٥ (مليارات الدولارات الأمريكية)

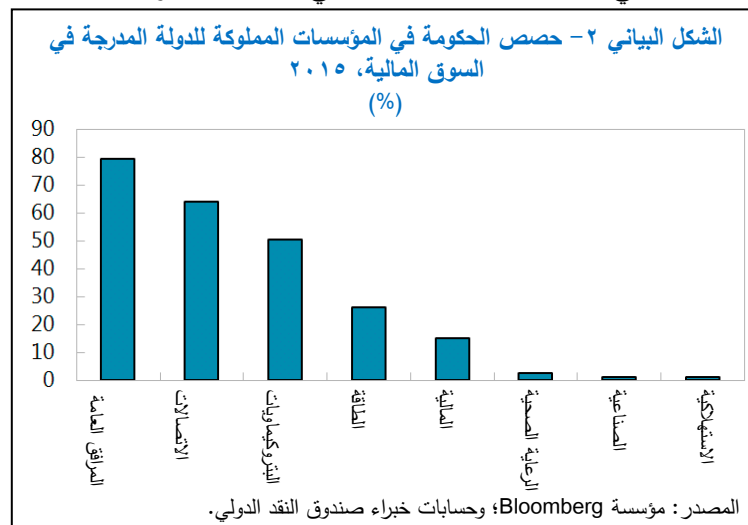
القيمة	% من إجمالي الناتج المحلي	
٧٧,٣	٢٥٤	البحرين
٨١٨	٦٧٨	الكويت
٢٨٢	٤٨٢	عمان
٩٥٣	٥١٤	قطر
٣٠٤٦	٤٦٦	السعودية
١٢٥٣	٣٥٤	الإمارات

المصادر: النشرة الإحصائية الصادرة عن شركة بريتيش بتروليوم (BP Statistical Review)، والحكومة السعودية، وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.
١/ حسابات خبراء الصندوق بناء على المستويات الحالية لإنتاج النفط، والاحتياطيات النفطية المثبتة، وأسعار النفط المستقبلية باستخدام توقعات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، وبافتراض نمو أسعار النفط بمقدار ٢% سنويا بعد ٢٠٢١.

١٠- على الرغم من التقدم المحرز في بيع أصول المؤسسات العامة، لا تزال ملكية الحكومة في الاقتصاد كبيرة، وخصوصا في قطاع الهيدروكربونات. وشركة النفط الوطنية "أرامكو" تتبع الدولة من حيث الملكية والتشغيل منذ توطيئها الكامل في عام ١٩٨٠. ويتوافر قليل من المعلومات عن أداء وحجم "أرامكو"، والتي يُعتقد أن تشغيلها جيد وتتمتع بدرجة عالية من الاستقلال التشغيلي. وتمتد أنشطة شركة "أرامكو" لتشمل العمليات المنتمة للإنتاج - مصافي التكرير، والصناعات البتروكيمياوية، وخدمات النفط والغاز، بما في ذلك العمليات الدولية والأنشطة التي تتجاوز اختصاصها التجاري الأساسي مثل بناء الملاعب والجامعات.

وباستثناء بعض المشاريع المشتركة في إنتاج الغاز، اقتصرت جهود الخصخصة الأخيرة في قطاع الهيدروكربونات على الصناعات البتروكيمياوية والعمليات المنتمة للإنتاج، ولا سيما خصخصة شركة بترو رابع في عام ٢٠٠٨، وهي مشروع تكرير وبتروكيمياويات مشترك بين "أرامكو" وشركة "سوميتومو كيميكال". وتتسم احتياطيات النفط، التي تتمتع أرامكو بالوصاية الفعلية عليها، بضخامتها، حيث تبلغ قيمتها أكثر من ٣ تريليون دولار بالقيمة الحالية الصافية، أي ما يعادل أكثر من ٤٦٠% من إجمالي الناتج المحلي (الجدول ٣). وهذا التقدير، الذي يتسم بحساسيته إزاء سعر النفط والافتراضات الأخرى المستخدمة، ليس تقديرا لقيمة شركة "أرامكو" لأن تقدير الشركة سيعتمد أيضا على عوامل أخرى مثل النظام الضريبي، وإنما يشير إلى إمكانية تحقيق عائدات ضخمة من خصخصة قطاع الهيدروكربونات.

١١- وخارج قطاع الهيدروكربونات، تمتلك المملكة العربية السعودية عددا من المؤسسات الرئيسية التي يمكن أن تستفيد من الخصخصة. وبالمقارنة مع بعض بلدان المنطقة التي تمتلك الدولة فيها حصصا في مئات من الشركات منخفضة



الإنتاجية، تتركز الشركات المحتملة المرشحة للخصخصة بالمملكة العربية السعودية في عدد قليل من القطاعات التي كانت بمنأى عن جهود الخصخصة في الماضي. وحتى في القطاعات التي تمت خصصتها جزئيا، احتفظت الحكومة بحصة كبيرة. وتشير بيانات الشركات المدرجة في السوق المالية إلى أن ملكية الحكومة لا تزال كبيرة في مجموعة متنوعة من القطاعات، لا سيما المرافق، والاتصالات، والبتروكيمياويات (الشكل البياني ٢). ومع ذلك، فإن هذه الأرقام

أقل من حصة ملكية الحكومة في القطاع غير النفطي نظرا لعدم إدراج كثير المؤسسات والكيانات العامة الكبرى في السوق المالية بما في ذلك الخطوط الجوية السعودية، والمطارات، والمؤسسة العامة للخطوط الحديدية، وبنك الخليج الدولي، والشركة السعودية للاستثمار الزراعي والإنتاج الحيواني. ولا تزال الحكومة تهيمن على توفير الخدمات في مجالات التعليم والصحة والمرافق العامة على الرغم من فتح هذه القطاعات أمام الاستثمار الخاص. على سبيل المثال، توفر الحكومة أكثر من ٨٠% من مجموع أسرة المستشفيات، وتبلغ نسبة الطلاب المسجلين في الجامعات الحكومية ما يقرب من ٩٥% من مجموع الطلاب.

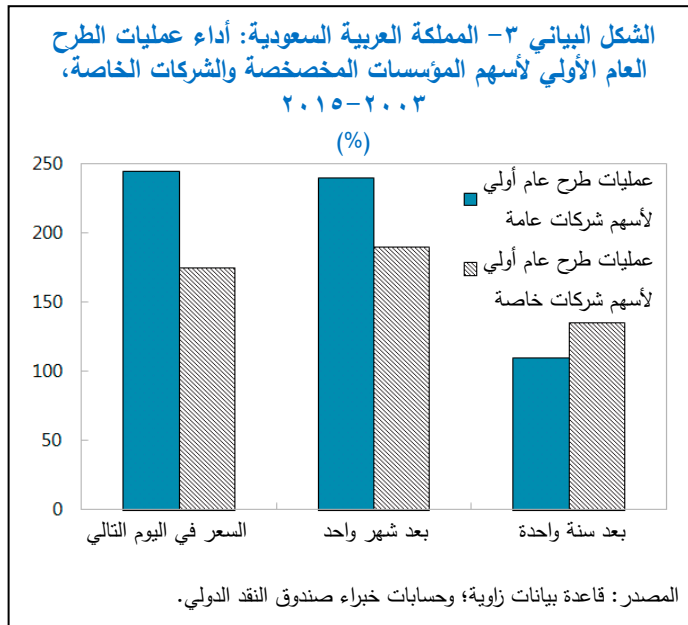
١٢- وتم تحويل كثير من المؤسسات المملوكة للدولة إلى شركات مساهمة وخصصتها جزئيا في السنوات الأخيرة ووضعت على قدم المساواة مع الشركات الخاصة. فالعديد من المؤسسات المملوكة للدولة من أكثر الشركات نجاحا وربحية المعروفة عالميا (على سبيل المثال، شركة "سابك" وشركة "معادن"). والمنافع التي تتحقق من بيع حصص في هذه المؤسسات المربحة ليست مباشرة مقارنة بالشركات التي تسجل خسائر. فهذه الشركات توزع أرباحا تؤول إلى صندوق الاستثمارات العامة الذي عادة ما يحتفظ بها، ولكن الحكومة لجأت مؤخرا إلى هذه الأموال للحصول على إيرادات إضافية تزيد على ١٠% من الإيرادات غير النفطية في عام ٢٠١٥.

١٣- وحسب الغرض من برامج الخصخصة واعتبارات إدارة الأصول/الخصوم، تمثل المؤسسات المربحة خيارا أيسر متاحا للتمويل. وتوضح البيانات التي تم جمعها من السوق المالية بشأن حصص الحكومة في الشركات المدرجة، أن قيمة

الجدول ٤- مجلس التعاون الخليجي: ملكية الحكومة في المؤسسات المملوكة للدولة المدرجة في السوق المالية (ملايين الدولارات الأمريكية)		
الحصة في المؤسسات المملوكة للدولة المدرجة في السوق		
القيمة	% من إجمالي الناتج المحلي	
٢٣٩٦	٧,٩	البحرين
٦٩٣٣	٥,٧	الكويت
٢٨٦٢	٤,٩	عُمان
٤٢٨٠٧	٢٣,١	قطر
١٢٩٠٩٦	١٩,٨	السعودية
٧٧١٩٤	٢١,٨	الإمارات
المصدر: مؤسسة Bloomberg؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.		

هذه الأصول (على أساس القيمة السوقية)، فيما عدا الحصص المملوكة لصناديق التقاعد، كبيرة ووصلت إلى ما يقرب من ١٣٠ مليار دولار أو ٢٠% من إجمالي الناتج المحلي في نهاية ٢٠١٥ (الجدول ٤). ومرة أخرى، لا تشمل هذه الأرقام عدة شركات كبيرة ومملوكة بالكامل للحكومة، والتي لا تتوافر عنها معلومات، وبالتالي فهي أقل إلى حد كبير من مجموع قيمة العائدات التي يمكن أن تحققها الحكومات من بيع الأصول. ويمكن بيع حصص في هذه المؤسسات بديلا عن التمويل بالديون أو جزءا من مزيج التمويل—ربما كان استخدام عائدات الخصخصة لتخفيف القيود على المالية العامة هو الخيار المفضل من منظور الاقتصاد السياسي في بعض البلدان إذا كان بيع الأصول يواجه معارضة سياسية أقل مقارنة بالخيارات أخرى.

١٤- وينبغي أن يكون هدف تعظيم قيمة أصول الحكومة من الأولويات. ويوضح الشكل البياني ٣ أن أسعار أسهم المؤسسات المخصصة زادت في المتوسط بنسبة ٢٥٠% في اليوم الأول من التداول عقب طرح العام الأولي مقابل



١٧٦% في حالة عمليات الطرح العام الأولي لأسهم شركات القطاع الخاص. وتراوحت الزيادات السعرية بعد البيع من ١٠% في حالة البنك الأهلي التجاري إلى ١٤٣٠% في عمليات الطرح العام الأولي لبنك البلاد.^٢ وكان بإمكان الحكومة أن تحقق أكثر من ضعف عائداتها من الخصخصة لو قد استطاعت أن تحقق السعر السوقي بعد طرح العام الأولي. وفي حين أن التسعير بأقل من القيمة السوقية هو ظاهرة معروفة تماما في جميع أنحاء العالم، تشير الأدلة التجريبية إلى أنه أبرز في المملكة العربية السعودية ودول مجلس التعاون الخليجي الأخرى مقارنة بالمناطق الأخرى (راجع دراسة Al-Hassan, (Delgado, and Omran (2007)). وهناك عدد من

الإجراءات التي تُتخذ قبل وأثناء عملية الخصخصة يمكن أن تساعد في زيادة سعر المؤسسات المخصصة (راجع القسم التالي).

دال- دروس مستفادة من التجارب الدولية في الخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص

١٥- تشير الأدلة الدولية بوجه عام إلى أن الخصخصة تحقق نتائج إيجابية. فقد وُجد أن عمليات الخصخصة ترتبط ارتباطا قويا بحدوث تحسن دائم في الأداء الاقتصادي الكلي. وأظهرت دراسات الاقتصاد القياسي التي أجراها صندوق النقد الدولي أنه ثمة علاقة ذات دلالة وموجبة بين الخصخصة ومعدلات النمو (دراسة Davis et. al, 2000)، وهو ما يتفق مع نتائج الدراسات الاقتصادية التي تفيد بأن النمو غالبا ما يكون أسرع عندما تكون حصة القطاع الخاص في إجمالي الناتج المحلي أعلى. وكانت الخصخصة تُستخدم على الأرجح كمؤشر بديل في هذه الانحدارات لمجموعة من المتغيرات الهيكلية التي يجوز وصفها باعتبارها تغيير في النظام الاقتصادي. وهذه النتائج تدعمها نتائج على المستوى الجزئي تشير إلى أن الشركات المخصصة في معظم دراسات الحالة أصبحت أعلى كفاءة وأكثر ربحية وأفضل صحة من الناحية المالية، وزادت من إنفاقها على الاستثمارات الرأسمالية—راجع دراسة Megginson and Netter (2001) للاطلاع على مراجعة شاملة للنتائج التجريبية.

^٢ في عام ٢٠١٣، اعتمدت هيئة السوق المالية نسبة التذبذب لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال اليوم الأول من تداولها، بحيث تكون ١٠%، مما حد من الزيادة في سعر سهم البنك الأهلي التجاري بعد طرح العام الأولي الذي تم في عام ٢٠١٤ (وصلت الزيادة في سعر السهم إلى ٣٠% بعد أسبوع واحد من التداول).

١٦- وربما أدت الخصخصة إلى فقدان وظائف في المدى القصير، ولكن على المدى الأطول فإن التأثير الكلي للخصخصة على التوظيف يكون إيجابياً. فعلى الرغم من حدوث حالات تسريح للعمالة خلال عمليات إعادة الهيكلة والخصخصة في كثير من البلدان، إلا أنه مع قيام المؤسسات المخصصة بتوسيع عملياتها زادت فرص التوظيف (التوظيف في المؤسسات المخصصة يتخذ شكل الحرف U) (راجع دراسة Gupta, Schiller, and Ma' (1999)). وعلاوة على ذلك، فإن الخصخصة، وخاصة عندما تكون مصحوبة بإلغاء القيود التنظيمية، يمكن أن تؤدي إلى إنشاء قدر كاف من الأعمال التجارية الجديدة بحيث يرتفع المستوى الكلي للتوظيف في القطاع، حتى وإن انخفض التوظيف والأجور في الشركات التي كانت مملوكة للدولة. ففي زامبيا، على سبيل المثال، أدت تصفية شركة الطيران والحافلات الوطنية إلى نشأة اثنين من شركات الطيران الجديدة وعدة شركات جديدة للحافلات، وفي كلتا الحالتين زاد التوظيف القطاعي (دراسة Kikeri (1998)). وفي الأرجنتين والمكسيك—حيث كانت تخفيضات العمالة هي الأكبر في أميركا اللاتينية—أعيد توظيف نسبة كبيرة من العمالة التي تم تسريحها في نهاية المطاف داخل نفس القطاع (من ٤٥% إلى ٥٠% خلال عام واحد في المكسيك، و ٨٠% إلى ٩٠% في غضون أربع سنوات في الأرجنتين). وحتى لو انخفض التوظيف بشكل دائم في المؤسسات المخصصة، فإن عدد العمالة التي تم تسريحها كان صغيراً بشكل عام بالمقارنة مع حجم القوة العاملة، ولم يؤدي بالتالي إلى ارتفاع معدلات البطالة. وتراوحت نسبة القوة العاملة المسرحة في أميركا اللاتينية بين مستوى منخفض بلغ من ١٣,٠% في بوليفيا إلى ٢% في الأرجنتين (راجع دراسة McKenzie and Mookherjee, 2005).

١٧- ومع ذلك، لا تُعد كل حالات الخصخصة ناجحة. فيرى البعض أن التحسن الملحوظ في الأداء على مستوى الشركات بعد الخصخصة يمكن أن يُعزى إلى الإصلاحات الداعمة الأخرى مثل تخفيف القيود التنظيمية على مستوى القطاع والمنافسة وليس التغيير في الملكية (دراسة Nellis, 2012). وفي بعض الدراسات، وُجد أن الفساد ارتبط بالخصخصة (البيع لفرد له علاقات بسعر متدنٍ)، وخاصة في البلدان التي تعوزها القدرات المؤسسية والنظم القانونية/القضائية ذات الأداء الجيد. وتشير الأدلة إلى أن الشفافية وتجانس الإجراءات والسرعة وإعادة الهيكلة المحدودة قبل الخصخصة أدت إلى نتائج أفضل وتضييق المجال أمام فرص الفساد والممارسات الاستثنائية (راجع دراسة Chong and Lopez-de-Silanes, 2005).

١٨- وكانت آثار الخصخصة على المالية العامة إيجابية بوجه عام. فقد عززت الخصخصة مراكز المالية العامة؛ وكانت هناك تأثيرات إيجابية بشكل عام على الإيرادات من تحسن كفاءة ونمو الشركات المخصصة وكذلك من تعزيز الامتثال والتدقيق الإداري؛ وانخفضت التحويلات بشكل ملحوظ بعد فترات الخصخصة؛ وتدل المؤشرات الأعم للحسابات الموحدة للمؤسسات المملوكة للدولة في بعض البلدان على حدوث انخفاض كبير في مستويات العجز، وربما أيضاً في العمليات شبه المالية العامة. وانخفضت توزيعات الأرباح الموجهة من المؤسسات العامة للميزانية في بعض البلدان، ولكن زيادة الحصيلة الضريبية عوضت هذه الخسائر جزئياً على الأقل. واتجهت البلدان إلى ادخار عائدات الخصخصة بدلاً من إنفاقها، أي أنها كانت تُستخدم كبديل للتمويل المحلي ولم تؤدي إلى زيادة العجز. كذلك ارتبطت الخصخصة بانخفاض الدين العام؛ فقد أعربت بعض البلدان (الأرجنتين ومصر وهنغاريا والمكسيك على سبيل المثال) عن نيتها الصريحة لاستخدام عائدات الخصخصة لخفض الديون وتمكنت خلال سنوات الخصخصة النشطة في التسعينات من الحد بشكل كبير من ديونها التي تراوحت في البداية بين ٤٠% و ١٣٠% من إجمالي الناتج المحلي، وإن شمل ذلك كثير من العوامل الأخرى بالإضافة إلى استخدام عائدات الخصخصة. وعلاوة على ذلك، ساهم هذا الأمر في تحويل الإنفاق العام بعيداً عن التزامات خدمة الدين

المكلفة وتمويل خسائر التشغيل في المؤسسات المملوكة للدولة (راجع دراسة (2000) Davis et al، ودراسة McKenzie and. (2005) Mookherjee للاطلاع على مناقشة حول الانعكاسات على المالية العامة).

١٩- وتشير التجارب الدولية إلى عدد من الممارسات الجيدة في مجال الخصخصة:

- يجب أن تُصمم عملية الخصخصة بعناية وبأسلوب متسلسل، وأن تُنقَد وفق جدول زمني واضح. فالخصخصة تزداد كفاءة إذا كانت مسبقة ببناء المؤسسات ووضع الأطر التنظيمية وأطر الحوكمة المناسبة. والافتقار إلى مستوى كاف من التنظيم والمنافسة بعد الخصخصة يمكن أن يؤدي إلى ظهور نفوذ احتكاري في السوق واستغلال المستهلكين—مثل حالة خصخصة قطاع المياه في بوليفيا (دراسة Chong and López-de-Silanes).
- قد تؤدي إعادة الهيكلة قبل الخصخصة إلى زيادة سعر البيع وتساعد على سلاسة تعديل التوظيف، ولكنها تمثل تكلفة كبيرة ويفضل تركها للقطاع الخاص والذي قد يكون قادرا على إعادة هيكلة المؤسسة بصورة أكثر كفاءة من الحكومة. وتشير الأدلة من بعض التجارب النظرية إلى حدوث نتائج عكسية حتى لعملية إعادة الهيكلة؛ فبرامج إعادة الهيكلة تطيل عملية الخصخصة بشكل كبير وخفضت أسعار الشركات المباعة—في حالة المكسيك، على سبيل المثال، تشير التقديرات إلى انخفاض سعر البيع بنسبة ٢,٢% عن كل شهر تأخير (راجع دراسة Chong and Lopez-de-Silanes, 2004).
- القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي المباشر وغيرها من الشروط المقترنة بالخصخصة، بما في ذلك الحد من تسريح العمالة الزائدة، أدت إلى انخفاض أسعار الشركات المباعة كثيرا وأثرت سلبا على الأداء بعد الخصخصة. ويُعتقد أن أحد أسباب نجاح برنامج الخصخصة في هنغاريا هو إشراك المستثمرين الأجانب مقارنة بالبلدان الأخرى التي تمر بمرحلة تحول.
- وربما كانت لشفافية عملية الخصخصة انعكاسات مهمة من حيث عدد مقدمي عروض الشراء وسعر البيع. ويمكن أن تساعد أيضا في الحد من مخاطر الفساد وزيادة الدعم للإصلاحات.
- وربما أثرت الأنظمة بعد الخصخصة، مثل الضرائب والإطار التنظيمي، على أسعار الأصول المخصصة وإيرادات المالية العامة مستقبلا—على سبيل المثال، يُرجح بيع الشركات التي لها نفوذ احتكاري، والتي يُحتمل تنظيمها بصورة طفيفة وحسب، بسعر أفضل من تلك التي سيتم تنظيمها بشكل أكبر.

٢٠- وفيما يتعلق بأساليب الخصخصة، تشير التجارب الدولية إلى أن المزادات وعمليات الطرح العام الأولي ساعدت على زيادة الشفافية وتحقيق عائدات أعلى للحكومة مقارنة بالمبيعات التجارية (راجع استعراض الحالات النظرية في دراسة Berg and Berg, 1997، ودراسة (2001) and Moginsson and Netter). فالصفقات الثنائية التفاوضية قد تسمح للحكومة بالتأثير على بيع الأصول لتحقيق أهدافها الاجتماعية أو استبعاد المشتريين غير المرغوب فيهم. ومع ذلك، فإن القيود على المالك الجديد يمكن أن تؤدي إلى انخفاض سعر البيع، مما يحد من الإيرادات التي يمكن للحكومة استخدامها في تمويل شبكات الأمان الاجتماعي (دراسة Gupta, Schiller, and Ma', 1999). وتشير الأدلة، بما في ذلك من تجارب دول مجلس

التعاون الخليجي، إلى أن البلدان التي قامت بالخصخصة من خلال عمليات طرح عام أولية واسعة النطاق قد شهدت نمواً سريعاً في القيمة السوقية للسوق المحلية وأحجام التداول بها.

هاء- بعض اعتبارات المالية العامة والاقتصاد الكلي

٢١- من شأن إجراء مزيد من إصلاحات الخصخصة التأثير بشكل كبير على الموارد العامة. وسوف يعتمد هذا التأثير على حجم العائدات واستخدامها والوضع المالي الجاري للمؤسسات المملوكة للدولة المستهدفة. وتركيز جهود الخصخصة في الوقت الحالي على الخدمات الصحية والتعليمية التي غالباً ما تقدمها الحكومة من المتوقع أن يحقق مكاسب دائمة على مستوى المالية العامة؛ فمخصصات الميزانية لهذه القطاعات تمثل حالياً أكثر من ٣٠% من مجموع النفقات. وسوف تكون المتحصلات من بيع الأصول كبيرة، خصوصاً إذا ما تم بيع حصة في شركة "أرامكو". وفي هذا الصدد، ينبغي إيلاء اهتمام خاص للقضايا التالية:

- عائدات الخصخصة هي عائدات لمرة واحدة وتفتقر لليقين، ويلزم استخدامها بعناية وقيداً بشفافية وإخضاعها للرقابة. وعلى وجه الخصوص، فإن إدراج عائدات الخصخصة خارج الميزانية يمكن أن يؤدي إلى ضعف السيطرة وافتقار الشفافية في استخدامها. ويتعين قيد العائدات على أساس إجمالي وكبند تمويلي، في حين ينبغي قيد تكلفة إعادة الهيكلة أو إعادة الرسملة أو إسقاط ديون الشركات كبند إنفاق.
- والعائدات الإضافية لا ينبغي أن تؤجل التصحيح المطلوب ولا ينبغي استخدامها في زيادة الإنفاق عن المستوى الذي يعتبر مناسباً لتحقيق الأهداف العامة للاقتصاد الكلي واستمرارية أوضاع المالية العامة.
- وبشكل عام، ينبغي تقييم استخدام العائدات على أساس التأثير على صافي ثروة الحكومة، وينبغي أن يتحدد باعتباريات إدارة الأصول/الخصوم. وفي هذا السياق، يمكن استخدام العائدات كخيار بديل لتمويل العجز، وبالتالي تقليل الحاجة إلى التمويل بالديون أو سحب مزيد من الاحتياطات الوقائية السائلة في المالية العامة. ويمكن أن تستخدم أيضاً لسداد الدين العام القائم، أو توسيع النفقات الرأسمالية الإنتاجية، أو بناء أصول مالية، محلياً أو في الخارج، والتي من شأنها تنويع الحيازات الحالية للحكومة من الأصول (الإطار ٢).
- من شأن استخدام عائدات الخصخصة لتمويل العجز أو سداد الديون أن يقلل من تكاليف خدمة الدين، وخصوصاً عندما تكون تكاليف الاقتراض كبيرة. وقد خصصت بعض البلدان جزءاً من العائدات لتخفيف الأثر الاجتماعي الناتج عن ارتفاع الأسعار أو تسريح العمالة بسبب الخصخصة.
- استخدام العائدات لتمويل الإنفاق الرأسمالي الإضافي لا يخفف بالضرورة صافي ثروة الحكومة إذا أنفقت بكفاءة واستخدمت لمعالجة اختناقات البنية التحتية الملحة مما يؤدي إلى ارتفاع النمو—عندما يكون معدل العائد المتوقع على الأصول الجديدة لا يقل عن نظيره على الأصول المالية. في هذه الحالة ستتطوي الخصخصة ببساطة على تغيير في تكوين أصول الحكومة. وسوف يلزم مراعاة انعكاسات الاستثمار الإضافي على الإنفاق الحكومي الجاري.
- وللحد من التأثير الدائم الذي يقع على الميزانية من فقدان إيرادات الاستثمار نتيجة لبيع مؤسسة مربحة، يلزم تحسين السياسة الضريبية بهدف توسيع وعاء الضريبة على الشركات وتعزيز الإدارة الضريبية.

الإطار ٢ - الخصخصة وصافي ثروة الحكومة

يُعرّف صافي ثروة الحكومة بأنه الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الخصوم، وهو مفهوم مفيد يستخدم في تقييم انعكاسات الخصخصة على المالية العامة. وتشمل الأصول كلا من الأصول المالية الخارجية والمحلية، وحصص ملكية الحكومة في المؤسسات المملوكة للدولة وأرصدة رأس المال المادي، بينما يمكن أن تشمل الخصوم، بالإضافة إلى الديون المحلية والخارجية، الالتزامات الاحتمالية مثل الضمانات الحكومية ونظم المعاشات التقاعدية غير الممولة. وعلى هذا النحو، يقدم صافي ثروة الحكومة صورة كاملة عن مركز المالية العامة ويوضح كافة مصادر القوة والضعف المالي التي لا ترصدها متغيرات المالية العامة التقليدية المتعلقة بالتدفقات (النفقات والإيرادات والعجز والتمويل) أو رصيد الدين العام.

ومقياس صافي ثروة الحكومة الذي يتضمن الموارد في باطن الأرض مفيد بشكل خاص للمملكة العربية السعودية؛ إذ يربط هذه الموارد غير المتجددة باستمرارية أوضاع المالية العامة على المدى الطويل، ويبرز قضايا الاستخدام المنتج وغير المنتج ذات الصلة لعائدات النفط، وفي ضوء إمكانية تطبيق الخصخصة في القطاع النفطي، فإنه يشتمل على مصدر مهم، وقد يكون كبيراً، للتغيير في مستوى أو تكوين صافي ثروة الحكومة. والخصخصة تقلل من صافي ثروة الحكومة ما لم تُستخدَم العائدات من مبيعات الأصول في تراكم أصول أخرى (مالية أو غير مالية) أو في خفض الديون.

ومع هذا، فإن تقييم تأثير الخصخصة في هذا السياق لا يعني أن الحكومة ينبغي أن تعمل على تثبيت صافي الثروة أو تحقيق الحد الأقصى منه. فيعتمد هذا الأمر على قاعدة المالية العامة التي تتبعها الحكومة وعلى أهداف الخصخصة—على سبيل المثال، فإن استخدام العائدات لتمهيد التعديلات الكبيرة أو تعويض الفئات المتضررة من الخصخصة يمكن أن يؤدي إلى انخفاض في صافي ثروة الحكومة. ومع ذلك، من المهم مراقبة تأثير الخصخصة على صافي ثروة الحكومة وتتبع ما يحدث فيه من تغيرات بمرور الوقت.

ولكن في الواقع العملي، لا يتسم تطبيق مفهوم صافي ثروة الحكومة بأنه مباشر. فهذا المنهج كثير المطالب من حيث البيانات اللازمة لبناء الميزانية العمومية للحكومة. وحتى الحكومة في بعض الأحيان لا تعرف ما هي الأصول التي أصبحت في حيازتها على مر السنين، وما تدين به، ولمن تدين (على سبيل المثال، في حالة الالتزامات الاحتمالية أو المستقبلية غير المؤكدة). وعلاوة على ذلك، فإن الأسعار التي يلزم قيد الأصول والخصوم على أساسها في الميزانية العمومية (القيم السوقية أو القيم الدفترية الاسمية) تشكل فرقا مهما وبعضها يكون من الصعب، وربما من المستحيل، تقييمها.

ويعرض الجدول التالي عملية محاسبية للميزانية العمومية للحكومة السعودية يُستق منها صافي ثروة الحكومة. وتشمل الأصول: (١) الودائع الحكومية لدى مؤسسة النقد العربي السعودي، و(٢) قيمة الحصص التي تملكها الحكومة في المؤسسات المملوكة للدولة من خلال صندوق الاستثمارات العامة (تقدر بنحو ٦٠٠ مليار ريال سعودي كما ورد في رؤية ٢٠٣٠) و(٣) رصيد رأس المال الحكومي (يقدر الرصيد الأولي باستخدام طريقة الجرد المستمر ويتراكم من خلال النفقات الرأسمالية ويخصم بواسطة معدل الإهلاك)، و(٤) حصة الحكومة في عائدات النفط المستقبلية (تقدر على أساس حصة للميزانية تبلغ ٨٢% من صادرات النفط تمثل الإتاوات، والضرائب، والأرباح الموزعة من احتياطي النفط المثبتة)—وتُحسب هذه الأرباح على أساس القيمة الحالية الصافية لعائدات صادرات النفط باستخدام أسعار النفط في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي). وعلى جانب الخصوم، لا يُدرج سوى الدين العام الحكومي.

والتغطية ليست كاملة ويمكن تحسينها بصورة أكبر إذا أمكن إتاحة بيانات عن كثير من المؤسسات الكبرى الأخرى المملوكة للحكومة، والاستثمارات في الخارج، والمركز الاكتواري لصناديق التقاعد.

الإطار ٢ - الخصخصة وصافي ثروة الحكومة (تتمة)

٢٠١٦	٢٠١٥	٢٠١٤	
توقعات	فعلي	فعلي	
(مليارات الريالات)			
١٧٣٧٤	١٦٩٤٩	١٦٨٥٠	الأصول
٩٥٦	١٠٥٠	١٤١٣	الودائع في الجهاز المصرفي
٦١٦	٦٠٠	٦٤٤	قيمة حصص ملكية الحكومة عن خلال صندوق الاستثمارات العامة/١
١٣٣١٧	١٢٨٨٧	١٢٥٧٩	صافي القيمة الحالية لحصة الحكومة في الاحتياطيات النفطية المثبتة/٢
٢٤٨٥	٢٤١٣	٢٢١٥	رصيد رأس المال/٣
			أصول أخرى
٣٤٦	١٢١	٤٤	الخصوم
٣٤٦	١٢١	٤٤	دين الحكومة المركزية
			خصوم أخرى
١٧٠٢٨	١٦٨٢٨	١٦٨٠٥	صافي القيمة
٧٠٢	٦٩٥	٥٩٤	% من إجمالي الناتج المحلي
			بنود التذكرة
٢٤٢٤	٢٤٢٣	٢٨٢٧	إجمالي الناتج المحلي الاسمي
٢٥٥	٢٥٨	٢٦٢	احتياطيات النفط المثبتة، مليار برميل
٤٣,١	٤٩,٨	٩٥,٧	متوسط سعر تصدير النفط السعودي دولار/برميل
٣,٧٥	٣,٧٥	٣,٧٥	الريال السعودي/دولار أمريكي
١٠,٤	١٠,٣	١٠,٠	إنتاج النفط (مليون برميل في اليوم)
...	٤٧٢	٥٢٦	الأصول في صندوق التقاعد
			الخصوم الاكتوارية لصندوق التقاعد
١٥	١٥	١٥	الضمانات المالية الحكومية
١٥	١٥	١٥	صكوك هيئة الطيران المدني
<p>١/ حصص في شركات مملوكة من خلال صندوق الاستثمارات العامة. الرقم الخاص بعام ٢٠١٥ مأخوذ من رؤية المملكة ٢٠٣٠. توقعات نمو الأصول تتسق مع نمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي.</p> <p>٢/ صافي القيمة الحاضرة المقدرة لنصيب الميزانية من صادرات النفط في المستقبل باستخدام حصة قدرها ٨٢%. وتستند توقعات التصدير إلى المستويات الحالية لإنتاج النفط، والاحتياطيات المثبتة، وأسعار النفط المستقبلية باستخدام توقعات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.</p> <p>٣/ يقدر رصيد رأس المال بتراكم النفقات الرأسمالية منذ عام ١٩٦٩ باستخدام معدل إهلاك سنوي قدره ٤%.</p> <p>المصادر: الحكومة السعودية، والسوق المالية السعودية، والنشرة الإحصائية الصادرة عن شركة بريتيش بتروليوم (BP Statistical Review)، وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.</p>			

٢٢- وقد تترتب على الخصخصة انعكاسات أخرى تقتضي صدور استجابة في إطار السياسات. وسوف تتوقف الآثار الاقتصادية الكلية على ما إذا كان سيتم ادخار عائدات الخصخصة أم إنفاقها، وما إذا كانت من مصادر محلية أم أجنبية، وعلى درجة حرية حركة رؤوس الأموال، ونظام سعر الصرف. وبشكل عام، فإن الآثار المترتبة على زيادة العجز الممول من عائدات الخصخصة ستكون مماثلة لتلك الناتجة عن توسع المالية العامة باستخدام التمويل بالديون. والطريقة التي تُستخدم بها الحصيلة يمكن أن تؤثر أيضا على السيولة المحلية. فبيع الأصول للمستثمرين الأجانب من شأنه زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر. وإذا كانت تدفقات رأس المال الوافدة كبيرة ومتواصلة، فإنها يمكن أن تساهم في ارتفاع سعر الصرف الفعلي الحقيقي.

٢٣- وفي حين ستكون للخصخصة آثار مهمة على المالية العامة، فينبغي أن تكون أهم المكاسب على المدى الطويل هي تحسين كفاءة وإنتاجية المؤسسات المخصصة. فالإنتاجية ضعيفة نسبياً في المملكة العربية السعودية (ودول مجلس التعاون الخليجي الأخرى)، والتحول إلى اقتصاد أكثر تنوعاً وديناميكياً وأقل اعتماداً على النفط سوف يتقضي إجراء إصلاحات لتعزيز نمو الإنتاجية (راجع "تقرير القضايا المختارة" المرفق حول "النمو في ظل انخفاض أسعار النفط"). وبرنامج الخصخصة المصمم بشكل جيد من المتوقع أن يساعد بمرور الوقت في تحقيق هذا الهدف.

٢٤- وعلى المدى القصير، يمكن أن تفضي الخصخصة إلى خسائر في الوظائف وأن تؤدي، في بعض حالات إلغاء دعم الأسعار، إلى ارتفاع في أسعار المستهلكين. وتشير الأدلة التجريبية عموماً إلى أن انكماش التوظيف كان كبيراً داخل المؤسسات المخصصة، ولكنه صغير نسبة إلى الحجم الكلي لقوة العمل، وفي معظم دراسات الحالة، كانت العمالة تنتقل في الغالب إلى قطاعات أخرى، وعليه كان التأثير على التوظيف أقل على المدى الطويل (دراسة McKenzie and Mookherjee, 2005). ومع ذلك، قد يكون هذا الأمر مصدر قلق خاص لدول مجلس التعاون الخليجي نظراً لهيكل أسواق العمل. وينبغي في الوضع الأمثل معالجة المخاوف بشأن فقدان الوظائف في سياق سياسة كلية لتعزيز التوظيف في القطاع الخاص، وهي سياسة تنتهجها المملكة العربية السعودية في السنوات الأخيرة. وتخفيف الآثار المترتبة على العمالة يمكن أن يتحقق من خلال تمهيد التعديلات أثناء عملية إعادة الهيكلة، وسياسات العمالة الساكنة والنشطة مثل تعويضات إنهاء الخدمة، وإعادة التدريب، وبرامج أخرى للارتقاء بالمهارات، وشبكة قوية للأمان الاجتماعي. وهذه السياسات يمكن أن تساعد على تقليل مقاومة العمالة وزيادة التأييد العام لعملية الخصخصة.

واو- الشراكة بين القطاعين العام والخاص: الفرص والمخاطر

٢٥- منذ أوائل التسعينات، ازداد استخدام الشراكة بين القطاعين العام والخاص بشكل كبير في جميع أنحاء العالم. فقد اعتمدت البلدان هذه الشراكة في مجموعة واسعة من مشاريع البنية التحتية الاجتماعية والاقتصادية، ولكن بصفة أساسية في بناء وتشغيل المستشفيات والمدارس والسجون والطرق والجسور والأنفاق وشبكات السكك الحديدية الخفيفة ونظم مراقبة الحركة الجوية ومحطات المياه والصرف الصحي. ويمكن لهذه الشراكة أن تكون ذات جاذبية للحكومة والقطاع الخاص على حد سواء. فبالنسبة للحكومة، من شأن التمويل الخاص أن يدعم زيادة الاستثمار في البنية التحتية دون زيادة فورية في الاقتراض والدين الحكومي، ويمكن أن يكون مصدراً للإيرادات الحكومية. وفي نفس الوقت، فإن الإدارة الفضلى في القطاع الخاص، وقدرتها على الابتكار، يمكن أن تؤدي إلى زيادة الكفاءة؛ ويُتوقع أن يُترجم هذا الأمر بدوره إلى مجموعة من الخدمات ذات جودة أفضل وتكلفة أقل. وبالنسبة للقطاع الخاص، تتيح الشراكة فرص أعمال في مجالات كانت قاصرة فيما سبق على القطاع العام. وكثير من المشاريع التي تعالج اختناقات واضحة في الطرق والسكك الحديدية والموانئ والكهرباء وغيرها من المحتمل أن تعود بمعدلات عائد اقتصادي مرتفعة، وبالتالي تكون ذات جاذبية للقطاع الخاص (تقرير IMF, 2004).

٢٦- وتوجد في المملكة العربية السعودية إمكانات كبيرة للشراكة بين القطاعين العام والخاص يمكن أن تؤدي إلى التخفيف من ضغوط الإنفاق وزيادة مشاركة القطاع الخاص. فحتى الآن، لا توجد سوى مبادرات محدودة لتشجيع مشاركة القطاع الخاص في الاستثمار العام وتحقيق تقدم طفيف في وضع إطار سياسات للشراكة، وذلك على الرغم من بعض الشراكة الناجحة في مجالات الكهرباء والمياه وخدمات الموانئ التي نفذت في أوائل الألفينات. وهناك حجج قوية مؤيدة للتوسع في الشراكة بين القطاعين العام والخاص نظراً لمتطلبات البنية التحتية وتزايد القيود على المالية العامة. فالشراكة مع القطاع

الخاص يمكن أن تكون بديلا عمليا للاستثمار العام التقليدي للمساعدة في دعم النمو. غير أنه من المهم أن يستند قرار تنفيذ مشروع ما على أساس الشراكة إلى تحليل لكفاءة المشروع ومردودية الإنفاق وليس إلى مكاسب المالية العامة قصيرة الأجل. وتُظهر التجربة أن استخدام الشراكة بين القطاعين العام والخاص بهدف الحد من التكاليف المدفوعة مقدما قد دفع الحكومات إلى تولي مسؤولية إنجاز مشاريع منخفضة الجودة ومكلفة ماليا على المدى الأطول وهو أمر ما كان ليحدث بخلاف ذلك.

٢٧- وتدرس الحكومة استخدام الشراكة بين القطاعين العام والخاص في المشاريع الضخمة الاستراتيجية وتوفير الخدمات. وتشمل هذه المشاريع مترو مكة المكرمة وجدة وخدمات مختارة في خمس وزارات أبرزها التعليم والصحة تم تحديدها على أساس معايير تقيس أفضلية مشاركة القطاع الخاص بما في ذلك الموازنة مع الأولويات الوطنية، وإمكانات الوزارة لزيادة مشاركة القطاع الخاص، ومستوى المشاركة في أفضل الممارسات، ومستوى الاستقلال في تقديم الخدمات، وحجم ونطاق تقديم الخدمة وإمكانية تحسين الجودة.

٢٨- وينبغي إيلاء أولوية قصوى لإرساء الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية للشراكات بين القطاعين العام والخاص. فلا توجد حاليا أي أنظمة في المملكة العربية السعودية تحكم على وجه التحديد الشراكة بين القطاعين العام والخاص، ولا توجد آلية محددة للمشتريات/ المناقصات لمعاملات الشراكة بين القطاعين العام والخاص؛ فإجراءات المناقصات المتعلقة بهذه الشراكات تتم بموجب قانون المشتريات بنفس الطريقة التي تتم بها المشتريات المعتادة. كذلك فإن الإطار المؤسسي أقل تطورا مقارنة بالبلدان الأخرى؛ ويشرف مجلس الشؤون الاقتصادية والتنمية على الشراكة بين القطاعين العام والخاص، في حين أن التنفيذ والتنسيق مع الوزارات التنفيذية عادة ما يناطان بلجان مخصصة. وهناك أيضا ما يبرر الاستثمار في بناء المهارات لإدارة برامج الشراكة، وعلى وجه الخصوص تحسين تقييم المشاريع وتحديد أولوياتها.

٢٩- وعندما تُنظم الشراكة بين القطاعين العام والخاص على نحو فعال، فإنها تسمح بتقاسم المخاطر على نحو مرن بين القطاعين، وتشجع القطاع الخاص على اتخاذ قرارات استثمار طويلة المدى، وتخفف من المخاطر المحتملة على المالية العامة. وقد ارتبطت البرامج الناجحة في كثير من البلدان بوجود قوانين خاصة للشراكات بين القطاعين العام والخاص. على سبيل المثال، يمكن عزو النجاح النسبي لبرامج الشراكة في تشيلي في التسعينات إلى دعمها بقانون امتيازات شامل، في حين أن قانون الشراكة بين القطاعين العام والخاص لعام ٢٠٠٤ في البرازيل جاء ليكمل التشريعات القائمة في مجال المالية العامة، بما في ذلك قانون الامتيازات وقانون المشتريات. وقامت إيطاليا وإسبانيا أيضا بتطوير الأطر القانونية التي ظلت لسنوات عديدة عقبة أمام الشراكة بين القطاعين العام والخاص (دراسة Akitoby, Hemming and Schwartz, 2007). وقد اعتمد عدد من البلدان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي طبقت برامج للشراكة بين القطاعين بفعالية، مثل الأردن ومصر، تشريعا خاصا للشراكة بين القطاعين—فاعتماد قانون تنظيم مشاركة القطاع الخاص في مصر ارتبط بالزيادة الكبيرة في عدد مشروعات الشراكة بين القطاعين. وفي منطقة مجلس التعاون الخليجي، شرعت الكويت في الشراكة في عدد من مشاريع الكهرباء والوقود النظيف وسنت قانونا شاملا للمشاركة بين القطاعين في عام ٢٠١٤، وأنشأت مكتبا فنيا للتنفيذ. ويتولى المكتب مسؤولية التقييم المالي والفني لمشاريع الشراكة ويشارك في جميع مراحل المشروع من بدايته حتى استيفاء كافة الشروط المالية.

٣٠- وتؤكد التجربة الدولية أهمية كفاية تحويل المخاطر من الحكومة إلى القطاع الخاص (تقرير IMF, 2004)، وهو شرط رئيسي كي تقدم الشراكة بين القطاعين العام والخاص خدمات ذات جودة عالية وفعالة من حيث التكلفة للمستهلكين

والحكومة. ويمكن أن ترتبط المخاطر بالآتي: (١) خطر البناء — كمشاكل التصميم، وتجاوزات التكلفة والجدول الزمني؛ و(٢) الخطر المالي — قصور التدفق النقدي عن المستوى اللازم لسداد قروض المشروع ورأس المال المستثمر؛ و(٣) مخاطر الطلب—تراجع الطلب على الخدمات المقدمة؛ و(٤) مخاطر التوافر—عدم استمرارية الخدمة ومستوى جودتها؛ و(٥) المخاطر السياسية—الإجراءات الحكومية يمكن أن تُضعف من إمكانيات القطاع الخاص على تحقيق الإيرادات؛ و(٦) مخاطر الكوارث الطبيعية. ويجب أن تكون الخدمات قابلة للتقليص بحيث يمكن ربط المدفوعات لمقدمي الخدمة بالأداء، والحد من الحاجة إلى إعادة التفاوض المكلف بشأن العقود، كما يجب أن يكون هناك منافسة أو تنظيم قائم على الحوافز، وهو أمر ضروري لتحقيق الكفاءة. كذلك تشير التجارب القطرية أيضا إلى إعادة التفاوض بشأن عدد كبير من مشروعات الشراكة بين القطاعين—ففي المتوسط، تحدث عمليات إعادة التفاوض كل سنتين في حين أن نسبة إلغاء العقود منخفضة. وغالبا ما تكون عمليات إعادة التفاوض في صالح القطاع الخاص؛ كزيادات في تعريفات الشركة المشغلة، والتأخر في تقديم الخدمة، وانخفاضات في الالتزامات الاستثمارية، وزيادات في التكلفة مع انتقال الزيادة تلقائيا إلى التعريفات وتخفيضات في رسوم الامتياز التي تُدفع للحكومة.

٣١- وتحمل الشراكة بين القطاعين العام والخاص في طياتها مخاطر كبيرة على المالية العامة يمكن تخفيفها من خلال التعاقد الوافي، وإعداد التقارير، والإفصاح. فالمخاطر يمكن أن تنشأ من نقل الإنفاق خارج الميزانية وتجاوز الضوابط على النفقات وإنشاء الالتزامات الاحتمالية. ومن شأن هذا الأمر تهديد نزاهة عملية إعداد الميزانية وتقويض الجهود الرامية لحماية استمرارية الاقتصاد الكلي، ويزيد من صعوبة تحقيق الانضباط المالي والحوكمة الرشيدة. وعندما يتم اتخاذ قرار المضي قدما في مشروع شراكة مع القطاع الخاص بدلا من اتباع منهج الشراء التقليدي، من الأهمية بمكان أن تظل عملية إعداد المشروع موجهة نحو تحقيق مردودية للإنفاق والتأكد من قدرة المالية العامة على تحمل التكاليف. وأفضل طريقة لتحقيق ذلك من خلال "بوابة المصادقة" (Gateway Process)، وهو ترتيب مؤسسي يمكن وزارة المالية من إيقاف أو تعليق مشروع شراكة ما خلال إعداد التفاوض حوله، وكذلك خلال البناء والتشغيل إذا لم يتم استيفاء شروط معينة (دراسة Schwartz, 2007).

٣٢- وتمثل الضمانات الحكومية واحدة من المخاطر الرئيسية على المالية العامة المرتبطة بالشراكة بين القطاعين العام والخاص ويجب أن تكون مصممة جيدا ومحدودة النطاق والمدة الزمنية. على سبيل المثال، شملت عقود الشراكة الأولى في كولومبيا ضمانات كبيرة على الطلب قدمتها الحكومة وتم تفعيلها لاحقا وانطوت على تكلفة كبيرة تحملتها المالية العامة. فقد تساعد الضمانات الجزئية في الحد من الخطر الأخلاقي وسوء الاختيار. وتتمثل ممارسة الإفصاح الجيدة في نشر معلومات مفصلة عن الضمانات. ويتعين أن يشمل ذلك غرض السياسة العامة من كل ضمان أو برنامج ضمانات، ومجموع قيمة الضمان مصنف حسب القطاع والمدة، والمستفيدين المستهدفين، واحتمالات المطالبة بالضمان. وينبغي أيضا توفير معلومات عن المطالبات بالضمان في السابق. وأفضل الممارسات هي نشر التقديرات الكمية لتأثير الضمانات التي من المحتمل المطالبة بها على المالية العامة، بناء على التجارب السابقة (أي القيمة المتوقعة لمدفوعات الضمانات). وعلى سبيل المثال، تقتضي الولايات المتحدة إجراء تقديرات منتظمة للتكاليف المحتملة لضمانات القروض ومعاشات التقاعد والودائع وغيرها من أشكال التأمين، ومعظم الالتزامات الاحتمالية الأخرى. وحيثما تكون تكلفة المطالبة بالضمانات ذات دلالة لسياسة المالية العامة، ينبغي إدراج مخصصات في الميزانية لتغطية التكلفة المتوقعة (تقرير IMF, 2004).

ز- النتائج المستخلصة والتوصيات بشأن السياسات

٣٣- شكلت الخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص جزءا من جهود المملكة العربية السعودية الأوسع لزيادة دور القطاع الخاص في الاقتصاد. وكان التأثير العام لهذه السياسات إيجابيا ودور القطاع الخاص أخذ في التزايد تدريجيا منذ أوائل الألفينات. ومع ذلك، لا يزال حجم الحكومة كبيرا من حيث حصتها في المؤسسات العامة والإنفاق والاستثمار. ولا تزال الحكومة تمتلك وتدير قطاع الهيدروكربونات بشكل كبير، بينما تحتفظ بحصص ملكية كبيرة في قطاعات أخرى مثل البتروكيماويات والاتصالات والمال والمرافق العامة. وتتسم النفقات الرأسمالية بأنها كبيرة وفقا للمعايير الدولية، ويظل دور القطاع الخاص في الاستثمار في البنية التحتية محدودا.

٣٤- ومن شأن تعميق برامج الخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص أن يشكل جزءا مهما من جهود الحد من تدخل الحكومة في الاقتصاد وزيادة الإنتاجية. وينبغي أن يكون رفع مستوى الكفاءة وزيادة الإنتاجية هما الهدفان الرئيسيان لهذه البرامج، والتي قد تحتاج إلى تحويل تركيزها إلى المؤسسات والخدمات الحكومية الأقل كفاءة. ويتمثل أحد مصادر القلق في التأثير السلبي المحتمل لهذه البرامج على التوظيف في الأجل القصير، والذي يمكن تخفيفه من خلال مواصلة الإصلاحات الجارية لزيادة توظيف المواطنين في القطاع الخاص من خلال إعادة مواعمة الحوافز والبرامج للارتقاء بمستوى المهارات.

٣٥- كذلك يمكن أن تساعد برامج الخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص في معالجة الضغوط المالية العامة. فيمكن استخدام المتحصلات من بيع الأصول في تمويل جزء من عجز المالية العامة أو يمكن استخدامها لإعادة توزيع محفظة الأصول الحكومية وتنويعها، في حين أن الشراكة بين القطاعين العام والخاص يمكن أن تكون بديلا للاستثمار العام، والذي سيتحمل على الأرجح العبء الأكبر لتصحيح أوضاع المالية العامة للتكيف مع انخفاض أسعار النفط. وتمثل العائدات مصدر تمويل لمرة واحدة، وينبغي ألا تؤجل عملية تصحيح أوضاع المالية العامة. وينبغي قيدها بشفافية وأن تكون خاضعة للرقابة.

٣٦- ويلزم وضع نظام ضريبي أوسع مع مضي عملية الخصخصة قُدما. ومع قيام القطاع الخاص بدور أكبر في الاقتصاد، ستتسأ الحاجة إلى نظام ضريبي كفاء في القطاعات النفطية وغير النفطية. فقد تزداد صعوبة وضع هذا النظام الضريبي في مرحلة لاحقة نظرا للشروط التعاقدية. ويثير احتمال بيع حصة في شركة "أرامكو" مسألة فرض ضرائب على أرباح المستثمرين من القطاع الخاص مستقبلا في قطاع النفط، وهو أمر سوف يحتاج إلى دراسة متأنية.

٣٧- وثمة عدد من الممارسات الجيدة من واقع التجارب الدولية يمكن اعتمادها بشكل مفيد في تصميم وتنفيذ الخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص مستقبلا في المملكة العربية السعودية. فوضع الأطر النظامية والمؤسسية ينبغي أن يكون هو الخطوة الأولى لضمان التنفيذ في الوقت المناسب وبصورة فعالة، والحد من المخاطر المحتملة مستقبلا على المالية العامة، وضمان التنظيم الملائم للقطاعات المخصصة لتعزيز المنافسة وحماية المستهلكين. وينبغي النظر بعين الاعتبار إلى إعادة الهيكلة قبل الخصخصة، وقد يكون من الأفضل تركها للقطاع الخاص في بعض الحالات. وأخيرا، يمكن تحقيق الحد الأقصى من عائدات البيع عن طريق الحد من تكاليف إعادة الهيكلة في بداية الفترة، والسماح بمشاركة واسعة من مقدمي عروض الشراء، واستخدام آليات شفافة في البيع.

المراجع

- Akitoby, B., R. Hemming, and G. Schwartz, 2007, "Public Investment and Public-Private Partnerships," IMF Economic Issues, Vol 40.
- Alanazi, A., B. Liu, and J. Forster, 2011, "Saudi Arabia IPOs and Privatized Firms Profitability," *Review at Middle Eastern Economics and Finance* Vol 7, (1): 67– 90.
- Al-Hassan Abdullah, Delgado Fernando, and Omran Mohammed, 2007. "IPO Behavior in GCC Countries: Goody-Two Shoes or Bad-to-the-Bone?" IMF Working Paper WP/07/149/
- Berg, A., and E. Berg, 1997, "Methods of Privatization," *Journal of International Affairs*, Vol. 50, pp. 357–90 (United States: Winter).
- Callen T., R. Cherif, F. Hasanov, A. Hegazy, and P. Khandelwal, 2014, "Economic Diversification in the GCC: Past, Present, and Future," IMF Staff Discussion Note, SDN/14/12
- Chong, A., and F. López-de-Silanes, 2004, "Privatization in Mexico," Inter-American Development Bank, Working Paper No. 513.
- Chong, A., and F. Lopez-de-Silanes, eds., 2005, "Privatization in Latin America: Myths and Reality," The World Bank, Washington D.C.
- Davis, J., R. Ossowski, T. Richardson, S. and Barnett, 2000, "Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatization," IMF Occasional Paper No. 194
- Gupta, S., C. Schiller, and H. Ma, 1999, "Privatization, Social Impact, and Social Safety Nets," IMF Working Paper WP/99/68.
- IMF, 2004, "Public-Private Partnerships,"
<http://www.imf.org/external/np/fad/2004/pifp/eng/031204.htm>
- IMF, 2005, "Public Investment and Fiscal Policy—Summaries of the Pilot Country Studies,"
<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/040105b.htm>.

Kikeri, S., 1998, "Privatization and Labor: What Happens to Workers When Governments Divest?" World Bank Technical Paper No. 396 (Washington: World Bank).

McKenzie D., and D. Mookherjee, 2005, "Paradox and Perception: Evidence from Four Latin American Countries," Chapter 2 in J. Nellis, and N. Birdsall, eds., *Reality Check: The Distributional Impact of Privatization in Developing Countries*, Center for Global Development, Washington D.C.

Meggison, W., and J. Netter, 2001, "From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization," *Journal of Economic Literature*, Vol. 39.

Nellis, J., 2012, "The International Experience with Privatizations: Its Rapid Rise, Partial Fall and Uncertain Future," University of Calgary, the School of Public Policy SPP Research Papers, Volume 5, Issue 3,

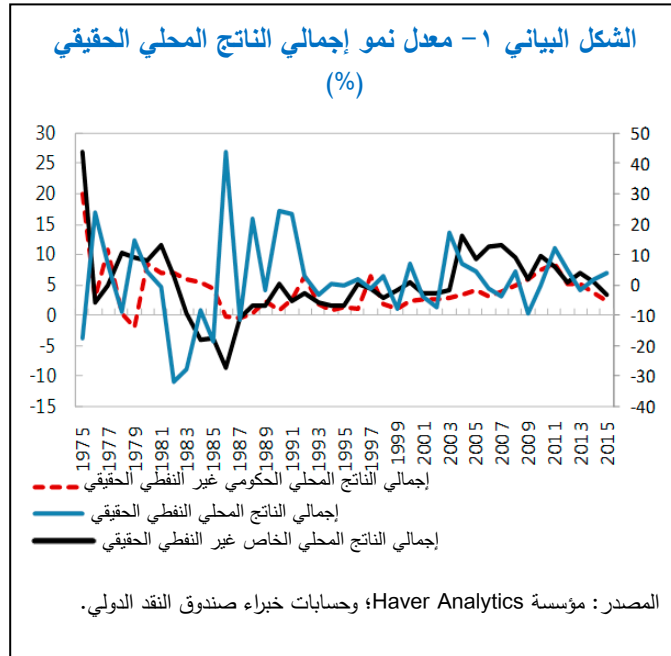
Schwartz, G., 2007, "Managing Fiscal Risks from PPPs: Main Issues for Governments," paper presented to the "International Seminar on Strengthening Public Investment and Managing Fiscal Risks from Public Private Partnerships," 7-8 March, Budapest.

النمو في ظل انخفاض أسعار النفط^١

كان ارتفاع أسعار النفط المرتفعة وسرعة نمو الإنفاق الحكومي من العوامل المهمة الدافعة للنمو والتي أدت إلى اقتصاد يحقق النمو بدعم من مدخلات عوامل الإنتاج وليس الإنتاجية وتنمية رأس المال البشري. واستشرافا للمستقبل، سوف يؤدي ضبط أوضاع المالية العامة إلى تباطؤ النمو الاقتصادي في المدى القريب، ومن الأهمية بمكان تعجيل وتيرة الإصلاحات الهيكلية الجارية لتحفيز نمو الإنتاجية والاستثمار الخاص بقوة أكبر من أجل موازنة تباطؤ الاستثمار العام على المدى المتوسط.

ألف - مقدمة

١- شهدت البنية الاقتصادية في المملكة العربية السعودية تطورا على مدى الأربعين عاما الماضية، ولكن النمو لا يزال مدفوعا بدرجة كبيرة بالتطورات في القطاعين النفطي وغير النفطي الحكوميين. فقد كان النمو القوي في إجمالي الناتج المحلي النفطي الحقيقي هو المحرك الرئيسي للنمو في السبعينات والثمانينات. وبعد أن شهد إجمالي الناتج المحلي النفطي نموا قويا للغاية على مدى عدد من سنوات السبعينات، انخفض بعد ذلك بشكل حاد في الثمانينات بعد تخفيض إنتاج النفط

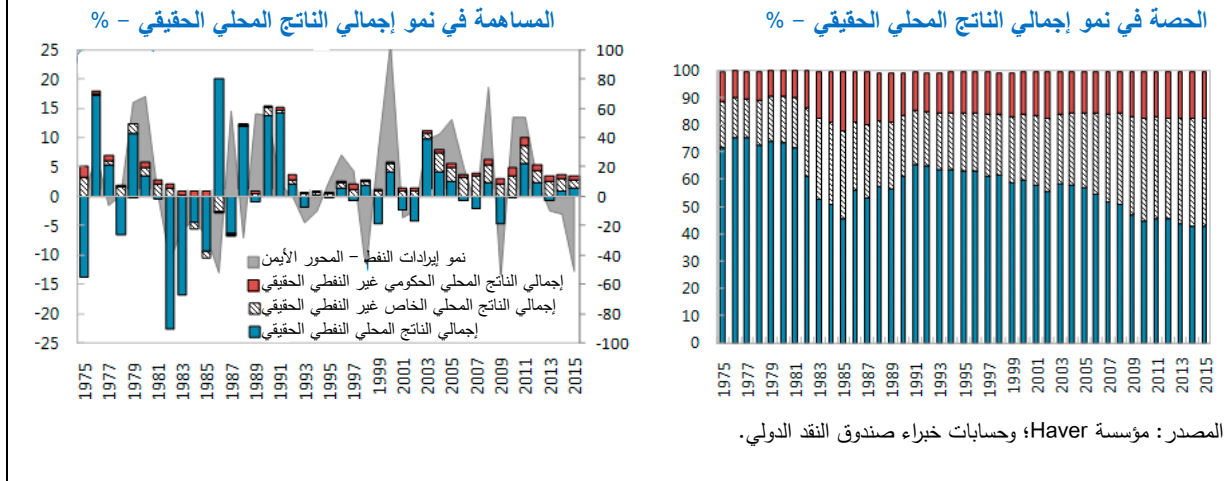


كرد فعل لانخفاض أسعاره (الشكل البياني ١). وتراجعت حصة إجمالي الناتج المحلي النفطي في مجموع إجمالي الناتج المحلي في التسعينات والألفينات من ٦٥% إلى ٤٠%. وفي الألفينات، تسارعت وتيرة النمو في القطاع الخاص غير النفطي وزادت حصته في إجمالي الناتج المحلي الكلي من ٢٠% إلى ٤٠%. وفي السنوات الأخيرة، ساهم القطاعين النفطي والحكومي بنسبة ٦٠% من إجمالي الناتج المحلي الكلي (الشكل البياني ٢). وتراجع تقلب إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في السنوات الأخيرة مع انخفاض التذبذب في إنتاج النفط، وأدت الإصلاحات الهيكلية الجارية منذ أوائل الألفينات إلى زيادة دور القطاع الخاص، وتشير الاحتياطات الوقائية الكبيرة على مستوى المالية العامة إلى أن الإنفاق الحكومي

أصبح أقل ارتباطا بالإيرادات النفط المتقلبة. واتسم النمو الكلي بأنه أقوى في فترات ارتفاع وتساعد أسعار النفط مقارنة بفترات انخفاض وتراجع الأسعار.

^١ إعداد مليكة باننت (إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى)، وكيكو هونجو (إدارة البحوث)، وصالح الصيعري وفارس رواه (كلاهما من مؤسسة النقد العربي السعودي).

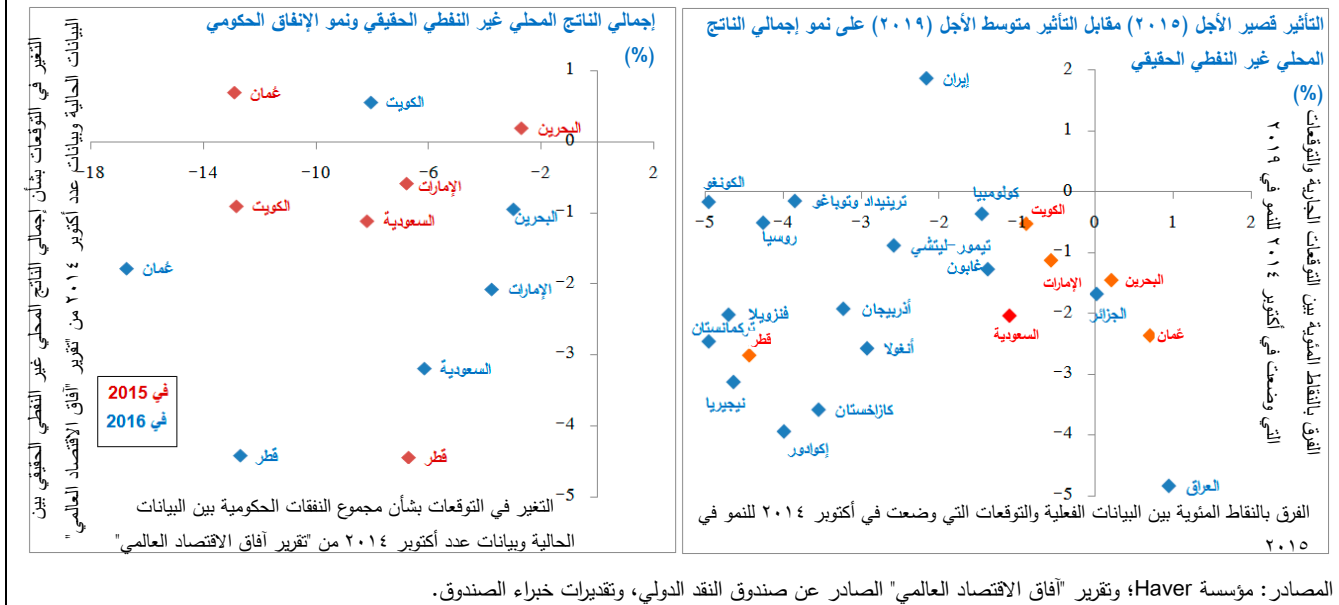
الشكل البياني ٢ - الحصص والمساهمات في إجمالي الناتج المحلي



باء - انخفاض أسعار النفط، وضبط أوضاع المالية العامة، والنمو في القطاع غير النفطي

٢- من المتوقع أن يؤدي انخفاض أسعار النفط وما يقترن به من ضبط في أوضاع المالية العامة إلى الحد من النمو في بلد مصدر للنفط كالمملكة العربية السعودية (الشكل البياني ٣). وفي الواقع، شهد النمو غير النفطي في معظم البلدان المصدرة للنفط تباطؤًا بين عامي ٢٠١٤ و ٢٠١٥ وجاء أقل من تنبؤات صندوق النقد الدولي في عدد أكتوبر ٢٠١٤ من تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي". وفي المتوسط، جاء نمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي الفعلي في البلدان المصدرة للنفط عام ٢٠١٥ أقل بمقدار ٢,٧ نقطة مئوية من توقعات صندوق النقد الدولي في أكتوبر ٢٠١٤ لسنة قادمة. ومع توقع تعافي أسعار النفط بالتدريج على المدى المتوسط وبقائها بمستوى أقل بكثير من المستويات التي شهدها النصف الأول من عام ٢٠١٤، أُجريت تعديلات كبيرة كذلك لتوقعات النمو غير النفطي في اتجاه الانخفاض على المدى المتوسط (حتى نهاية ٢٠١٩). وترتبط تلك التعديلات لتوقعات النمو غير النفطي في اتجاه الانخفاض ارتباطًا كبيرًا بالتخفيضات الفعلية والمتوقعة في الإنفاق الحكومي. وساعد استخدام الاحتياطي الوقائية على مستوى المالية العامة المملكة العربية السعودية في إرجاء الحاجة إلى إجراء تخفيضات فورية في الإنفاق الحكومي في عام ٢٠١٥، على الرغم من أن عملية ضبط النفقات كانت جارية في النصف الثاني من العام. وفي عام ٢٠١٦، من المتوقع أن يكون التأثير على النمو أكبر لأنه يشمل التأثير المتأخر الناتج عن ضبط النفقات في ٢٠١٥ فضلًا على الضبط المتوقع في عام ٢٠١٦.

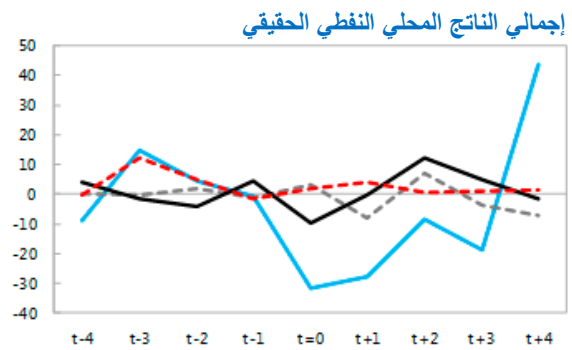
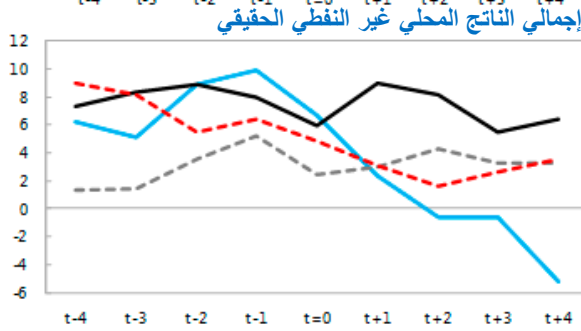
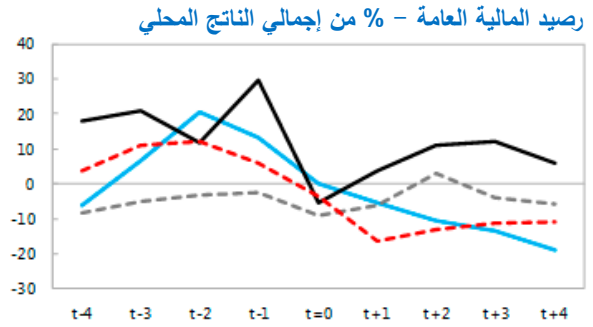
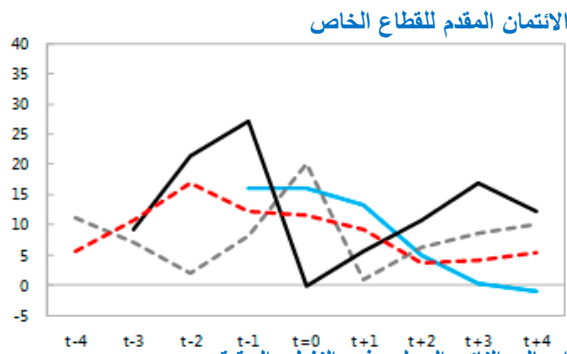
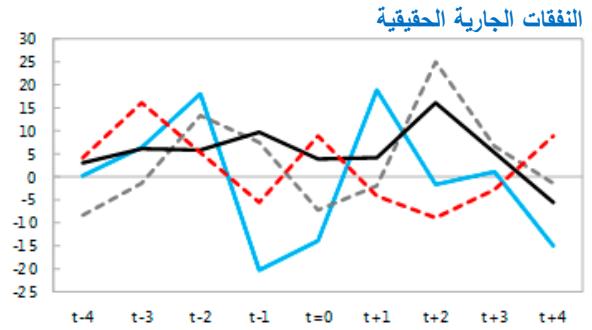
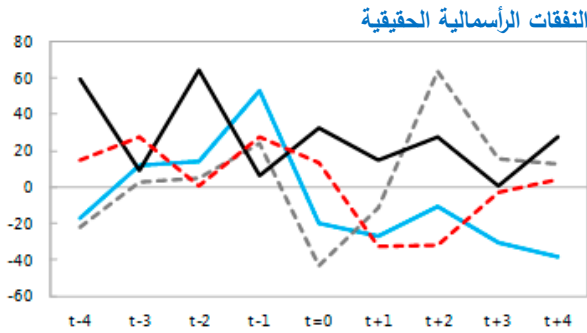
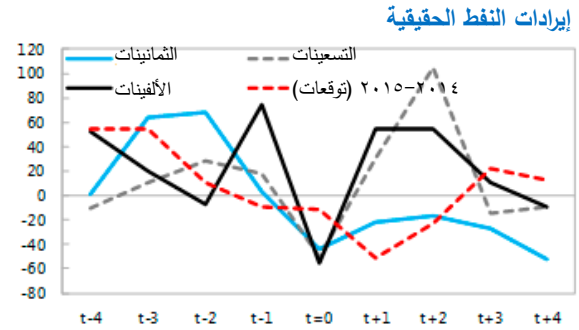
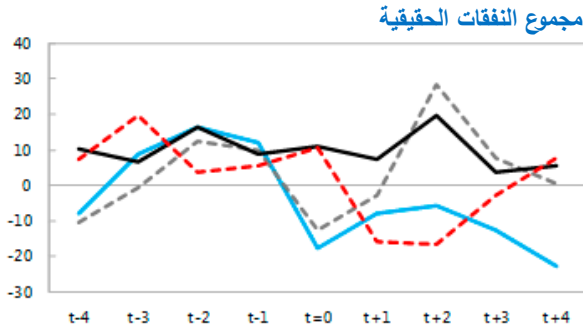
الشكل البياني ٣- التأثير على نمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي



٣- وبالرجوع إلى صدمات أسعار النفط السابقة، نجد إن التأثير على النمو في المملكة العربية السعودية قد اختلف اعتماداً على ما إذا كان انخفاض السعر قصير الأجل أم طويل الأجل (الشكل البياني ٤).

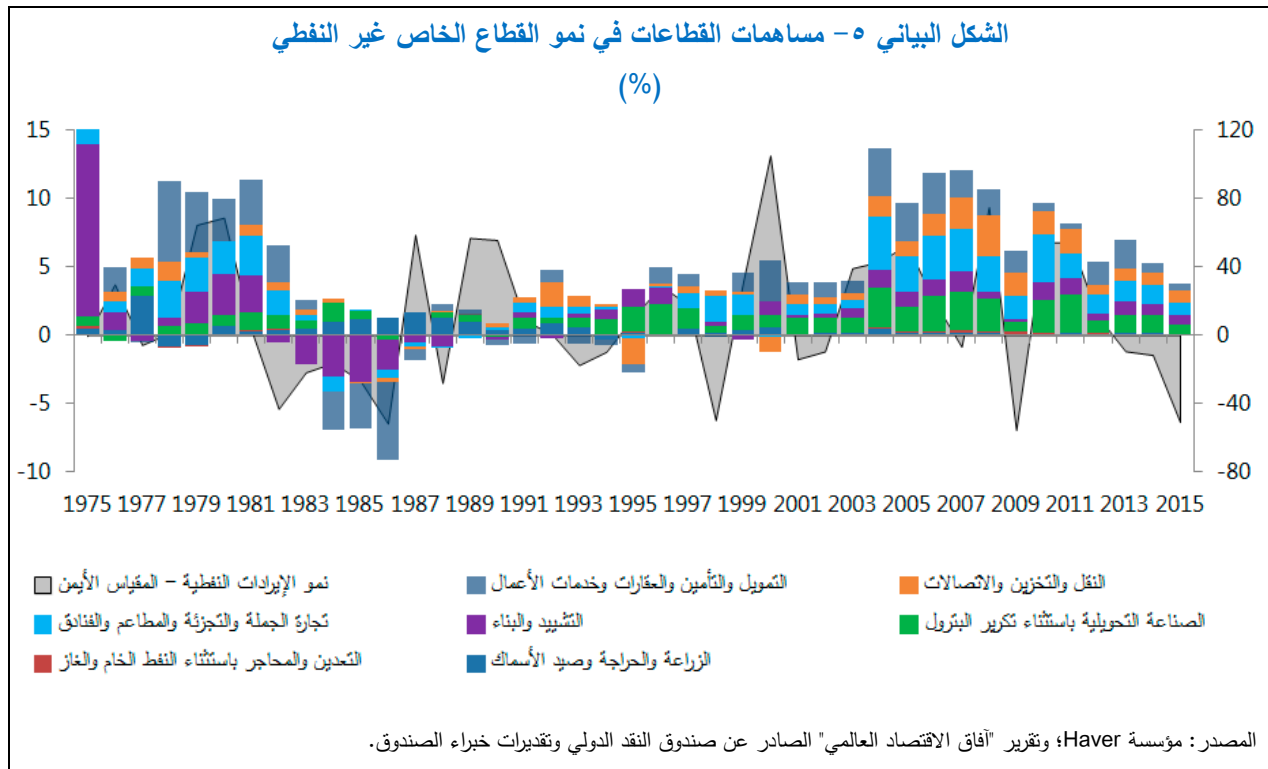
- خلال الثمانينات، كان انخفاض الإيرادات النفطية طويل الأمد نظراً لهبوط الأسعار وقيام المملكة العربية السعودية بخفض إنتاجها من النفط. ومع تراجع إيرادات المالية العامة، أجرت الحكومة ضبطاً كبيراً لأوضاع المالية العامة، ومع ذلك تحول رصيد المالية العامة من تحقيق فائض إلى تسجيل عجز كبير. واعتمدت الحكومة بصفة أساسية على التخفيضات الكبيرة في الإنفاق الرأسمالي، على الرغم من خفض الإنفاق الجاري كذلك. وقد ارتبط ذلك بتباطؤ حاد في النمو غير النفطي.
- وخلال نوبات هبوط أسعار النفط في التسعينات والألفينات، والتي لم تدم لفترة طويلة نسبياً، تبدل مسار الهبوط في عائدات النفط سريعاً. فقد شهدت البلاد تصحيحاً حاداً في النفقات، لكنه لم يدم طويلاً، في الفترة ١٩٩٨-١٩٩٩، بينما لم يتباطأ نمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي إلا بصورة مؤقتة. أما في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، فقد تمكنت الحكومة من الحفاظ على مستوى الإنفاق بفضل الاحتياطي الكبيرة في المالية العامة، ومرة أخرى لم يتباطأ النمو غير النفطي إلا بدرجة محدودة.

الشكل البياني ٤ - التغيرات في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، والإيرادات النفطية، والنفقات خلال فترات انخفاض أسعار النفط (%)



ملاحظة: السنة t= صفر تقابل فترات انخفاض الأسعار في ١٩٨٢ و ١٩٩٨ و ٢٠٠٩ و ٢٠١٤ بالنسبة للثمانينات والتسعينات والألفينيات والفترة ٢٠١٤-٢٠١٥، على التوالي.
المصدر: مؤسسة Haver؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

٤- وكان الأثر السلبي لانخفاض أسعار النفط على نشاط القطاع الخاص أقوى في بعض القطاعات الفرعية من غيرها خلال الفترات السابقة (الشكل البياني ٥). فخلال صدمة الثمانينات، تباطأ النشاط في معظم القطاعات الفرعية، ولكن قطاع البناء وقطاع التمويل والعقارات الفرعيين كانا الأكثر تضررا نظرا لخفض النفقات الرأسمالية. وساهم هذان القطاعان في المتوسط بمقدار ٥ نقاط مئوية في الانخفاض الكلي في إجمالي الناتج المحلي للقطاع الخاص غير النفطي خلال ١٩٨٣-١٩٨٦. وفي التسعينات والألفينات، كان تباطؤ النمو أكثر وضوحا في قطاعي التشييد والبناء والصناعة التحويلية، في حين تأثر قطاع التجارة والضيافة تأثرا طفيفا خلال هذه السنوات. وبشكل أعم، نظرا للحفاظ على مستوى الإنفاق الحكومي في الألفينات، تسنى احتواء التأثير على النمو في معظم القطاعات الفرعية.



٥- وبصفة عامة، تشير تقديرات مُضاعفات المالية العامة للمملكة العربية السعودية ودول مجلس التعاون الخليجي إلى أن للإنفاق الرأسمالي تأثير أكبر على النمو غير النفطي مقارنة بالإنفاق الجاري (الإطار ١). وتضع دراسة Espinoza and Senhadji, 2011 تقديرات لمضاعفات الإنفاق للمملكة العربية السعودية استنادا إلى بيانات من ١٩٧٥ إلى ٢٠٠٩. وتوصلت إلى مضاعف قصير الأجل قدره ٠,٢ ومضاعف تراكمي طويل الأجل قدره ٠,٥ لمجموع الإنفاق، مع مضاعف أعلى للإنفاق الرأسمالي. والمضاعفات المستخدمة في نموذج الاقتصاد الكلي لمؤسسة النقد العربي السعودي مماثلة للتقديرات في دراسة Espinoza and Senhadji (الجدول ١). وإعادة تقدير نفس النموذج باستخدام بيانات إجمالي الناتج المحلي المنقحة والمحدثة مؤخرا للفترة ١٩٨٠-٢٠١٥ تشير إلى التوصل إلى مضاعفات أقل إلى حد ما (الإطار ١). والنظر إلى تقديرات مُضاعفات المالية العامة لمنطقة مجلس التعاون الخليجي ككل—حيث بيانات السلاسل الزمنية المقطعية قد تسمح بتقدير أدق من عينة البيانات المحدودة نسبيا لبلد منفرد—يشير إلى تراوح النطاق من ٠,٢ في المدى القصير إلى ١,٤ على أساس تراكمي بحد أقصى على مدى من ٢-٤ سنوات.

الإطار ١ - تقدير مُضاعفات المالية العامة في المملكة العربية السعودية

النموذج: يُعاد تقدير نموذج الانحدار الذاتي للمتجهات المحدد في دراسة (Senhadji and Espinoza (2011) للمملكة العربية السعودية باستخدام البيانات المنقحة والمحدثة. ويربط هذا النموذج بين نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي الحقيقي، ونمو النفقات الحكومية الحقيقية السعودية (مع تكميش النفقات الاسمية بواسطة مخفض إجمالي الناتج المحلي غير النفطي) ونمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي السعودي (الشكل البياني ٢). ويتم تقدير النموذج باستخدام بيانات سنوية من الفترة ١٩٨٠-٢٠١٥، باستخدام اثنتين من الفترات الفاصلة وفق ما تحدده مختلف معايير اختيار الفترات الفاصلة. ويستند إجراء المعادلة إلى مُعادمة كوليسكي (Choleski orthogonalization) مع وضع النمو العالمي في الترتيب الأول لرصد التأثير على العوامل في جانب الطلب المؤثرة على إيرادات النفط من خلال إنتاج النفط وأسعاره. ولا يفترض حدوث نمو داخلي كبير لسياسة المالية العامة، وبالتالي يتم ترتيب متغيرات المالية العامة قبل النمو غير النفطي - تُحدّد مخصصات النفقات في بداية السنة، ولا تتأثر بالنمو في تلك السنة. ويتم تقدير النموذج بشكل منفصل لكل من النفقات الجارية والرأسمالية.

النتائج: بالنسبة لكل مواصفة، نظرا لتحويل المتغيرات إلى معدلات نمو، يمكن تفسير الاستجابة النبضية (Impulse response) على أنها مرونة واستخدامها في تقدير المضاعف لكل نوع من أنواع النفقات. ويتضح من الاستجابات النبضية أن ارتفاع إجمالي الناتج المحلي غير النفطي له تأثير ضئيل على النفقات الحكومية حتى بعد مرور بضع سنوات، مما يؤكد وجهة النظر السابقة الفائلة بضالة النمو الداخلي (endogeneity) في سياسة المالية العامة. ويوضع تقدير أعلى لمضاعف الإنفاق الجاري ويبلغ ٠,٣ في المدى القصير و٠,٥ على أساس تراكمي على مدى عامين، في حين أن مضاعف الإنفاق الرأسمالي أقل ويبلغ ٠,٢ في المدى القصير و٠,٨ على أساس تراكمي على مدى ثلاث سنوات. وانخفاض مضاعف الإنفاق الرأسمالي مقارنة بالتقديرات الأخرى في الدراسات الاقتصادية (الفقرة ٤) قد يكون بسبب ارتفاع عنصر الاستيراد في السلع والخدمات والعمالة.

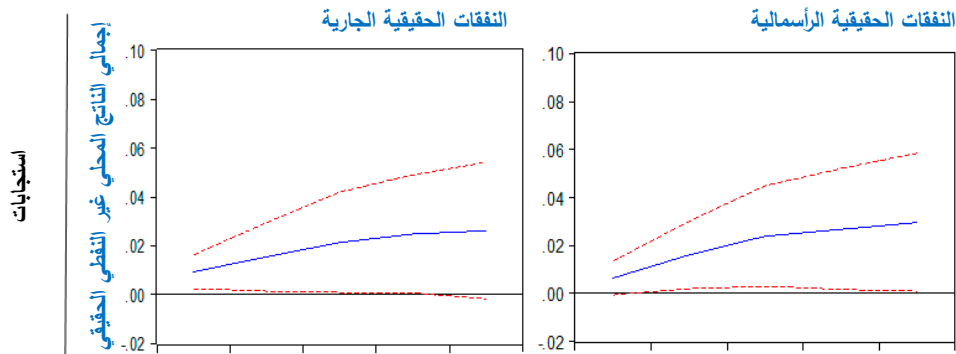
تقدير مضاعفات المالية العامة التراكمية للمملكة العربية السعودية

النفقات الحقيقية الجارية	النفقات الحقيقية الرأسمالية		
٠,١٩	٠,٤٨	متوسط (٢٠١٥-١٩٨٠)	نسبة النفقات الحقيقية إلى إجمالي الناتج المحلي غير النفطي
٠,٠٤	٠,١٥	السنة ١	الاستجابات النبضية المعيارية في إجمالي الناتج المحلي غير النفطي إزاء النفقات
٠,١١	٠,٢٥	السنة ٢	
٠,١٦		السنة ٣	
٠,٢٣	٠,٣٢	السنة ١	المضاعف ١/
٠,٥٦	٠,٥٣	السنة ٢	
٠,٨٣		السنة ٣	

١/ يُحتسب المضاعف بقسمة الاستجابات النبضية المعيارية/المرونة على نسبة النفقات الحقيقية إلى إجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي.

الاستجابة النبضية للنمو غير النفطي إزاء صدمات النفقات/١

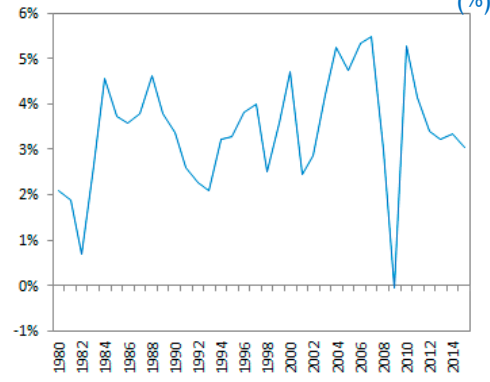
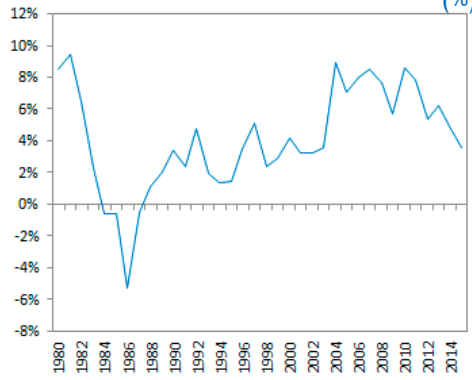
صدمات في:



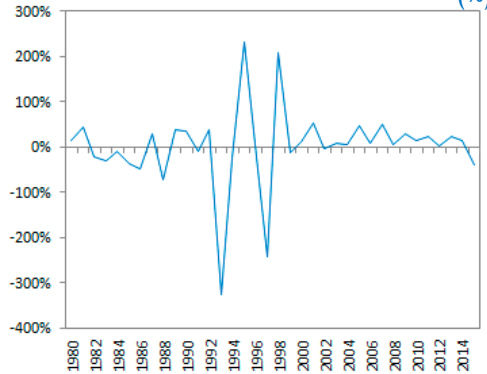
١/ المتغيرات على أساس معدلات النمو والاستجابات النبضية تراكمية. وتُعرض الاستجابات النبضية لصدمة مقدارها انحراف معياري واحد في الأخطاء المتعامدة (Orthogonized errors).

الإطار ١ - تقدير مُضاعفات المالية العامة في المملكة العربية السعودية (تتمة)

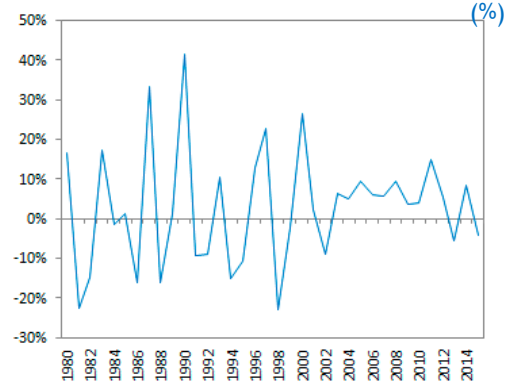
إجمالي الناتج المحلي الحقيقي والنفقات الحكومية
إجمالي الناتج المحلي الحقيقي للمملكة العربية السعودية
إجمالي الناتج المحلي الحقيقي العالمي (%)



النفقات الحقيقية الرأسمالية للمملكة العربية السعودية (%)



النفقات الحقيقية الجارية للمملكة العربية السعودية (%)



الجدول ١ - مُضاعفات النفقات في المالية العامة

الإيرادات الضريبية		مجموع الإنفاق		الإنفاق الرأسمالي		الإنفاق الجاري		
طويل	قصير	طويل	قصير	طويل	قصير	طويل	قصير	
الأجل/تراكمي	الأجل	الأجل/تراكمي	الأجل	الأجل/تراكمي	الأجل	الأجل/تراكمي	الأجل	
--	--	٠,٥	٠,٢	١,٠	٠,٥	--	٠,٤	دراسة Espinoza and Senhadji - المملكة العربية السعودية
--	--	--	--	٠,٦ إلى ١,١	٠,٢ إلى ٠,٣	٠,٣ إلى ٠,٧	٠,٤ إلى ٠,٢	دراسة Espinoza and Senhadji - مجلس التعاون الخليجي
٠,٤-	--	--	--	١,٤	--	١,٧ إلى ١,٢	--	دراسة Cerisola and others - مجلس التعاون الخليجي
--	--	٠,٦	--	١,١	--	٠,٥	--	مؤسسة النقد العربي السعودي
--	--	--	--	٠,٨	٠,٢	٠,٥	٠,٣	هذا التقرير (الملحق ١)

المصدر: مطبوعات صندوق النقد الدولي، ومؤسسة النقد العربي السعودي، وتقديرات خبراء الصندوق.

٦- ومن الممكن أيضا أن تتغير مُضاعفات المالية العامة بمرور الوقت اعتمادا على الظروف السائدة في الاقتصاد ونوع الإنفاق. على سبيل المثال، تم إنفاق جزء من الزيادة في النفقات الحكومية في السنوات الأخيرة على شراء الأراضي لمشاريع التوسعة في مكة المكرمة والمدينة المنورة والتي قد يكون لها مُضاعفات منخفضة للغاية إذا ادخر البائعون الحصيلة.

وعلاوة على ذلك، كانت هناك زيادة كبيرة في الإنفاق العسكري، والذي ينطوي على الأرجح على عنصر واردات عالي، وهو ما يعني مضاعفات أقل حتى من ذلك ومحدودية انتقال الآثار إلى نمو القطاع الخاص.

٧- ويُتوقع أن تحقق إصلاحات المالية العامة مكاسب طويلة المدى وتحسن مستوى الكفاءة على الرغم من أنها تنطوي على تحمل تكاليف على المدى القصير. على سبيل المثال، بينما تؤثر إصلاحات أسعار الطاقة على النمو يمكن أن يكون سالبا على المدى القصير، فإن مكاسب الدخل الحقيقي التقديرية من تحسين الكفاءة، حتى بعد تعويض المستهلكين، تتراوح بين ١,٥% - ٢,١% من إجمالي الناتج المحلي للمملكة العربية السعودية على المدى الطويل (راجع تقرير IMF 2015b). وبالمثل، فإن تحسين كفاءة الإنفاق الرأسمالي سيكون مهما لتحقيق أقصى حد من مكاسب النمو. ويرى تقرير IMF (2015) أن تأثير سد فجوة كفاءة الاستثمار العام على النمو يمكن أن يكون كبيرا. ويخلص التقرير إلى أن زيادة الاستثمارات العامة لمرة واحدة قدرها ١% من إجمالي الناتج المحلي تزيد الناتج بنسبة لا تزيد على ٠,٣% في البلدان الواقعة في ربيع الكفاءة الأدنى، ولكنه يزداد بنسبة ٠,٦% في حالة البلدان الواقعة في ربيع الكفاءة الأعلى. وكان لفترة الإصلاحات القوية التي شهدتها المملكة العربية السعودية في النصف الأول من الألفينات أثر إيجابي كبير على نمو الإنتاجية.

جيم- تأثير انخفاض أسعار النفط وضبط أوضاع المالية العامة على النمو المحتمل

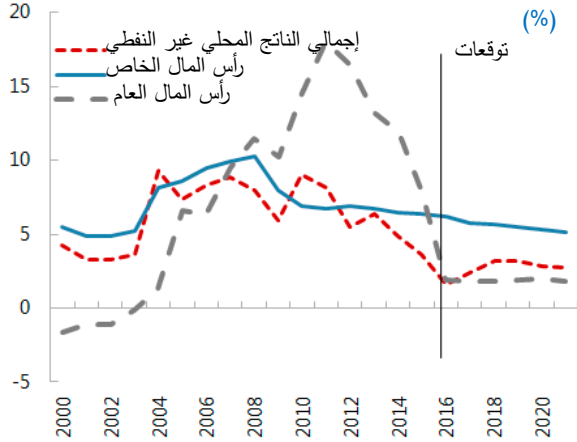
٨- كان النمو غير النفطي في المملكة العربية السعودية مدفوعا بمدخلات رأس المال والعمل وليس بنمو الإنتاجية في السنوات الأخيرة (الشكل البياني ٦). ويُستخدم أحد مناهج محاسبة النمو لتقدير دور مدخلات عوامل الإنتاج والإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج - وهو مقياس لمدى كفاءة استخدام مدخلات رأس المال والعمل في عملية الإنتاج (دراسة Solow,1957).^٢ وكانت مدخلات رأس المال والعمل معا هي المحركات الرئيسية للنمو غير النفطي، في حين كانت مساهمة الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج صغيرة أو سالبة خلال معظم الفترات، بما في ذلك منذ عام ٢٠١٠. وكان نمو مدخلات العمل ورأس المال قويا بسبب الزيادة الكبيرة في عدد العاملين الأجانب بالقطاع الخاص والنمو القوي في رصيد رأس المال العام منذ منتصف الألفينات نظرا لأن الحكومة استفادت من فرصة ارتفاع إيرادات النفط لتعزيز استثماراتها في البنية التحتية.

٩- وفي ظل تراجع الاستثمار العام مع المضي قُدما في ضبط أوضاع المالية العامة، من المرجح أن يتباطأ النمو المحتمل في القطاع غير النفطي في غياب الإصلاحات لتعزيز نمو الإنتاجية. وباستخدام توقعات خبراء الصندوق للنمو الاتجاهي في رصيد رأس المال والقوة العاملة والإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج، من المتوقع أن يتباطأ النمو المحتمل في القطاع غير النفطي إلى ٢,٤% في المتوسط خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢١. ومن المتوقع أن يتباطأ النمو في رصيد رأس المال العام إلى متوسط يبلغ حوالي ٢% خلال هذه الفترة مقابل ١٣,٢% في المتوسط خلال ٢٠٠٩-٢٠١٥. وبالمثل، باستخدام مرشح هودريك بريسكوت (HP) Hodrick-Prescott، تشير التقديرات إلى تباطؤ النمو الاتجاهي من متوسط قدره ٥,٦% خلال ٢٠٠٩-٢٠١٥ إلى ٣,٥% على المدى المتوسط (الشكل البياني ٧، اللوحة اليمنى).

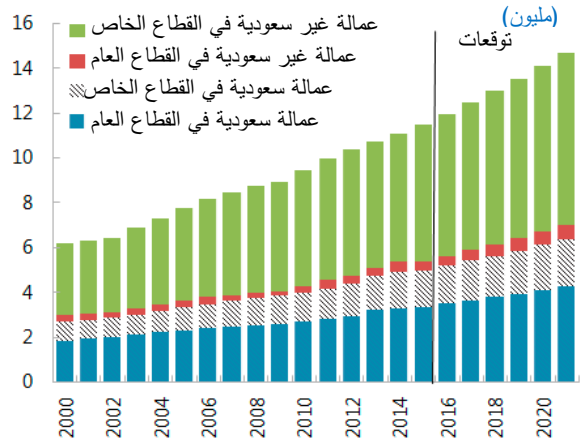
^٢ تُعرّف دالة إنتاج كوب دوغلاس على أنها: $\Delta \ln(Y_t) = \Delta \ln(A_t) + \alpha \Delta \ln(K_t) + (1-\alpha)\Delta \ln(L_t)$ ، حيث $\Delta \ln(Y_t)$ هو نمو الناتج في الفترة t ، و $\Delta \ln(K_t)$ هو معدل تراكم رأس المال في الفترة t ، و $\Delta \ln(L_t)$ هو نمو التوظيف في الفترة t و $\Delta \ln(A_t)$ هو نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج. ويفترض أن تكون حصة رأس المال في التكلفة ٠,٤ (راجع تقرير القضايا المختارة، نمو الإنتاجية والناتج المحتمل في المملكة العربية السعودية "Productivity Growth And Potential Output In Saudi Arabia").

الشكل البياني ٦- تقدير النمو المحتمل

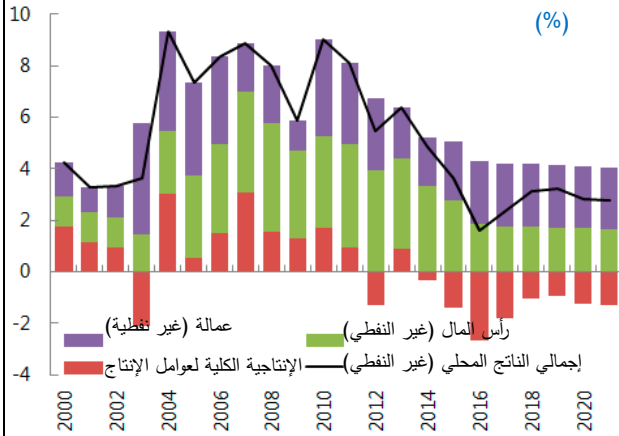
إجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي ونمو رأس المال، ١٩٩١-٢٠٢١



مجموع التوظيف (النفطي وغير النفطي)



تفكيك مكونات النمو



متوسط المساهمة في نمو القطاع غير النفطي

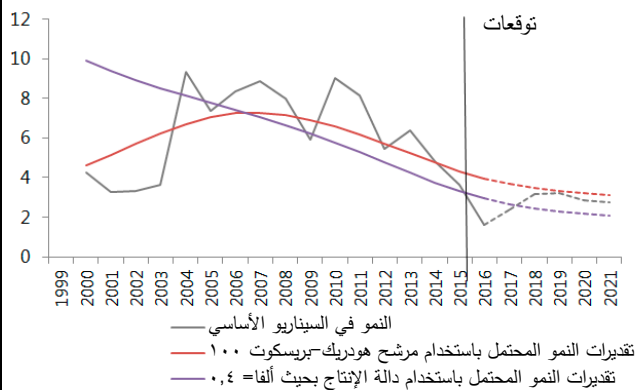
حصة رأس المال في التكلفة $(\alpha) = 0.4$

٢٠٠٨-٢٠٠٩	٢٠١٥-٢٠٠٩	
٦,٣	٦,٢	النمو
١,٣	٠,٢	الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج
٢,٥	٣,٥	رأس المال (غير النفطي)
٢,٥	٢,٤	العمالة (غير النفطية)/١

١/ تستخدم بيانات التوظيف الكلي قبل عام ٢٠٠٠ نظرا لعدم توافر بيانات التوظيف غير النفطي من مسح القوى العاملة (حصة القطاع النفطي صغيرة، وتتراوح ما بين ١% و ١,٥% من مجموع التوظيف). ومن عام ٢٠٠٠ فصاعدا تستخدم سلسلة بيانات التوظيف غير النفطي والتي أنشئت على أساس التقسيم القطاعي من مسح القوى العاملة ويتم إعادة حسابها أخذا بعين الاعتبار التغيير في منهجية المسح خلال ٢٠١٠-٢٠١١. المصادر: الحكومة السعودية وحسابات خبراء الصندوق.

الشكل البياني ٧- النمو غير النفطي الفعلي والمحمّل

النمو الفعلي والمحمّل في إجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي (%)



متوسط المساهمة في النمو المحتمل للقطاع غير النفطي

حصة رأس المال في التكلفة بحيث (α) تساوي ٠,٤

٢٠١٥-٢٠٠٩	٢٠٢١-٢٠١٦	
٦,٢	٥,٤	النمو
٠,٢	١,٣	الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج/١
٣,٥	١,٧	رأس المال (غير النفطي)
٢,٤	٢,٤	العمالة (غير النفطية)

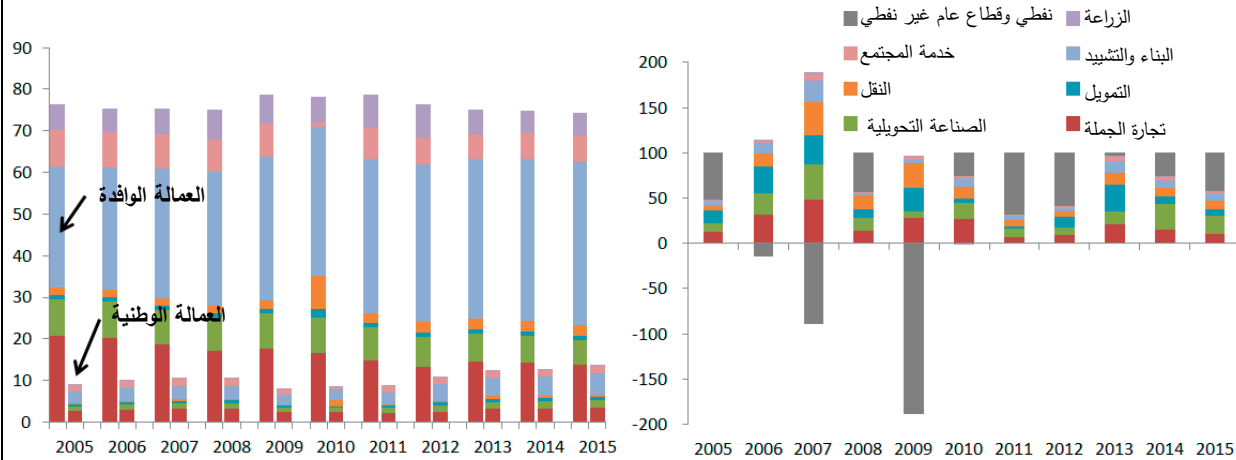
١/ بالنسبة للفترة ٢٠١٦-٢٠٢١. نفترض زيادة في رصيد رأس المال وفقا لتوقعات الخبراء في السيناريو الأساسي، واستمرار نمو التوظيف وثبات الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج عند متوسط ٢٠٠٠-٢٠٠٨. المصدر: حسابات خبراء الصندوق.

١٠- وسيكون للتدابير الرامية إلى تحسين الإنتاجية، وتشجيع الاستثمار الخاص، وزيادة مشاركة القوة العاملة دور حاسم في الحد من تباطؤ النمو المحتمل في السنوات القادمة. فالإصلاحات الهيكلية التي تهدف إلى تحسين نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج وزيادة التوظيف عن الاتجاهات السابقة من شأنها أن تساعد على تعويض التراجع المتوقع في النمو المحتمل جراء ضبط أوضاع المالية العامة. وإذا ارتفع نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج إلى ١,٣% سنوياً، على غرار المتوسط في ٢٠٠٠-٢٠٠٨، وهي فترة من الإصلاح الهيكلي الكبير في المملكة العربية السعودية، واستمر نمو التوظيف بمعدل ٤%، عندئذ يمكن زيادة النمو المحتمل غير النفطي إلى متوسط قدره ٥,٤% خلال ٢٠١٦-٢٠٢١ (الشكل البياني ٧، اللوحة اليمنى). والحفاظ على نمو التوظيف بنسبة ٤% في الوقت الذي يتباطأ فيه التوظيف في القطاع العام نتيجة ضبط أوضاع المالية العامة سوف يتطلب تحقيق نمو أقوى في التوظيف في القطاع الخاص في الفترة القادمة (الإطار ٢).

الإطار ٢- التوظيف في ظل انخفاض النمو

على الرغم من المساهمات الأقوى من القطاع الخاص في النمو في السنوات الأخيرة، ظل توظيف العمالة الوطنية في القطاع الخاص ضعيفاً. فعلى مدى السنوات القليلة الماضية، ساهمت محركات النمو الرئيسية، مثل قطاعي الصناعة التحويلية والتجارة، بقدر أقل بكثير من توفير فرص العمل للعمالة الوطنية مقارنة بالعمالة الوافدة. فعلى الرغم من نمو القطاع الخاص غير النفطي الحقيقي في المتوسط بنسبة تزيد على ٧% سنوياً منذ عام ٢٠٠٥ وتوفيره ما يزيد على ٣,٦ مليون وظيفة، لم يتجاوز نصيب العمالة الوطنية خمس هذه الوظائف. وقد تركز توفير فرص العمل للعمالة الوطنية في قطاعي الحكومة وخدمة المجتمع، واللذان ساهما بأكثر من ٧٠% من مجموع فرص العمل للعمالة الوطنية، بينما لم يساهما إلا بنسبة ١٥% في نمو إجمالي الناتج المحلي. ويُعزى ضعف استجابة توظيف العمالة الوطنية لنمو القطاع الخاص إلى التوزيع القطاعي المنفاوت لتوظيف العمالة الوطنية.

مساهمة القطاعات الفرعية في نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي الكلي
مساهمة العمالة الوطنية والوافدة بالقطاع الخاص غير النفطي في مجموع نمو التوظيف حسب القطاع (الحصة %)



الإطار ٢- التوظيف في ظل انخفاض النمو (تتمة)

وما لم يوضع مزيد من الإصلاحات لزيادة توظيف العمالة الوطنية في القطاع الخاص، يمكن أن يرتفع معدل البطالة بين المواطنين بشكل ملحوظ على المدى المتوسط، إذا كان استيعاب الحكومة للعمالة الوطنية محدوداً. ويعرض الجدول أدناه التوقعات للقوى العاملة السعودية والبطالة لعام ٢٠٢١ في إطار سيناريوهات مختلفة باستخدام افتراضات متعلقة بالنمو السكاني ومعدلات المشاركة لتقدير عدد المنضمين الجدد إلى قوة العمل. وفي إطار هذه الافتراضات، يُتوقع دخول نحو ١,٧ مليون نسمة في قوة العمل بحلول عام ٢٠٢١. وفي السيناريو ١، يُفترض استمرار نمو توظيف المواطنين في القطاع العام بنسبة ٤% سنوياً على أساس الاتجاهات العامة السابقة، وتوضع توقعات الزيادة في توظيف المواطنين في القطاع الخاص باستخدام معدلات النمو في القطاع الخاص غير النفطي طبق السيناريو الأساسي للخبراء ومرونة توظيف المواطنين في القطاع الخاص مؤخرًا للنمو في القطاع الخاص غير النفطي. ونظراً لتباطؤ النمو المتوقع في هذا السيناريو، لا يوفر القطاع الخاص فرص عمل كافية لاستيعاب الداخلين الجدد إلى سوق العمل وتزيد البطالة لتصل إلى ١٧,٢% بحلول عام ٢٠٢١. ومع ذلك، فإن الحاجة إلى احتواء فاتورة الأجور سوف تحول دون زيادة الحكومة للتوظيف بمعدل السيناريو ١. ويفترض السيناريو ٢ تباطؤ النمو السنوي لتوظيف العمالة الوطنية في القطاع العام إلى ٢%. في ظل هذا الافتراض، يزيد معدل البطالة بصورة أكبر إلى ٢٣,٥%. وبالتالي فإن الإصلاحات الرامية لزيادة حصة العمالة الوطنية في القطاع الخاص ستكون بالغة الأهمية لاحتواء البطالة. ويوضح السيناريو ٣ أنه مع زيادة التوظيف في القطاع العام بنسبة ٢% سنوياً، فإن الحفاظ على معدل البطالة عند ١١,٥% في ٢٠٢١ (وهو معدل لا يزال مرتفعاً مقارنة بهدف خفض معدل البطالة إلى ٩% بحلول عام ٢٠٢٠ في برنامج التحول الوطني)، يستلزم توفير ١,١ مليون وظيفة للعمالة الوطنية في القطاع الخاص لنمو القطاع الخاص غير النفطي الهدف، هناك حاجة إلى إجراء إصلاحات لزيادة النمو غير النفطي الخاص، أو زيادة مرونة توظيف العمالة الوطنية في القطاع الخاص لنمو القطاع الخاص غير النفطي بصورة حادة (وغير واقعية) من ٠,٧٤ (المتوسط على مدى السنوات الخمسة الماضية المستخدم في السيناريوهين ١ و ٢) إلى ٣,٢، أو إحلال العمالة الوطنية محل العمالة الوافدة في الوظائف الحالية (بافتراض أن هذا الأمر ليس له أي تأثير على مجموع الوظائف المتاحة). وفي الواقع، من المرجح أن مزيجاً من السيناريوهات الثلاثة سيكون لازماً للحيلولة دون تزايد معدل البطالة.

المملكة العربية السعودية: توظيف المواطنين، ٢٠١٥-٢٠٢١

بالآلاف ما لم يُذكر خلاف ذلك

	٢٠٢١	٢٠١٥	
سيناريو انخفاض التوظيف في القطاع العام/٢	٧٣٢٣	٧٣٢٣	القوى العاملة السعودية
سيناريو الإصلاحات/٣	٣٧٦٣	٤٢٢٨	المستخدمة في القطاع العام
	٢٧١٦	١٨٣٦	المستخدمة في القطاع الخاص
	٨٤٤	١٢٥٩	مجموع المستخدمين
	١١,٥	١٧,٢	معدل البطالة (%)

١ / يفترض زيادة القوى العاملة الوطنية تمثيلاً مع ارتفاع نسبة مشاركة العمالة من ٤٠% إلى ٤٣,٥% وزيادة عدد السكان بنسبة ٣,١% سنوياً. ويستمر توظيف العمالة الوطنية في القطاع العام في النمو بمعدل سنوي قدره ٤%, ويُفترض أن تبقى حصة العمالة الوطنية في القطاع الخاص كما هي دون تغيير عند ٢١%.

٢ / يفترض بالإضافة إلى ذلك تراجع نمو توظيف العمالة الوطنية في القطاع العام بمقدار النصف إلى ٢%.

٣ / للحفاظ على معدل البطالة ثابتاً عند ١١,٥% مقابل ٢٣,٥% في السيناريو ٢، فإن استجابة أو مرونة التوظيف في القطاع الخاص إلى الناتج غير النفطي يتعين أن تزيد من مستواها التاريخي وهو ٠,٧٤ إلى ٣,٢. وكبديل عن ذلك، يلزم زيادة حصة العمالة الوطنية في القطاع الخاص بمقدار عشر نقاط مئوية من مستواها التاريخي وهو ٢١% إلى ٣١%.

المصدر: الحكومة السعودية وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

١١- ويمكن أيضا استخدام نموذج مجموعة العشرين (G20MOD)، وهو وحدة نموذجية من وحدات النظام المرن للنماذج العالمية التي يضعها صندوق النقد الدولي (الملحق ١)، لتقييم تأثير انخفاض أسعار النفط وضبط أوضاع المالية العامة على النمو في المملكة العربية السعودية والدور الذي يمكن أن تضطلع به الإصلاحات الهيكلية للحد من هذا التأثير (الشكل البياني ٨). ويُنظر في أربعة سيناريوهات لتقييم هذه السياسات. في كل سيناريو، تنخفض أسعار النفط بنسبة ٦٠%، وهو ما شوهد بشكل عام منذ منتصف عام ٢٠١٤. وينظر السيناريو الأول في التأثير على الاقتصاد في حالة عدم تصحيح العجز في المالية العامة. ويبحث الثاني في تأثير ضبط أوضاع المالية العامة بما يقرب من ١٠% من إجمالي الناتج المحلي. وينظر السيناريوهان الثالث والرابع في الدور الذي يلزم أن تقوم به الإصلاحات الهيكلية الرامية لتعزيز المشاركة في قوة العمل والإنتاجية في الحد من الآثار السلبية لضبط أوضاع المالية العامة على إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بحلول عام ٢٠٢١.

- في السيناريو الأول، تُخفض النفقات الأولية بنسبة ٦% من إجمالي الناتج المحلي، ولكن في ضوء الانخفاض الحاد في إيرادات النفط وتزايد تكاليف الاقتراض، يظل العجز المالي مرتفعا حتى بحلول عام ٢٠٢١. ويترتب على الزيادة الحادة في الدين الحكومي ارتفاع علاوة المخاطر وزيادة تكاليف الاقتراض، واللذان يؤديان جنبا إلى جنب مع انخفاض الإنفاق الحكومي إلى تراجع إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بنحو ١٠% أقل من السيناريو الأساسي (تفسير ذلك هو أنه إذا كان إجمالي الناتج المحلي الحقيقي ينمو بنسبة ٥% سنويا في المتوسط خلال ٢٠١٦-٢٠٢١، فإنه سينمو بمعدل ٣,٣% في المتوسط بعد هبوط سعر النفط).

- ويفترض السيناريو الثاني انخفاض عجز المالية العامة بنسبة ١٠% من إجمالي الناتج المحلي مع انخفاض الإنفاق والتحويلات. وفي حين أن هذه التدابير الإضافية على مستوى المالية العامة تقلل الناتج على المدى القصير إلى ما دون المستوى الوارد في السيناريو الأول، إلا أن انخفاض الدين الحكومي على المدى الطويل يؤدي إلى تقليل علاوة المخاطر وتعزيز النمو على نحو يتجاوز السيناريو الأول. ويؤدي انخفاض علاوة المخاطر السيادية إلى خفض معدلات الفائدة الحقيقية، وهو ما يحفز الاستثمار الخاص. وفي الوقت نفسه، يؤدي تراجع عبء مدفوعات الفائدة إلى إتاحة حيز مالي.

- ويفترض السيناريو الثالث زيادة معدل المشاركة في القوى العاملة بمقدار ٧ نقاط مئوية وتزايد التوظيف بنحو ١٣,٥%، وهذا من شأنه تعويض ما يزيد قليلا عن نصف الخسارة في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بحلول ٢٠٢١. ومع ذلك، فإن هذه الزيادة في معدل المشاركة في القوة العاملة مرتفعة إذا ما قورنت بالزيادة القصوى وفق المستويات التاريخية البالغة ٤,٦ نقطة مئوية التي شهدتها المملكة خلال فترة ٦ سنوات في العقد الماضي.

- ويضيف السيناريو الرابع إلى السيناريو الثالث زيادة مفترضة في نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج، مما يسد ما تبقى من فجوة إجمالي الناتج المحلي الحقيقي نسبة إلى السيناريو الأساسي الأولي. ولتحقيق ذلك سوف يلزم زيادة معدل نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج بنسبة ٠,٨% سنويا في المتوسط.

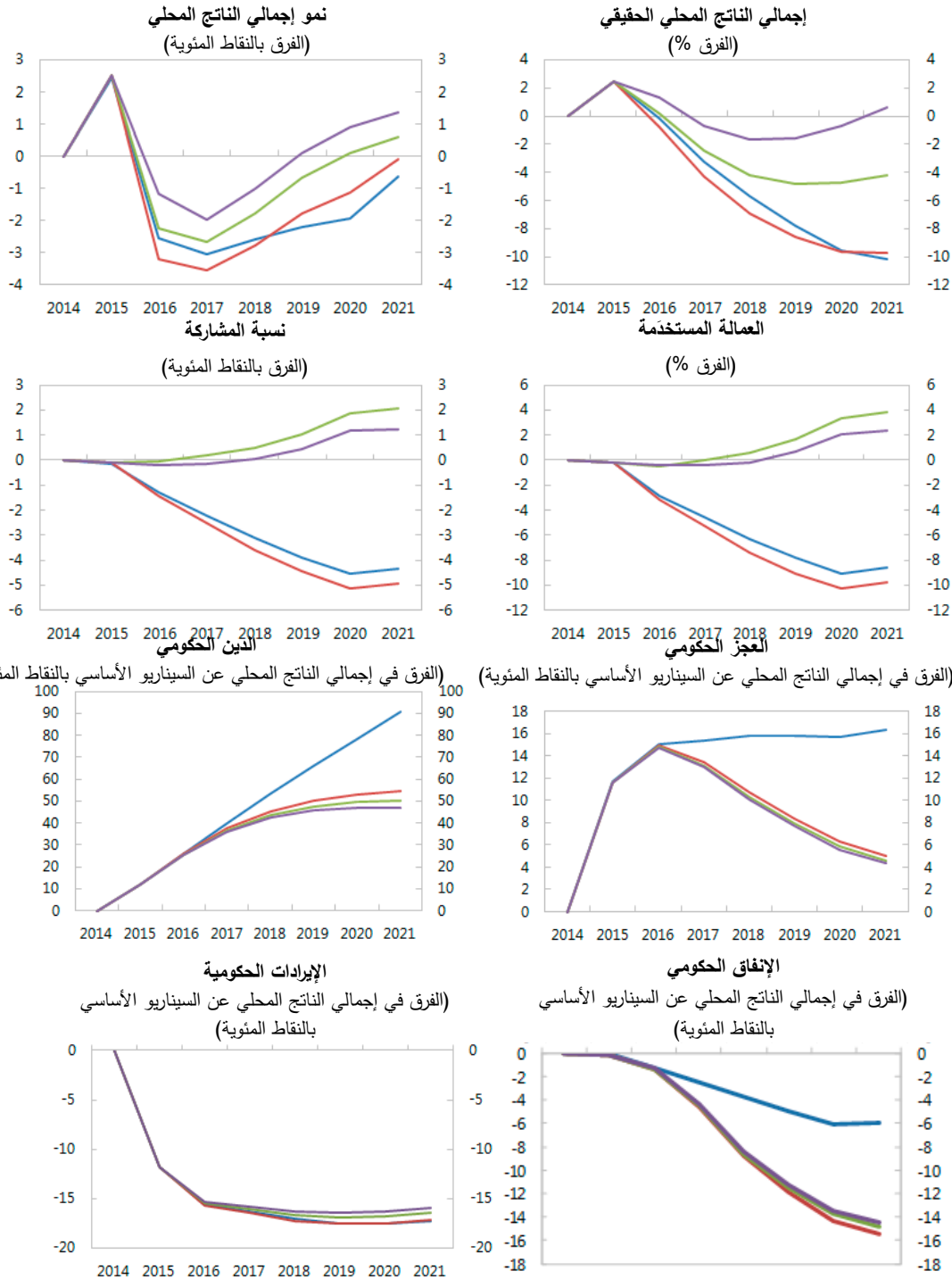
الشكل البياني ٨ - تأثير سيناريوهات النفط وإصلاح المالية العامة - نتائج من نموذج مجموعة العشرين

سيناريو النفط في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي - تصحيح عجز المالية العامة في المملكة العربية السعودية بشكل كامل + زيادة علاوة المخاطر السيادية إلى ٦٠٠ نقطة أساس

يُضاف ضبط إضافي لأوضاع المالية العامة وانخفاض في فروق أسعار الفائدة على الدين السيادي

تُضاف زيادة في المشاركة في قوة العمل

تُضاف زيادة دائمة في الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

دال - الإصلاحات الهيكلية لتعزيز الإنتاجية والنمو

١٢- لا تزال الإصلاحات الهيكلية مستمرة في المملكة العربية السعودية منذ أوائل الألفينيات، على الرغم من تباطؤ وتيرة الإصلاحات عموماً في أوقات ارتفاع أسعار النفط. وشملت هذه الإصلاحات الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية، وخصخصة الأصول المملوكة للدولة، وإصلاحات التعليم، والجهود الجارية لتحسين بيئة الاستثمار. وقد حققت المملكة العربية السعودية بعض التقدم في خفض العوائق التنظيمية وتحسين بيئة الأعمال. وجاء إصدار نظام الشركات الجديد، والذي يقلل من العبء الإداري على المنشآت الصغيرة والمتوسطة، ويقوي حقوق أقلية المساهمين، ويحسن حوكمة الشركات، كخطوة في الاتجاه الصحيح. ومن أجل زيادة مساهمة قطاع المنشآت الصغيرة والمتوسطة، أنشئت الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة للإشراف على جميع السياسات الحكومية التي تؤثر على قطاع المنشآت الصغيرة والمتوسطة وتخفيف العبء القانوني والإداري لإقامة مشروع تجاري، جنباً إلى جنب مع استمرار برنامج "كفالة" لضمان القروض. وعلاوة على ذلك، تم فتح عدد من القطاعات للاستثمار الأجنبي، وخاصة في أوائل الألفينيات، واستحدثت الهيئة العامة للاستثمار العديد من التدابير التي تهدف إلى تبسيط إجراءات منح التراخيص بما يساعد الشركات الأجنبية على التخطيط. وتم خصخصة عدد من الأصول المملوكة للدولة (راجع التقرير المرفق حول الخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص في المملكة العربية السعودية: تجارب الماضي وآفاق المستقبل). وتحقق تقدم متواصل على صعيد إصلاحات التعليم، وإن كان من الضروري توسيع نطاق هذه الإصلاحات، وسوف تستغرق وقتاً حتى تصل إلى القوى العاملة. كذلك يجري العمل على وضع نظام جديد للإعسار وتعزيز إنفاذ العقود.

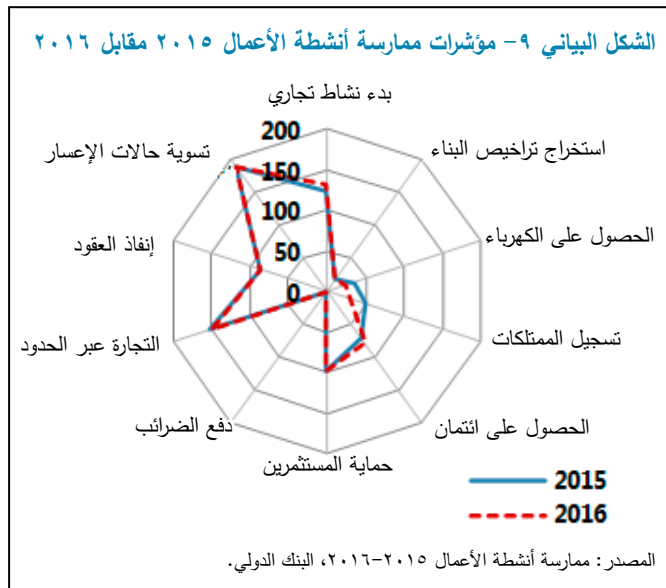
١٣- وفي الآونة الأخيرة، دأبت الحكومة على اتباع استراتيجية للنمو من خلال مجموعة عمل إطار مجموعة العشرين حيث تركز الإصلاحات على ثلاثة مجالات واسعة للتنوع الاقتصادي، وأسواق العمل، والتعليم (الجدول ٢). ومن المتوقع أن تتعمق هذه الإصلاحات الهيكلية مع تطبيق السياسات الجديدة التي أبرزتها برنامج التحول الوطني التي تركز عليها رؤية ٢٠٣٠. ويتمثل أحد الأهداف الاقتصادية الرئيسية برنامج التحول الوطني في زيادة حصة القطاع الخاص إلى ٦٥% من إجمالي الناتج المحلي مقابل ٤٠% حالياً؛ ومن المستهدف زيادة مساهمة قطاع المنشآت الصغيرة والمتوسطة من ٢٠% من إجمالي الناتج المحلي إلى ٣٥%.

١٤- ويجري حالياً تنفيذ العديد من المشاريع الصناعية الكبرى التي تهدف إلى تطوير القطاع غير النفطي، وقد أوشك الانتهاء منها. والهدف من ذلك هو إنتاج منتجات للتصدير ذات قيمة مضافة عالية وزيادة القدرة المحلية على إنتاج الطاقة. ويعرض الجدول ٣ قائمة ببعض المشاريع الكبرى التي من المتوقع أن تحفز نمو القطاع غير النفطي على المدى القريب.

الجدول ٢ - إصلاحات هيكلية مختارة جاري تنفيذها في المملكة العربية السعودية كجزء من مجموعة عمل إطار مجموعة العشرين			
السنوات	الهدف المتوقع/المحتمل	الأهداف	مجال الإصلاحات
٢٠٢٠-٢٠١٤	من المتوقع أن تساهم في تمويل مشاريع التنمية في القطاعات الرئيسية، بما في ذلك الموارد البشرية، والموارد الاقتصادية، والاجتماعية والصحية، والبنية التحتية.	تعزيز الاستثمار من خلال الحفاظ على بيئة تنظيمية داعمة للاستثمار، ووضع خارطة طريق للاستثمار في القطاعات الاقتصادية الرئيسية، واستخدام الإنفاق الاستثماري الحكومي لتطوير البنية التحتية دون المساس بالتنسيق بين الاستثمارات الحكومية والاستثمارات الخاصة.	التنوع الاقتصادي
٢٠١٨-٢٠١٦	تحسين البيئة الاستثمارية في المناطق المستهدفة. دعم الاستثمار الخاص في القطاع غير النفطي.	التحول نحو زيادة مشاركة القطاع الخاص من خلال إنشاء مجالس استثمار موجهة للمناطق المختلفة لتشجيع وتنمية الاستثمار في كافة مناطق المملكة، وتشجيع الاستثمار الخاص في المدن الاقتصادية والمناطق الصناعية.	التنوع الاقتصادي
٢٠١٦-٢٠١٤	تحسين بيئة الأعمال؛ دعم نمو قطاع المنشآت الصغيرة والمتوسطة؛ تعزيز المنافسة في كافة الأنشطة الاقتصادية؛ تشجيع الشركاء الاستراتيجيين المحليين والأجانب.	زيادة المنافسة من خلال مراجعة النظم التي تحكم المشتريات الحكومية والمناقصات والقواعد المنظمة لعقود الصيانة، ومراجعة وتحديث نظام تصنيف المقاولين.	التنوع الاقتصادي
٢٠٢٠-٢٠١٤	قيد التنفيذ حالياً بإنشاء ٣٤ مدينة صناعية في ٢١ منطقة في جميع أنحاء المملكة. ويجري تعزيز التنسيق بين وزارة التجارة والاستثمار والهيئة السعودية للمدن الصناعية ومناطق التقنية لتوسيع ومواصلة إقامة المدن الصناعية ومناطق التقنية.	إنشاء مناطق صناعية جديدة ومجمعات وحاضنات للتكنولوجيا ومراكز مالية.	التنوع الاقتصادي
٢٠١٦-٢٠١٥	زيادة مشاركة الإناث في قوة العمل من خلال إزالة الحواجز التي تحول دون المشاركة وتزويد الشابات بما يحتاجن من المهارات على رأس العمل لتحقيق النجاح.	تعزيز مشاركة المرأة في قوة العمل عن طريق وضع خطط تدريبية، وإزالة حواجز النقل، وإزالة عوائق رعاية الأطفال، والمساعدة في إعادة التوطين، ودعم العمل من بعد.	إصلاحات العمل
٢٠٢٠-٢٠١٤	أجريت أولى البرامج التجريبية المنظمة للتدريب على رأس العمل (S-OJT) في أواخر عام ٢٠١٥. إطلاق تجريبي حتى إبريل ٢٠١٦: ٧ برامج تدريبية كاملة لدى أرباب عمل مختارين وتوافر ٨ مؤهلات وظيفية مختلفة. ثم يبدأ توسيع نطاق التطبيق على المستوى الوطني خلال النصف الثاني من عام ٢٠١٦. تهدف إلى اعتماد نحو ٢٠٠ متدرب بنهاية إبريل ٢٠١٦ ونحو ١٧٠٠ متدرب بنهاية عام ٢٠١٦.	تشجيع توظيف المواطنين السعوديين في القطاع الخاص. ركزت التعديلات الجديدة في برنامج "طاقات" على السعودة النسائية، وأجور الموظفين السعوديين، والسعوديين في مناصب الإدارة العليا. برنامج تدريبي يجمع بين التعلم الإلكتروني والاستعانة بمرشد واكتساب الخبرة على رأس العمل.	إصلاحات العمل
٢٠١٥-٢٠١٤	تم تنفيذ هذه السياسة على مرحلتين: المرحلة ١: تحصيل المساهمات من الموظفين/أصحاب العمل. وقد تم بالفعل تنفيذ هذا الإجراء في أغسطس ٢٠١٤. المرحلة ٢: دفع الاستحقاقات للأفراد الذين تم تسريحهم بعد استكمال ١٢ شهراً من المساهمة في أغسطس ٢٠١٥.	مجموعة برامج مترابطة وشاملة للحماية الاجتماعية تتمثل في: تأمين إجباري جديد ضد البطالة لجميع المواطنين المستخدمين بداية من عام ٢٠١٤. سوف تدفع مزيد من القوى العاملة الشابة في البلاد للبحث عن عمل في شركات القطاع الخاص.	إصلاحات العمل
٢٠٢٠-٢٠١٤	الأثر المتوقع هو زيادة توظيف الشباب السعودي.	تعزيز التدريب التقني والمهني من خلال إنشاء ٥٠ معهد تدريب تقني (كليات التميز).	التعليم
٢٠١٦-٢٠١٤	حالة التنفيذ: المسار الاستراتيجي: تم تنفيذ برامج التعليم والتطوير الوظيفي بالكامل، مع إشراك مقدمي البرامج على النحو المقرر. المسار السريع: تم تنفيذ العناصر المتضمنة في المسار السريع بالكامل ويجري تنفيذها حالياً.	وضع برنامج للاستعداد للعمل للشباب السعودي. والهدف من هذا المشروع هو تصميم وإطلاق برنامج للتعليم والتطوير الوظيفي يهدف إلى ضمان الاستخدام الأفضل للموارد البشرية، وتعزيز التعلم مدى الحياة على رأس العمل، وتفعيل الاهتمام بسوق العمل.	التعليم

المصدر: Saudi Arabia's Adjusted Growth Strategy, 2015 for the G20 Framework Working Group

الجدول ٣- المشاريع الصناعية الكبرى في المملكة العربية السعودية
<p>▪ مشروع رابع ٢ المستقل لإنتاج الكهرباء: يُتوقع الانتهاء منه في يونيو ٢٠١٧ بطاقة توليد متوقعة للكهرباء تبلغ ٢٠٦٠ ميغاوات، مع شركة سامسونج C&t باعتبارها المقاول المنوط به الأعمال الهندسية والمشتريات والبناء.</p>
<p>▪ محطة جدة وينبع لتوليد الكهرباء بطاقة توليد متوقعة للكهرباء قدرها ٢٦٠٠ ميغاوات و ٢٥٠٠ ميغاوات، على التوالي، وكلاهما من المتوقع أن يبدأ العمليات التشغيلية خلال عام ٢٠١٦. بالإضافة إلى ذلك، من المتوقع أن تنتج محطة تحلية ينبع نحو ٥٥٠ ألف متر مكعب يوميا من الماء، ومن المتوقع أيضا أن تبدأ خلال ٢٠١٦.</p>
<p>▪ مجمع صدارة للبتروكيماويات في مدينة الجبيل، هو أكبر مصنع متكامل للكيماويات في العالم، ويتألف من ٢٦ وحدة تصنيع للمواد الكيميائية. وهو مشروع مشترك مع شركة "داو كيميكال" (Dow Chemical)، ومن المتوقع أن يبدأ التشغيل الكامل في عام ٢٠١٦ بطاقة ٣,٢ مليون طن سنويا من منتجات الكيماويات واللدائن الحرارية الهندسية المتنوعة ذات القيمة المضافة العالية. وعندما يبدأ العمل بكامل طاقته، سوف ينتج المصنع منتجات بقيمة أكثر من ١٠ مليارات دولار / سنويا. وقامت شركة "داو" بتوريد تقنيات المعالجة الصناعية للمجمع وسوف تكون مسؤولة عن تسويق المنتجات في أجزاء أخرى من العالم.</p>
<p>▪ مصنع "كيميا" للدائن هو مشروع مشترك مناصفة بين شركتي سابك وإكسون موبيل العربية للكيماويات، ومن المتوقع أن يبدأ في عام ٢٠١٦ بطاقة تزيد عن ٤٠٠ ألف طن سنويا من منتجات المطاط واللدائن بما في ذلك الهالوبيوتيل، وستيرين-بيوتادين، وبولي بيوتادين، والإيثيلين بروبيلين ديين مونومر، وبولييمرات اللدائن الحرارية المتخصصة، والكربون الأسود.</p>
<p>▪ مشروع بتروراغ - يُتوقع الانتهاء من المرحلة الثانية لهذا المشروع في النصف الأول من عام ٢٠١٦. والمنتجات التي سيتم تصنيعها تشمل المنتجات الكيميائية الوسيطة مثل النفثا والإثيلين، فضلا على منتجات بتروكيماوية ذات قيمة مضافة أعلى مثل الإيثيلين بروبيلين ديين مونومر، والبولي أوليفين الحراري، والكيومين، والفينول، والنايلون، والراتنج نايلون ٦ (المستخدم في الألياف واللدائن الحرارية الهندسية). وسيزيد مجموع طاقة المصنع عن ثلاثة ملايين طن سنويا. وسيتم تصنيع بعض هذه المنتجات لأول مرة في المملكة العربية السعودية.</p>
المصدر: الحكومة السعودية.



١٥- وهذه الإصلاحات الجارية وغيرها من التدابير الرامية لتعزيز الإنتاجية، وزيادة توظيف العمالة الوطنية في القطاع الخاص، وتشجيع الاستثمار الخاص في القطاع غير النفطي ستكتسب أهمية كبيرة لتعويض تأثير انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد. وفي مجال ممارسة أنشطة الأعمال التجارية، تتضمن المجالات التي تستحق الاهتمام كلا من إنفاذ العقود، وحماية المستثمرين، وتسوية حالات الإعسار، والتجارة، وبدء الأعمال التجارية (الشكل البياني ٩). وستكتسب هذه المجالات أهمية خاصة لجذب الاستثمار الأجنبي الذي يوفر أيضا فرصة لنقل المعرفة، الأمر الذي يمكن أن يساعد في زيادة الإنتاجية. ومن شأن تطوير سوق محلي لسندات

القطاع الخاص أن يساعد أيضا في دعم الاستثمار الخاص. ويمكن من خلال زيادة المنافسة، لا سيما في عدد من القطاعات الخدمية والمهنية، المساعدة في تعزيز نمو الإنتاجية. ومن شأن زيادة التركيز على جودة التعليم وتنمية المهارات في المجالات التي يحتاجها القطاع الخاص أن تساعد على تعزيز التوظيف والإنتاجية، فضلا على أهمية الإصلاحات الأخرى في سوق العمل التي تحفز العمالة والشركات الخاصة على زيادة توظيف العمالة الوطنية (تقرير IMF, 2014).

١٦- وتشكل الخصخصة والشراكة بين القطاعين العام والخاص جانبا من الجهود الأوسع التي تبذلها المملكة العربية السعودية لزيادة دور القطاع الخاص في الاقتصاد. وجاء التأثير الكلي لهذه السياسات إيجابيا بينما دور القطاع الخاص أخذ في الارتفاع تدريجيا منذ أوائل الألفينات. ومع ذلك، لا يزال حجم الحكومة كبيرا من حيث حصتها في المؤسسات العامة والإنفاق والاستثمار. ولا تزال الحكومة تمتلك وتدير قطاع الهيدروكربونات بشكل كبير، بينما تحتفظ الحكومة خارج قطاع الهيدروكربونات بحصص كبيرة في قطاعات مثل البتروكيماويات والاتصالات والمال والمرافق العامة. وتتسم النفقات الرأسمالية بأنها كبيرة حسب المعايير الدولية، ولا يزال دور القطاع الخاص في الاستثمار في البنية التحتية محدودا.

١٧- ويتوخى برنامج التحول الوطني الذي أُعلن في الآونة الأخيرة دورا أكبر للقطاع الخاص. فقد حدد الإصلاحات والسياسات التي يمكن أن تساعد في زيادة حجم القطاع الخاص وبشكل أعم، تنوع الاقتصاد وإحداث التحول فيه. ويتوخى البرنامج دورا أكبر للقطاع الخاص، بما في ذلك من خلال الخصخصة والتوسع في استخدام الشراكة بين القطاعين العام والخاص، وذلك بهدف زيادة الكفاءة والإنتاجية وزيادة فرص العمل للمواطنين في القطاع الخاص.

١٨- ومن حيث تسلسل هذه الإصلاحات الهيكلية، من المهم التركيز على الإصلاحات التي يمكن أن يكون لها أثر إيجابي سريع نسبيا على النمو. وتشير الأدلة الفُطرية المقارنة الأخيرة إلى أن السياسات التي تعزز التجارة والاستثمار الأجنبي المباشر قادرة على تحقيق زيادة كبيرة في الإنتاجية والناتج، والمكاسب تتحقق على ما يبدو بسرعة نوعا ما في غضون سنة-٥ سنوات (تقرير IMF 2016). وبشكل أعم، وجد هذا البحث أيضا أن إصلاحات أسواق المنتجات، والتي تشمل رفع القيود عن تجارة التجزئة، والخدمات المهنية، والاتصالات، وقطاعات المرافق العامة، وقطاعات معينة من النقل، لها تأثير توسعي على الناتج على المدى القصير من خلال تأثيرها على الاستثمار بالنسبة للشركات التي تواجه قيودا على الائتمان وعن طريق تحسين الإنتاجية. غير أن إصلاحات سوق العمل غالبا ما تؤثر على النمو في الأجل القصير، وإن كان هذا الأمر يعتمد على نوع الإصلاح تحديدا. فزيادة تكلفة العمالة من المرجح أن تؤدي إلى تقليص النمو على المدى القريب، في حين أن تخفيف القيود على مشاركة المرأة سيكون له تأثير إيجابي على النمو. وبالمثل، من أجل إعطاء قطاع الشركات وقت للتكيف، سوف يكون من الأهمية بمكان اتباع منهج تدريجي في تطبيق تلك الإصلاحات التي تزيد تكلفة مدخلاتها وتثبط الاستثمار في المستقبل. كذلك، بالتوازي مع تصحيح أوضاع المالية العامة المقرر، ينبغي تنفيذ إصلاحات أخرى مواتية للنمو أو على الأقل لا تضيف المزيد للآثار السلبية قصيرة الأجل للسياسة المالية العامة.

١٩- كذلك فإن تأثير إصلاحات الحكومة على النمو سوف يتوقف أيضا على كيفية تحديد أولويات الإصلاحات، وتسلسلها، وتنفيذها. وفي حين أن الحاجة ماسة إلى ضبط أوضاع المالية العامة، من المحتمل أن يكون له تأثير سلبي على النمو في المدى القريب، وإن كان حجم هذا التأثير سوف يعتمد على العناصر المكونة للتصحيح. ولذلك سيكون من الأهمية بمكان تطبيق إصلاحات المالية العامة على مدى فترة من الزمن حتى لا يعاني الاقتصاد من صدمة كبيرة. وعلاوة على ذلك، يتعين توخي العناية في تحديد أولويات مجموعة الإصلاحات الواسعة التي ينص عليها برنامج التحول الوطني وتطبيقها بأسلوب متسلسل للمساعدة في تقليل المخاطر الناجمة عن اختناقات التنفيذ، والحد من الآثار السلبية المحتملة على المدى القصير على الاقتصاد والتوظيف، وتقليل مخاطر مقاومة الإصلاحات وشعور المواطنين بالإرهاق من مسألة الإصلاح. ولن يؤدي ضعف التسلسل والتنفيذ إلى إضعاف فعالية الإصلاحات، ولكنه سوف يزيد أيضا من مخاطر انعكاس اتجاهها في وقت لاحق. إلى جانب ذلك، سيتعين على الحكومة تقييم قدرتها على التنفيذ بعناية وضمان التنسيق للوفاء على نحو فعال بالإصلاحات المقررة في غضون الفترة الزمنية المتوقعة.

هاء- النتيجة المستخلصة

٢٠- يؤدي انخفاض أسعار النفط وضبط أوضاع المالية العامة إلى تباطؤ النمو الاقتصادي. فقد تراجع النمو غير النفطي بالفعل خلال العام الماضي، ومن المرجح أن يشهد مزيداً من التباطؤ في عام ٢٠١٦، وذلك في الوقت الذي توقف فيه توظيف المواطنين السعوديين في القطاع الخاص. ومن المتوقع أن يكون التأثير على النمو أكبر من ذلك بكثير في عام ٢٠١٦ لأنه يتضمن التأثير المتأخر من ضبط أوضاع المالية العامة في عام ٢٠١٥، جنباً إلى جنب مع الضبط المتوقع في عام ٢٠١٦. وهذا الاقتصاد الآخذ في الضعف يوفر الخلفية التي يتعين تنفيذ الإصلاحات الهيكلية على أساسها.

٢١- وسيكتسب تعجيل وتيرة الإصلاحات الهيكلية الجارية أهمية بالغة في المرحلة المقبلة لتحفيز نمو الإنتاجية والاستثمار الخاص بشكل أقوى لتعويض تباطؤ الاستثمار العام. ورغم أن الإصلاحات الهيكلية في المملكة العربية السعودية مستمرة، إلا أنه سيتعين تعميقها. وقد حددت رؤية ٢٠٣٠ وبرنامج التحول الوطني الإصلاحات والسياسات التي يمكن أن تساعد في توسيع حجم القطاع الخاص وبشكل أعم في التنويع والتحول الاقتصادي. ومن حيث تسلسل هذه التدابير الإصلاحية، من المهم التركيز على الإصلاحات التي يمكن أن يكون لها أثر إيجابي سريع نسبياً على النمو. فضعف التسلسل والتنفيذ لن يؤدي إلى إضعاف فعالية الإصلاحات وحسب، ولكنه سوف يزيد أيضاً من مخاطر انعكاس اتجاهها في وقت لاحق.

الملحق الأول - موجز وحدة نموذج مجموعة العشرين G20MOD من النظام المرن للنماذج العالمية لصندوق النقد الدولي

يقدم هذا المرفق موجزا عاما لنموذج مجموعة العشرين (G20MOD)، وهو وحدة نموذجية من النظام المرن للنماذج العالمية الذي وضعه صندوق النقد الدولي. ونموذج G20MOD هو نموذج للتوازن العام العالمي، يتألف من ٢٥ كتلة، ويضم كل بلد من بلدان مجموعة العشرين وخمس كتل إضافية تكمل فعليا بقية العالم. ويُعرض النموذج بتفاصيل أكبر في دراسة Andre and others (2015).

١- نموذج مجموعة العشرين (G20MOD) هو نموذج سنوي متعدد الاقتصادات استراتيجي للاقتصاد العالمي، يجمع بين الصياغات القائمة على الاقتصاد الجزئي والصياغات المختزلة للقطاعات الاقتصادية. ويتضمن النموذج كتلا منفردة لبلدان مجموعة العشرين، وخمس مناطق إضافية لتغطية بقية بلدان العالم. وترد فيما يلي الخصائص الرئيسية للنموذج الفُطري G20MOD، مع الإشارة إلى أي ظروف خاصة تنطبق في حالة المملكة العربية السعودية.

٢- يستند كل من الاستهلاك والاستثمار إلى أسس اقتصادية جزئية. وعلى وجه التحديد، يتكون الاستهلاك من أسر معيشية متداخلة الأجيال يمكنها الادخار وتمهيد الاستهلاك، وأسر تواجه نقصا في السيولة ولا بد لها من إنفاق جميع دخلها الجاري في كل الفترات. ويحدد استثمار الشركات وفقا لنموذج توبيين (Tobin's Q). وتكون الشركات مقترضا صافيا وترتفع علاوات المخاطر لديها خلال فترات الطاقة الفائضة، حين تكون فجوة الناتج سالبة، وتهبط خلال فترات الانتعاش، حين تكون فجوة الناتج موجبة. ويحاكي ذلك على سبيل المثال أثر انخفاض/ارتفاع أعباء الدين الحقيقية.

٣- ويتم تثبيت التجارة بالمعادلات المختزلة. وهي دالة لمؤشر القدرة التنافسية والطلب المحلي أو الأجنبي. ويتحسن مؤشر القدرة التنافسية مقابل كل تحسن في الأسعار المحلية - ولا يوجد تسعير للأسواق المحلية. وبالنسبة للمملكة العربية السعودية، تتمثل معظم الصادرات في النفط، ومن ثم يكون للتغيرات في القدرة التنافسية دور محدود في النموذج.

٤- ويمثل الناتج المحتمل متغيرا داخليا. ويُحدد نموذج الناتج بواسطة دالة كوب-دوغلاس للإنتاج مع وجود الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج كمتغير خارجي، ولكن مع رأس المال والعمالة كمتغيرين داخليين. وبالنسبة للمملكة، يتحرك الناتج المحتمل كذلك بنفس درجة تحرك متوسط إنتاج النفط في الأجل الطويل (ولكن ليس مع التقلبات الدورية في إنتاج النفط).

٥- وتوضع نماذج أسعار المستهلكين وتضخم الأجور بمنحنيات فيليبس المختزلة. وتتضمن أوزانا ترجيحية لفترة تأخر وفترة تقدم في التضخم ووزنا ترجيحيا لفجوة الناتج. ويكون لتضخم أسعار المستهلكين أيضا وزن في سعر الصرف الفعلي الحقيقي وآثار لاحقة من أسعار الغذاء والنفط. وبالنظر إلى عدم استجابة أسعار الطاقة في المملكة لتطورات أسعار النفط العالمية، لا تنتقل الآثار من تغيرات أسعار النفط إلى تضخم أسعار المستهلكين في كتلة المملكة العربية السعودية. وفي حين لم يوضع نموذج مباشر لدور العمالة الوافدة في المملكة، تتضح الآثار بصورة تقريبية بوضع وزن ترجيحي منخفض لفجوة الناتج.

٦- وتحكم السياسة النقدية دالة رد الفعل لأسعار الفائدة. وبالنسبة لمعظم البلدان، تكون هناك قاعدة تقوم على التنبؤ بالتضخم للعمل على تحقيق نسبة التضخم المستهدفة في الأجل الطويل. وفي حالة المملكة العربية السعودية، فإن دالة رد

الفعل للسياسة النقدية تحافظ على سعر الصرف الاسمي الثابت لها مقابل الدولار الأمريكي. ويعني ذلك أنه بالتوازي مع وضع تعادل سعر الفائدة غير المغطى والمعدل حسب المخاطر، يتعين على المملكة العربية السعودية، في مواجهة للصدّات، أن تحدد سعر الفائدة على أدوات السياسة النقدية في مستوى معادل لسعر الفائدة على أدوات السياسة النقدية في الولايات المتحدة من أجل الحفاظ على ربط العملة.

٧- وتوجد ثلاث سلع أولية في هذا النموذج، هي النفط والمعادن والغذاء. ويتيح هذا الأمر التمييز بين التضخم الكلي والأساسي في أسعار المستهلكين، ويثري تحليل الفروق الاقتصادية الكلية بين المناطق المصدرة للسلع الأولية والمناطق المستوردة لها. ويكون الطلب على السلع الأولية مدفوعا بالطلب العالمي ويفتقر إلى المرونة نسبيا في الأجل القريب نتيجة لمحدودية فرص إحلال فئات السلع الأولية التي يتناولها النموذج. ويفتقر أيضا عرض السلع الأولية إلى المرونة السريعة في الأجل القصير. ويمكن أن تتاجر البلدان في السلع الأولية، وتستهلك الأسر المعيشية الغذاء والنفط بصورة صريحة، مما يسمح بالتمييز بين التضخم الكلي والأساسي في مؤشر أسعار المستهلكين. ولجميع السلع الأولية أسعار عالمية حقيقية تتحدد بناء على فجوة الناتج العالمي (تأثير قصير الأجل وحسب)، والمستوى الكلي للطلب العالمي، والإنتاج العالمي للسلعة الأولية موضوع الدراسة.

٨- ويمكن أن تكون السلع الأولية بمثابة عامل لتخفيف حدة تقلبات الدورة الاقتصادية. ففي أوقات الطلب الكلي المفرط، تؤدي الضغوط الراجعة لأسعار السلع الأولية، الناشئة عن التعديل البطيء في عرض السلع الأولية نسبة إلى الطلب، إلى فرض ضغوط لخفض الطلب. وبالمثل في حالة العرض المفرط، يؤدي انخفاض أسعار السلع الأولية إلى تحسين الوضع المتدهور.

٩- وفي المملكة العربية السعودية، يكون النفط هو السلعة الأولية الوحيدة التي يتم إنتاجها وتصديرها، وهي سمة مهيمنة في النموذج. وتستجيب صادرات النفط بدرجة كبيرة لقرارات الإنتاج في المملكة العربية السعودية. ويفترض أن ٨٥% من الإيرادات النفطية تتوّل إلى الحكومة، ويؤوّل الباقي لشركة أرامكو، وهي شركة النفط التابعة للدولة. ويعني ذلك أن تقلبات أسعار النفط تؤثر على إيرادات الحكومة، ولكن ليس لها تأثير يُذكر على ثروة الأسر المعيشية لأن الأسر المعيشية لا تمتلك حصة مباشرة في قطاع النفط. ولا يوجد كذلك تأثير يُذكر على قرارات الأسر المعيشية والشركات، نظرا لأن أسعار النفط ثابتة على المستوى المحلي. ويُفترض أن تضع الحكومة، التي لديها رصيد كبير من الأصول المالية، سياسة طويلة الأجل للمالية العامة تهدف إلى الحفاظ على هذا الرصيد من الأصول، رغم أن سياسة المالية العامة في الأجل القريب يمكن أن تسفر عن انحرافات كبيرة تبعدها عن هذا الهدف.

١٠- وتتميز البلدان عن بعضها بعضا بدرجة كبيرة في نموذج مجموعة العشرين (G20MOD) على أساس تفرد معلوماتها. فكل الاقتصادات في النموذج متطابقة من الناحية الهيكلية (ما عدا بالنسبة للسلع الأولية)، ولكن بنسب رئيسية مختلفة في حالة الثبات ومعلومات سلوكية مختلفة. وكما أُشير أعلاه، تحدد هيمنة النفط على الاقتصاد بدرجة كبيرة وضع المعلومات الخاصة بالمملكة العربية السعودية.

المراجع

- Alkhareif, R., and N. Alsadoun, 2016, "Estimating the Output Gap for Saudi Arabia." Saudi Arabian Monetary Agency Working Paper 16/01, Riyadh.
- Behar, A., 2015, "Comparing the Employment-Output Elasticities of Expatriates and Nationals in the Gulf Cooperation Council.", IMF Working paper 15/19, Washington DC.
- Cerisola, M., C. Abdallah, V. Davies, and M. Fischer, 2015, "Assessing The Impact of Fiscal Shocks on Output in MENAP Countries.", IMF Technical Guidance Note 15/01, Washington DC.
- Espinoza, R., and A. Senhadji, 2011, "How Strong are Fiscal Multipliers in the GCC? An Empirical Investigation." IMF Working paper 11/61, Washington DC.
- International Monetary Fund, 2012, "Realizing Growth Objectives: Transitioning from Factor Accumulation to Productivity Improvement," Saudi Arabia: Selected Issues Country Report, Washington DC.
- _____ 2013a, "Labor Market Policies for addressing Saudi Unemployment," Saudi Arabia: Selected Issues Country Report, Washington DC.
- _____ 2013b, "Productivity Growth and Potential Output in Saudi Arabia," Saudi Arabia: Selected Issues Country Report, Washington DC.
- _____ 2014, Tackling Emerging Economic Challenges to Sustain Growth, "Economic Diversification in Saudi Arabia: The Past, the Present and the Way Forward," Departmental paper, Washington DC.
- _____ 2015a, "Making Public Investment More Efficient," Policy paper, Washington DC.
- _____ 2015b, "Energy Price Reform in the GCC- What Can Be Learned from International Experiences?," Policy paper, Washington DC.
- _____ 2015c, "Macroeconomic Implications of Labor Reforms in Saudi Arabia," Saudi Arabia: Selected Issues Country Report, Washington DC.
- _____ 2015d, "Assessing the Resilience of Saudi Banks to Weaker Economic Conditions," Saudi Arabia: Selected Issues Country Report, Washington DC.

- _____ 2015e, "Medium-Term Economic Prospects in the MENAP and CCA regions," Regional Economic Outlook, Middle-East and Central Asia, Annex I, Washington DC.
- _____ 2015f, "Where Are Commodity Exporters Headed? Output Growth In The Aftermath Of The Commodity Boom," World Economic Outlook, Chapter 2, Washington DC.
- _____ 2016, "Avoiding the New Mediocre: Raising Long-Term Growth in the Middle East and Central Asia," Departmental Paper, Washington DC.
- Mitra, P., A. Hosny, G. Abaiyan, and M. Fischer., 2015, "Estimating Potential Growth in the Middle East and Central Asia," IMF Working Paper 15/62, Washington DC.
- World Bank, 2010, "Subsidies in the Energy Sector: An Overview—Background Paper for the World Bank Group Energy Sector Strategy," July.