

"سوق الدين".. وآليات التعامل مع التحديات الاقتصادية

مركز طوى للدراسات

لجوء الحكومة السعودية إلى سوق الدين ينبئ، في الحد الأول، عن أزمة تمويل، وهذا الخيار يعني أنّ السعودية تسعى إلى الاعتماد بشكل أكبر على الاقتراض (إصدار سندات وصكوك محلية ودولية) لتمويل مشاريعها الكبرى - مثل نيوم، مشروعات الطاقة المتجددة، البنية التحتية، والمشاريع السياحية - بدلاً من الاعتماد حصرياً على إيرادات النفط أو السحب من الاحتياطات النقدية.

وفي التفاصيل، يقصد بسوق الدين السوق الذي تصدر فيه الحكومات أو الشركات أدوات دين (مثل السندات والصكوك) للاقتراض من المستثمرين مقابل فوائد أو عوائد. وبحسب الخطط المقترحة، فإن الحكومة السعودية تريد زيادة حجم هذه الإصدارات، سواء داخلياً عبر البنوك والمستثمرين المحليين، أو خارجياً عبر أسواق المال العالمية. والهدف واضح وهو باختصار:

- توفير سيولة ضخمة لتمويل المشاريع العملاقة المدرجة في رؤية 2030.

- تنويع مصادر التمويل بدل الاعتماد على النفط فقط.

- استغلال ثقة المستثمرين بالاقتصاد السعودي لجذب الأموال.

وعلى مستوى النتائج المتوقعة:

- الإيجابية: تمويل أسرع للمشاريع، جذب استثمارات أجنبية، تحسين صورة السعودية كمركز مالي نشط.

- السلبية/المخاطر: ارتفاع الدين العام، زيادة كلفة خدمة الدين (الفوائد)، تعرض المالية العامة لمخاطر أسعار الفائدة العالمية.

بكلمات بسيطة، إن السعودية تريد أن تجعل الاقتراض عبر سوق الدين أداة رئيسية لتغطية نفقات مشاريعها الضخمة، بدل الاعتماد فقط على النفط أو الاحتياطيات.

من جهة أخرى، فإن لغة الأرقام تحكي حقائق أخرى مخيفة، فأين تقف الأرقام الآن؟

على مستوى الدين العام: تتوقع وزارة المالية رصيد دين بنحو 1.3 تريليون ريال (347 مليار دولار) في 2025 (قراءة 30% من الناتج الإجمالي). وبرغم من أن هذا المستوى منخفض عالمياً، لكنه أعلى مما كان قبل برنامج "رؤية 2030". فقد تطوّر الدين العام (المباشر) في السعودية بين 2015 و2025، بالقيمة الاسمية (مليار ريال) ومع ما يتيسّر من نسب إلى الناتج المحلي:

- 2015: حوالي 142.2 مليار ريال - 5.8% من الناتج.

- 2016: 316.6 مليار ريال - 13.1 % من الناتج

- 2017: 443.3 مليار ريال - 17.2 % من الناتج

- 2018: 560 مليار ريال - 19.0 % من الناتج

- 2019: 677.9 مليار ريال - 22.8 % من الناتج

- 2020: 853.5 مليار - 32.5% (قفزة مع صدمة كوفيد-19).

- 2021: 938.0 ريال مليار (نهاية العام) - 28.62%

- 2022: 990.1 مليار ريال - 23.93%.

- 2023: 1,050.3 مليار ريال - 26.23%.

- 2024: 1,215.9 مليار ريال؛ نسبة الدين إلى الناتج = 29.9% وفق تقدير صندوق النقد الدولي.

- منتصف 2025 (نهاية الربع الثاني): نحو 1,386.4 مليار ريال. (تأكيد مماثل في تقارير الربع الثاني). وبحسب تقدير مستقل، قد يقترب دين/ناتج نهاية 2025 من 30-31% إذا استمرت الفجوة المالية ممولة بالاقتراض.

في الخلاصات، انطلق الدين من مستوى منخفض جدًا في 2015، وتساعد سريعًا 2016 - 2020 بسبب انخفاض أسعار النفط ثم صدمة الجائحة. بعد 2021 استمر الارتفاع بوتيرة أهدأ، مع مزيج من اقتراض محلي وخارجي لتمويل العجز ومشروعات التحول. (المديونية في نهاية 2024: محلي 738.3 مليار ريال، خارجي - 477.7 مليار ريال) ..

أما على مستوى العجز، فترسم الميزانية عجوزات مستمرة على المدى المتوسط مع استمرار الإنفاق الاستثماري الكبير، ويقدر عجز 2025 بنحو 27 مليار دولار.

وهنا بعض بيانات العجز التي تمكنت من جمعها:

السنة	العجز (تقريبي)	كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي أو ملاحظة
2015	389 مليار ريال	من الموازنة المقدرة
2016	311 مليار ريال	ميزانية 2016
2017	238 مليار ريال	من الموازنة المتوقعة لعام 2017
2018	174 مليار ريال	من الموازنة المتوقعة عام 2018
2019	133 مليار ريال	من الموازنة المتوقعة لعام 2019
2020	294 مليار ريال	طبقًا لبيانات الموازنة لعام 2020
2021	73 مليار ريال	بيانات الموازنة المتوقعة لعام 2021
2022	+104 مليار ريال (فائض)	حسب بيانات الموازنة لعام 2022
2023	81 مليار ريال	من الموازنة لعام 2023
2024	115.625 مليار ريال	من الموازنة لعام 2024

2025 (مُقدَّر) 101 مليار ريال الميزانية المُعلنة لعام 2025

2025 (أداء الفصول) ربع-1: 58.7 مليار ريال بيانات وزارة المالية

وكما ورد في البيان الختامي لصندوق النقد الدولي أنه من المتوقع أن يصل العجز الإجمالي في 2025 إلى 4.3% من الناتج المحلي، ثم ينخفض في السنوات التالية. من خلال هذه البيانات، يمكن استخلاص ما يلي:

- فترات تذبذب وعجز كبير في بدايات النطاق الزمني (2015 - 2020).

- في 2015 و2016 خصوصًا، كان العجز كبيرًا نسبيًا بسبب انخفاض أسعار النفط وضعف الإيرادات.

- في 2020، مع صدمة جائحة كورونا وتراجع النشاط الاقتصادي والإيرادات النفطية، ارتفع العجز بشكل ملحوظ.

في 2022، استطاعت السعودية تحقيق فائض مالي - وهو تميّز مهم في سياق الفترات السابقة - نتيجة تعافٍ في الإيرادات وارتفاع أسعار النفط، وربما ضبط في الإنفاق العام.

- عودة العجز في السنوات الأخيرة مع ضغوط الإنفاق والتحول الاقتصادي

- في 2023 و2024 عاد العجز، مع تسجيل عجز كبير عام 2024 (115.6 مليار ريال).

- الميزانية المقررة لـ2025 تأخذ في الحسبان عجزًا معتدلاً (101 مليار ريال)، بنسبة عجز نحو 2.3% من الناتج.

لكن تتناقض التقديرات: بعض المصادر تشير إلى أن العجز قد يتجاوز هذا، إذ يعطي بيان صندوق النقد توقعًا بأن العجز قد يصل إلى 4.3% من الناتج في 2025 قبل التراجع لاحقًا.

ويرجع هذا التذبذب أو بالأحرى التراجع إلى عوامل مسببة ومحيطية من بينها:

- اعتماد كبير على الإيرادات النفطية وتأثرها بالتقلبات العالمية وإجراءات الإنتاج (خفض المعروض).

- الإنفاق الكبير على المشاريع التنموية الضخمة (مشروعات "رؤية 2030") والاستثمارات في البنى التحتية.

- زيادة الإيرادات غير النفطية (الضرائب، الرسوم، الخصخصة، الأجانب).

- السيطرة على الأجور والمخصصات كانت جزءًا من سياسة ترشيد النفقات لاحقًا حسب توصيات المؤسسات الدولية.

ولناحية التوقعات المستقبلية، فإن العجز في 2025 سيكون عند 2.3% من الناتج، لكن قد يكون أعلى فعليًا إذا ظلت عائدات النفط تحت الضغوط. وعلى المدى المتوسط، من المتوقع أن ينخفض العجز تدريجيًا عبر ضبط الإنفاق وتعزيز الإيرادات غير النفطية.

وفي ملف الاحتياطيات/الملاءة الخارجية، فإن صافي الأصول الأجنبية لدى "ساما" (نحو 415 مليار دولار بنهاية 2024؛ ارتفع إجمالي الأصول الرسمية إلى 459 مليار دولار في مايو 2025). هذا يُعطي غطاءً جيدًا لخدمة الدين ودعم الربط مع الدولار.

وفي قراءة للاحتياطي النقدي في السعودية بين 2015 - 2025، مع توضيح المقصود بالمصطلح وأبرز الأرقام المعتمدة:

يوجد قياسان شائعان:

- الأصول الاحتياطية الرسمية لدى البنك المركزي كما ينشرها البنك المركزي السعودي (ساما) وتغطي الذهب النقدي، وحقوق السحب الخاصة، والودائع/الأوراق الأجنبية... إلخ.

- صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي وهو مقياس تتابعه المؤسسات الدولية بكثرة.

وفي مطالعة الاتجاه العام في الفترة ما بين 2015 - 2025 يظهر الآتي:

- ذروة سابقة وانخفاض لاحق: بعد ذروة تاريخية قبل 2015، تراجعت الاحتياطات بشكل ملحوظ خلال 2015 - 2017 مع صدمة أسعار النفط، ثم اتجهت إلى الاستقرار النسبي لاحقًا. بيانات السلسلة الشهرية تُظهر قمة تاريخية عند 2.80 تريليون ريال (746.6 مليار دولار) (أغسطس 2014)، ثم مستويات أدنى بعدها.

- في السنوات ما بين 2018 - 2020: استقرار نسبي ثم ضغوط في 2020 مع جائحة كورونا. (يتضح ذلك في مسار الأصول الاحتياطية الرسمية المنشورة شهريًا عبر تقارير ساما/بوابة البيانات).

- 2021 - 2024: بقيت الأصول الاحتياطية الرسمية في نطاق يقارب 1.6 - 1.8 تريليون ريال (426.6 - 480 مليار دولار) في معظم الأشهر؛ وتُظهر قواعد البيانات الاقتصادية مستويات تقترب من 1.66-1.72 تريليون ريال (442.6 - 458.6 مليار دولار) خلال 2024 - بدايات 2025.

- عام 2025: قدر صندوق النقد الدولي صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي بحوالي 415 مليار دولار (يغطي 187% من معيار كفاية الاحتياطي لدى الصندوق).

على مقياس الأصول الاحتياطية الرسمية، ترصد قواعد البيانات الشهرية قراءات بحدود 1.62 - 1.70 تريليون ريال (432 - 453 مليار دولار) في مطلع 2025.

في الخلاصات، انخفضت الاحتياطات بعد 2014 ثم استقرت منذ 2018 تقريبًا ضمن نطاق مرتفع بالمعايير الدولية.

- الحاجة التمويلية السنوية: خطة الاقتراض لعام 2025 تقدر التمويل حتى 139 مليار ريال (37 مليار دولار)، ويشمل السندات/الصكوك محليًا ودوليًا، وقروضًا بديلة.

تجدر الإشارة إلى أن الحاجة التمويلية السنوية تغطي العجز + استحقاقات أصل الدين (للسعودية بين 2015 - 2025، حسب ما تتيحه الوثائق الرسمية. حيث توافرت "خطط الاقتراض السنوية" من المركز الوطني لإدارة الدين.

قبل 2019 لم تكن "الحاجة التمويلية" تُنشر كرقم موحد؛ لذا يصلح العجز المعلن تقريبًا جيدًا لاحتياجات التمويل (مع افتراض استحقاقات بسيطة) - وهو ما تعكسه

بيانات موف/ساما عن استئناف الإصدارات منذ 2015 وتطوير برنامج السكوك لاحقًا.

منذ 2019 بات المركز الوطني لإدارة الدين ينشر رقمًا واضحًا يجمع العجز+ الاستحقاقات ويذكر كذلك التمويل المسبق الذي يخفّض احتياجات العام التالي (كما حدث بين 2022 - 2023 وبين 2023 - 2024).

الاتجاه العام السريع

2015 - 2017: احتياجات مرتفعة جدًا بفعل هبوط النفط؛ جرى تمويلها بمزيج من السحب من الودائع/الأصول والإصدارات المحلية والدولية.

2019 - 2021: انتقال إلى إدارة نشطة عبر خطط سنوية؛ حاجة كبيرة في 2020 (الجائحة).

2022: أدنى احتياج نسبيًا (43 لإعادة التمويل)، ثم عودة الارتفاع 2024 (86) و 2025 (139) مع العجز واستحقاقات أصل الدين.

وعلى مستوى سعر التعادل المالي للنفط، فإن تقديرات 2025 تضع سعر 91 دولارًا/البرميل - أي أن تراجع النفط دون هذا المستوى يُوسّع العجز ما لم تُخفّض النفقات.

ويمكن استعراض سعر التعادل المالي للنفط في السعودية (دولار/برميل) لكل سنة بين 2015 - 2025 وفق تقديرات/توقعات صندوق النقد الدولي، كما تجمعها قاعدة قاعدة البيانات الاقتصادية للاحتياطي الفيدرالي الأميركي، وصندوق النقد الدولي الأرقام مقربة لأقرب دولار:

السنة	سعر البرميل بالدور
2015	94
2016	87

84	2017
89	2018
82	2019
76	2020
84	2021
88	2022
95	2023
98	2024

2025* 91 (قيمة متوقعة بحسب صندوق النقد)

ويجدر إلفات الانتباه إلى أن الاتجاه هابط من 2015 حتى 2020 مع ضبط الإنفاق وتغيرات دورة النفط، ثم عاد للارتفاع من 2021 مع مستويات الإنفاق ومخرجات النفط، ليبلغ ذروة قريبة من 98 دولارًا في 2024 قبل أن يتراجع تقديرًا إلى 91 دولارًا في 2025.

هذه القيم تخص التعادل المالي (ميزانية الحكومة)، وتختلف عن "التعادل الخارجي" (ميزان المدفوعات). وتتحرك مع ثلاثة عوامل رئيسية: الإنفاق الحكومي، الإيرادات غير النفطية، وحجم الإنتاج النفطي.

وينقلنا ماسبق إلى التعرّف على مستوى النمو، حيث خفّض صندوق النقد توقعات نمو 2025 إلى 3.3% مع استمرار خفض إنتاج النفط؛ أي أن محرّك النمو سيكون غير نفطي المموّل بالإنفاق.

وعلى نحو إجمالي، فإن مستوى النمو في السعودية بين 2015 و2025 قد شهد تقلبات، لكن الاتجاه العام يميل إلى التباين بين فترات تسارع ونكسات، مع تزايد الاعتماد على القطاع غير النفطي لتعزيز النمو. وفيما يلي صورة موجزة، عن بعض بيانات النمو (النتاج المحلي الحقيقي) بحسب بيانات البنك الدولي.

النمو السنوي للناتج المحلي الحقيقي (نسبة %) في السعودية:

- في 2024، كان النمو قد بلغ 1.8٪، وفق بيانات البنك الدولي والعديد من المصادر الرسمية.

- في 2025، توقع صندوق النقد أن يكون النمو حوالي 3.0٪، بعد خفض للتوقعات بسبب تمديد خفض إنتاج النفط من السعودية ضمن OPEC+ .

- في التقارير الأخرى، ورد أن الصندوق رفع توقعه للنمو في 2025 إلى 3.5٪ أو 3.6٪ استنادًا إلى أداء القطاع غير النفطي وتحسن الطلب المحلي.

في 2024، كان النمو الفعلي ضعيفًا بسبب انخفاض نشاط النفط، مع نمو القطاع غير النفطي حوالي 4.2٪، لكن الناتج النفطي سجل تراجعًا - مما أدى إلى نمو إجمالي محدود (1.8 ٪)، بحسب صندوق النقد الدولي.

لماذا تتجه الحكومة للتوسيع؟

1 - تمويل مشاريع ضخمة (بنية تحتية / سياحة/تحوّل حضري) دون استنزاف الاحتياطات.

2 - ترسيخ سوق دخل ثابت محلي بعمق أكبر (سوق صكوك ريالية شهرية).

3 - الاستفادة من شهية المستثمرين العالميين للصكوك وديون الكيانات شبه السيادية (مثل صندوق الاستثمارات العامة وشركاته).

ولكن السؤال هل ثمة استدامة مالية؟

الإجابة القصيرة: نعم مشروطة - بفضل انخفاض نسبة الدين/الناتج ووجود احتياطات كبيرة وسوق محلي آخذ في التعمق، لكن الاستدامة تعتمد على خمسة مفاتيح:

1 - مسار العجز: إذا استقرّ النفط حول التعادل أو أعلى، يبقى المسار مريحًا؛ أما إذا هبط النفط لفترة مطوّلة دون 80 - 85 دولارًا، مع إبقاء نفس وتيرة الإنفاق، فالعجوزات تتراكم ويكبر الدين. (المخاطر الهيكلية أشارت إليها تقارير صندوق النقد: عجوزات متوسطة الأجل رغم "وفرة" الاحتياطات).

2 - تكلفة الفائدة: حتى مع بدء دورة خفض الفائدة عالمياً، يبقى سيناريو "مرتفعة لفترة أطول" ممكناً؛ كل 100 نقطة أساس إضافية على عوائد السندات ترفع فاتورة خدمة الدين وتزاحم أولوية الإنفاق التنموي. (الموازنة تُظهر بند خدمة دين نامياً، والصندوق يحذر عالمياً من ضغط فوائد أعلى).

3 - نضج السوق المحلي: البرنامج الريالي يخفف مخاطر العملة والتمويل الخارجي، ويحدّ من تقلبات "السبريد Spread" الدولي أي الفارق بين سعري العرض والطلب، لكن الإفراط المحلي قد يزاحم الائتمان للقطاع الخاص أو يرفع الكلفة عليه إن لم يُدار منحنى العائد بعناية.

4 - مخاطر الكيانات شبه السيادية: توسّع اقتراض صندوق الاستثمارات العامة وشركاته لا يظهر كامله في الدين السيادي، لكنه التزام محتمل. تراكم الديون على مستوى المنظومة (سيادي + صندوق الاستثمارات العامة + شركات مملوكة للدولة) يزيد حساسية التصنيف الائتماني للصدمات).

5 - جودة المشاريع وتدفعاتها: الاستدامة تفترض أن المشاريع العملاقة تولّد نقداً يغطي ديونها تدريجياً. أي تأخر في التدفقات (تجارية/سياحية/عقارية) أو تغيير أولويات التنفيذ سيرفع المخاطر الائتمانية للمُصدر وللاقتصاد (الإيجار المجمّد في الرياض مثال على ضغط الأسعار والجدوى العقارية على المدى القريب).

ولكن أين قد تهتّر الصورة؟

يحصل ذلك نتيجة عوامل رئيسة منها:

- سيناريو نفط 70 - 75 دولاراً لسنة فصول متتالية + إبقاء الإنفاق الرأسمالي: يزداد العجز، وتتوسع الإصدارات السنوية، وترتفع حصة خدمة الدين من الموازنة. (يتّسق ذلك مع تحذير صندوق النقد من عجوزات مستمرة).

- فترة "سبريد" مرتفع عالمياً (شح سيولة/مخاطر جيوسياسية): تكاليف الاقتراض الخارجي ترتفع ويصبح الاعتماد على السوق المحلي أكبر، ما قد يزاحم القطاع الخاص.

- تضخم كلفة المشاريع أو تباطؤ التنفيذ: يُضعف قصّة العائد على الاستثمار ويجبر الدولة على تمويل فجوات أطول. (النموّ النفطي المقيد يضع العبء على القطاعات غير النفطية المدفوعة بالإنفاق).

تضخم المشاريع وتباطؤ التنفيذ

ماهي خلفية وعوامل تضخم كلفة المشاريع وتباطؤ التنفيذ وآثارها الاقتصادية القريبة والبعيدة المدى؟.

هذا السؤال يعين على فهم الاقتصاد السعودي اليوم، لأن تضخم كلفة المشاريع وتباطؤ التنفيذ أصبح من أبرز مظاهر الضغوط الهيكلية التي تواجه "رؤية 2030". وفيما يلي عرض شامل يتناول الخلفية، العوامل، والآثار قصيرة وطويلة المدى:

في الخلفية العامة، منذ إطلاق رؤية 2030 في إبريل 2016، أطلقت السعودية سلسلة من المشاريع العملاقة مثل نيوم، ذا لاين، البحر الأحمر، القدية، أمالا، روشن، السودة، وغيرها، بوصفها محرّكًا للتنويع الاقتصادي وتوطين الاستثمار.

لكن مع مرور الوقت، تبين أن التقديرات الأولية للكلفة والجدول الزمني كانت متفائلة للغاية، وأن بيئة التنفيذ واجهت تحديات مالية وبشرية وتقنية، أدت إلى تضخم التكاليف وتأجيل عدد من المراحل.

فماهي العوامل المسببة لتضخم الكلفة وتباطؤ التنفيذ؟

1 - العوامل الاقتصادية والمالية:

أ - ارتفاع أسعار الفائدة عالميًا (2022 - 2025): مع تشديد السياسة النقدية الأميركية، ارتفع سعر الاقتراض عالميًا، ما رفع كلفة تمويل المشاريع التي تعتمد على السندات أو القروض الدولية.

ب - زيادة تكاليف المواد الإنشائية والطاقة والنقل: بعد جائحة كورونا والحرب الأوكرانية، وتالياً الحصار البحري الذي فرضه اليمن اسنادًا لصمود أهل غزة في مواجهة العدوان الاسرائيلي، ارتفعت أسعار الحديد، الإسمنت، والنقل البحري، ما أدى إلى تضاعف كلفة المواد المستوردة.

ج - تراجع إيرادات النفط في بعض الفترات (2023 - 2024): وقد أدى ذلك إلى تأجيل دفعات وتمويلات لبعض المشاريع، وقُصّص قدرة الحكومة على التمويل المباشر.

د - تغيير سعر صرف الريال مقابل الدولار عبر ارتفاع الأسعار العالمية؛ رغم تثبيت الربط، إلا أن ارتفاع الدولار رفع الكلفة على المقاولين الأجانب.

2 - العوامل الإدارية والتنظيمية

أ - ضعف التنسيق بين الهيئات المنفذة: تعدد الجهات (صندوق الاستثمارات العامة، وزارة الإسكان، وزارة السياحة، هيئات المناطق) يؤدي أحياناً إلى ازدواجية وتأخير في الإجراءات.

ب - تبدل الأولويات داخل المشاريع العملاقة نفسها: فمثلاً، تغيير تصميم "ذا لاين" أكثر من مرة، وأعيدت هيكلة مراحل نيوم لتناسب مع القدرة التمويلية، مما ضاعف النفقات وأجل التسليم.

ج - نقص الخبرات الإدارية والتنفيذية المحلية: الاعتماد الكبير على استشاريين أجانب ذوي كلفة عالية، دون بناء كافٍ للكفاءات الوطنية، رفع النفقات وأطال المدد.

3 - العوامل التقنية والبشرية

أ - قلة العمالة الماهرة المتخصصة في المشاريع المستقبلية: السعودية تعتمد على استقدام عمالة خارجية محدودة الخبرة في مشاريع التكنولوجيا العالية أو المدن الذكية.

ب - تحديات البنية التحتية السابقة: بعض المواقع (كشمال غرب المملكة) كانت تفتقر للبنية الأساسية، فصارَت الحاجة إلى "بنية تحتية للمشروع قبل المشروع" نفسه.

4 - العوامل الجيوسياسية

أ - توترات المنطقة والاضطرابات في سلاسل التوريد العالمية: الحصار المفروض على السفن المتوجهة إلى الكيان الإسرائيلي عبر البحرين العرب والأحمر منذ 2023، وتباطؤ الإمدادات من الصين وأوروبا، رفعت كلفة الشحن وأخرت التسليم.

ب - العقوبات على بعض الشركات والموردين الدوليين أثّرت في قدرة السعودية على الاستيراد أو التوريد بالجدول الزمني المحدد.

الآثار الاقتصادية قصيرة المدى

1 - ارتفاع النفقات الرأسمالية الحكومية: تضخم الكلفة يعني زيادة العجز المالي أو اللجوء إلى الاقتراض، ما يرفع الدين العام (بلغ في منتصف 2025 نحو 1.39 تريليون ريال).

2 - ضغط على السيولة المحلية: ضخ مبالغ كبيرة في مشاريع مؤجلة يؤدي إلى اختناقات تمويلية للبنوك المحلية، ويجعل الحكومة تنافس القطاع الخاص على التمويل.

3 - تضخم الأسعار الداخلية: زيادة أجور المقاولين والمواد ترفع الأسعار في قطاعات السكن، الخدمات، والمطاعم، وتؤثر على القوة الشرائية للمواطنين.

4 - انخفاض معدل التنفيذ الفعلي للنمو الاقتصادي: تأخير المشاريع يضعف مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي، ما يفسّر تباطؤ النمو الكلي إلى نحو 1.8% عام 2024 رغم الإنفاق الضخم.

الآثار بعيدة المدى

- تآكل الجدوى الاقتصادية للمشروعات العملاقة: عندما تتضاعف كلفة المشروع، تتراجع عائداته المتوقعة. مثلاً: إذا ارتفعت كلفة "ذا لاين" من 500 مليار إلى تريليون دولار، فإن العائد على الاستثمار ينخفض إلى نصف ما كان متوقعاً.

- زيادة عبء الدين العام والعجز المستقبلي: استمرار تمويل المشاريع المؤجلة من خلال الاقتراض يؤدي إلى تراكم الدين وتقلص المرونة المالية للدولة، مما يزيد الحاجة إلى ضرائب ورسوم جديدة.

- مخاطر فقدان الثقة الاستثمارية: إذا شعر المستثمرون بتأخر المشاريع أو ضعف الجدوى، تتراجع شهية الاستثمار الأجنبي المباشر، وتزداد كلفة المخاطر في السوق السعودية.

- تأثير على سوق العمل والتحول الاقتصادي: تأجيل المشاريع يعني ببطء خلق الوظائف في القطاعات المستهدفة (السياحة، الترفيه، التقنية)، مما يُضعف هدف تنويع الاقتصاد عن النفط.

- اختلال الجدول الزمني لرؤية 2030: رؤية 2030 تعتمد على تتابع زمني للمشاريع، وتأجيل بعضها يربك تسلسل الإنجاز، ويؤخر النتائج الاقتصادية والاجتماعية المرجوة.

الاستراتيجيات المقترحة للحد من التضخم والتأخير

- مراجعة دور صندوق الاستثمارات العامة: لتقليل التزام مالي مع الموازنة العامة وضبط الإنفاق الرأسمالي.

- تحويل بعض المشاريع إلى شراكات (تعادل القوة الشرائية) لتقاسم المخاطر مع القطاع الخاص.

- تعزيز المشتريات المحلية وسلاسل الإمداد الداخلية لتقليل الاعتماد على الخارج.

- إعادة هيكلة الجدول الزمني للمشاريع العملاقة على أساس واقعي يوازن بين الكلفة والعائد.

- تحسين الحوكمة والمساءلة في الأجهزة المنفذة للمشروعات الضخمة.

في الخلاصات، إن تضخم الكلفة وتباطؤ التنفيذ في السعودية ليسا مجرد خلل إداري، بل انعكاس لبنية مالية واقتصادية متسارعة التحول تعيش اختبار "الرؤية". الآثار قصيرة المدى تظهر في التضخم والعجز المالي، أما البعيدة فتتعلق بجذوى المشاريع ومستقبل التنويع الاقتصادي. إن التعامل مع الظاهرة يتطلب إدارة مالية صارمة، وإعادة ترتيب الأولويات، وإدخال القطاع الخاص شريكاً حقيقياً لا تابعاً في تمويل وتنفيذ المشاريع الكبرى.

إشارات إنذار مبكر

ثمة إشارات تظهر في مرحلة مبكرة وتؤكد الحاجة إلى تعديل في المسار الاقتصادي العام وهذه الإشارات هي:

- 1 - ارتفاع حصة خدمة الدين من الإنفاق بسرعة
- 2 - اتساع العجز رغم نفط قريب من التعادل
- 3 - تزايد دور الإقراض قصير الأجل أو تبدل سلبي في هيكل الآجال
- 4 - توسع سريع في ديون الكيانات المملوكة للدولة صندوق الاستثمارات العامة/مقارنةً بتدفقاته التشغيلية

5 - انكماش ملحوظ في الاحتياطيات رغم غياب صدمة خارجية

ولكن كيف يكون التوسع "أكثر أماناً"؟

والجواب المباشر هو قاعدة إنفاق نفطية، أي تثبيت سقف للإنفاق الجاري، وربط الإنفاق الرأسمالي بسعر نفط محافظ (دون التعادل) لتجنب التآرجح.

ولكن كيف يمكن الاتكال على قاعدة إنفاق نفطي مستقرة في ظل التقلبات السوقية وكيف يمكن للسعودية التي انتقلت الى مرحلة ما بعد النفط أن تتمسك بهذا خيار؟

وهذا السؤال يضع اليد على التناقض البنيوي بين رواية "ما بعد النفط" وبين استمرار الدورة المالية معتمدة على النفط. الحل ليس شعار "الاستغناء عن النفط"، بل فك الارتباط المالي التدريجي بين الميزانية ودورة النفط، مع تحويل النفط من "دخل دوري متقلب" إلى "أصل مالي يدر عائداً مستقرًا"، وفيما يلي إطار عملي متكامل:

1 - ما معنى "قاعدة إنفاق نفطي مستقرة"؟

ليست سعرًا ثابتًا للنفط، بل قاعدة مالية تجعل الإنفاق الحكومي قابلاً للتنبؤ بصرف النظر عن سعر النفط. وجوهرها: تقويم سنوي للقدرة على الصرف انطلاقاً من إيرادات نفطي مُعالَج دوريًا + عائد مالي مستدام من ثروة سيادية، مع سقوف للإنفاق لا تتبدل مع كل موجة أسعار.

2 - الأدوات الأساسية لفك الارتباط عن تقلبات السوق:

أ - قاعدة سعر مرجعي للنفط: استعمال متوسط متحرك لخمس أعوام أو "سعر مرجعي تحوّطي" أدنى من السوق. الفائض عند ارتفاع السعر يُرحّل لصندوق استقرار؛ والعجز عند انخفاضه يُموّل من هذا الصندوق بدلاً من قصّ الإنفاق فجأة.

ج - مرتكز العجز غير النفطي: اعتماد هدف سنوي/مسار متعدد السنوات لعجز أولي غير نفطي، يضبط الإنفاق بمعزل عن الصادرات النفطية، وهذا المؤشر يصبح بوصلة السياسة المالية.

هـ - سقف نمو للإنفاق: ربط نمو الإنفاق (خصوصًا التشغيلي) بمعدل النمو المحتمل للقطاع غير النفطي أو بمعدل ثابت (مثلاً 3 - 4%)، لمنع "الطفرة" في سنوات الرواج.

- مرساة دين: تحديد نطاق مستهدف لنسبة الدين/الناتج (مثلاً 30%) مع حدود إنذار مبكر. أي تجاوز يفرض تلقائيًا تعديلًا في الإنفاق أو زيادة في الضرائب غير النفطية.

- صندوق ادّخاري للأجيال (لتوظيف الفوائض في أصول عالمية تولّد عائداً سنوياً مستداماً يُحوّل للموازنة كنسبة ثابتة - قاعدة "الدخل الدائم" 3 - 4% من صافي الأصول).

- تنعيم توزيعات أرامكو: اعتماد مسار توزيعات أرباح مُجدول ومتوقّع لسنوات، لا يتقلب مع السعر الفصلي، وهذا وحده يخلق خط تمويل ثابت للميزانية.

- التحوّط السعري الجزئي: برنامج تحوط محدود (عقود خيارات على جزء من الإنتاج) لتثبيت أرضية سعرية لجزء من الإيرادات - على غرار نماذج دولٍ أخرى - مع حوكمة صارمة وشفافية.

- إطار متوسط المدى للمالية العامة: موازنات ثلاثية/خماسية الأجل محدثة سنوياً، تربط المشاريع متعددة السنوات بسقوف ملزمة، وتُظهر الالتزامات المستقبلية لتعادل القوة الشرائية، الضمانات.

- توسيع قاعدة الإيرادات غير النفطية: ومع أن الحكومة مستمرة في ضريبة القيمة المضافة، والرسوم الانتقائية، ورسوم العبور/اللوجستيات، وإيرادات الأصول الحكومية المؤجّرة، فإن انهاء كاهل المواطن بالضرائب يفضي إلى تداعيات اقتصادية

واجتماعية خطيرة، وهذا يستوجب اللجوء الى مصادر أخرى انتاجية وغير نفطية، مع تخفيف أثرها على النشاط عبر تصميم تدريجي وعادل.

إدارة محفظة المشاريع: "بوابات" تُطلق الدُفعات فقط عند تحقق معايير الجدوى والجاهزية، مع تدرّج مرحلي ووقف تلقائي للتوسعات إذا استنزف صندوق الاستقرار. ولكن كيف "تتمسك" السعودية بخيار قاعدة إنفاق مستقرة، وهي تبشّر بأنها في "مرحلة ما بعد النفط"؟ فما بعد النفط اقتصاديًا لا يعني توقف إنتاج النفط، بل تمويل الميزانية كأن النفط "استثمار مالي". وهذا يعني:

- تُحوّل الإيرادات النفطية (بعد كلفة الإنتاج) أولاً لصندوق الاستقرار/الادخار

- تُموّل الميزانية من عائد استثماري سنوي مستدام + إيرادات غير نفطية

- النفط يصبح أصلًا يدرّ دخلاً ماليًا لا "أجرًا دوريًا متقلبًا".

هذا ينسجم مع التنويع: كلما ارتفع وزن العائد المالي والإيراد غير النفطي في الموازنة، انخفض معامل حساسية الإنفاق لتقلبات سعر البرميل.

الآثار الاقتصادية المتوقعة

الآثار قصيرة الأجل:

- تراجع "التأرجح" في الإنفاق العام؛ تحسّن ثقة المستثمر؛ خفض علاوة المخاطر على الدين السيادي؛ مرونة أكبر في دورات التشديد النقدي.

الآثار متوسطة/طويلة الأجل:

استقرار استثماري يسمح بتخطيط رأس مال بشري وبنية تحتية دون "قفزات"؛ رفع جودة الإنفاق الرأسمالي مقابل النفقات التشغيلية المنتج (تقليل احتمال "مرض هولندي" في الطفرات بالاعتماد على مصدر واحد للدخل (النفط) مع تداعياته الاقتصادية والمالية والصناعية والاستثمارية..

مخاطر التنفيذ وكيف تُدار

- انضباط سياسي: القاعدة لا تنجح بلا حوكمة وقواعد "هروب من القاعدة" محددة حجمًا وزمنًا.

- شفافية وسلاسل بيانات: نشر دوري لمسار العجز غير النفطي، وسقف الإنفاق، وأداء الصناديق.

- تزامم تمويلي مع صندوق الاستثمارات العامة: تفكيك التزام بين تمويل الموازنة وتمويل المشاريع الاستثمارية؛ استخدام تمويل مسبق وإعادة تمويل ذكي لتوزيع الاستحقاقات.

مخاطر التحوّط: برامج صغيرة، متدرجة، بتقارير علنية وتقييم مستقل للمخاطر.

خارطة طريق عملية (12 شهرًا)

- إعلان قاعدة مالية ثلاثية الأركان: (عجز غير نفطي مستهدف+سقف نمو إنفاق+مرساة دين).

- إنشاء/تعزيز صندوق استقرار بصلاحيات تحكّم تلقائي بالتدفقات.

- تعاقد على برنامج تحوّط محدود (أرضية سعرية) لجزء صغير من الإنتاج.

- إعادة جدولة توزيعات أرامكو على مسار ثابت متعدد السنوات.

- إطلاق الإطار المتوسط المدى للإنفاق مُلزم مع كشف الالتزامات المستقبلية.

- مراجعة محفظة المشاريع الكبرى بآلية نموذج المراحل والبوابات Stage-Gate وربط التمويل بتحقيق مؤشرات غير نفطية. بكلمات أخرى: إدارة المشروع على شكل سلسلة مراحل، يفصل بينها "بوابات" تقييم حاسمة، لا يُسمح بالانتقال من مرحلة إلى أخرى إلا بعد اجتياز متطلبات محددة.

- نشر تقارير فصلية عن العجز غير النفطي والتقدم في الإيرادات غير النفطية.

- تطوير مصرفة إيرادات الأصول العامة (إيجارات، امتيازات).

- اعتماد مراجعات إنفاق سنوية لرفع الكفاءة.

- تعزيز الأتمتة الضريبية لخفض التهرب ورفع التحصيل دون رفع المعدلات.

- بناء قدرات التحليل الدوري للنفط (سعر مرجعي، حساسية، سيناريوهات).

- تشكيل مجلس سياسة مالية مستقل استشارياً لقياس الالتزام بالقواعد.

وفي الخلاصات، يمكن الاعتماد على "قاعدة إنفاق مستقرة" حتى في اقتصاد ينتقل "بعد النفط" إذا عُوِّمِل النفط كأصل مالي طويل الأجل، وجرى تحويل تقلب سعر البرميل إلى تدفقات مستقرة عبر قواعد مالية وصناديق استقرار وعائد استثماري مستدام، مع ضبط نمو الإنفاق والعجز غير النفطي. بهذه الصيغة، تثبت القاعدة - حتى لو بقي النفط متقلباً - وتتماهى مع هدف التنويع بدل أن تناقضه.

تعميق المحلي وتنويع المستثمر: الاستثمار في الصكوك الريالية المنتظمة، وتوسيع قاعدة المستثمرين (صناديق تقاعد/تأمين)، وتطوير أدوات ثابتة/متغيرة الكوبون لإدارة المخاطر.

ولكن كيف يمكن للسعودية أن تعمق المحلي وتنوع المستثمر في ظل نزوع نحو الخارج وتوسع في الاستثمار غير المنضبط أحياناً؟ فماذا يعني ذلك كله؟ يعني:

1 - تعميق المحلي: من "استيراد" إلى "سلاسل قيمة"

أ - سياسة محتوى محلي ذكية: تحويل شرط المحتوى المحلي من نسب عامة إلى متطلبات بسلاسل القيمة (مكونات، عتاد، خدمات هندسية، برمجيات)

ب - اعتمادات قابلة للتداول لمحتوى محلي تُمنح للموردين وتُستخدم في المناقصات أو تباع لغيرهم. وفي الوقت نفسه، تطوير الموردين بدل استبدالهم: برامج تطوير المورد مع تمويل تشاركي (قروض مُسندة بعقود المشتريات + ضمانات أداء).

ج - صناعية/خدمية قابلة للتصدير: تحديد 6 - 8 عنقوديات وطنية: مكونات طاقة متجددة، بتروكيمياويات متقدمة، أجهزة طبية، لوجستيات وبحري، سياحة وتجارب، ألعاب/وسائط رقمية، زراعة محكّمة). ربط كل عنقودية بجامعة/مركز وحاضنة تقنية ومزود تدريب مهني تعاوني.

د - تمويل إنتاجي لا ريعي: بنك تنمية صناعي/تصدير يقدّم قروضاً ميسّرة وربطها بمؤشرات إنتاج وتصدير.

- سندات/صكوك إيرادات البنية التحتية الإنتاجية، وصكوك بلدية لمرافق المدن الصناعية.

هـ - سياسات سوق: قانون منافسة يحدّ من التركيز، وتوسيع قانون الإفلاس لتيسير الخروج والبدء من جديد.

2 - تنويع المستثمر: من "مستثمر واحد ضخم" إلى نظام بيئي متعدد أي صناعة بيئة استثمارية متنوعة وهذا يتطلب:

أ - هيكل الاستثمار الأجنبي المباشر حسب الغرض: فالاستثمار الأجنبي المباشر استراتيجي (نقل تقنية + تصدير): شراكات مع شركات آسيوية/أوروبية بمذكرات إلزامية لنقل التكنولوجيا ومراكز هندسة.

- الاستثمار الأجنبي المباشر طويل الأجل: جذب صناديق تقاعد وسيادية عبر مركبات مشتركة يقودها مستثمرون محليون.

ب - أسواق رأس المال: تسريع الإدراج الثانوي للشركات المتوسطة، وإنشاء سوق خاصة خارج التداول الرسمي، أي منظمة للشركات النامية.

ج - أدوات للمغتربين والأسر الاستثمارية: صكوك/سندات للمغتربين بآجال متدرجة وربط جزء من العائد بمؤشرات التنمية المحلية.

3 - ضبط التوسع الخارجي (خاصة الاستثمارات السيادية):

أ - قواعد حوكمة ملزمة: من قبيل عتبات عائد تفاضلية حسب المخاطر، وتقدير المخاطر قبل وقوعها ويكون إلزامياً للمشاريع الكبرى، ومراجعات بعد التنفيذ أو بعد انتهاء النشاط المالي أو المشروع منشورة مختصراً. ولوحة تحكّم عامة تُظهر: توزيع الأصول خارجي/محلي، العوائد المحققة مقابل المرجعية، ومعدّلات "القيمة المحلية المضافة".

ب. مبدأ المشاركة الذكية في الاستثمار: أي استثمار خارجي كبير يُقابله برنامج محلي مماثل في القطاع نفسه (تعميق الموردين، تدريب، تصنيع). وتوجيه جزء من العوائد الخارجية إلى صندوق استقرار/ادّخار يمول عائداً سنوياً ثابتاً للموازنة (قاعدة الدخل الدائم).

4 - الشراكات والدفع على أساس النتائج:

- أ - عقود حكومية دفع مقابل نتائج في الصحة، المهارات، والخدمات البلدية.
- ب - التزامات سوق متقدمة لشراء منتجات محلية محددة المعايير (مثلاً مضخات هيدروجين، مستشعرات، أجهزة طبية).

5 - إدارة المخاطر الكلية عن طريق:

- أ - قاعدة إنفاق تربط نمو الإنفاق بالنمو غير النفطي، ومرساة دين (30%).
- ب - برنامج تحوط سعري جزئي للنفط لحماية التدفقات إلى المشتريات المحلية.
- ج - تنسيق كلي لمنع تزامم التمويل بين الموازنة وكيانات الاستثمار.

6 - خارطة طريق 12 - 18 شهرًا

7 - مؤشرات متابعة حول الأداء

في الخلاصات، فإن تعميق المحلي لا يعني الانغلاق، وتنويع المستثمر لا يعني فتح الباب بلا ضوابط. المزج الصحيح: سلاسل قيمة محلية تنافسية + بيئة تمويل وأسواق رأس مال متعددة الطبقات + حوكمة صارمة لاستثمارات الخارج تُحوّل كل ريال خارجي إلى رافعة لقيمة مضافة داخلية مستدامة.

شفافية "المجمّع السيادي"

فماذا يُقصد بمصطلح المجمّع السيادي وكيف تكون الشفافية في بلد يفتقر الى آليات المحاسبة والمراقبة وحرية تدفق المعلومات مثل السعودية؟

سؤال مفتاحي في فهم المعضلة البنيوية للاقتصاد السياسي السعودية. إذ كيف يمكن الحديث عن "حوكمة مالية" و"شفافية سيادية" في ظل بنية سلطوية مغلقة تحتكر القرار والبيانات معاً؟

دعنا نبدأ بتوضيح المصطلح، ثم ننتقل إلى العلاقة بين المجمّع السيادي والشفافية في السياق السعودي تحديداً.

ويقصد بـ "المجمّع السيادي" (Sovereign Complex) ليس كياناً واحداً، بل منظومة مترابطة من الصناديق والمؤسسات والشركات الحكومية التي تتصرف في الثروة الوطنية كأنها "رأسمال سيادي" ويشمل ذلك عادة:

- صندوق الاستثمارات العامة وهي الذراع الرئيس للاستثمار المحلي والدولي.
 - البنك المركزي (ساما) الذي يحتفظ بالأصول الاحتياطية ويدير السياسة النقدية.
 - صناديق التقاعد والتأمينات الاجتماعية وهي تملك استثمارات كبيرة في الأسهم والعقار والبنوك.
 - شركات شبه سيادية مثل أرامكو وسابك وروشن ونيوم وغيرها.
 - المؤسسات التمويلية كالمركز الوطني لإدارة الدين وصندوق التنمية الوطني.
- وهذه مجتمعة تشكل منظومة مالية مترابطة تجمع بين وظيفة الدولة كمالك، ومقرض، ومُستثمر، ومُنظّم في آن واحد.

في الحالة السعودية، فإن إشكالية "المجتمع السيادي" تتراوح بين:

1 - تسييس القرار الاستثماري: في النظم الديمقراطية، الصندوق السيادي عادة أداة مالية مستقلة؛ أما في السعودية فهو ذراع سياسي للسلطة الحاكمة: يُستخدم لتحقيق أهداف داخلية (تحفيز مشاريع الرؤية، دعم الولاء النخبوي)، وخارجية (تبييض الصورة، شراء النفوذ في الجامعات والشركات والأندية). وهذا التسييس يعني أن العوائد الاقتصادية ليست المعيار الوحيد، بل أحياناً تُضخّ بها لتحقيق مكاسب رمزية أو جيوسياسية.

2 - تداخل الأدوار وانعدام الفصل المؤسسي: نفس القيادة السياسية تُشرف على المالية العامة والاستثمار السيادي وأرامكو. أي أن المجمّع السيادي يعمل ككتلة سلطة واحدة لا كأجهزة متوازنة. نتيجة ذلك: لا يمكن التمييز بين ما هو "مال عام" وما هو "مال الصندوق".

3 - غياب القواعد القانونية للشفافية: فلا يوجد قانون ملزم للإفصاح عن معاملات الصناديق أو نسب العوائد أو بنود المخاطر. وأن التقارير المنشورة دعائية أكثر منها

مالية (تُرَكِّز على المشاريع لا على الحسابات). فلا يوجد برلمان منتخب أو هيئة رقابة مالية مستقلة قادرة على مساءلة الصندوق.

4 - تضارب بين الاستثمار الخارجي والتنمية الداخلية: يوجّه المجمع السيادي مئات المليارات إلى استثمارات في الخارج (شركات ترفيه، نوادٍ رياضية، أسهم تكنولوجيا) في وقت تحتاج فيه السوق المحلية إلى تمويل الصناعات والبنية الإنتاجية. وفي غياب المساءلة، يُبَرَّر هذا التوجه تحت عنوان "تنويع العائد"، لكنه فعليًا يعكس مركزية القرار وتغليب البعد السياسي على الاقتصادي.

الشفافية في نظام مغلق: المفارقة البنيوية

في البلدان الديمقراطية، الشفافية السيادية تقوم على ثلاثة أعمدة:

- المساءلة البرلمانية.

- الإفصاح العام الدوري وفق معايير صندوق النقد

- حرية الصحافة والوصول إلى المعلومات.

أما في السعودية، فهذه الأعمدة غائبة أو شكلية، لذلك تتحوّل الشفافية إلى إعلان انتقائي حيث:

- تُنشر أرقام الإنفاق والمشاريع الكبرى، لكن لا تُنشر العقود أو الكلفة الحقيقية أو العوائد أو أسماء الأطراف المستفيدة.

- ويُحظر التحقيق الصحفي أو الأكاديمي في ملفات المال العام.

بكلمة أخرى، هناك شفافية إعلانية لا شفافية محاسبية.

وعلى مستوى النتائج الاقتصادية والسياسية لغياب الشفافية يحصل الآتي:

1 - تضخم المخاطر النظامية: عندما تتركز الثروة الوطنية في مؤسسات لا تخضع للتدقيق، تتزايد احتمالات سوء الإدارة والفساد.

2 - تآكل الثقة الاستثمارية: المستثمر الأجنبي لا يعرف القواعد التي تحكم تدخّل الصندوق السيادي في السوق أو المنافسة معه.

3 - غياب الكفاءة التخصيصية: فالأموال تُوجَّه حسب الولاءات السياسية لا العوائد الاقتصادية، فيضيع مفهوم الكفاءة.

4 - ضعف الاستدامة المالية: من دون نشر بيانات الأداء الفعلي، لا يمكن تقدير المخاطر على الدين العام أو السيولة الاحتياطية.

5 - إعاقة بناء اقتصاد سوق حقيقي: لأن "المجمّع السيادي" يحتكر التمويل والأصول ويحول دون تكوّن قطاع خاص مستقل.

وهنا يبرز السؤال المركزي: كيف يمكن بناء شفافية داخل نظام مغلق؟ وحتى في بيئة سلطوية، يمكن تصميم أدوات تدريجية للشفافية لا تتطلب إصلاحًا سياسيًا مباشرًا:

- 1 - نشر تقارير مالية مدققة لكل صندوق/هيئة.
- 2 - إنشاء لجنة تدقيق مستقلة مشتركة بين ساما ووزارة المالية تراجع التحويلات بين الموازنة والصناديق.
- 3 - اعتماد معايير سانتيغو لضمان استقلالية وشفافية الصناديق، لخدمة الأهداف الاقتصادية طويلة المدى، وليس كأدوات نفوذ سياسي أو جيوسياسي، للإفصاح السنوي (كما فعلت الإمارات والنرويج).
- 4 - بوابة معلومات موحدة تتضمن جميع المشاريع السيادية (الميزانيات، العقود، نسب الإنجاز).
- 5 - نشر بيان سنوي للمخاطر يوضح التعرض الجغرافي والقطاعي.
- 6 - مراجعة برلمانية رمزية (ولو في مجلس الشورى) يمكن أن تفتح الباب التدريجي للمساءلة العلنية.

لكن كل ذلك يبقى جزئيًا وهشًا إذا لم يترافق مع:

- حرية الوصول إلى المعلومات

- حماية الصحافة الاقتصادية

- تمكين المجتمع المدني من مراقبة المال العام.

وعلى الرغم من أن صندوق الاستثمارات العامة أصبح عضوًا في المنتدى الدولي للصناديق السيادية منذ عام 2014 فإنه لم يلتزم بالمعايير التي اقترحها المنتدى فهو:

1 - لا ينشر بيانات مالية مفصلة أو قوائم تدقيق مستقلة.

2 - لا يوضح عائد الاستثمار السنوي أو توزيع الأصول الجغرافي.

3 - لا يعلن سياسات المخاطر أو قرارات التوظيف والتخارج.

في الخلاصات، فإن "المجمّع السيادي" في السعودية ليس مجرد منظومة مالية، بل تجسيد لتركيز السلطة في يد الدولة الريعية الحديثة. وأن شفافيته المعلنة لا تُخفي غياب المساءلة الحقيقية، بل تُعيد إنتاجها في شكل بيانات تسويقية.

ومع أن القواعد الفنية (كالإفصاح والمعايير الدولية) يمكن أن تحسّن الصورة، إلا أن جوهر المشكلة سياسي:

- لا شفافية مالية حقيقية بلا توزيع للسلطة وتعدد في مراكز القرار وحرية في تداول المعلومة.

- ربط التمويل بالأداء: استخدام صكوك/سندات مرتبطة بالمؤشرات تشغيل/إيراد مشروع (في المشاريع القادرة على توليد نقد، ما يخفف عبء الخزانة).

- تسعير المخاطر جغرافيًا: تمويل جزء أكبر بالربال لمكونات محلية خالصة، واللجوء للعملة الأجنبية حيث العائد الدولارى متحقق (سياحة/تصدير خدمات).

وتجدر الإشارة إلى أن تسعير المخاطر جغرافيًا أصبح من الأدوات الحديثة في إدارة المحافظ الاستثمارية، خاصة لدى الصناديق السيادية والدول التي تعمل عبر مناطق متعددة مثل السعودية.

ويعنى بتسعير المخاطر جغرافيًا تقدير العائد المطلوب من الاستثمار بحسب موقعه الجغرافي، أي أن:

كل منطقة من العالم تحمل مستوى مختلفًا من المخاطر السياسية، الاقتصادية، القانونية، والاجتماعية، وبالتالي تحتاج إلى "عائد متوقع أعلى أو أدنى" لتعويض تلك

المخاطر. فإذا كان المستثمر السيادي يضح أموالاً في مناطق تتخفف فيها المخاطر السياسية والتنظيمية يكون العائد المطلوب أقل. أما في مناطق تكون فيها المخاطر أعلى (تقلبات، عملة، استقرار سياسي)، فإن العائد المستهدف يرتفع. بكلمة أخرى: العائد المتوقع = العائد الخالي من المخاطر + علاوة مخاطر السوق + علاوة مخاطر الدولة/المنطقة.

في التطبيق العملي يكون المطلوب:

1 - توزيع الأصول جغرافياً: الصندوق أو المستثمر يقوم بتقسيم محفظته إلى مناطق (أمريكا الشمالية، أوروبا، آسيا، الشرق الأوسط، أفريقيا...)، ويضع لكل منطقة عائداً مستهدفاً متناسباً مع المخاطر.

نموذج تحليل المخاطر الجغرافية: يتضمن تقييمات للتضخم، استقرار النظام السياسي، كفاءة القضاء، الفساد، الأطر التنظيمية، وأمن الملكية.

تُحوّل هذه المؤشرات إلى نقاط كمية ثم تُترجم إلى علاوات سعرية على العائد المطلوب.

2 - ربط التمويل والعوائد بالموقع: إذا كانت السعودية مثلاً تمول مشروعاً في باكستان أو السودان أو المغرب، فالمعايير يجب أن تفرض علاوة مخاطرة إضافية مقابل هذه الوجهات. أما تمويل مشاريع داخل المملكة، فالمخاطر أقل نسبياً لكنها سياسية وتنفيذية، لذا تُسعر بشكل مختلف.

لماذا يهم هذا المفهوم في الحالة السعودية؟

1 - لأن السعودية أصبحت مستثمراً جغرافياً عالمياً، فصندوق الاستثمارات العامة ينشط في أوروبا، أمريكا، الهند، الصين، أفريقيا، بل وحتى في مشاريع رياضية وترفيهية في مناطق غير مستقرة اقتصادياً. لكن لا توجد دلائل علنية على أن هذه الاستثمارات تُسعر وفق علاوات مخاطر حقيقية. وهذا يعني أن الصندوق قد يدفع أكثر مما تستحق الأصول في أسواق عالية المخاطر، مما يضعف العائد الكلي.

2 - غياب الإفصاح يجعل التسعير اعتباطياً: في أنظمة شفافة، يتم الإفصاح عن منهجية "تسعير المخاطر" بحيث يعرف البرلمان والمجتمع كيف يتم توزيع الثروة

جغرافيًا. أما في السعودية، فلا أحد يعرف ما إذا كانت المخاطر الجغرافية مسعرة فعليًا أم لا، أو إن كانت الاعتبارات السياسية (التحالفات، النفوذ، العلاقات الشخصية) هي التي تحدد قرارات الاستثمار.

3 - ارتباط المخاطر الجغرافية بالسيادة السياسية: عندما تتوسع السعودية في استثماراتها في دول غير مستقرة سياسيًا - كمشاريع في أفريقيا أو جنوب آسيا - دون تسعير دقيق للمخاطر الجغرافية، فهي تعرّض المال السيادي لمخاطر غير محسوبة. وفي الوقت نفسه، تمنح هذه الاستثمارات نفوذًا سياسيًا قصير المدى على حساب العوائد طويلة الأمد.

ولكن كيف يمكن تطبيق تسعير المخاطر الجغرافي بطريقة صحيحة؟ الجواب على ذلك يتحدد من خلال مجموعة شروط:

- إنشاء نموذج داخلي لتقييم المخاطر الجغرافية بالاعتماد على بيانات وكالات التصنيف، وتقارير البنك الدولي، ومؤشرات الحوكمة العالمية.

- ربط القرار الاستثماري بالعائد المعدّل حسب المخاطر. أي لا يُسمح بالاستثمار في بلد ما إلا إذا كان العائد المتوقع أعلى من "الحد الأدنى المقبول للمخاطرة".

- مراجعة سنوية لمحفظة الأصول الجغرافية بهدف تقليل التركيز في مناطق عالية المخاطر أو لزيادة الحماية عبر أدوات التحوط أو التأمين السياسي.

- تقرير علني عن التوزيع الجغرافي يوضح أين تذهب الأموال السيادية، وما مستوى المخاطر والعوائد في كل منطقة - وهو معيار تطبقه الصناديق الشفافة (مثل النرويجي).

وفي الخلاصات، فإن تسعير المخاطر جغرافيًا هو الأداة التي تضمن أن كل استثمار يعكس حقيقته السياسية والاقتصادية والبيئية. وبدونها، يصبح الاستثمار السيادي نوعًا من المقامرة الجيوسياسية أكثر منه إدارة مالية.

وفي السياق السعودي، غياب هذه الأداة أو غياب الشفافية في استخدامها يعني أن المال العام قد يُستعمل كأداة نفوذ خارجي دون حساب لمردوده أو لمخاطره.

وهنا تأتي أهمية خطط التحوّط من أجل إدارة نشطة لمخاطر الفائدة مع مسار نزولي للفائدة العالمية غير مضمون. ويقصد بالتحوّط (Hedging): "شراء الحماية من خطر مالي محتمل، مقابل كلفة محددة ومعلومة سلفاً". أي أنك لا تمنع الخسارة المحتملة، ولكن تقلل أثرها أو تجمّدها ضمن نطاق يمكن تحمّله.

في حالة السعودية، التحوّط يعني حماية المالية العامة أو المشاريع من تقلبات غير متوقعة في:

- أسعار النفط (المصدر الرئيس للإيرادات).

- أسعار الفائدة العالمية (تكاليف الاقتراض).

- سعر الصرف (خاصة في العقود الأجنبية).

- تكاليف المواد والسلع في المشاريع العملاقة.

ولماذا تحتاج السعودية إلى خطط تحوّط؟

- لأن الدخل النفطي متقلب جدًّا، بينما الإنفاق العام ثابت تقريبًا. فارتفاع السعر يؤدي إلى فوائض ضخمة تُنفق سريعًا، وأن انخفاضه يخلق عجزًا حادًا يتطلب اقتراضًا أو سحبًا من الاحتياطات.

- لأن مشاريع الرؤية تموّل على مدى زمني طويل (10 - 20 سنة)، وبالتالي تحتاج إلى استقرار في التكاليف والتمويل.

- لأن السعودية انفتحت على الأسواق العالمية وتتعامل بالدولار واليورو والجنيه والين، مما يعني تعرضها لمخاطر تقلب العملة وسعر الفائدة.

ولكن ما هي أدوات التحوّط الرئيسية للدولة؟ هناك جملة أدوات على النحو الآتي:

1 - التحوّط السعري للنفط: تستخدمه بعض الدول المصدّرة (مثل المكسيك) لحماية الموازنة من انهيار الأسعار. يتم ذلك عبر شراء عقود خيارات أو عقود آجلة على النفط. فمثلاً: إذا كان سعر النفط اليوم 80 دولارًا، تشتري الدولة عقد خيار يضمن لها بيع النفط عند 70 دولارًا على الأقل. فإذا انخفض السعر الفعلي إلى 60، تُعوّضك

عقود التحوّط الفرق (10 دولارات). وإذا ارتفع فوق 80، تخسر فقط كلفة "قسط التأمين".

السعودية لم تعتمد برنامجًا من هذا القبيل حتى الآن، لكنها بدأت تدرسه في 2021 عبر وزارة المالية و"المركز الوطني لإدارة الدين"، بدعم من مستشارين أميركيين وبنوك عالمية.

2 - التحوّط من أسعار الفائدة: تستخدمه وزارة المالية عند إصدار السندات أو القروض الدولية. ويتم ذلك عبر أدوات مثل:

أ - مقايضات الفائدة: تحويل فائدة متغيرة إلى ثابتة، أو العكس، حسب التوقعات.

ب - عقود آجلة على السندات لحجز تكلفة التمويل المستقبلية.

والهدف من ذلك هو: تثبيت كلفة الاقتراض، خاصة في بيئة ارتفاع الفائدة (كما حدث 2022 - 2025).

3 - التحوّط من سعر الصرف: السعودية تربط الريال بالدولار، لكنها تتعامل تجاريًا باليورو والين واليوان، لذلك تحتاج مؤسساتها (كأرامكو وصندوق الاستثمارات العامة) إلى التحوّط ضد مخاطر العملة. وأدوات ذلك: العقود الآجلة أو المقايضات التي تثبت سعر الصرف المستقبلي عند التعاقد.

4 - التحوّط في المشاريع الكبرى: في المشاريع العملاقة (مثل نيوم، البحر الأحمر، القدية) يتم التحوّط ضد:

أ - تقلب أسعار الحديد والإسمنت

ب - تقلب أسعار الفائدة على التمويل العقاري.

وتُستخدم عقود مستقبلية للمواد الأولية أو اتفاقات توريد طويلة الأجل بأسعار محددة.

آليات تطبيق خطة تحوّل وطنية (على مستوى الدولة)

- تأسيس وحدة تحوُّط وطني داخل وزارة المالية أو "مركز إدارة الدين" لإدارة المخاطر السعرية.

- تحديد سعر مرجعي للنفط في الموازنة (مثل 65 أو 70 دولارًا) ويُبنى عليه برنامج التحوُّط.

توزيع المخاطر: تحوُّط على نسبة محددة فقط من الإنتاج (30-40%) لتقليل الكلفة والحفاظ على المرونة.

تحديد حدود الكلفة: بحيث لا تتجاوز أقساط التحوُّط 2 - 3% من الإيرادات النفطية.

- إدارة البرنامج بسرية مالية عالية (كما تفعل المكسيك) لمنع المضاربة ضد الدولة.

- تقرير سنوي إلى مجلس الوزراء يوضح أثر التحوُّط على الإيرادات الفعلية مقارنة بالأسعار السوقية.

- التحوُّط الموحد بين المؤسسات (وزارة المالية، أرامكو، وصندوق الاستثمارات العامة) لتجنب التداخل والتضارب في العقود.

المزايا والمخاطر

1 - مزايا التحوُّط:

أ - استقرار مالي وموازناتي أكبر.

ب - تقليل العجز المفاجئ واحتياج الاقتراض.

ج - حماية البرامج الاجتماعية ومشاريع الرؤية من الانقطاعات التمويلية.

د - بناء ثقة المستثمرين والسندات الدولية.

2 - مخاطر التحوُّط:

أ - كلفة سنوية ثابتة (تشبه أقساط التأمين).

ب - خسارة "الفرصة" إذا ارتفعت الأسعار كثيرًا (أي أنك كنت لتربح أكثر بدون التحوُّط).

- خطر الإدارة السيئة للعقود أو تضارب المصالح مع البنوك المنفّذة.

في السياق السعودي، بدأت الحكومة تُلَمِّح إلى تبني إطار تحوُّط نفطي جزئي بعد 2020، مع تصريحات من وزارة المالية عن "تنويع أدوات إدارة المخاطر"، لكن لم تُعلن بعد عن برنامج رسمي منظم ومُعلن النتائج كما في التجربة المكسيكية.

وسبب ذلك يتوزّع بين السياسي والاقتصادي، فالاعتراف بالتحوُّط يعني ضمناً الاعتراف بعدم اليقين في سعر النفط، وهو ما يتعارض مع الصورة الرسمية عن "الاستقرار المالي" و"قوة الاحتياطيات".

ومع ذلك، تشير تقارير بنكية مثل جيه بي مورغان وفيتش واوكسفورد إيكونوميكس إلى أن السعودية تُجري حالياً تحوُّطاً داخلياً جزئياً على مستوى الموازنة ومشاريع صندوق الاستثمارات العامة، عبر اتفاقات سعرية سرّية مع الموردين والممولين.

وفي الخلاصات، فإن التحوُّط ليس مضاربة، بل تأمين على الموازنة الوطنية ضد الصدمات. وهو أداة ناضجة مالياً إذا صُممت بإدارة مستقلة، وتغطية جزئية، وحوكمة واضحة. وفي حالة السعودية، فإن تطبيق خطة تحوُّط شفافة ومنضبطة - خصوصاً في النفط وأسعار الفائدة - يمكن أن يكون:

أ - خطوة نحو استقرار مالي مؤسسي

ب - أداة لتقليل اعتماد الموازنة على المفاجآت السعرية،

ج - وتحسين لرؤية 2030 من "صدمة برميل" محتملة في أي عام لاحق.

وفي نهاية القراءة لسوق الدين ومتغيّراته وتحدياته وآليات التعامل معه، نكون أمام قائمتين:

نقاط القوة: دين/ناتج منخفض نسبياً، احتياطيات كبيرة، مؤسسات تمويل نشطة، برنامج الصكوك، شهية مستثمرين للصكوك السعودية، وعمق متنامٍ للسوق المحلي .

نقطة الضعف البنوية: فجوة بين وتيرة الاستثمار العام وبين الاعتماد المستمر على النفط لتمويلها مباشرة أو عبر الثقة الائتمانية - مع تعادل مالي مرتفع نسبياً (91)

دولار للبرميل)، إن لم تتحول المشاريع سريعًا إلى مولّدات نقد، فسيبقى الدين قابلاً للزيادة.