

دول مجلس التعاون الخليجي

تعظيم النتائج الاقتصادية في اقتصاد
عالمي يسوده عدم اليقين



إعداد فريق بقيادة سامية بيدس-ستروم، وتوباياس راسموسن، وديفيد روبنسون
وعضوية جوشوا شاراب، وعبد الرحمن شريف، ومي خميس، وأنانثاكريشانان
براساد، وأرثر ريبيرو داسيلفا، وبيدرو رودريغيز، وريناس سيد أحمد

دول مجلس التعاون الخليجي

تعظيم النتائج الاقتصادية في اقتصاد
عالمي يسوده عدم اليقين



إعداد فريق بقيادة سامية بيدس-ستروم، وتوباياس راسموسن، وديفيد روبنسون
وعضوية جوشوا شاراب، وعبد الرحمن شريف، ومي خميس، وأنانثاكريشانان
براساد، وآرثر ريبيرو داسيلفا، وبيدرو رودريغيز، وريناس سيد أحمد

© 2011 International Monetary Fund
الطبعة العربية © صندوق النقد الدولي ٢٠١١

Gulf Cooperation Council Countries (GCC): Enhancing Economic Outcomes in an Uncertain Global Economy
دول مجلس التعاون الخليجي: تعظيم النتائج الاقتصادية في اقتصاد عالمي يسوده عدم اليقين

إعداد فريق بقيادة سامية بيدس-ستروم، وتوباياس راسموسن، وديفيد روبنسن من إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى

ISBN-13: 978-1-61635-242-4

Cataloguing-in-publication data record is available at the U.S. Library of Congress.

Call Number: HC415.3.G85 2011

عدم المسؤولية: تمثل الآراء الواردة في هذا التقرير وجهة نظر مؤلفيه، ولا يجوز أن تنسب أو تنقل باعتبارها آراء صندوق النقد الدولي، أو مجلسه التنفيذي، أو حكومات أي من بلدانه الأعضاء.

تمت الترجمة والتحرير اللغوي والجمع التصويري في شعبة اللغة العربية
إدارة التكنولوجيا والخدمات العامة، صندوق النقد الدولي

المحتويات

ز	شكر وعرافان
ط	ملخص واف
١	١- استراتيجيات النمو
١	مقدمة
٢	التقدم نحو تنويع النشاط الاقتصادي
٤	إنشاء الوظائف
٨	بيئة الأعمال والتعليم والصحة
١١	خاتمة
١٢	الملحق ١-ألف: مساهمة القطاعات غير القائمة على الهيدروكربونات
١٥	المراجع
١٧	٢- إجمالي الناتج المحلي والرفاهية في دول مجلس التعاون الخليجي
١٧	مقدمة: إجمالي الناتج المحلي والاقتصاد والرفاهية
٢١	الاستيراد وديناميكية الاستهلاك
٢٧	اختيار المؤشر الصحيح
٣٠	المراجع
٣١	٣- قضايا سياسة المالية العامة في دول مجلس التعاون الخليجي
٣١	مقدمة
٣٢	أهم تحديين أمام سياسة المالية العامة في دول مجلس التعاون الخليجي
٣٣	تنفيذ سياسة المالية العامة - تحليل استرجاعي للفترة ١٩٨٠-٢٠١٠
٣٩	تصميم سياسة المالية العامة في دول مجلس التعاون الخليجي - اعتبارات للدراسة
٤٥	المراجع
٤٧	٤- السياسة النقدية وآلية انتقالها في دول مجلس التعاون الخليجي
٤٧	مقدمة
٥٥	سلوك السياسة النقدية في دول مجلس التعاون الخليجي تجاه الولايات المتحدة
٦١	انتقال السياسة النقدية في مجلس التعاون الخليجي
٦٣	المراجع
٦٥	٥- مبادلات مخاطر الائتمان وتبعية العُسر المالي في مجلس التعاون الخليجي
٦٥	مقدمة
٦٧	تطور سوق مبادلات مخاطر الائتمان وفروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان
٦٩	فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية في مجلس التعاون الخليجي
٧٠	تقييم تبعية العُسر المالي بين الحكومات السيادية في مجلس التعاون الخليجي

٧٥	الملحق ٥-ألف: المساهمات في تبعية العُسر المالي
٧٧	الملحق ٥-باء: مصادر البيانات
٧٨	المراجع
٨١	٦- الآثار الناتجة عن السياسة الاقتصادية: المملكة العربية السعودية في الاقتصاد العالمي
٨١	مقدمة
٨٣	النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل (GIMF)
٨٤	التوسع المالي في السعودية
٨٧	تباطؤ الطلب الخارجي
٨٩	اتجاهات العمل المستقبلي
٨٩	الملحق ٦-ألف: هيكل النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل
٩١	الملحق ٦-باء: معايرة النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل ذي الثلاث مناطق
٩٣	المراجع
٩٥	٧- جوانب الضعف في قطاعات الشركات في دول مجلس التعاون الخليجي
٩٥	مقدمة
٩٦	هيكل قطاع الشركات وأداؤه
٩٩	تحليل جوانب الضعف في الشركات
١٠٣	المسافة حتى العجز عن السداد
١٠٦	ملاحظات ختامية
١٠٦	ثبت المراجع
	الأطر
٢٣	الإطار ٢-١: أفكار للمناقشة مستقاة من البيانات التفصيلية لواردات المملكة العربية السعودية
٢٩	الإطار ٢-٢: الهبوط الاقتصادي العالمي في عام ٢٠٠٩
	الجداول
٣	١-١: مجلس التعاون الخليجي: إجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني كنسبة من إجمالي الناتج المحلي الكلي: ١٩٩٠ و ٢٠٠٠ و ٢٠١٠
٧	٢-١: مجلس التعاون الخليجي: إنشاء الوظائف، ٢٠١٥-٢٠٠٠
٩	٣-١: مجلس التعاون الخليجي: الحوكمة ومؤشرات بيئة الأعمال، ٢٠١١-٢٠١٠
٢٠	١-٢: مجلس التعاون الخليجي: الارتباط بين المعدلات السنوية لنمو توظيف العمالة وإجمالي الناتج المحلي الحقيقي، ٢٠١٠-١٩٩١
٢١	٢-٢: مجلس التعاون الخليجي: صادرات السلع والخدمات، متوسط ١٩٩٠-٢٠١٠
٢٤	٣-٢: مجلس التعاون الخليجي: معدلات النمو السنوية لإجمالي الناتج المحلي الحقيقي، والواردات، والاستهلاك، ٢٠١٠-١٩٩١
٢٤	٤-٢: مجلس التعاون الخليجي: معدلات نمو الاستهلاك مخفضة بمؤشر أسعار المستهلكين المحلية وإجمالي الناتج المحلي الحقيقي غير النفطي، ٢٠١٠-١٩٩١
٣٣	١-٣: مجلس التعاون الخليجي: حساسية الصادرات تجاه أسعار النفط، ٢٠١٠
٤٨	١-٤: مجلس التعاون الخليجي: أحكام خاصة بالقطاع المالي
٤٩	٢-٤: مجلس التعاون الخليجي: القيود على معاملات الحساب الرأسمالي

- ٥٠ ٣-٤: مجلس التعاون الخليجي: التغيرات في شدة القيود على رأس المال، ١٩٨٠-٢٠٠٨
- ٥١ ٤-٤: مجلس التعاون الخليجي: عمليات السياسة النقدية
- ٥٧ ٥-٤: مُعاملات بيتا للتقارب
- ٦٠ ٦-٤: مجلس التعاون الخليجي: متجه التكامل المشترك
- ٦١ ٧-٤: مجلس التعاون الخليجي: مساهمة أسعار الفائدة السائدة بين البنوك باستخدام تفكيك مكونات تباين خطأ التنبؤ، لفترة ١٢ شهرا مستقبلية
- ٨٧ ١-٦: المملكة العربية السعودية: تحليل حساسية المضاعفات المالية الأساسية
- ٩٧ ١-٧: دول مجلس التعاون الخليجي: أداء الشركات، ٢٠٠٧-٢٠١٠
- ٩٨ ٢-٧: مجلس التعاون الخليجي: تحليل أداء الشركات في مختلف القطاعات حسب البلد، ٢٠٠٨-٢٠١٠
- ٩٩ ٣-٧: مجلس التعاون الخليجي: نسبة تغطية الفائدة، ٢٠١٠
- ١٠٠ ٤-٧: مجلس التعاون الخليجي: تحليل الأداء المالي حسب البلد، ٢٠١٠
- ١٠٢ ٥-٧: مجلس التعاون الخليجي: حجم المخاطر حسب البلد، ٢٠١٠
- ١٠٢ ٦-٧: مجلس التعاون الخليجي: تأثير صدمات أسعار الفائدة على نسبة تغطية الفائدة، ٢٠١٠.
- ١٠٣ ٧-٧: مجلس التعاون الخليجي: صدمات الدخل، ٢٠١٠.

الأشكال

- ٢ ١-١: مجلس التعاون الخليجي: الاعتماد على الهيدروكربونات، ١٩٩٠-٢٠٠٩
- ٥ ٢-١: مجلس التعاون الخليجي: القوى العاملة حسب القطاع والمنشأ، ١٩٦٩-٢٠٠٩
- ٦ ٣-١: مجلس التعاون الخليجي: العلاقة بين النمو في التوظيف غير الحكومي والنمو في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي غير الهيدروكربوني، ١٩٩٢-٢٠٠٩
- ٨ ٤-١: البحرين والمملكة العربية السعودية: السكان وتوظيف العمالة، ٢٠٠٩-٢٠١٠
- ١٠ ٥-١: مجلس التعاون الخليجي: التعليم والصحة والبنية التحتية، ٢٠٠٧-٢٠٠٨
- ١٠٢ ١-٢: مجلس التعاون الخليجي: معدلات نمو حجم الواردات من السلع والخدمات، وإجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي، ١٩٩١-٢٠١٠
- ٢٢ ٢-٢: مجلس التعاون الخليجي: معدلات نمو الاستهلاك مخفضة بمؤشر أسعار المستهلكين المحلية وإجمالي الناتج المحلي الحقيقي غير النفطي، ١٩٩١-٢٠١٠
- ٢٥ ٣-٢: مجلس التعاون الخليجي: معدلات زيادة الرفاهية ونمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي، ١٩٩١-٢٠١٠
- ٢٨ ١-٣: أسعار النفط الحقيقية، ١٩٧٠-٢٠١٠
- ٣٣ ٢-٣: مجلس التعاون الخليجي: إيرادات الحكومة من الهيدروكربونات والعجز الأولي غير الهيدروكربوني، ١٩٨٠-٢٠١٠
- ٣٥ ٣-٣: مجلس التعاون الخليجي: إيرادات الحكومة من الهيدروكربونات ومجموع إنفاقها، ١٩٨٠-٢٠١٠
- ٣٦ ٤-٣: مجلس التعاون الخليجي: تقلب إيرادات الحكومة من الهيدروكربونات وعجز الحكومة الأولي غير الهيدروكربوني، ١٩٨٠-٢٠١٠
- ٣٧ ٥-٣: مجلس التعاون الخليجي: إيرادات الحكومة من الهيدروكربونات وأرصدة المالية العامة المتراكمة، ١٩٨٠-٢٠١٠
- ٣٨ ٦-٣: المملكة العربية السعودية: إيرادات الحكومة من الهيدروكربونات، والإنفاق الحكومي، ورصيد المالية العامة، ١٩٧٠-٢٠٠٩
- ٣٩ ٧-٣: مجلس التعاون الخليجي: دفعة التنشيط المالي ونمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي غير النفطي، ١٩٩٠-٢٠١٠
- ٤٠

- ٤١ ٨-٣: مجلس التعاون الخليجي: دفعة التنشيط المالي، ١٩٩٨-٢٠٠٩
- ٤٣ ٩-٣: مجلس التعاون الخليجي: نسبة الإنفاق الرأسمالي إلى إجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني، ١٩٨٠-٢٠١٠
- ٥٦ ١-٤: مجلس التعاون الخليجي: أسعار الفائدة السائدة بين البنوك المحلية والأمريكية ١٩٩٣-٢٠٠٨
- ٥٩ ٢-٤: مجلس التعاون الخليجي: أسعار الفائدة السائدة بين البنوك وعلى معاملات التجزئة، ٢٠٠٤ - ٢٠١١
- ٦٦ ١-٥: مجلس التعاون الخليجي: أسعار مبادلات مخاطر الائتمان ٢٠٠٨-٢٠١١
- ٦٦ ٢-٥: أسعار مبادلات الائتمان في غير مجلس التعاون الخليجي، ٢٠٠٨-٢٠١١
- ٦٧ ٣-٥: عقد مبادلة مخاطر الائتمان
- ٦٨ ٤-٥: القيمة الاقتراضية العالمية لعقود مبادلات مخاطر الائتمان القائمة ٢٠٠١-٢٠١٠
- ٧٢ ٥-٥: معاملات التداعيات، ٢٠٠٨-٢٠١١
- ٧٣ ٦-٥: المساهمة في تغييرات معامل التداعيات، ٢٠٠٨-٢٠١١
- ٨٥ ١-٦: المملكة العربية السعودية: تأثير تدابير الإنفاق من المالية العامة على إجمالي الناتج المحلي
- ٨٦ ٢-٦: أثر تدابير التوسع المالي في المملكة العربية السعودية (١٠٪ من إجمالي الناتج المحلي): عمليات المحاكاة باستخدام النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل
- ٨٨ ٣-٦: تأثير انخفاض الإنتاجية بمقدار ٢,٥٪ في قطاع السلع التجارية في آسيا: عمليات محاكاة باستخدام النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل
- ٩٦ ١-٧: مجلس التعاون الخليجي: أسعار الأسهم، ٢٠٠٦-٢٠١١
- ١٠٤ ٢-٧: مجلس التعاون الخليجي: المسافة حتى عجز البنوك والمؤسسات غير المالية عن السداد، ٢٠٠٨-٢٠١٠

شكر وعرهان

يتوجه المؤلفون بالشكر للسيد مسعود أحمد، مدير إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، والسيد ألفريد كامر، مستشار أول في الإدارة، لما فضلوا به من إرشادات وتعليقات على عدة مسودات سابقة لهذا التقرير. ونتقدم بالشكر أيضا إلى السلطات الرسمية في دول مجلس التعاون الخليجي لما أبدته من تعليقات واقتراحات ساهمت في إثراء فحوى التقرير.

ونوجه شكرا خاصا للسيدة كارولينا بارودي لجهودها الدؤوبة في ترتيب إجراءات العمل حتى اكتمال هذا التقرير؛ والسيدة ديانا كارغبو-سيكال لما قدمته من مساعدات في التنسيق الطباعي وإعداد الملفات؛ والسيد آرثر ريبيرو داسيلفا والسيدة ريناس سيد أحمد لمساعدتهما الممتازة في الجانب البحثي؛ والسيدة كيا بينسو لمساهماتها التحريرية المتميزة. ونعرب عن الامتنان أيضا للسيدة جوان بليك من إدارة العلاقات الخارجية لما قدمته من دعم في عملية الإنتاج.

وتمثل الآراء الواردة في هذه المطبوعة وجهات نظر المؤلفين وحدهم، ولا تعبر بالضرورة عن آراء صندوق النقد الدولي أو مديره التنفيذيين أو السلطات في دول مجلس التعاون الخليجي.

ملخص واف

يغطي هذا التقرير مجموعة من الموضوعات المتعلقة بأهم قضايا السياسات الاقتصادية في دول مجلس التعاون الخليجي¹ وتضمن كل فصل في التقرير عملا تحليليا يستكشف الخيارات المتاحة لتعزيز النمو، وزيادة فعالية سياسة المالية العامة والسياسة النقدية، والحد من مواطن الضعف - وذلك بهدف تحسين النتائج الاقتصادية الكلية والعمل على تحقيق الأهداف الإنمائية. ويبرز التحليل الروابط المتبادلة بين صنع السياسات والنتائج الاقتصادية في دول المجلس مع الاقتصاد العالمي - ليس فقط من خلال سعر النفط، وإنما أيضا من خلال دور العمالة الوافدة، وانتقال الآثار من الأسواق المالية العالمية، وتأثير سياسات المالية العامة والسياسات النقدية المتبعة في الاقتصادات المتقدمة واقتصادات آسيا الصاعدة، في بيئة اقتصادية عالمية يسودها عدم اليقين.

ويحدد الفصل الأول استراتيجيات التنمية في دول المجلس والتقدم الذي حققه حتى الآن. ونظرا للأهداف المشتركة ونقاط البدء المتشابهة، تشترك استراتيجيات التنمية القومية في كثير من الموضوعات، بما في ذلك التركيز على تنويع النشاط الاقتصادي وإنشاء الوظائف للمواطنين. وعلى مدار العقد الماضي، سجلت كل دول المجلس نموا قويا نسبيا في الاقتصاد غير النفطي، لا سيما في الخدمات، لكن الاعتماد على الهيدروكربونات - مقيسة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي الاسمي وباعتبارها مصدرا لإيرادات المالية العامة - زاد في كثير من البلدان نتيجة ارتفاع أسعار النفط. وقد أصبحت البطالة من بواعث القلق في عدة بلدان، كما أصبحت القضايا المتعلقة بإنشاء الوظائف من الأولويات الواضحة بالنظر إلى أرجحية دخول أكثر من ٤ ملايين مواطن أسواق العمل في السنوات الخمس القادمة - مقارنة بحوالي خمسة ملايين في عام ٢٠١٠. ومن ثم فإن متطلبات الوفاء بأهداف التنمية القومية لن تقتصر على مجرد تسريع النمو الاقتصادي، إنما أيضا إعادة توجيه نموذج النمو لضمان إنشاء فرص العمل اللازمة للمواطنين. وستكون أهم العناصر في هذه

^١ يتألف مجلس التعاون الخليجي من البحرين والكويت وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة.

الاستراتيجية هي تحسين الإنتاجية وتشجيع ظهور القطاع الخاص، وكذلك دعم توظيف المواطنين من خلال سياسات سوق العمل في بعض الحالات.

ويبحث الفصل الثاني، الذي يتناول إجمالي الناتج المحلي والرفاهية، قضية تحديد مقياس ملائم للرفاهية في دول مجلس التعاون الخليجي (أو غيرها من الاقتصادات التي تعتمد على الموارد الطبيعية). فنظرا للدور المهيمن الذي يقوم به قطاع النفط وتفقو حجم العمالة الوافدة في دول المجلس، لا يرتبط إجمالي الناتج المحلي - سواء الكلي أو غير النفطي - إلا ارتباطا ضعيفا بالمتغيرات التي تكتسب أهمية محورية في الرخاء الاقتصادي، مثل توظيف العمالة والاستهلاك. وبالفعل، يشير الانخفاض الحاد الذي شهدته الواردات في بعض البلدان خلال عام ٢٠٠٩ إلى تعرض مستويات الاستهلاك آنذاك لصدمة سلبية أكبر مما يمكن التوصل إليه من خلال مقاييس إجمالي الناتج المحلي غير النفطي وحدها. ويؤكد هذا التحليل الحاجة إلى تقييم التقدم في مجالات السياسة الأساسية استرشادا بسلسلة من الأبعاد: فيمكن أن تكون المؤشرات الأساسية لتوظيف العمالة هي أعداد الوظائف المضافة وفي أي قطاعات وبأي مؤهلات، بينما يكون حجم الاستهلاك ومكوناته هما المؤشرين الأساسيين لمستويات المعيشة.

ويتضمن الفصل الثالث الذي يتناول سياسة المالية العامة تحليلا للدور الأساسي الذي تؤديه هذه السياسة في وضع قرارات الإنفاق المتعلقة بإيرادات الموارد الطبيعية في دول مجلس التعاون الخليجي والتي تتحدد على أساسها النتائج الاجتماعية والاقتصادية للأجيال الحالية والقادمة. فمع تقلب أسعار النفط واستمرارية الصدمات الناشئة عنه، تكتنف الإيرادات الحكومية أجواء غير عادية من عدم اليقين، كما تتعرض أرصدة المالية العامة لتذبذبات كبيرة (ومستمرة). وقد ظلت مستويات الإنفاق تابعة لأسعار النفط بشكل عام - حيث ترتفع مع صعود الأسعار وتنخفض مع هبوطها - لكنها تخضع للتعديل في العادة بمقدار أقل من التغير في الإيرادات. وكان رد فعل السياسة تجاه الأزمة العالمية حدثا فاصلا إلى حد ما، حيث بدأت دول عديدة في تنفيذ سياسات مالية توسعية في مواجهة تراجع الإيرادات. وبعد استعراض تنفيذ سياسة المالية العامة في السابق، ينظر الفصل في قضيتين أساسيتين للمستقبل - الركائز الممكنة لسياسة المالية العامة على المدى المتوسط، ودور المضاعفات المالية وأدوات الضبط التلقائي في مواجهة التذبذبات قصيرة الأجل في الاقتصاد غير المعتمد على الهيدروكربونات.

وفي الفصل الرابع، الذي يتناول آلية انتقال السياسة النقدية، يتم تقييم درجة استقلالية السياسة النقدية في دول مجلس التعاون الخليجي. وتشير النتائج إلى أن أسعار الفائدة الأساسية في دول المجلس تتبع إلى حد كبير تحركات أسعار الفائدة الأمريكية على المدى الطويل، تمشيا مع ربط العملات المحلية بالدولار الأمريكي وانفتاح الحسابات الرأسمالية في هذه الدول. غير أنه يلاحظ بعض التجاوز عن هذه الأسعار على المدى القصير، حيث استخدمت دول المجلس الأدوات المتاحة لها - كإحتياطات الإلزامية، ونسب القروض إلى الودائع، وغير ذلك من الأدوات الاحترازية الكلية - للتأثير على أوضاع السيولة والائتمان المحلية. وبالانتقال من أسعار الفائدة الأساسية إلى أسعار الفائدة على معاملات التجزئة تصبح الرابطة أقل في كل دول المجلس، حيث تنتقل آثار التغيرات انتقالا جزئيا وحسب على المدى الطويل ويتم التكيف معها بوتيرة بطيئة على وجه العموم. وإجمالا تشير التقديرات إلى أن للسياسة النقدية الأمريكية تأثيرا مهما على النقود بمعناها الواسع وعلى النشاط غير النفطي والتضخم في دول المجلس. وينبغي أن تكون الجهود المتواصلة لتطوير الأسواق

المالية المحلية هي محور التركيز الأساسي في العمل على زيادة انتقال تغيرات أسعار الفائدة ودعم انتقال السياسة النقدية.

وفي الفصل الخامس، الذي يتناول تبعية العسر المالي، يجري النظر في تطور فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان في دول المجلس، بغية اشتقاق مقاييس للعدوى المالية. وتلخص النتائج إلى حدوث زيادة حادة في المخاطر وقت الأزمة المالية العالمية - ربما تكون مدفوعة بما حدث من تجنب المخاطر على مستوى العالم - مع انتقال عدوى محدودة من الأحداث الإقليمية مثل إعادة هيكلة ديون مجموعة "دبي العالمية"، ثم الاضطرابات السياسية والاجتماعية في بعض بلدان الشرق الأوسط في أوائل عام ٢٠١١.

ويتناول الفصل السادس انتقال التداعيات على المستوى الدولي، فيبحث في الروابط بين قرارات سياسة المالية العامة في المملكة العربية السعودية والاقتصاد العالمي، وكذلك التأثير الممكن على الاقتصاد السعودي إذا ما شهدت آسيا الصاعدة صدمة في النمو. ويغطي التحليل ثلاث مناطق في صيغة موسعة من "النموذج النقدي والمالي العالمي المتكامل" الذي أنشأه الصندوق. وتشير النتائج إلى أن المضاعفات المالية منخفضة في المملكة، وهو ما يرجع جزئياً إلى التسرب الكبير عن طريق الواردات، لكنها تشير أيضاً إلى الأهمية الكبيرة لعناصر الإنفاق من المالية العامة. ويلاحظ أن انتقال التداعيات عالمياً هو الأكبر في آسيا عن طريق قناة التجارة؛ فإذا ما تعرضت آسيا الصاعدة لتباطؤ في النمو، يكون الأثر السلبي كبيراً على المملكة في المدى القصير - من خلال انخفاض الطلب على النفط في الغالب - لكنه يصبح أقل على المدى المتوسط إلى الطويل.

ويتضمن الفصل السابع، الذي يتناول مواطن الضعف في قطاع الشركات، تحليلاً لتطور الميزانيات العمومية للشركات غير المالية المدرجة في البورصات خلال الأزمة المالية العالمية وبعدها. وكما هو متوقع، يخلص الفصل إلى زيادة مواطن الضعف خلال الأزمة في كل البلدان والقطاعات. غير أن التعافي جاء سريعاً، حيث عادت الشركات إلى تحقيق مستوى مرتفع من الربحية في عام ٢٠١٠ ونجح معظمها في تقليص مواطن الضعف حتى عادت إلى مستويات ما قبل الأزمة. وقد كون قطاع الشركات على وجه الإجمال احتياطات نقدية وقائية كبيرة أيضاً، مما ساعد في تخفيف مخاطر الصدمات المحتملة، لا سيما صدمات أسعار الفائدة.

استراتيجيات النمو^١

حددت كل دولة في مجلس التعاون الخليجي استراتيجيه واضحة للتنمية تستند إلى تنويع النشاط الاقتصادي وإنشاء فرص العمل لمواطنيها. وقياسا بإجمالي الناتج المحلي الحقيقي، شهدت كل دول المجلس نموا قويا نسبيا في الاقتصاد غير النفطي على مدار العام الماضي، وخاصة في قطاع الخدمات. كذلك حققت الإمارات العربية المتحدة زيادة كبيرة في نصيب الصادرات غير النفطية من مجموع الصادرات. وعلى الرغم من ذلك، فقد حدث تقدم أقل نحو تنويع النشاط الاقتصادي، من منظور إيرادات المالية العامة وإجمالي الناتج المحلي الاسمي، انعكاسا لارتفاع أسعار النفط. ولا يزال توظيف المواطنين دون المستوى المنتظر رغم فرص العمل الجديدة، بينما حدث ارتفاع حاد في عدد العمالة الوافدة. ونظرا للزيادة السريعة في حجم القوى العاملة، فقد يرتفع عدد المتعطلين عن العمل بين مواطني دول مجلس التعاون الخليجي بما يتراوح بين ٢ و ٣ ملايين مواطن خلال السنوات الخمس القادمة، مقارنة بنحو ٥ ملايين مواطن عامل في عام ٢٠١٠. وبناء عليه، ينبغي وضع سياسات ليس فقط لضمان تحقيق معدل نمو مرتفع، وإنما أيضا لتحقيق نمو يسمح بإنشاء فرص العمل المطلوبة للمواطنين.

مقدمة

تتبنى دول مجلس التعاون الخليجي رؤية مشتركة بشأن التقدم الاقتصادي، تتجسد في خطط التنمية الوطنية التي تركز على الحاجة إلى تنويع القاعدة الإنتاجية لتقليل الاعتماد على قطاع الهيدروكربونات، وإنشاء المزيد من فرص العمل لسكان صغار السن الذين يتزايد عددهم^٢. ولخطط التنمية الوطنية تاريخ طويل في بعض دول مجلس التعاون الخليجي بوصفها وسيلة لتحديد أهداف

^١ إعداد جوشوا شاراب.

^٢ تقرير الرؤية الاقتصادية (٢٠٣٠) الخاصة بالبحرين (www.bahrainedb.com/EDBInBahrain.aspx?id=2224)، والكويت: خطة التنمية متوسطة الأجل للأعوام ٢٠١٠/٢٠١١-٢٠١٣/٢٠١٤ (scpd.gov.kw/arabic/fp/default.aspx)، وعمان: خطة التنمية الخمسية الثامنة (٢٠١١-٢٠١٥) (www.mone.gov.om)، وتقرير الرؤية الوطنية لقطر ٢٠٢٠ (www.gsd.gov.qa)، والمملكة العربية السعودية: خطة التنمية التاسعة (٢٠١٠-٢٠١٤) (www.mep.gov.sa)، وتقرير الرؤية الاقتصادية الخاصة بإمارة أبو ظبي ٢٠٣٠ (www.gsec.abudhabi.ae)، والخطة الاستراتيجية الخاصة بدبي ٢٠١٥ (www.dubai.ae). وهناك خطط منفصلة لكل من أبو ظبي ودبي، ولكن لا توجد خطط محددة لدولة الإمارات العربية المتحدة ككل.

التنمية، خاصة في أعقاب الانخفاض الذي شهدته أسعار النفط في الفترة ١٩٩٨-١٩٩٩. وتؤكد جميع الخطط التي وضعت في الفترة الأخيرة على تنويع النشاط الاقتصادي وزيادة مشاركة المواطنين في القوى العاملة.

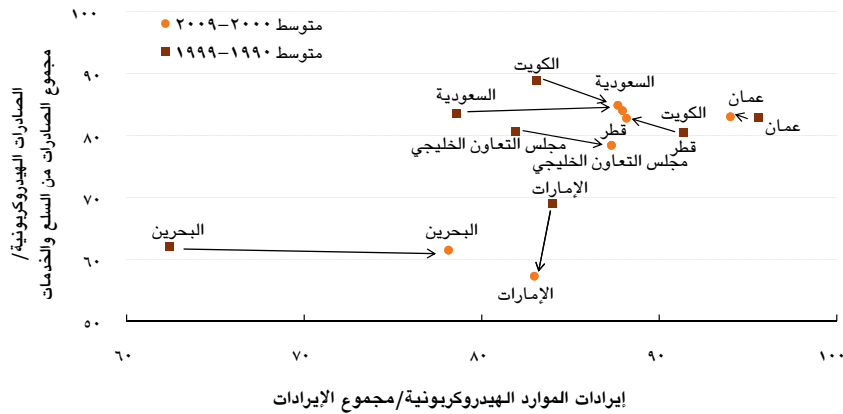
والجدير بالذكر أن معظم الخطط تشدد على الحاجة إلى زيادة الإنتاجية والقدرة التنافسية، وتشمل تشجيع بيئة للأعمال تساعد على تحقيق النمو. وتتضمن المجالات المستهدفة أيضا تحقيق التكامل بين اقتصادات دول المجلس والاقتصاد العالمي القائم على المعرفة، وتشجيع العمل الحر، وجذب الاستثمارات الأجنبية، وتنمية الابتكار، وضمان حصول المشروعات الصغيرة والمتوسطة على التمويل اللازم. وتركز موضوعات أخرى على إدراك الحاجة إلى تحسين نتائج قطاعي التعليم والصحة، والرغبة في تحسين كفاءة القطاع العام.

التقدم نحو تنويع النشاط الاقتصادي

حدثت تغيير طفيفة في درجة الاعتماد على الهيدروكربونات في العقد الماضي، حيث زاد الاعتماد على المالية العامة (الشكل البياني ١-١). وخلال الفترة ١٩٩٠-١٩٩٩، كانت الهيدروكربونات تشكل عموما حوالي ٨٠٪ من الإيرادات وصادرات السلع والخدمات في دول مجلس التعاون الخليجي، باستثناء البحرين. وفي الفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٩، زاد اعتماد المالية العامة على الهيدروكربونات في المقام الأول، فتقاربت نسب الهيدروكربونات نحو ٩٠٪ من الإيرادات و ٨٠٪ من الصادرات في غالبية دول المجلس. وكان الاستثناء الوحيد هو دولة الإمارات العربية المتحدة، حيث تراجعت الهيدروكربونات إلى نحو ٦٠٪ من الصادرات، كما انخفضت مساهمتها في الإيرادات انخفاضا طفيفا.

ومما لاشك فيه أن هذا التحول نحو مزيد من الاعتماد على الهيدروكربونات يأتي انعكاسا لارتفاع أسعار النفط على مدار العقد الماضي. ومن حيث القيمة الاسمية، انخفضت مساهمة القطاع غير

الشكل البياني ١-١: مجلس التعاون الخليجي: الاعتماد على الهيدروكربونات، ١٩٩٠-٢٠٠٩ (%)



المصدر: سلطات البلدان، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

١ مجموع الإيرادات الحكومية يشمل الدخل من الاستثمار، المتضمن في دخل الموارد الهيدروكربونية. ولا يتضمن مجموع الصادرات إعادة التصدير.

الجدول ١-١: مجلس التعاون الخليجي: إجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني كنسبة من إجمالي الناتج المحلي الكلي: ١٩٩٠ و ٢٠٠٠ و ٢٠١٠

	٢٠١٠	٢٠٠٠	١٩٩٠
البحرين	٧٥	٧٢	٨١
الكويت	٤٨	٤٨	٥٢
عمان	٤٦	٤٩	٥٢
قطر	٤٣	٤٠	٦٢
السعودية	٤٨	٥٩	٦٤
الإمارات	٦٦	٧١	٦٠
مجلس التعاون الخليجي	٥١	٥٩	٦١

المصدر: سلطات البلدان، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

الهيدروكربوني في إجمالي الناتج المحلي بشكل عام على مدار العقد الماضي (الجدول ١-١). ومع هذا، كان النمو في قطاع الهيدروكربونات، مقيسا بالقيمة الحقيقية، أقل من النمو في الاقتصاد غير الهيدروكربوني. وكما هو موضح في الملحق ١-ألف، تحقق القدر الأكبر من النمو غير الهيدروكربوني في قطاع الخدمات، مما يعكس جزئيا إنفاقا أكبر على السلع غير التجارية الذي كان ممكنا بفضل ارتفاع إيرادات النفط. والواقع أن معظم السلع التجارية يتم استيرادها. ويواصل القطاع غير الهيدروكربوني الإسهام بنسبة ضئيلة في الإيرادات، في انعكاس لقرار السياسة بتوفير بيئة منخفضة الضرائب لتحفيز نشاط القطاع الخاص (بما في ذلك عدم فرض ضريبة على دخل الشركات في معظم دول المجلس)، وعدم وجود ضريبة على دخل الأشخاص. وتُجرى حاليا دراسات خاصة بضريبة القيمة المضافة في دول مجلس التعاون الخليجي، ولكن تاريخ التطبيق لم يحدد بعد.

من الجدير بالذكر أن قطاع الخدمات قد أسهم بنحو نصف نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي خلال العقد الماضي، وبما لا يقل عن ثلاثة أرباع النمو غير الهيدروكربوني. ويمكن ملاحظة الاختلاف في دول مجلس التعاون الخليجي بين قطاعات الخدمات، ففي الفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٩، شهد قطاع الخدمات المالية نموا سريعا في كل من البحرين والكويت وقطر والإمارات العربية المتحدة، في حين حقق قطاع الخدمات العقارية نموا سريعا في البحرين والإمارات. كما نما حجم قطاع الخدمات الحكومية في المنطقة بأكملها، ولاسيما في البحرين والإمارات العربية المتحدة. وكانت الطفرة التي شهدها قطاع الإنشاء والتعمير أكثر وضوحا في الإمارات العربية المتحدة، مع نمو ملحوظ أيضا لهذا القطاع في كل من قطر وعمان. كذلك تمثل السياحة قطاعا سريع النمو في العديد من البلدان، إذ تأتي السعودية - باعتمادها على السياحة الدينية - من بين أكبر عشرين وجهة سياحية في العالم من حيث عدد السائحين^٣. وبالإضافة إلى ذلك، يلاحظ أن الصناعات التحويلية - ولاسيما المنتجات الموجهة للتصدير والكيفية الاستهلاك للطاقة إلى حد ما - بدأت تظهر في بعض البلدان وتشمل صناعات البلاستيك والبتروكيماويات وصهر الألومنيوم. وقد زادت الصناعات غير الهيدروكربونية في البحرين، والإمارات العربية المتحدة، وإلى حد ما قطر.

^٣ المصدر: unwto.org.

إنشاء الوظائف

تميز النمو الاقتصادي في دول مجلس التعاون الخليجي بكثافة العمالة، وارتباطه بتدفق كبير للعمالة الأجنبية.^٤ ويبين الشكل البياني ١-٢ أن دول مجلس التعاون الخليجي كلها قد شهدت زيادة حادة في توظيف العمالة الوافدة، خاصة في القطاع الخاص، وأيضاً في القطاع العام في كل من الكويت وقطر. ويقدم الشكل البياني ١-٣ كيفية حساب مرونة إنشاء الوظائف تجاه النمو غير الهيدروكربوني، من أجل تحليل بيانات التوظيف التي يقوم عليها الشكل البياني ١-٢. وكما يوضح الشكل البياني ١-٣، ترتبط زيادة مقدارها ١٪ في إجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني بزيادة في مجموع التوظيف تتراوح بين ٠,٧٥٪ في عُمان و١,٧٧٪ في دبي. ومن حيث مجموع إنشاء الوظائف، أدت زيادة مقدارها ١٪ في إجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني إلى زيادة في توظيف مواطني دول المجلس تتراوح بين ٠,٤٥٪ في قطر إلى ١,٥٣٪ في عمان.^٦ وتُعد هذه المرونات عالية نسبياً مقارنةً بالمرونات في البلدان الأخرى، كما تتماشى مع انخفاض معدل نمو الإنتاجية الذي أوضحته دراسة (2010) Arezki and Cherif.^٧

وتجدر الإشارة إلى أن نقص الوظائف المتاحة لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي لم يكن نتيجة لعدم كفاية الوظائف التي يتم توفيرها، وإنما لأنواع هذه الوظائف. وكما هو موضح في الجدول ١-٢، تم توفير نحو ٧ ملايين وظيفة جديدة في دول المجلس خلال الفترة بين عامي ٢٠٠٠ و٢٠١٠، ذهب منها أقل من ٢ مليون وظيفة لمواطني هذه الدول. وكان الكثير من الوظائف التي شغلها الوافدون مركزاً في أعمال البناء التي لا تتطلب مهارة عالية ومن ثم تكون منخفضة الأجر، ولكن جزءاً كبيراً من الوظائف ذهب أيضاً إلى المتخصصين ذوي المستوى التعليمي العالي حيث النقص في العمالة المحلية التي لديها المهارات المطلوبة لشغل هذه الوظائف. والبيانات الخاصة بالبطالة متفاوتة وليست بالضرورة قابلة للمقارنة في دول المجلس. ففي المملكة العربية السعودية - على سبيل المثال - لم تكن الزيادة في معدلات التوظيف كافية لاحتواء معدل البطالة بين المواطنين لأقل من ١٠٪ خلال السنوات العديدة الماضية مع تركيز البطالة بين المنضمين الجدد إلى سوق العمل.^٨

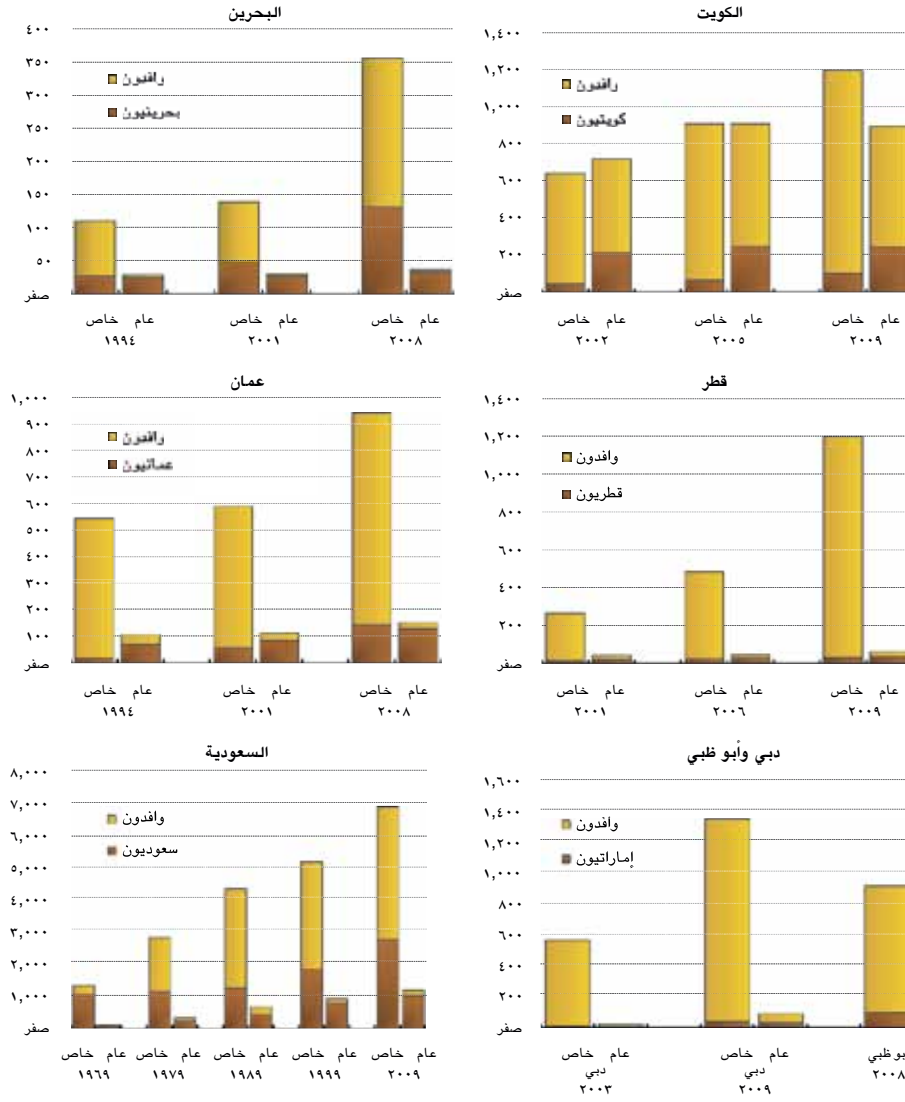
^٤ تناولت دراسة (2011) Michaels بالفحص تأثير اكتشاف النفط على التطورات الاقتصادية في المقاطعات الأمريكية - حيث توجد أيضاً حرية نسبية لحركة العمالة. وذكر المؤلف أن اكتشاف النفط كان له تأثير إيجابي على المناطق متأخرة النمو، وأن الزيادة السكانية التي نتجت عن ذلك كانت أيضاً مفيدة لأنها أوجدت الطلب على البنية التحتية (مثل المطارات) التي ساعدت المقاطعات على تحقيق النمو. وتلقي هذه النتائج الضوء على التأثير الإيجابي المحتمل الذي قد يحدثه تدفق العمالة الوافدة في اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي.

^٥ كما هو موضح في الشكل البياني ١-٣، تستند البيانات المستخدمة في هذا التحليل على فترات زمنية مختلفة، وربما يساهم هذا الأمر في الخروج بنتائج مختلفة. فعلى سبيل المثال، توضح البيانات أن المرونة التي تتمتع بها عمان ربما كانت في تزايد خلال السنوات الأخيرة، في حين قد تكون المرونة في المملكة العربية السعودية قد تراجعت.

^٦ البيانات الخاصة بإمارة دبي لا تميز بين المقيمين في أنحاء الإمارات داخل دولة الإمارات العربية المتحدة، ومن ثم يصعب تمييز "مواطني الدولة".
^٧ قانون أوكن (Okun's Law) هو علاقة بين البطالة والناتج تخضع للملاحظة التجريبية وكان آرثر أوكن هو أول من أخضعها للقياس الكمي. وفيما يتعلق بالولايات المتحدة، يوضح القانون أن زيادة مقدارها ١٪ في معدل البطالة ترتبط بخفض في إجمالي الناتج المحلي بنحو ٢٪. ويمكن لتفسير متوسع لهذا القانون، عندما يطبق على معدلات النمو والبطالة في دول مجلس التعاون الخليجي، أن يدل ضمناً، بمرور الوقت، على أنه سيكون من المتوقع أن تحقق زيادة مقدارها ١٪ في إجمالي الناتج المحلي زيادة تقرب من ٠,٥ في حجم التوظيف.

^٨ تشمل البيانات الرسمية عن بطالة المواطنين التقديرات التالية: البحرين، أقل من ٤٪ (٢٠١١)، والكويت، نحو ٣٪ (٢٠١٠)، وتشمل الأفراد الذين لا يبحثون جدياً عن الوظائف)، وقطر، ٤,٢٪ (٢٠٠٩)، والمملكة العربية السعودية، ١٠,٥٪ (٢٠٠٩)، ودبي، أقل من ١٪ (٢٠٠٩).

الشكل البياني ٢-١: مجلس التعاون الخليجي: القوى العاملة حسب القطاع والمنشأ، ١٩٦٩-٢٠٠٩ (بالآلاف العاملين)



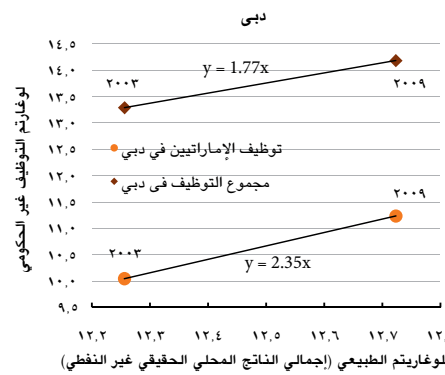
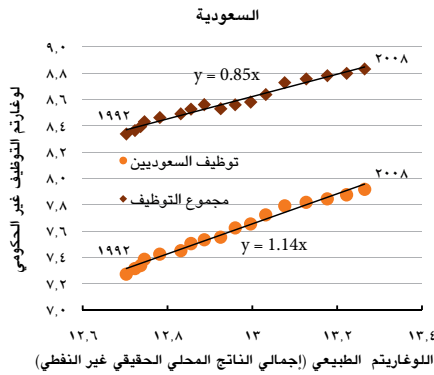
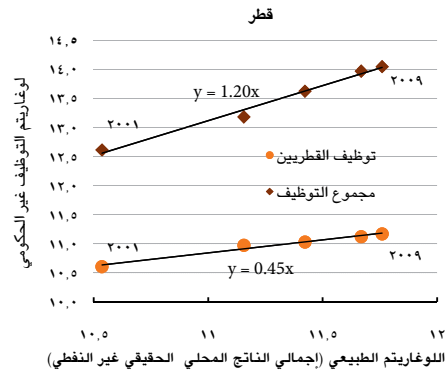
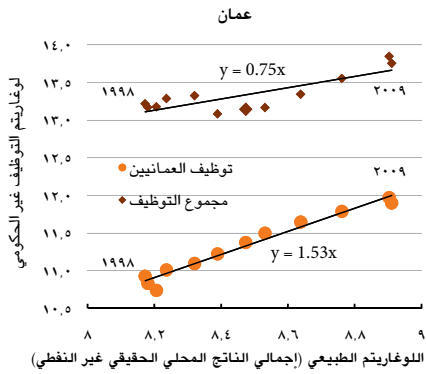
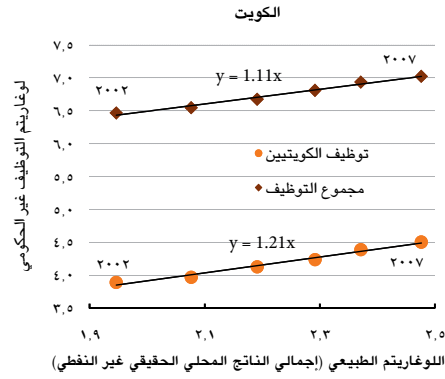
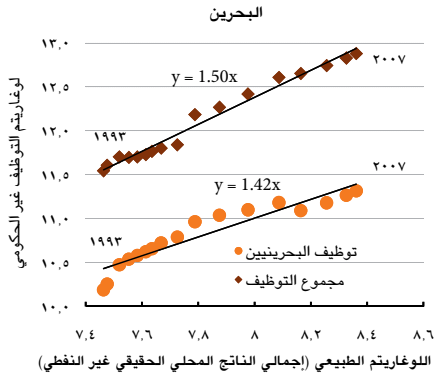
المصدر: سلطات البلدان

ومن الجدير بالذكر أن صغر أعمار السكان نسبياً يدل ضمناً على انضمام عدد كبير من المواطنين إلى القوى العاملة.^٩ ويبين الشكل البياني ١-٤ معدلات التوظيف في كل من البحرين والمملكة العربية السعودية (حسب النوع والسن). وتوضح البيانات بعض السمات المشتركة لانخفاض معدلات توظيف الشباب في المنطقة.

وعلى الرغم من أن إنشاء الوظائف بشكل عام يميل إلى أن يظل مرتفعاً، فإنه استناداً إلى الاتجاهات السابقة، من الممكن أن يصبح هناك ما بين ٢ إلى ٣ ملايين مواطن آخرين من دول مجلس التعاون

^٩ نحو نصف عدد سكان المملكة العربية السعودية، على سبيل المثال، دون الخامسة عشرة من العمر، مقارنة بنحو ٢٠٪ من سكان النرويج، وسنغافورة، والولايات المتحدة الأمريكية.

الشكل البياني ١-٣: مجلس التعاون الخليجي: العلاقة بين النمو في التوظيف غير الحكومي والنمو في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي غير الهيدروكربوني، ١٩٩٢-٢٠٠٩



المصدر: سلطات البلدان؛ وتقديرات وتوقعات خبراء صندوق النقد الدولي.

الخليجي متعطلين عن العمل بحلول عام ٢٠١٥. وبتطبيق العلاقات بين التوظيف والنمو كما هو موضح في الشكل البياني ١-٣، وبالإستعانة بتنبؤات نمو إجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني، فإنه يمكننا بشكل مباشر أن نستنبط أساسا مرجعيا لإنشاء فرص عمل جديدة حتى عام ٢٠١٥. وعلى هذا

١٠ يشمل هذا التنبؤ تأثير التدابير الصريحة لإنشاء فرص العمل في البحرين (٢٠ ألف وظيفة جديدة يمولها القطاع العام والخاص أعلن عنها في ٥ مارس ٢٠١١)، وعمان (٥٠ ألف وظيفة جديدة أعلنت في ٢٧ فبراير ٢٠١١)، والمملكة العربية السعودية (٦٠ ألف و٣٠٠ وظيفة جديدة في القطاع العام، أعلنت في ١٨ مارس ٢٠١١).

الجدول ١-٢: مجلس التعاون الخليجي: إنشاء الوظائف، ٢٠١٥-٢٠١٠

	التنبؤات للفترة ٢٠١٥-٢٠١٠			التقديرات للفترة ٢٠١٠-٢٠٠٠		
	إنشاء الوظائف في القطاع العام	إنشاء الوظائف في القطاع الخاص	مجموع إنشاء الوظائف	إنشاء الوظائف في القطاع العام	إنشاء الوظائف في القطاع الخاص	مجموع إنشاء الوظائف
البحرين	٢٩٧	٢٨٤	١٤	١٦٧	١٥٥	١٢
بحريني	٥٥	٤٢	١٣	٤٣	٣٢	١١
الكويت	٩٨٦	٦٨٠	٣٠٦	٦٣٦	٣٦٥	٢٧٠
كويتي	١٣٥	٦٥	٦٩	١٠٦	٣٢	٧٥
عمان	٥٢٧	٤٨١	٤٦	٤٦٦	٤١٤	٥٣
عماني	١٥٧	١٠٥	٥٢	١١٨	٧٣	٤٥
قطر	١,١١٨	١,٠٧٨	٤٠	٨٦٥	٨٢٧	٣٩
قطري	٤٠	٢١	١٩	٤٣	٢٢	٢٢
الإمارات	١,٥٤٦	١,٣٩١	١٥٥	١,٠٦٠	٩٥٤	١٠٦
إماراتي	١١٠	٩٩	١١	٨٤	٧٥	٨
السعودية	٢,٥٩٨	٢,٣٤٤	٢٥٤	٢,٥٠٢	٢,١٥٣	٣٤٩
سعودي	١,٣٠٢	١,٠٦٨	٢٣٤	١,١٧٢	٨٦٥	٣٠٧
المجموع	٧,٠٧٢	٦,٢٥٨	٨١٤	٥,٢٩٦	٤,٨٦٧	٨٢٩
منه المواطنين	١,٧٩٩	١,٤٠١	٣٩٨	١,٥٦٧	١,١٠٠	٤٦٧

المصدر: سلطات البلدان، وتقديرات وتنبؤات خبراء صندوق النقد الدولي.

الأساس، من المتوقع أن تزيد دول مجلس التعاون الخليجي معدلات التوظيف بنحو ٦ ملايين عامل خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥. غير أن أقل من ثلث الوظائف الجديدة ستذهب إلى مواطني دول المجلس. من ناحية أخرى، سوف يصل أكثر من ٤,٥ مليون مواطن إلى سن العمل في الفترة نفسها، ومع أرجحية مشاركتهم في سوق العمل، يُتوقع أن يرتفع عدد العاطلين.^{١١}

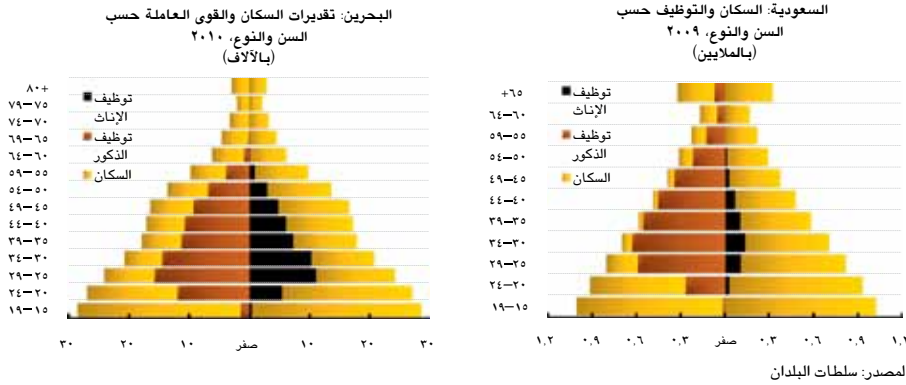
ومالم يحدث تغير في ديناميكيات سوق العمل، قد يكون حجم النمو الإضافي اللازم لتحقيق أهداف التوظيف كبيراً للغاية. ففي المملكة العربية السعودية - على سبيل المثال - توضح العلاقة الملاحظة خلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٩ بين إجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني وتوظيف المواطنين أنه ستكون هناك حاجة إلى تحقيق معدل نموده حوالي ٧,٥٪ في القطاعات غير الهيدروكربونية لإنشاء ٢٣٠ ألف فرصة عمل سنوياً. وهذا هو المعدل المقدر المطلوب لتحقيق الخفض المستهدف في معدل البطالة بمقدار النصف وصولاً إلى ٥٪ على مدار السنوات الخمس القادمة، مع مراعاة نسبة مشاركة القوى العاملة المفترضة.^{١٢}

وفي حقيقة الأمر، سيتطلب خفض معدل البطالة بين مواطني دول المجلس الجمع بين النمو الاقتصادي القوي وضمن أن هؤلاء المواطنين في وضع يؤهلهم لشغل الوظائف التي يتم إنشاؤها.

^{١١} تم احتساب المنضمين الجدد إلى سوق العمل خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥ استناداً إلى التقديرات والتوقعات الخاصة بالسكان المتاحة على الموقع http://esa.un.org/unpd/wpp/unpp/panel_indicators.htm.

^{١٢} ويقارن هذا بمتوسط سنوي للنمو غير الهيدروكربوني قدره ٤,٥٪ و١٠,٨ آلاف وظيفة جديدة خلال السنوات الخمس الماضية.

الشكل البياني ١-٤: البحرين والمملكة العربية السعودية: السكان وتوظيف العمالة، ٢٠٠٩-٢٠١٠



وقد وضعت معظم دول مجلس التعاون الخليجي برامج لزيادة معدلات توظيف المواطنين على مدار عدة سنوات، بما في ذلك نظام الحصص المخصصة للمواطنين، وخدمات التدريب والتوظيف، وكذلك الدعم وغيره من الحوافز (راجع دراسة Baldwin-Edwards, 2011). ومن المرجح أن تحتاج هذه المبادرات إلى أن تستكمل بتدابير لمواجهة عناصر مثل عدم تناسب المهارات مع احتياجات العمل، وارتفاع أجور القبول الخاصة بمواطني دول المجلس. ويتمثل التحدي في تعزيز توظيف المواطنين دون فرض تكاليف مفرطة لتنفيذ أنشطة الأعمال التي من شأنها الحد من القدرة التنافسية وربما أيضا التسبب في خفض معدل النمو.

بيئة الأعمال والتعليم والصحة

تظهر المؤشرات الدولية صورة متباينة لبيئة الأعمال، وتوضح معظم خطط التنمية في المنطقة الحاجة إلى تقوية بيئة الأعمال بشكل أكبر من أجل دعم النمو (الجدول ١-٣). والواقع أن بعض البلدان، بما في ذلك المملكة العربية السعودية، تسجل أداءً مرتفعا في مؤشرات "ممارسة أنشطة الأعمال"، في حين يأتي أداء دول مجلس التعاون الخليجي الأخرى في مرتبة أقل من متوسط الأداء في البلدان المتقدمة. وتشمل مجالات المشكلات التي تم تحديدها إنفاذ العقود (في جميع دول مجلس التعاون الخليجي)، والحصول على الائتمان (خاصة في عمان وقطر)، وبدء أنشطة الأعمال (خاصة في الكويت وقطر)، وحماية المستثمرين (خاصة في الإمارات العربية المتحدة) وإغلاق أنشطة الأعمال (خاصة في الإمارات العربية المتحدة)، والتجارة عبر الحدود (خاصة في الكويت). ووفقا لمؤشر التنافسية العالمية، تحتل قطر والسعودية مرتبة تساوي متوسط البلدان المتقدمة أو أعلى منه. ويحدد هذا الترتيب طائفة متنوعة من نقاط الضعف التي تشمل مجالي الصحة والتعليم (ولاسيما في الكويت، وعمان، والمملكة العربية السعودية)، وضعف كفاءة سوق العمل (في الكويت والمملكة العربية السعودية).

ومن ثم، سوف تعتمد إمكانية تحقيق نمو الاقتصاد طويل الأجل على تعليم القوى العاملة ومستواها الصحي. وفي هذا المجال، خلصت دراسة البنك الدولي (World Bank (2008) حول التعليم في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إلى أنه عند تلبية احتياجات التعليم الأساسي، فإن المشاركة الفعالة في التعليم الثانوي والتعليم العالي تتطلب مزيجا معقدا من العناصر. وليس فقط مزيدا من الإنفاق. وبناء عليه،

الجدول ١-٣: مجلس التعاون الخليجي: المؤشرات ومؤشرات بيئة الأعمال، ٢٠١٠-٢٠١١

مؤشرات " ممارسة أنشطة الأعمال" ^{١٣}	البحرين	البحرين	عمان	قطر	السعودية	الإمارات	مجلس التعاون الخليجي	الصاعدة	المتقدمة	النامية
الترتيب العام	٢٨	٧٤	٥٧	٥٠	١١	٤٠	٤٣	١٠٠	٢٧	١٠٢
بدء النشاط	٧٨	١٤١	٧٦	١١١	١٣	٤٦	٧٨	٩٨	٥٢	١٠٠
التعامل مع تصاريح البناء	١٧	٩١	٧٠	٣٠	١٤	٢٦	٤١	٩٧	٥٢	٩٩
تسجيل الملكية	٢٩	٩٠	٢١	٥٨	١	٤	٣٤	٩٤	٥٧	٩٤
الحصول على الائتمان	٨٩	٨٩	١٢٨	١٣٨	٤٦	٧٢	٩٤	٨٩	٢٩	٨٨
حماية المستثمرين	٥٩	٢٨	٩٣	٩٣	١٦	١٢٠	٦٨	٨٨	٥٩	١٠٣
دفع الضرائب	١٤	٩	٨	٢	٦	٥	٧	٩٩	٥٣	٦٨
التجارة عبر الحدود	٣٣	١١٣	٨٨	٤٦	١٨	٣	٥٠	١٠٢	٢٨	٥٠
إنفاذ العقود	١١٧	١١٤	١٠٤	٩٥	١٤٠	١٣٤	١١٧	٩٨	٢٥	٣٨
إغلاق النشاط	٢٦	٦١	٧٢	٣٦	٦٥	١٤٣	٦٧	١٠٥	٢٠	٤٢

مؤشر التنافسية العالمية^{١٤}

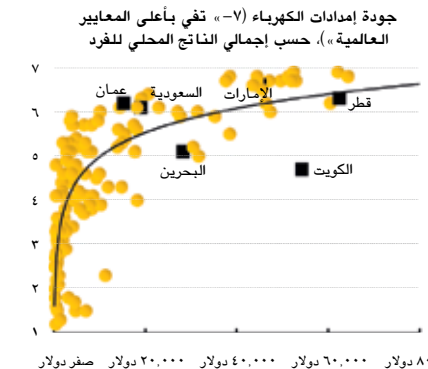
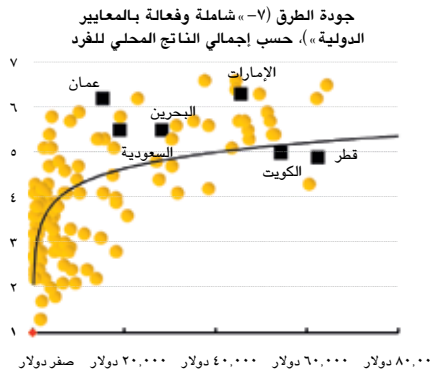
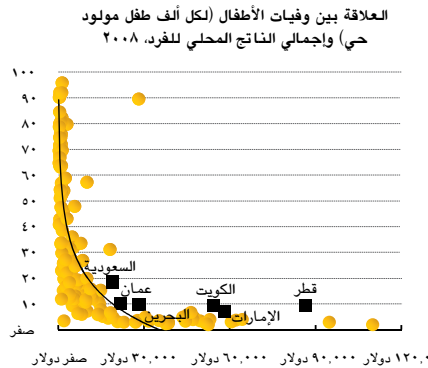
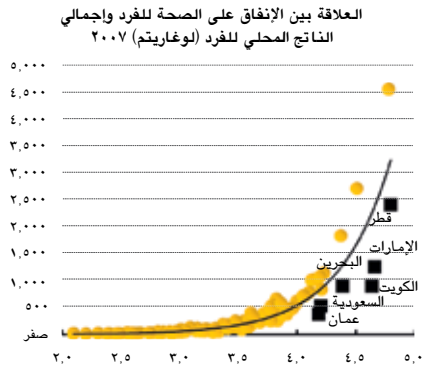
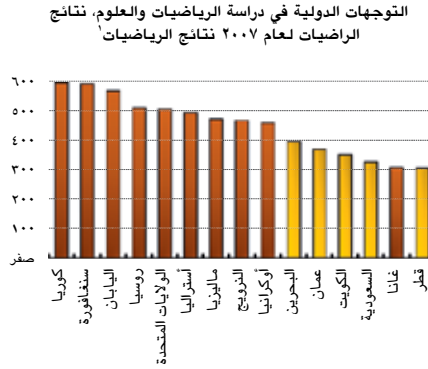
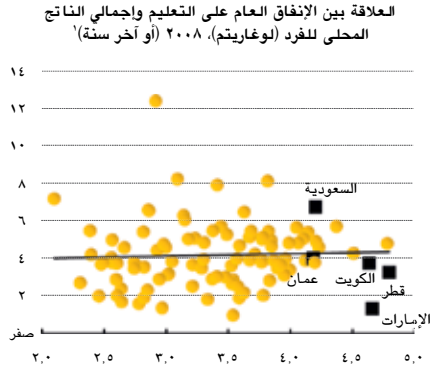
البحرين	البحرين	عمان	قطر	السعودية	الإمارات	مجلس التعاون الخليجي	الصاعدة	المتقدمة	النامية
٢٧	٣٥	٣٤	١٧	٢١	٢٥	٢٨	٨١	٢١	٥٥
٢١	٣٦	٢٤	١٣	٢٨	٨	٢٢	٨٢	٢٢	٥٥
٢٧	٤٦	١٦	١٠	٢١	٢٠	٢٢	٨٠	٢٦	٥٢
٢٧	٦٠	٣٣	٢٥	٢٨	٣	٢٩	٨٢	١٩	٥٥
١١	٢	٣	٨	٢٢	١٢	١٠	٧٧	٤٣	٥٠
٣١	٦٨	٩٩	١٥	٧٤	٣٨	٥٥	٨٢	١٩	٥٥
٣٣	٦٨	٤٨	٢٦	٢٧	٢١	٣٧	٨٠	١٩	٥٤
٤٤	٨٣	٦٣	٣٢	٥١	٣٦	٥٢	٨٣	١٩	٥٥
٩	٥٤	٢٥	١٢	١٠	٦	١٩	٨٠	٢٦	٥٢
٢٨	٦٤	٣١	١٤	٦٦	٢٦	٣٩	٧٧	٢٨	٥١
٢٠	٦٣	٣٠	١٩	٢٢	٢٣	٣١	٧٧	٢٦	٥١
٢٧	٧٧	٥٩	٣٦	٤٢	١٤	٤٣	٣٤	٢٠	٥١
٩٨	٥٩	٧٣	٦٦	٢٢	٥١	٦٢	٧٧	٢٠	٥١
عوامل الابتكار والتطوير	٥٥	٦٠	٤٧	٢٣	٢٦	٤٠	٨١	٢٠	٤٨
الركيزة الحادية عشرة: تطور أنشطة الأعمال	٥٥	٧٥	٤٥	٢١	٢١	٢٢	٧٠	٢٠	٤٧
الركيزة الثانية عشرة: الابتكار	٥٩	٧٦	٤٧	٢٣	٢٨	٢٠	٨١	١٩	٤٧

المصدر: 2011 www.dingbusiness.org وتقرير التنافسية العالمية الصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي.

^{١٣} من بين ١٨٣ بلدا
^{١٤} من بين ١٢٣ بلدا

ينبغي أن يركز إصلاح التعليم على تحقيق نتائج أفضل وأيضاً على إعداد الخريجين لتلبية احتياجات القطاع الخاص. وكما هو موضح في الشكل البياني ١-٥، وباستثناء المملكة العربية السعودية، تنحو دول مجلس التعاون الخليجي إلى الإنفاق على التعليم بقدر أقل نسبياً من إنفاق البلدان ذات مستويات الدخل المشابهة، ولم تؤد أي منها أداءً جيداً في اختبار الرياضيات الموحد دولياً. وبالمثل، يقل إنفاق

الشكل البياني ١-٥: مجلس التعاون. الخليجي: التعليم والصحة والبنية التحتية، ٢٠٠٧-٢٠٠٨



المصدر: المنتدى الاقتصادي العالمي، تقرير التنافسية العالمية ٢٠٠٨-٢٠٠٩، ومؤشرات التنمية العالمية؛ والرابطة الدولية لتقييم التحصيل العلمي (IEA).
١ اختبار عالمي موحد لطلبة الصف الثامن.

دول المجلس على الصحة عما تنفقه البلدان ذات مستوى الدخل نفسه، كما تحقق نتائج من حيث معدلات وفيات الأطفال أسوأ من المتوقع بالنظر إلى مستويات الدخل.

وبالإضافة إلى الجهود المبذولة لتحسين جودة قطاعي الصحة والتعليم، فإن دولا معينة في مجلس التعاون الخليجي بحاجة إلى استثمارات إضافية في البنية التحتية. وتُصنّف جودة الطرق في دول المجلس على أنها كافية، على الرغم من أن الطرق في كل من الكويت وقطر أسوأ من المتوقع في ظل مستويات الدخل هناك. كما يُصنّف توفير الكهرباء على أنه يمثل مشكلة حقيقية في الكويت والبحرين. وينبغي أن يستهدف الاستثمار في الطرق والكهرباء الاختناقات التي تمثل عائقا أمام التنمية الاقتصادية، كما يجب أن يحاول تخفيف قيود الطاقة الإنتاجية.

خاتمة

بينما ارتفع معدل النمو الاقتصادي خلال العقد الماضي، فإنه لم يحقق جميع النتائج المرجوة. وقد دعم الإنفاق الحكومي معدلات النمو المرتفعة في الاقتصاد غير القائم على الهيدروكربونات، ووفر بنية تحتية كافية أو على الأقل جيدة. وعلى الرغم من ذلك، لم يصل توظيف المواطنين إلى المستوى المطلوب، وظلت الاقتصادات شديدة الاعتماد على الهيدروكربونات. ويمكن، إلى حد كبير، إيعاز مواطن الضعف هذه إلى عدم كفاية نمو الإنتاجية، وإلى التنمية الاقتصادية التي اعتمدت على تدفق العمالة الأجنبية التي غالبا ما تكون متدنية المهارة وتحصل على أجور أقل مما تقبله العمالة الوطنية. ومن ثم، يتمثل التحدي في الانتقال إلى أنشطة ذات قيمة مضافة أعلى. ولتحقيق أهداف التنمية، ينبغي التأكيد على تحسين الإنتاجية عن طريق تقوية أنظمة التعليم وزيادة رأس المال البشري. والحقيقة أن أسعار النفط المرتفعة حاليا توفر مساحة للإنفاق من المالية العامة - ومن ثم تقدم فرصة جديدة - لمواجهة هذا التحدي الرئيسي، ولو على خلفية حاجة بعض البلدان إلى زيادة حجم المدخرات على المدى المتوسط لضمان العدالة بين الأجيال.

ومن الجدير بالذكر أن جميع البلدان لديها خطط تنمية طموحة محددة المعالم. ويعتمد تحقيق أهداف هذه الخطط، وأبرزها إنشاء فرص العمل لمواطنيها، على زيادة إنتاجية العمالة المحلية، ومن ثم زيادة الإقبال عليهم لشغل الوظائف - غير أن تحقيق هذا الأمر سيستغرق وقتا. وعلى المدى القريب إلى المتوسط، قد تظل هناك حاجة إلى بعض التدخلات الفعالة في سوق العمل. وسيستلزم هذا الأمر تحقيق توازن دقيق بين اللوائح المرهقة إداريا، مثل الحصص المخصصة لتوظيف المواطنين، والحاجة إلى سياسات لتقديم حوافز لتحقيق النمو في التوظيف في القطاع الخاص دون إحداث تشوهات غير ضرورية. وفي هذا الصدد، يمكن أن تؤدي دراسة مدى فعالية سياسات سوق العمل الماضية إلى توفير الأسس التحليلية اللازمة لصياغة السياسة المستقبلية. ولزيادة توظيف المواطنين، يتعين دراسة المجالات التالية: (١) تقديم حوافز للمواطنين تشجعهم على اكتساب المهارات اللازمة للعمل في القطاع الخاص، و(٢) تقييم مدى ملاءمة فرض ضريبة على العمالة الأجنبية وتحديد تدرجها بما يحد من تشوهات سوق العمل المحلية (كأن يتم التوسع في الخطط

القائمة لزيادة الرسوم على تصاريح العمل، وهو أمر يخضع للدراسة حالياً في بعض البلدان)، مع معالجة أثر ارتفاع أجور القبول لدى المواطنين، و (٣) دراسة وضع إطار زمني ونطاق محدد لتقديم حوافز مالية وغير مالية للقطاع الخاص من أجل توظيف المواطنين.

الملحق ١-أ: مساهمة القطاعات غير القائمة على الهيدروكربونات^١

شكل الملحق ١-أ: مجلس التعاون الخليجي: متوسط المساهمة في النمو حسب القطاع،

١٩٩١-٢٠٠٩

الكويت		البحرين	
٢٠٠١-٠٧	١٩٩٣-٩٩	٢٠٠١-٠٩	١٩٩١-٩٩
١,٨	١,٠	٠,٤-	١,٢
٠,٤	٠,٣	٠,٩	٠,٦
٠,٢	٠,٢	٠,٥	٠,١
٤,٨	٢,٨	٥,٣	٢,٢
٠,٠	٠,٠	٠,٢	٠,٢
٧,٣	٤,٩	٦,٦	٤,٤
قطر		عمان	
٢٠٠١-٠٩	١٩٩١-٩٩	٢٠٠١-٠٩	١٩٩١-٩٩
٥,٠	٤,٣	٠,١-	٤,٤
٠,٨	٠,٣	٠,٣	٠,٢
٠,٩	٠,٣	٠,٧	٠,٣
٦,٢	١,٤	٣,٨	٢,٨
٠,١	٠,٠	٠,١-	٠,٣
١٣,١	٦,٣	٤,٦	٧,٩
الإمارات		السعودية	
٢٠٠١-٠٨	١٩٩٤-٩٩	٢٠٠١-٠٩	١٩٩١-٩٩
٠,٨	٠,٢-	٠,٤	٠,٧
٠,٧	١,١	٠,٤	٠,٢
١,٥	٠,٥	٠,٣	٠,٢-
٤,٠	٣,٦	٢,٢	١,٣
٠,٠	٠,٤	٠,١	٠,٥
٧,٠	٥,٤	٣,٢	٢,٥

المصدر: سلطات البلدان وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

^١ يتم احتساب بيانات معدلات النمو في كل جدول كمتوسطات هندسية معدلة لفرض قيد على المجموع.

شكل الملحق ١-ألف-٢: مجلس التعاون الخليجي: متوسط المساهمة في النمو غير النفطي حسب القطاع، ١٩٩١-٢٠٠٩

الكويت		البحرين	
٢٠٠١-٠٧	١٩٩٣-٩٩	٢٠٠١-٠٩	١٩٩١-٩٩
٠,٨	٠,٥	١,١	٠,٨
٠,٤	٠,٣	٠,٦	٠,١
٩,٢	٥,٥	٦,١	٣,٠
٠,٠	٠,٠	٠,٢	٠,٣
١٠,٤	٦,٣	٨,٠	٤,١
	التصنيع (غير الهيدروكربونات)		التصنيع (غير الهيدروكربونات)
	البناء		البناء
	الخدمات		الخدمات
	أخرى		أخرى
	مجموع غير الهيدروكربونات		مجموع غير الهيدروكربونات

قطر		عمان	
٢٠٠١-٠٩	١٩٩١-٩٩	٢٠٠١-٠٩	١٩٩١-٩٩
١,٦	٠,٥	٠,٦	٠,٤
١,٨	٠,٦	١,٣	٠,٥
١١,٨	٢,٦	٦,٨	٤,٦
٠,٢	٠,٠	٠,١-	٠,٤
١٥,٤	٣,٧	٨,٥	٥,٨
	التصنيع (غير الهيدروكربونات)		التصنيع (غير الهيدروكربونات)
	البناء		البناء
	الخدمات		الخدمات
	أخرى		أخرى
	مجموع غير الهيدروكربونات		مجموع غير الهيدروكربونات

الإمارات		السعودية	
٢٠٠١-٠٨	١٩٩٤-٩٩	٢٠٠١-٠٩	١٩٩١-٩٩
١,٠	١,٧	٠,٥	٠,٢
٢,١	٠,٨	٠,٤	٠,٢-
٥,٧	٥,٥	٣,٢	٢,١
٠,٠	٠,٦	٠,٢	٠,٨
٨,٧	٨,٥	٤,٢	٢,٩
	التصنيع (غير الهيدروكربونات)		التصنيع (غير الهيدروكربونات)
	البناء		البناء
	الخدمات		الخدمات
	أخرى		أخرى
	مجموع غير الهيدروكربونات		مجموع غير الهيدروكربونات

المصدر: السلطات القطرية وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

شكل الملحق ١-ألف-٣: مجلس التعاون الخليجي: متوسط المساهمة في نمو الخدمات حسب الخدمة،
١٩٩١-٢٠٠٩

الكويت		البحرين	
٢٠٠١-٠٧	١٩٩٣-٩٩	٢٠٠١-٠٩	١٩٩١-٩٩
٠,٩	٠,٨	٠,٩	٠,٥
٢,٥	١,٢	٠,٥	١,٠
٣,٣	٠,٧	٢,٩	٠,٨
١,١	٠,١	٠,٩	٠,٦
٢,٥	٢,٥	١,٨	٠,٦
١٠,٢	٥,٣	١,٠	٠,١
		٨,٠	٣,٥
التجارة والفندق والمطاعم		النقل والاتصالات	
النقل والتخزين والاتصالات		التجارة والفندق والمطاعم	
المؤسسات المالية والتأمين		البنوك والتأمين	
العقارات وخدمات أنشطة الأعمال		العقارات	
الخدمات المجتمعية والاجتماعية والشخصية		الحكومة	
مجموع الخدمات		الخدمات الاجتماعية والشخصية والخدمات الأخرى	
		مجموع الخدمات	
قطر		عمان	
٢٠٠١-٠٩	١٩٩١-٩٩	٢٠٠١-٠٩	١٩٩١-٩٩
١,٩	١,٤	٢,٠	٠,٦
١,٧	٠,٦	٠,٢	٠,١
٤,٠	٢,٠	١,٣	٠,٧
٩,٣	٠,٠	٠,٥	٠,٧
١٦,٨	٣,٩	٠,٩	٠,٨
		١,٢	١,١
		١,١	١,٤
		٧,٢	٥,٣
التجارة والفندق والمطاعم		تجارة الجملة والتجزئة	
النقل والاتصالات		المطاعم والفنادق	
التمويل والتأمين والعقارات		النقل والاتصالات	
خدمات أخرى		الخدمات المالية وخدمات أنشطة الأعمال	
مجموع الخدمات		ملكية محل الإقامة	
		الإدارة العامة والدفاع	
		خدمات أخرى	
		مجموع الخدمات	
الإمارات		السعودية	
٢٠٠١-٠٨	١٩٩٤-٩٩	٢٠٠١-٠٩	١٩٩١-٩٩
٤,٨	٣,١	٠,٧	٠,٦
١,٠	١,١	٠,٨	٠,٣
٠,٨	٠,٩	١,٢	٠,٣
١,٦	٢,٠	٠,٣	٠,٢
٠,٣	٠,٥	١,١	١,١
٠,٣	٠,٤	٤,١	٢,٤
٨,٨	٨,٠		
التجارة		التجارة والسياحة	
النقل والتخزين والاتصالات		النقل والتخزين والاتصالات	
التمويل والتأمين		التمويل والتأمين والعقارات	
العقارات		الخدمات المجتمعية والاجتماعية والشخصية	
الحكومة		الحكومة	
خدمات أخرى		مجموع الخدمات	
مجموع الخدمات			

المصدر: سلطات البلدان وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي

المراجع

- Arezki, R. and R. Cherif, 2010, "Development Accounting and the Role of TFP," IMF Working Paper WP10/101 (Washington: International Monetary Fund).
- Baldwin-Edwards, M., 2011, "Labour Immigration and Labour Markets in the GCC Countries: National Patterns and Trends," Kuwait Programme on Development, Governance, and Globalisation in the Gulf States, No. 15 (London).
- Michaels, G., 2011, "The Long-term Consequences of Resource-based Specialization," *The Economic Journal*, Vol. 121, 31–57.
- World Bank, 2008, *The Road Not Traveled: Education Reform in the Middle East and North Africa* (Washington).

إجمالي الناتج المحلي والرفاهية في دول مجلس التعاون الخليجي^١

توضح الدراسة أن إجمالي الناتج المحلي - وهو المقياس المعياري لحجم الاقتصاد - وإجمالي الناتج المحلي غير النفطي لا يتحان إلا معلومات محدودة عن التحركات في مستوى الرفاهية الاقتصادية في اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي المعتمدة على النفط. ولا يرتبط أي من هذين المتغيرين بقوة بالتوظيف والاستهلاك، وهما متغيران لهما علاقة مباشرة بالرفاهية الاقتصادية - فخلال الأزمات المالية العالمية، على سبيل المثال، تعرض العديد من دول مجلس التعاون الخليجي لانخفاضات كبيرة في الاستهلاك على الرغم من النمو الموجب الذي سجله إجمالي الناتج المحلي غير النفطي. ومن ثم، ينبغي توخي الدقة عند تحليل خيارات السياسة المتاحة ونتائجها الممكنة في هذه الاقتصادات حتى يتسنى اختيار مقاييس مستهدفة مناسبة.

مقدمة: إجمالي الناتج المحلي والاقتصاد والرفاهية

من المعروف أن إجمالي الناتج المحلي مقياس غير كامل للرفاهية الاقتصادية^٢ فهو يستبعد الإنتاج الذي يتحقق خارج الأسواق، مثل العمل التطوعي أو الخدمات المحلية غير مدفوعة الأجر، كما أنه لا يرصد بطبيعته النشاط في القطاع غير الرسمي رسدا كاملا، وذلك من بين أسباب أخرى. علاوة على ذلك، فإنه لا يفسر إهلاك رأس المال المادي أو نضوب الموارد الطبيعية. وعلى الرغم من مواطن الضعف هذه، مازال إجمالي الناتج المحلي يستخدم على نطاق واسع لقياس التقدم الاقتصادي، وذلك لأنه متاح بسهولة ويميل إلى أن يكون وثيق الصلة بالمؤشرات الأخرى للرفاهية، مثل الصحة والتعليم. وكما هو موضح فيما يلي، على الرغم من ذلك، تظهر مشكلات استخدام إجمالي الناتج المحلي كمقياس للرفاهية الاقتصادية جلية بالنسبة لاقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي. واستنادا إلى الهدف المحدد، فإن هناك مؤشرات أخرى متاحة قد تكون أكثر دلالة.

ويثير استخدام إجمالي الناتج المحلي كمؤشر للرفاهية الاقتصادية في دول مجلس التعاون الخليجي عدة قضايا. وتتمثل القضية الأولى في أنه مع توفير قطاع النفط في مجلس التعاون الخليجي ٤٣٪ في

^١ إعداد عبد الرحمن شريف وتوباياس راسموسن.

^٢ راجع، على سبيل المثال دراسة (2010) Jones and Klenow.

المتوسط من مجموع الناتج المحلي الإجمالي على مدار العقد الماضي، فإن هذه الدول شديدة التعرض لتغيرات أسعار السلع الأولية، وبالتالي تكون قدرتها الشرائية غالباً أكثر تأثراً بتحركات الأسعار عنها بكم الناتج الذي تحققه. وثانياً، بينما يمثل قطاع النفط جزءاً بسيطاً من التوظيف، وإن تمثل العمالة الوافدة أكثر من نصف مجموع القوى العاملة، فإن العلاقات النموذجية بين الناتج والتوظيف ودخل المواطنين أضعف كثيراً مما هي عليه في المناطق الأخرى من العالم. وفي الأقسام التالية، سنستكشف كلا من هذه الأبعاد والتداعيات على قياس مستوى الرفاهية.

الدخل

يفترض في إجمالي الناتج المحلي بالأسعار الثابتة بطبيعة الحال أن يمثل القوة الشرائية الحقيقية، إلا أن الارتباط بين هذين المفهومين يتسم بالضعف الشديد في دول مجلس التعاون الخليجي. ولا يكون استنتاج القوة الشرائية الحقيقية من إجمالي الناتج المحلي للبلد المعنى استنتاجاً صحيحاً إلا إذا كان هذا البلد ينتج لأغراض الاستيعاب المحلي فقط - وهو أمر بعيد عن الوضع في دول مجلس التعاون الخليجي. ولأن ما يقرب من نصف مجموع إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في هذه الدول يأتي من قطاع النفط، فإن المحدد الرئيسي لإجمالي الناتج المحلي الحقيقي هو عدد براميل البترول المنتجة، والتي يتم تصدير معظمها. وبناء على ذلك، تتسم القوة الشرائية لدول مجلس التعاون الخليجي بدرجة عالية من الحساسية لآثار معدلات التبادل التجاري - أي التغيرات في نسبة أسعار الصادرات إلى أسعار الواردات - وغالباً ما تختلف التغيرات في أسعار المستهلكين كثيراً عن التغيرات في مخفضات إجمالي الناتج المحلي. وعلاوة على ذلك، فمع ما يبديه إنتاج النفط من ارتباط ضعيف أو سالب بأسعار النفط، نجد أن إجمالي الناتج المحلي الحقيقي أقل تقلباً بكثير من إجمالي الناتج المحلي الاسمي، وربما لا يتحرك حتى في الاتجاه نفسه. ونتيجة لهذا، لا تخبرنا التغيرات التي تطرأ على إجمالي الناتج المحلي الحقيقي إلا القليل نوعاً ما عن التغيرات في القوة الشرائية الحقيقية. وفي المقابل، ترصد التغيرات في إجمالي الناتج المحلي الاسمي الحركات في الدخل، غير أنها لا تفسر التغيرات في الأسعار³. ويمكن أن تكون الفروق بين هذه المتغيرات كبيرة. ففي عام ٢٠٠٩، على سبيل المثال، شهد مجموع إجمالي الناتج المحلي الحقيقي لدول مجلس التعاون الخليجي زيادة طفيفة، في حين انخفض إجمالي الناتج المحلي الاسمي المجمع فيها محسوباً بالدولار الأمريكي بنحو ١٩٪، بسبب تراجع أسعار النفط بصفة أساسية.

ويلاحظ أن إجمالي الناتج المحلي غير النفطي أقل عرضة لتذبذبات الأسعار من مجموع إجمالي الناتج المحلي، إلا أن له أيضاً نقطتي ضعف عند استخدامه مؤشراً للقوة الشرائية في دول مجلس التعاون. وتمثل نقطة الضعف الأولى في أن إجمالي الناتج المحلي غير النفطي، ولأنه يتكون إلى حد كبير من الخدمات، يكون عرضة لمشكلات القياس أكثر من إجمالي الناتج المحلي للقطاع النفطي حيث يمكن قياس الناتج بشكل أبصر. أما نقطة الضعف الثانية، والأكثر أهمية، فهي أن إجمالي الناتج المحلي غير النفطي ما هو إلا جزء من مجموع الإنتاج، ولذلك فهو يعطي صورة غير كاملة عن التطورات في اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي. ولأن معظم السلع التجارية يتم استيرادها، ومع صغر حجم الصادرات غير النفطية - باستثناء صادرات البحرين والإمارات العربية المتحدة - يعمل إجمالي الناتج

³ حتى إجمالي الناتج المحلي الاسمي لا يرصد الدخل بالكامل، إذ يستبعد صافي التحويلات ودخل عوامل الإنتاج من الخارج - البنود المتضمنة في إجمالي الدخل القومي المتاح - مع إحداث التحويلات والدخل الاستثماري اختلافاً كبيراً لدول مجلس التعاون الخليجي.

المحلي غير النفطي في الأساس بمثابة مقياس لإنتاج السلع غير التجارية والخدمات في هذه الاقتصادات. وعلى ذلك، لا يخبرنا إجمالي الناتج المحلي غير النفطي - في حد ذاته - سوى بالقليل نسبيا عن مجموع القوى الشرائية، التي يوجه جزء كبير منها إلى الواردات. وهو يتحرك بشكل أساسي أيضا تبعا للقطاع العام، إذ يشكل تقديم الخدمات الحكومية أكبر مكون على الإطلاق بطبيعة الحال، كما أن المكونات الأخرى تتأثر تأثيرا كبيرا بالإنفاق الحكومي. وهنا أيضا تمثل أحداث عام ٢٠٠٩ مثالا مفيدا في هذا الصدد. فبينما أدى انهيار أسعار النفط إلى تراجع حاد في كل من إجمالي الناتج المحلي النفطي الاسمي وإيرادات المالية العامة في ذلك العام، حافظت الزيادات المتواصلة في الإنفاق الحكومي على نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي غير النفطي موجبا في جميع دول مجلس التعاون الخليجي باستثناء الكويت وعمان. ومن الواضح أن مثل هذا النمو في هذه الدول لا يحول دون حدوث تراجع كبير في الدخل الحقيقي أو العكس.

التوظيف

يندر إنشاء الوظائف لمواطني مجلس التعاون الخليجي ضمن أهم أولويات السياسة الاقتصادية في المنطقة. ويرجع هذا إلى ضرورة توفير فرص العمل اللازمة لسكان المنطقة الشباب الذين تتزايد أعدادهم بسرعة، كما يعكس سمتين بارزتين تميزان اقتصادات دول المجلس، وهما طبيعة قطاع النفط الذي يتسم بكثافة كبيرة في استخدام رأس المال وتفوق حجم العمالة الوافدة في هذه الدول. وعلى الرغم من أن قطاع النفط يمثل نحو نصف إجمالي الناتج المحلي، فإنه لا يوفر الوظائف إلا لأقل من ٣٪ من القوى العاملة في المنطقة. ويتراوح نصيب مواطني دول المجلس من مجموع فرص العمل بين نحو النصف في المملكة العربية السعودية وبين أقل من ١٠٪ في قطر. ونتيجة لهذا، لا يتصل جزء كبير من النشاط الاقتصادي في الواقع اتصالا مباشرا بتوظيف مواطني هذه الدول.

والواقع أن نمو إجمالي الناتج المحلي لا يوفر الكثير من المعلومات عن التغيرات التي تطرأ على عملية التوظيف. ويتضح من الفصل الأول أن مستويات إجمالي الناتج المحلي الحقيقي غير النفطي كانت تنحو إلى الزيادة تمشيا مع إجمالي حجم التوظيف. على الرغم من هذا، فعند النظر إلى معدلات النمو على أساس سنوي، نجد أن الارتباطات بين الناتج والتوظيف في دول مجلس التعاون الخليجي ضعيفة نسبيا (الجدول ٢-١). وحتى فيما يتعلق بإجمالي الناتج المحلي غير النفطي، فإن الارتباطات ليست قوية في دول المجلس، كما أنها أقل كثيرا بوجه عام منها في الاقتصادات المتقدمة. علاوة على ذلك، فإنه بالنظر إلى دور العمالة الوافدة في هذه الدول، يمكن لهذه الارتباطات أن تعطي تقديرا مبالغا فيه للعلاقات بتوظيف المواطنين. وبناء عليه، فإن هدف زيادة توظيف المواطنين في مجلس التعاون الخليجي ليس مساويا لهدف يتوخى زيادة النمو في إجمالي الناتج المحلي غير النفطي. فعلى سبيل المثال، نجد أن قطاعا مهما يغلب عليه الطابع الدوري القوي مثل قطاع البناء تشغله العمالة الأجنبية بالكامل تقريبا، والأرجح أن زيادة النشاط فيه - عن طريق زيادة الاستثمار العام على سبيل المثال - تؤثر تأثيرا طفيفا قصير الأجل على عدد من الوظائف المتاحة لمواطني دول المجلس. وبشكل عام، من غير المؤكد إلى أي مدى ستترجم الزيادة في الطلب المجمع على العمالة إلى وظائف للعمالة الوافدة أو المواطنين. بالإضافة إلى هذا، بينما تمثل الخدمات الحكومية أكثر من ثلث إجمالي الناتج المحلي غير النفطي، ومع توظيف نحو ثلث المواطنين في القطاع العام، تعتمد أرقام التوظيف في دول مجلس التعاون الخليجي اعتمادا كبيرا على سياسة المالية العامة - لاسيما الإنفاق

الجدول ٢-١: مجلس التعاون الخليجي: الارتباط بين المعدلات السنوية لنمو
توظيف العمالة وإجمالي الناتج المحلي الحقيقي، ١٩٩١-٢٠١٠

البلد	مجموع إجمالي الناتج المحلي	
	إجمالي الناتج المحلي غير النفطي	إجمالي الناتج المحلي
دول مجلس التعاون الخليجي		
البحرين	٠,٣٦	٠,١٦
الكويت	٠,٦٠	٠,١٩
عمان	٠,٥٦	٠,٦٧
قطر	٠,٤٢	٠,١٨
السعودية	٠,٠٢-	٠,١٦
الإمارات	٠,٤٩	٠,١٩-
متوسط مجلس التعاون الخليجي	٠,٤٠	٠,١٩
بلدان أخرى		
النرويج	٠,٦٦	٠,٣٦
الولايات المتحدة الأمريكية	...	٠,٨٨
كوريا	...	٠,٩٠
سنغافورة	...	٠,١٩
إندونيسيا	...	٠,٠٤-
تركيا	...	٠,٢٩-
المكسيك	...	٠,٤١
المتوسط	...	٠,٣٤

المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

الجاري - وليست مجرد دالة لإجمالي الناتج المحلي غير النفطي. والواقع أن هناك دليلاً يشير إلى أن علاقة السببية تنتقل من الإنفاق من المالية العامة إلى إجمالي الناتج المحلي غير النفطي والتوظيف بدلا من العكس (Husain et al. 2007).

الرفاهية

يمكن لقيمة الاستهلاك بالأسعار الثابتة أن تمثل مقياس الرفاهية المباشر. ولكن، لسوء الحظ، لا تشكل هذه البيانات بوجه عام جزءاً من الإحصاءات التي يتم إعدادها بصفة رسمية في دول مجلس التعاون الخليجي، والتي تشمل بطبيعة الحال تقسيماً لإجمالي الناتج المحلي حسب الإنفاق بالأسعار الجارية فقط. ويصبح تحويل قيم الاستهلاك الاسمية المنشورة - التي تتألف من كل من الاستخدام الخاص والحكومي وأيضاً المكونات المحلية والمستوردة - إلى قيم حقيقية أمراً معقداً بسبب صعوبة إنشاء المخفض المناسب.^٤ علاوة على ذلك، فإن نوع الاستهلاك يحدث فرقا، مع صعوبة إحلال السلع غير التجارية المنتجة محلياً محل السلع التجارية - التي تستورد بطبيعة الحال. وسوف نستكشف في القسم

^٤ اختلاف تطورات السعر المؤثرة على الخدمات الحكومية عن تلك التطورات التي تؤثر على الإنفاق على الاستهلاك الشخصي، فإن مخفضات الأسعار ذات الصلة ستختلف هي الأخرى. علاوة على ذلك، على الرغم من أن مؤشر أسعار المستهلكين ومخفضات الإنفاق على الاستهلاك الشخصي مرتبطان من حيث المفهوم، فإنهما قد يختلفان بسبب التباين في الغرض، والطريقة، والتغطية، كما هو موضح في دراسة (Fixler and Jaditz (2002).

التالي السلوك الديناميكي للاستهلاك، ومكوناته، وعلاقته بالمتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى في دول مجلس التعاون الخليجي.

الاستيراد وديناميكية الاستهلاك

الواردات

تمثل الواردات محركاً أساسياً لديناميكية الاستهلاك، إذ يتم استيراد جزء كبير من استهلاك دول مجلس التعاون الخليجي من الخارج. وقد بلغ متوسط واردات هذه البلدان خلال العقدين الماضيين نحو ٤٢٪ من إجمالي الناتج المحلي و٧٩٪ من حجم الاستهلاك، ويلاحظ أن الرقم الأخير أعلى بكثير من الأرقام المسجلة في مناطق أخرى في العالم (الجدول ٢-٢). وعلى الرغم من استثمار جزء من الواردات بدلا من استهلاكه، يوضح ارتفاع نسبة الواردات إلى الاستهلاك قوة الارتباط بين الاستيراد وديناميكيات الاستهلاك.

وتتسم الواردات بقدر من التقلب أكبر بكثير من تقلب إجمالي الناتج المحلي غير النفطي في دول مجلس التعاون الخليجي (الشكل البياني ٢-١). وقد شهدت معظم البلدان خلال العقدين الماضيين عدة فترات من النمو السالب في حجم الواردات. وفي المقابل، حقق إجمالي الناتج المحلي غير النفطي نمواً موجبا على مدار الفترة كلها تقريبا - باستثناء عُمان التي جاء فيها نمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي سالبا على مدار ثلاث سنوات منذ عام ١٩٩٠. وتصدق مقولة إن التجارة أكثر تقلبا من الناتج بالنسبة

الجدول ٢-٢: مجلس التعاون الخليجي: صادرات السلع والخدمات، متوسط ١٩٩٠-٢٠١٠

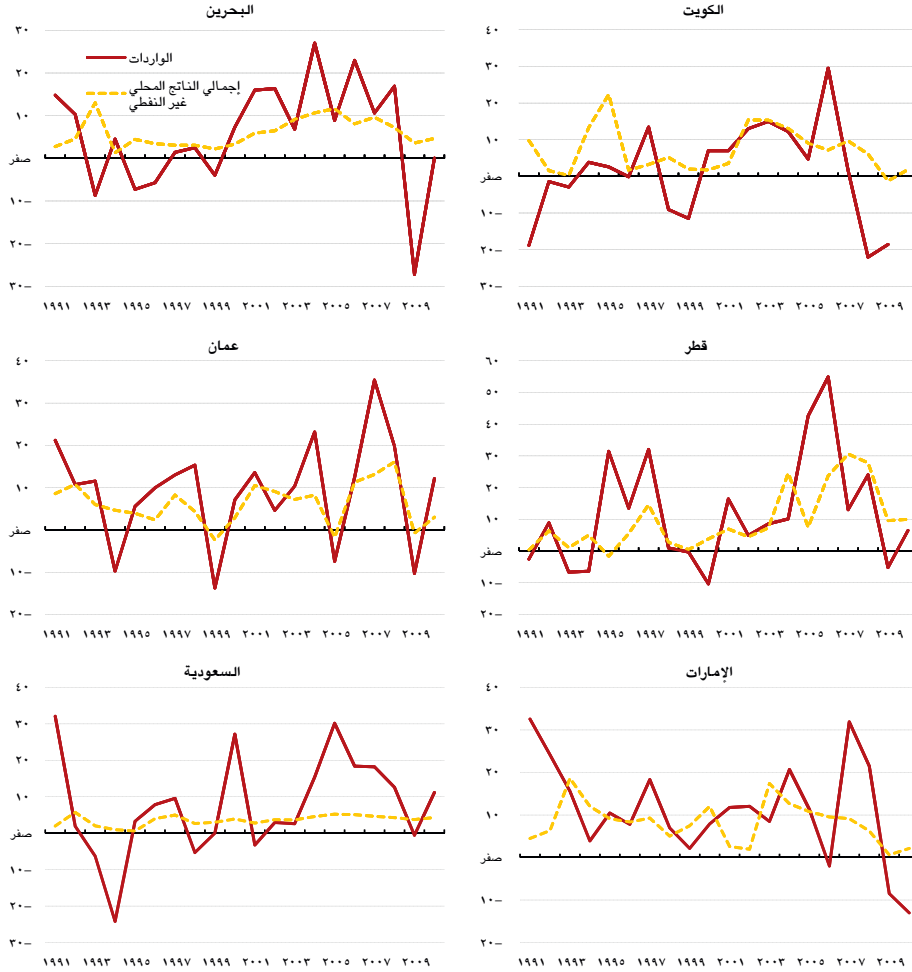
البلد	إجمالي الناتج المحلي٪	الاستهلاك٪
دول مجلس التعاون الخليجي		
البحرين	٦٧	١٢٥
الكويت	٢٩	٥٣
عمان	٤١	٧٦
قطر	٣٠	٨٦
السعودية	٣١	٥٦
الإمارات	٥٤	٧٩
متوسط مجلس التعاون الخليجي	٤٢	٧٩
بلدان أخرى		
النرويج	٢٩	٤٥
الولايات المتحدة الأمريكية	١٥	١٨
كوريا	٤٠	٥٨
سنغافورة	١٨٧	٣٦١
تركيا	٢٥	٣١
المكسيك	٢٩	٣٨

المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

الشكل البياني ٢-١: مجلس التعاون الخليجي: معدلات نمو حجم الواردات من السلع والخدمات،

وإجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي، ١٩٩١-٢٠١٠

(%)



المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

لمعظم البلدان الأخرى أيضاً، غير أن هذا التقلب له تأثير أكبر نسبياً في دول مجلس التعاون الخليجي نظراً لاعتمادها الأكبر على الواردات. أما بيانات الواردات التفصيلية الخاصة بالمملكة العربية السعودية - والتي لا تشمل السلع الاستثمارية - فليست أقل تقلباً بقدر كبير من مجموع الواردات، مما يدل ضمناً على ارتفاع مستويات التقلب في الاستهلاك (الإطار ٢-١).

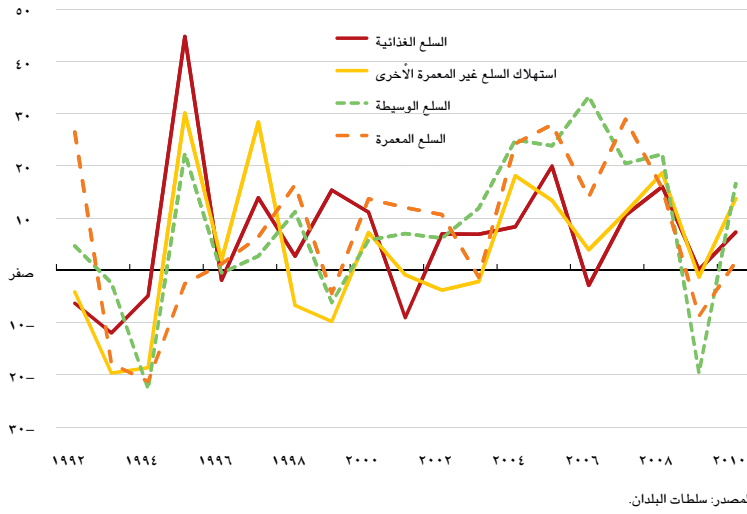
ويلاحظ أن التحركات المشتركة بين الواردات والناتج في دول مجلس التعاون الخليجي أقل أيضاً من مثيلاتها في البلدان الأخرى (الجدول ٢-٣). وقد تراوحت الارتباطات في بلدان المجلس بشكل عام ما بين ٠,٥ أو أقل، مقارنة بما يزيد غالباً عن ٠,٩ في باقي أنحاء العالم.° والواقع أن عمان فقط -

° تأتي علاقة الارتباط السالبة في حالة الكويت نتيجة للتطورات التي حدثت إبان حرب ١٩٩٠-١٩٩٢، ويقترّب الارتباط المحسوب على مدار الفترة ١٩٩٤-٢٠١٠ من المتوسط في دول مجلس التعاون الخليجي.

الإطار ٢-١: أفكار للمناقشة مستقاة من البيانات التفصيلية لواردات المملكة العربية السعودية

بالنظر إلى أن معظم السلع التجارية يتم استيرادها، تكشف البيانات التفصيلية للواردات الكثير عن سلوك فئات الاستهلاك المختلفة وتقلبها في دول مجلس التعاون الخليجي. وبوجه خاص، يمكن أن تساعد هذه البيانات على التمييز بين السلع المعمرة

المملكة العربية السعودية: معدلات نمو الواردات، ١٩٩٢-٢٠١٠ (%)



المصدر: سلطات البلدان.

والسلع غير المعمرة ومدى ارتباط الواردات بالاستثمار أو الاستهلاك. وبلاستعانة بسلسلة زمنية متاحة عن المملكة العربية السعودية، فإننا نقسم الواردات إلى أربع فئات (تمثل في المتوسط أكثر من ٩٣٪ من مجموع واردات البضائع)، والمواد الغذائية وغيرها من السلع الاستهلاكية غير المعمرة، وكذلك السلع الوسيطة والسلع المعمرة - ونقوم بخفض كل فئة عن طريق مؤشرات الأسعار المقابلة في مجموعة بيانات

الافتراضات العالمية لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي. وقد أوضحت النتائج أن حجم السلع الاستهلاكية المستوردة أظهر تراجعاً متكرراً ودرجة تقلب تساوي تقريباً درجة تقلب السلع الوسيطة والمعمرة - وهي السلع التي ترتبط ارتباطاً أكبر بالإنتاج والاستثمار. وقد أظهرت فئات الواردات الأربع حالات تراجع متزامنة تقريباً في الفترات ١٩٩٣-١٩٩٤ و ١٩٩٨ و ٢٠٠٩. وهي السنوات التي انخفضت فيها أسعار النفط. وبين تلك الفترات، كان عام ٢٠٠٩ هو العام الوحيد الذي لم تشهد فيه الواردات الاستهلاكية غير المعمرة تراجعاً بقدر تراجع السلع الوسيطة والمعمرة. ويشير هذا إلى أن دفعة التنشيط المالي التي تمت في ذلك العام نجحت في دعم طلب المستهلكين، لكنه يوضح أيضاً أن استثمارات القطاع الخاص تراجعت بشدة على الرغم من ذلك.

والتي يبلغ فيها الارتباط بين الواردات وإجمالي الناتج المحلي غير النفطي ٠,٧٦ - تقترب من المستوى النموذجي، وهو ربما ما يأتي انعكاساً لقلة حجم مواردها النفطية عن غيرها من دول مجلس التعاون الخليجي.

الاستهلاك

يتم تقييم تحركات الاستهلاك الحقيقي في هذا القسم بخفض سلسلة الاستهلاك الاسمية بمؤشر أسعار المستهلكين المحلية. ويقاس هذا أيضاً القوة الشرائية للإنفاق الاستهلاكي كما لو كان قد أنفق

الجدول ٢-٣: مجلس التعاون الخليجي: الارتباط بين معدلات النمو السنوية لأحجام الواردات وإجمالي الناتج المحلي، ١٩٩١-٢٠١٠

الدولة	مجموع إجمالي الناتج المحلي	إجمالي الناتج المحلي غير النفطي
دول مجلس التعاون الخليجي		
البحرين	٠,٠٩	٠,٣١
الكويت	٠,٦٢-	٠,٣٢
عمان	٠,٥٤	٠,٧٦
قطر	٠,٤٥	٠,٤٣
السعودية	٠,٦٤	٠,٤٩
الإمارات	٠,١٠	٠,٢٠
متوسط مجلس التعاون الخليجي	٠,٢٠	٠,٤٢
بلدان أخرى		
النرويج	٠,٦٢	٠,٨٨
الولايات المتحدة الأمريكية	٠,٩٥	...
كوريا	٠,٩١	...
سنغافورة	٠,٧٥	...
تركيا	٠,٩١	...
المكسيك	٠,٩٥	...

المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. النقد الدولي calculations.

الجدول ٢-٤: مجلس التعاون الخليجي: معدلات النمو السنوية لإجمالي الناتج المحلي الحقيقي، والواردات، والاستهلاك، ١٩٩١-٢٠١٠ (%)

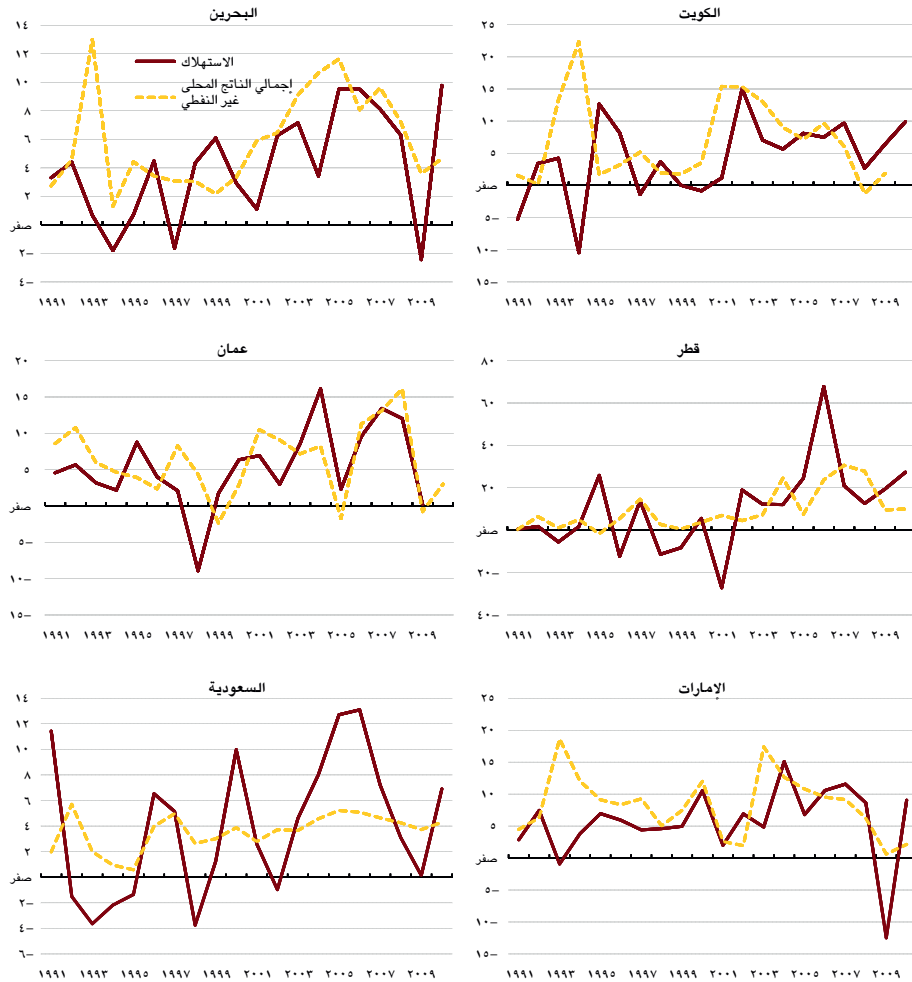
البلد	الاستهلاك		الواردات		إجمالي الناتج المحلي غير النفطي		مجموع إجمالي الناتج المحلي	
	الانحراف المعياري	الوسيط	الانحراف المعياري	الوسيط	الانحراف المعياري	الوسيط	الانحراف المعياري	الوسيط
البحرين	٥,٣	٢,٧	٥,٩	٣,٤	٥,٧	١٢,٥	٤,١	٤,٠
الكويت	٥,٦	١٧,٠	٧,٠	٦,٣	٧,٥	٣٠,٥	٥,٠	٥,٩
عمان	٤,٥	٣,٠	٦,٣	٥,٠	٩,٢	١٢,٢	٥,٤	٥,٩
قطر	١٠,٥	٨,٩	٩,٥	٩,٦	١١,٨	١٧,٥	١١,٠	٢٠,٩
السعودية	٣,٠	٢,٧	٣,٦	١,٤	٧,٧	١٣,٦	٣,٩	٥,٣
الإمارات	٥,٣	٤,٧	٨,٣	٤,٩	١١,٢	١١,٨	٥,٧	٥,٩
متوسط مجلس التعاون الخليجي	٥,٧	٦,٥	٦,٨	٥,١	٨,٩	١٦,٤	٥,٨	٨,٠

المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: إجمالي الناتج المحلي مقيس بالأسعار الثابتة، وواردات السلع والخدمات مقيسة بالحجم، والاستهلاك هو القيمة الاسمية المخفضة حسب مؤشر أسعار المستهلكين المحلية.

جميعه وفقا للأوزان الترجيحية في سلة مؤشر أسعار المستهلكين^٦ وعلى الرغم من أن سلاسل الاستهلاك المقدرة بهذه الطريقة تمثل تقديرا تقريبا، فإن النتائج الموضحة في الجدول ٢-٤

^٦ كفض للثبات، تم تخفيض سلسلة الاستهلاك الاسمي أيضا بأسعار المستهلكين الأمريكية لتعكس القوة الشرائية الحقيقية للإنفاق الاستهلاكي إذا تم الإنفاق في الخارج، وفيما يتعلق بدول مجلس التعاون الخليجي، ينتج عنصرا التخفيض ارتباطات مماثلة مع إجمالي الناتج المحلي غير النفطي، وذلك انعكاسا لربط أسعار الصرف في تلك الدول بالدولار الأمريكي، والارتباط القوي إلى حد ما بين مؤشري أسعار المستهلكين في دول المجلس والولايات المتحدة الأمريكية.

الشكل البياني ٢-٢: مجلس التعاون الخليجي: معدلات نمو الاستهلاك مخفضة بمؤشر أسعار المستهلكين المحلية وإجمالي الناتج المحلي الحقيقي غير النفطي، ١٩٩١-٢٠١٠ (%)



المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

تعطي مؤشرا قويا على أن قيم الاستهلاك الحقيقية في دول مجلس التعاون الخليجي كانت غالبا أكثر تقلبا بشكل كبير من إجمالي الناتج المحلي غير النفطي. ويبدو هذا متناقضا مع الوضع في الاقتصادات المتقدمة حيث نجد الاستهلاك بوجه عام أكثر ثباتا من الناتج (راجع دراسة Aguiar and Gopinth, 2007). وإذ يوضح الشكل البياني ٢-٢ نمطا كبير الشبه بنمط نمو الواردات في الشكل البياني ٢-١، فإنه من الواضح أن التذبذبات في أحجام الواردات في دول مجلس التعاون الخليجي لم تؤثر فقط على الواردات من السلع الاستثمارية، وإنما تم ربطها أيضا بتذبذبات كبيرة في القيمة الحقيقية للاستهلاك. وبناء عليه، سيؤدي قصر التركيز على التطورات في إجمالي الناتج المحلي غير النفطي إلى تقدير التغيرات التي طرأت على الرخاء الاقتصادي في هذه البلدان بأقل مما هي عليه.

السلع التجارية مقابل السلع غير التجارية

يُلاحظ أن تحركات الاستهلاك الكلي الواردة في القسم السابق لا ترصد كل التحركات في مستوى الرفاهية.^٧ فأولا، من حيث الرفاهية، يظل الاهتمام منصبا في الأساس على استهلاك الفرد، مما يستدعي النظر بعين الاعتبار إلى عنصر النمو السكاني. وثانيا، إذا ارتبط انخفاض الاستهلاك بالتغيرات في التركيبة السكانية، قد يتأثر الرخاء الاقتصادي تأثيرا سلبيا أكبر مما تشير إليه الأرقام المجمعة. فعلى سبيل المثال، إذا واجهت إحدى السلع الضرورية، مثل المنتجات الغذائية، تراجعاً في حين ازداد استهلاك إحدى السلع غير التجارية، مثل النقل المحلي، فإن حقيقة أن استمرار الاستهلاك الكلي في هذه الزيادة لا تستبعد حدوث تراجع في مستوى الرفاهية. وبشكل أعم، فإنه عندما تمثل السلع بدائل غير كاملة، تصبح مكونات الاستهلاك مهمة في عملية تحليل الرفاهية.

والجدير بالذكر أن التفرقة بين أنواع السلع المختلفة تكتسب أهمية قصوى في دول مجلس التعاون الخليجي، إذ يُرجح أن تكون بعض فئات الاستهلاك أكثر تقلبا بشكل أكبر من غيرها. وبالنظر إلى التداخل الكبير بينها، فإن التحركات في حجم استهلاك السلع غير التجارية من المرجح أن تكون تابعة إلى حد بعيد لتلك التحركات في إجمالي الناتج المحلي غير النفطي. وفي المقابل، يتم استيراد معظم السلع التجارية الاستهلاكية، ولذلك ستنحو إلى إظهار درجة أعلى من التقلب وفقا للنتائج المذكورة سابقا. ونتيجة لهذا، من الممكن أن تخفي التراجعات في الاستهلاك المجمع تراجعات أكبر في مستوى الرفاهية.

وللوصول بهذه التفرقة بين السلع التجارية وغير التجارية إلى المستوى العملي، نستخدم الافتراضات المبسطة التي تعتبر أن جميع السلع غير التجارية (التي نشير إليها بالرمز C_N) تستهلك محليا، وجميع السلع التجارية (التي نشير إليها بالرمز C_T) تستورد من الخارج إلى جانب جميع السلع الرأسمالية.^٨ ومن المتطابقة المحاسبية لإجمالي الناتج المحلي (حيث Y تمثل الناتج، و C تمثل الاستهلاك، و I الاستثمار، و X الصادرات، و M الواردات) لدينا:

$$Y = C + I + X - M.$$

واستنادا إلى افتراضاتنا المبسطة، نحصل على $C_T + I = M$. وهكذا، وباستخدام المتطابقة المحاسبية، نحصل على ما يلي:

$$C_N = Y - X, \text{ and} \\ C_T = C - C_N$$

^٧ يطبق هذا القسم فكرة طرحت في دراسة (Cherif and Hasanov (2011)).
^٨ هذه الافتراضات، بالطبع، ما هي إلا افتراضات تقريبية، إذ أن دول مجلس التعاون الخليجي تستهلك أيضا بعض السلع التجارية المنتجة محليا، وسيتم توفير جزء من مدخلات الاستثمار من مصادر محلية أيضا. وعلى الرغم من ذلك، من المرجح أن يكون حجم هذا النشاط التجاري صغيرا نسبيا.

وبناء عليه، نقوم بحساب القيمة الحقيقية لاستهلاك السلع غير التجارية عن طريق طرح القيمة الاسمية للصادرات من القيمة الاسمية لمجموع إجمالي الناتج المحلي ثم نخفض النتيجة حسب أسعار المستهلكين المحلية. ويمكن بعد ذلك حساب استهلاك السلع التجارية كقيمة باقية.

وعلاوة على هذا، فعن طريق افتراض إضافي بأن المنفعة هي دالة كوب-دوغلاس لنوعي الاستهلاك (السلع غير التجارية والسلع التجارية)، يمكننا حساب التغير في المنفعة من خلال استهلاك كل فرد (المشار إليه بالرمزين e_T و e_N).⁹ وهكذا، نفترض أن المنفعة تعبر عنها المعادلة التالية:

$$U = (e_N)^\alpha (e_T)^{1-\alpha},$$

حيث تمثل = نصيب السلع غير التجارية من مجموع الإنفاق الاستهلاكي، وتحسب السلع غير التجارية والسلع التجارية بقسمة قيم الاستهلاك المجمعة على مجموع عدد السكان. وبناء عليه، يمكننا استنتاج أن مكاسب الرفاهية، المشار إليها بالرمز λ موضحة بالمعادلة التالية:

$$(1 + \lambda) = (1 + g_N)^\alpha (1 + g_T)^{1-\alpha},$$

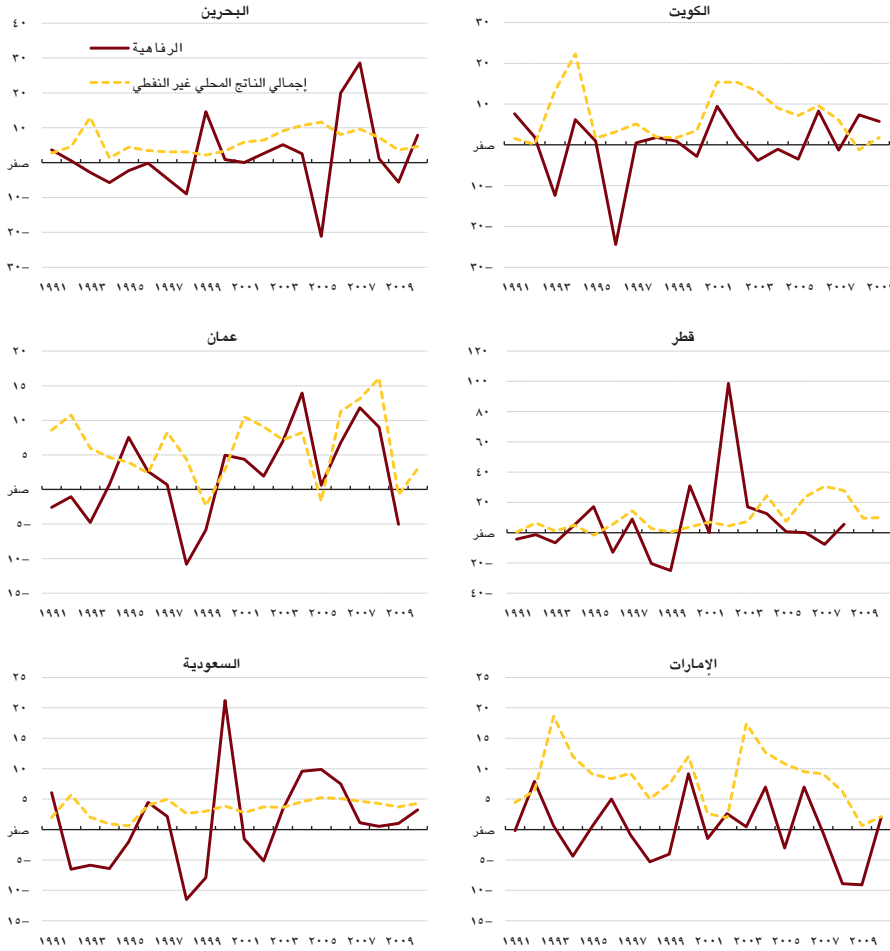
حيث تمثل g_T و g_N معدلات نمو استهلاك السلع غير التجارية والسلع التجارية. أما المتغير λ فيمثل معدل نمو الاستهلاك الذي سيؤدي إلى تغيير مساوٍ في المنفعة. وسيشير متغير λ موجب إلى مكسب للرفاهية، في حين سيشير متغير سالب إلى خسارة في الرفاهية. ويوضح الشكل البياني ٢-٣ تطور مكاسب/خسائر الرفاهية المحسوبة بهذه الطريقة، ونرى أن هذا التطور - مثله مثل الاستهلاك المجمع - كان أيضا أكثر تقلبا من إجمالي الناتج المحلي غير النفطي. ومرة أخرى، نجد أن عام ٢٠٠٩ هو العام الذي تعرضت فيه معظم دول مجلس التعاون الخليجي لتراجعات كبيرة في مستوى الرفاهية على النحو المقيس في هذه الدراسة (الإطار ٢-٢).

اختيار المؤشر الصحيح

أوضحت الأقسام السابقة أن إجمالي الناتج المحلي قد يكون مقياسا غير دقيق للرفاهية في دول مجلس التعاون الخليجي. فإجمالي الناتج المحلي في هذه الدول - سواء كان مجموع إجمالي الناتج المحلي أو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي - يرتبط ارتباطا ضعيفا بمتغيرات مثل التوظيف والاستهلاك اللذين يمثلان عاملين ضروريين للرخاء الاقتصادي. وبالتالي، قد يؤدي استخدام إجمالي الناتج المحلي كمقياس وحيد لتقييم التقدم الاقتصادي إلى نتائج مضللة للغاية. ويتمثل أحد الأمثلة الصارخة لهذا الأمر في أن عددا من دول مجلس التعاون الخليجي قد تضرر من الهبوط

⁹ تشير معادلة كوب-دوغلاس ضمنا إلى أن نوعي السلع ليسا بديلين ولا متتامين. فإذا كان نوعا السلع التجارية وغير التجارية متتامين بالفعل - وهو الحال هنا - وتراجع أحد النوعين أكثر من الآخر، تكون هذه المعادلة الوظيفية منطوية على تقييم أقل من قيمة التراجع الفعلي للمنفعة. وبالطبع، إذا كان نوعا السلع في حالة تنام كامل، يتحدد تغير المنفعة بالكامل على أساس نوع السلع التي تتعرض لأكبر قدر من التراجع.

الشكل البياني ٢-٣: مجلس التعاون الخليجي: معدلات زيادة الرفاهية ونمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي الحقيقي، ١٩٩١-٢٠١٠ (%)



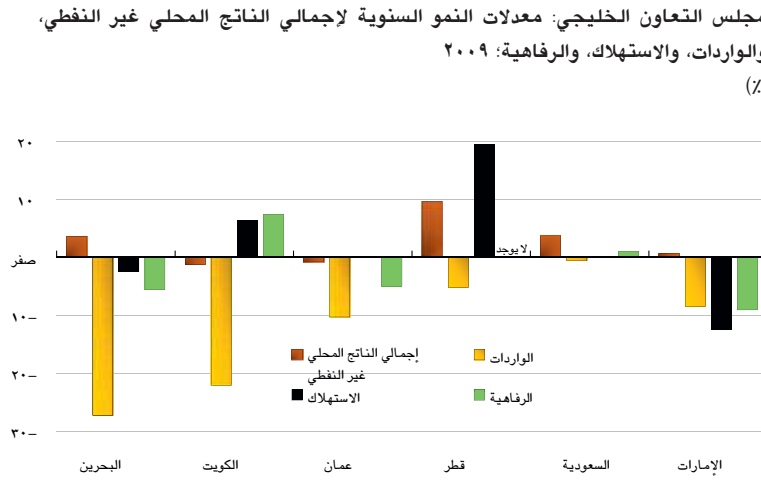
المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

الاقتصادي العالمي في عام ٢٠٠٩ على نحو أكبر مما توجي به معدلات النمو القوية غالباً في إجمالي الناتج المحلي غير النفطي.

ومن ثم، تتمثل إحدى المسائل الضمنية في هذه النتائج في أنه ينبغي لصناع السياسات أن يضعوا مؤشرات دقيقة للتقدم في تحقيق أهداف السياسة الفردية. وبالنظر إلى ضعف العلاقة بين إجمالي الناتج المحلي، والتوظيف، والاستهلاك، فإن تحقيق هدف زيادة إجمالي الناتج المحلي لا يوفر سوى ضمانة محدودة على أنه سيتم ربطه بالمنافع المرجوة. وبدلاً من الاستعانة بمؤشر مختصر موحد لقياس التقدم الكلي، سيكون من الأفضل لصناع السياسة أن يدرسوا مؤشرات منفصلة، اعتماداً على الهدف الخاص المتاح، سواء كان إنشاء فرص العمل أو رفع مستويات المعيشة. وفيما يتعلق بأهداف توظيف العمالة، فإن عدد الوظائف المضافة، والقطاعات التي ستكون فيها هذه الوظائف والمؤهلات

الإطار ٢-٢ الهبوط الاقتصادي العالمي في عام ٢٠٠٩

في الوقت الذي ظل فيه إجمالي الناتج المحلي غير النفطي متماسكا عموما في عام ٢٠٠٩، توضح المؤشرات الأخرى التي نوقشت في هذا الفصل وجود تراجع كبير في مستوى الرخاء الاقتصادي في العديد من دول مجلس التعاون الخليجي خلال الأزمة المالية العالمية. فبالإضافة إلى التراجع في الدخل من جراء هبوط أسعار النفط، تعرضت جميع دول مجلس التعاون الخليجي الست لتراجع في الحجم المقدر للواردات، إذ تراوحت معدلات النمو بين -٠,٥٪ في المملكة العربية السعودية إلى -٢٧٪ في البحرين، والتي جاء التراجع فيها مدفوعا جزئيا بانخفاض سعر الواردات النفطية المستخدمة في صناعة تكرير النفط. كما تعرضت البحرين والإمارات العربية المتحدة لانخفاضات كبيرة في حجم الاستهلاك الحقيقي المجمع، في حين سجلت كل من البحرين وعمان والإمارات العربية المتحدة



المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: إجمالي الناتج المحلي مقيس بالأسعار الثابتة وواردات السلع والخدمات مقيسة بالحجم، والاستهلاك هو القيمة الاسمية المخفضة بمؤشر أسعار المستهلكين المحلية، والمنفعة معرفة في هذا الفصل. ولم يُدرج التغير في الرفاهية بالنسبة لقطر نظرا لنقص البيانات.

انخفاضات في المقياس المطبق للرفاهية. وعلى الرغم من أن الكثير من هذه الأرقام عرضة للخطأ في القياس - ولاسيما تقديرات الواردات من حيث الحجم والاستهلاك الحقيقي - فإنها تعطي مؤشرا قويا على عدة أمثلة لخسائر كبيرة في مستوى الرخاء الاقتصادي الكلي في عام ٢٠٠٩، والتي تتناقض بشدة مع معدلات النمو الموجبة غالبا في إجمالي الناتج المحلي غير النفطي.

المطلوبة لشغلها لابد وأن تكون هي المؤشرات الرئيسية. أما بالنسبة لمستويات المعيشة، فإنه ينبغي النظر إلى حجم الاستهلاك ونوعه ومكوناته.

وعند تقييم مدى فائدة إجمالي الناتج المحلي كمؤشر للتقدم، تجدر ملاحظة أنه قد يكون ضعيف الصلة بأهداف محددة للرفاهية، بل إنه يمكن أن يشير إلى الاتجاه الخاطئ أيضا. فعلى سبيل المثال، لا يستبعد أن تكون التضحية ببعض النمو الاقتصادي على المدى المتوسط أمرا لازما من أجل زيادة معدلات توظيف المواطنين في دول المجلس. وبالمثل، يجدر العمل على الحد من تقلب الاستهلاك قدر الإمكان في دول المجلس، حتى وإن تسبب ذلك في خسارة بعض الناتج.

المراجع

- Aguiar, M. and G. Gopinath, 2007, "Emerging Market Business Cycles: The Cycle is the Trend," *Journal of Political Economy*, Vol. 115, pp. 69–102.
- Cherif, R. and F. Hasanov, 2011, "Macroeconomic Priorities for Developing Countries," forthcoming.
- Fixler, D. and T. Jaditz, 2002, "An Examination of the Difference Between the CPI and PCE Deflator," BLS Working Paper 361 (Washington: Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor).
- Husain, A. M., K. Tazhibayeva, and A. Ter-Martirosyan, 2008, "Fiscal Policy and Economic Cycles in Oil-exporting Countries," IMF Working Paper WP/08/253 (Washington: International Monetary Fund).
- Jones, C. and P. Klenow, 2010 "Beyond GDP? Welfare Across Countries and Time," NBER Working Paper #16352 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research).

قضايا سياسة المالية العامة في دول مجلس التعاون الخليجي^١

تقوم سياسة المالية العامة بدور رئيسي في دول مجلس التعاون الخليجي في تحويل الإيرادات المتحققة من استغلال ثروة المنطقة من الموارد الطبيعية إلى قرارات خاصة بالإنفاق تشكل النتائج الاجتماعية والاقتصادية من أجل الأجيال الحالية والقادمة على حد سواء. ويتسبب تقلب أسعار النفط - واستمرارية صدمات أسعاره - في درجة غير عادية من عدم اليقين بشأن إيرادات الحكومة، مما أحدث تذبذبات كبيرة في أرصدة المالية العامة، مع فترات مطوّلة من الفائض والعجز على حد سواء. وقد ظلت مستويات الإنفاق تابعة بشكل عام لتحركات أسعار النفط. إذ ترتفع مع صعود الأسعار وتنخفض مع هبوطها - لكنها تخضع للتعديل في العادة بمقدار أقل من التغيير في الإيرادات. وكان رد فعل السياسة تجاه الأزمة المالية العالمية حدثا فاصلا إلى حد ما، إذ بدأت دول عديدة في تنفيذ سياسات مالية توسعية على الرغم من تراجع الإيرادات. وبعد استعراض تنفيذ سياسة المالية العامة في السابق، يبحث هذا الفصل قضيتين أساسيتين لتقوية عملية تنفيذ السياسة في المستقبل - ألا وهما الركائز الممكنة لسياسة المالية العامة على المدى المتوسط، ودور المضاعفات المالية وأدوات الضبط التلقائي في تصحيح موقف المالية العامة في مواجهة التذبذبات قصيرة الأجل في الاقتصاد غير القائم على الهيدروكربونات.

مقدمة

سياسة المالية العامة هي أهم أداة على مستوى السياسات في دول مجلس التعاون الخليجي، حيث تحقق التوازن بين الاستقرار والتنمية والأهداف الممتدة عبر الأجيال. ويتمثل دور تحقيق الاستقرار الذي تؤدّيه سياسة المالية العامة في تمهيد أثر التذبذبات الاقتصادية جراء الصدمات المحلية والخارجية (مثل تحركات أسعار النفط)، وذلك بتحديد توقيت القرارات المتعلقة بفرض الضرائب والإنفاق. ويكتسب الدور التنموي أهمية أيضا، لأن الميزانية توجه الإيرادات الكبيرة المتحققة من الهيدروكربونات إلى الاقتصاد بهدف تحسين مستوى الرفاهية.^٢ وأخيرا، يعكس عنصر الاستقرار بين

^١ إعداد بيدرو رودريغيز.

^٢ لاحظ أن هذا الفصل يقدم الدور التنموي بمعنى واسع، وينبغي ألا يفسر على أنه معادل للسياسات الصناعية التفاعلية، أو أنه يعنيها ضمنا. علاوة على ذلك، من المهم إبراز أن أهمية الدور التنموي ترتبط أيضا بحقيقة أن القطاع الخاص ما زال في مراحله الأولى، وأن القوى العاملة المحلية النشطة تعاني نقص المهارات المطلوبة للمساهمة في زيادة الإنتاجية (راجع الفصل الأول).

الأجيال طبيعة الموارد الهيدروكربونية كاحتياطات قابلة للنضوب، رغم وفرتها في الكثير من الدول، وتمثل قرارات استخراج الموارد وإنفاق العائد - أو قرار إعفاء أنشطة معينة من الضرائب - استخداما للموارد التي كان يمكن أن تؤل إلى الأجيال القادمة.

والواقع أن الأهداف المتنوعة لسياسة المالية العامة تتطلب قرارات سياسة مختلفة، وربما متضاربة. فبينما يظهر دور تحقيق الاستقرار مدفوعا باعتبارات قصيرة الأجل، ويُنفذ عن طريق أدوات الضبط التلقائي^٢ و/أو قرارات استثنائية، عادة ما يتصل الدور التنموي بالأهداف متوسطة وطويلة الأجل، ومن ثم يوفّر ركيزة لميزانية الحكومة. وبأخذ هذه الأدوار الثلاثة لسياسة المالية العامة في الحسبان، فإننا نبحث في بقية هذا الفصل التحديات التي تواجه سياسة المالية العامة في دول مجلس التعاون الخليجي، وكيف صاغت هذه التحديات شكل تنفيذ هذه السياسة، كما نناقش القضايا المهمة لتصميم سياسة المالية العامة في المستقبل.

أهم تحديين أمام سياسة المالية العامة في دول مجلس التعاون الخليجي

ما هو مقدار الإيرادات المتحققة من الهيدروكربونات التي ينبغي إنفاقها، وادخارها، واستثمارها؟ إنه قرار مهم، خاصة من وجهة نظر متوسطة الأجل وطويلة الأجل، نظرا لنصيب الهيدروكربونات الكبير في إيرادات المالية العامة، وقابليتها للنضوب، وتقلب أسعارها (الشكل البياني ٣-١) يوضح أنه ينبغي ادخار جزء من إيرادات الموارد الهيدروكربونية، إما من أجل تمهيد تقلبات الإنفاق، أو لاعتبارات تحقيق العدالة بين الأجيال.^٤ ومن ثم، يجب ألا يتم التقليل من حجم تذبذبات أسعار النفط هذه، إذ إنها تدل ضمنا - على أساس الفرد - على وجود تذبذبات هائلة في الدخل (الجدول ٣-١).

ما الذي يجب أن يكون عليه رد فعل سياسة المالية العامة تجاه التذبذبات في النشاط الاقتصادي المحلي في سياق يكون فيه حجم القطاعات غير الهيدروكربونية صغيرا، وليس بالضرورة أن تكون مقاييس النشاط الاقتصادي متعلقة بمقاييس التوظيف نتيجة لعرض العمالة الذي يتسم بمرونة عالية؟^٦ ويذكر أن منهجا تقليديا لاحتساب حجم الفجوة في الناتج، ومن ثم تعديل سياسة المالية العامة

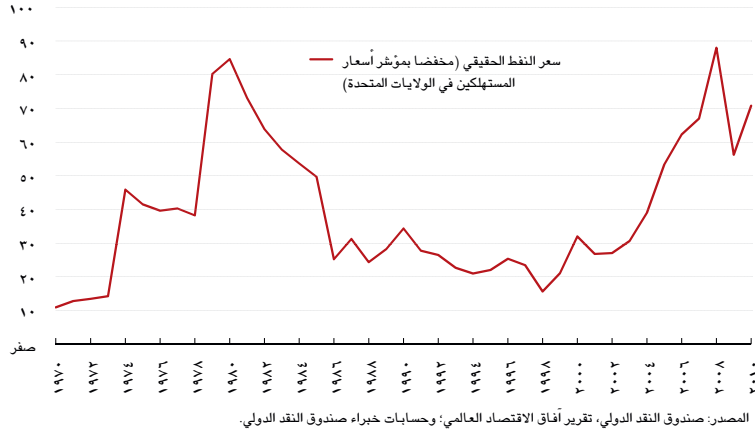
^٢ لم تكن أدوات الضبط التلقائي متوفرة بصفة أساسية في مجموعة أدوات سياسة المالية العامة في دول مجلس التعاون الخليجي، ومن ثم كانت السياسات الاستثنائية - وبشكل تقليدي - أكثر أهمية في تطبيق سياسة المالية العامة.

^٤ لا بد من الانتباه إلى أن فكرة قابلية احتياطات الهيدروكربونات للنضوب ليست واضحة بالقدر الكافي لكثير من دول مجلس التعاون الخليجي، إذ إن الاحتياطات المثبتة هائلة (تغطي ما يقرب من قرن)، كما تسبب الاكتشافات الجديدة الممكنة، بالإضافة إلى التقدم في تكنولوجيا استخراج النفط، قدرا كبيرا من عدم اليقين بشأن الحجم النهائي للاحتياطات التي يمكن اكتشافها.

^٥ تقوم دراسة Hamilton (2008) بتحليل بيانات أسعار النفط ربع السنوية للفترة ١٩٧٠-٢٠٠٨، ويرى المؤلف أن الخصائص الإحصائية لهذه السلسلة تتوافق مع الطرح القائل إن السعر الحقيقي للنفط يبدو أنه يتبع مسارا عشوائيا دون انفلات، وإنه للتنبؤ بأسعار النفط، لن يكون من السذاجة تقديم السعر الحالي على أنه التنبؤ. بالإضافة إلى هذا، يحذر من أن أخطاء كبرى في التنبؤ قد تقع في ظل عملية اتباع مسار عشوائي، ولاسيما بالنظر إلى التغير في أسعار النفط، ويقول المؤلف: "بعد أربع سنوات من عام ٢٠٠٨؛ وفي الربع الأول، فإننا قد نكون مازلنا نتوقع أن يبلغ سعر النفط ١١٥ دولارا للبرميل، على الرغم من أننا في واقع الأمر لن نندهش كثيرا إذا ما انخفض السعر إلى ٣٤ دولارا أو ارتفع إلى ٣٩١ دولارا للبرميل!".

^٦ راجع الفصل الثاني، الذي يناقش القضايا المتعلقة بقياس إجمالي الناتج المحلي ومستوى الرفاهية في دول مجلس التعاون الخليجي.

الشكل البياني ٣-١: أسعار النفط الحقيقية، ١٩٧٠-٢٠١٠
(بالدولار الأمريكي في ٢٠٠٥)



الجدول ٣-١: مجلس التعاون الخليجي: حساسية الصادرات تجاه أسعار النفط، ٢٠١٠

تغير سعر النفط بمقدار ١٠ دولارات		التغير في		البحرين ^١
التغير في صادرات النفط للفرد (ألف دولار أمريكي)	صادرات النفط (مليار دولار أمريكي)	صادرات النفط للفرد (ألف دولار أمريكي) (٢٠١٠)	صادرات النفط (مليار دولار أمريكي) (٢٠١٠)	
٠,٦	٠,٧	٤,٩	٥,٤	
٢,١	٧,٥	١٦,٤	٥٩,١	الكويت
١,٠	٣,٠	٨,٠	٢٣,٩	عمان
٤,٥	٧,٧	٣٥,٩	٦١,٠	قطر
١,٠	٢٦,٠	٧,٩	٢٠٥,٤	السعودية
١,٩	٩,٨	١٥,٣	٧٧,٥	الإمارات

المصدر: سلطات البلدان، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.
^١ صافي إيرادات النفط لأغراض التكرير.

في مواجهته يفقد جزءاً من مغزاه نظراً لأن الناتج المحتمل يتغير مع إضافة عناصر إنتاج قابلة للانتقال إلى الاقتصاد أو استبعادها منه.

تنفيذ سياسة المالية العامة - تحليل استرجاعي للفترة ١٩٨٠-٢٠١٠

توضح البيانات الخاصة بنتائج المالية العامة التي تغطي الثلاثين عاماً الماضية أن سياسة المالية العامة واجهت التحدي المتمثل في تحديد مقدار الإنفاق والادخار والاستثمار الواجب، دون أن يكون لأهداف تحقيق الاستقرار على المدى القصير سوى دور ثانوي في هذا الخصوص. وكما نوضح فيما بعد، هناك ارتباط موجب كبير بين إيرادات الموارد الهيدروكربونية وحجم النفقات، أي أن مستوى نفقات المالية العامة كان يميل إلى الارتفاع (أو الانخفاض) مع ارتفاع هذه الإيرادات (أو انخفاضها). ومع

ذلك، كانت التغييرات في أرصدة المالية العامة الكلية أقل بشكل عام من التغييرات في الإيرادات، مما يوضح أن سياسة المالية العامة عملت على ادخار جزء من الإيرادات غير المتوقعة وتمهيد تقلب النفقات عند تراجع الإيرادات. وقد ظلت مواقف المالية العامة تابعة بشكل عام للتغير في النشاط الاقتصادي غير الهيدروكربوني - وهو ما يرجع في جانب منه إلى الأهمية (المباشرة وغير المباشرة) للقطاع الحكومي في النشاط غير المعتمد على الهيدروكربونات - على الرغم من أن اتجاه هذا النمط قد انعكس في كثير من البلدان أثناء الأزمة الراهنة، عندما زاد معدل الإنفاق من المالية العامة في معظم البلدان على الرغم من انخفاض الإيرادات الهيدروكربونية.

سياسة المالية العامة وإيرادات الموارد الهيدروكربونية

يتبين وجود ارتباط موجب بالنظر إلى مسار الإيرادات الهيدروكربونية والعجز الأولي غير الهيدروكربوني (الشكل البياني ٣-٢). ويقاس العجز الأولي غير الهيدروكربوني حجم موارد الهيدروكربونات التي توجهها الحكومة إلى الاقتصاد. ومن العوامل المسؤولة عن الارتباط الوثيق والموجب بين إيرادات الموارد الهيدروكربونية ونفقات الحكومة (الشكل البياني ٣-٣) أن مستويات الضرائب المفروضة على القطاع غير الهيدروكربوني ظلت شديدة الانخفاض تاريخياً. وبالرغم من هذا، يمكن استخلاص بعض السمات الرئيسية التي تتميز بها إدارة سياسة المالية العامة في دول مجلس التعاون الخليجي بعقد مقارنة بين مسارات الإيرادات الهيدروكربونية والعجز الأولي غير الهيدروكربوني.

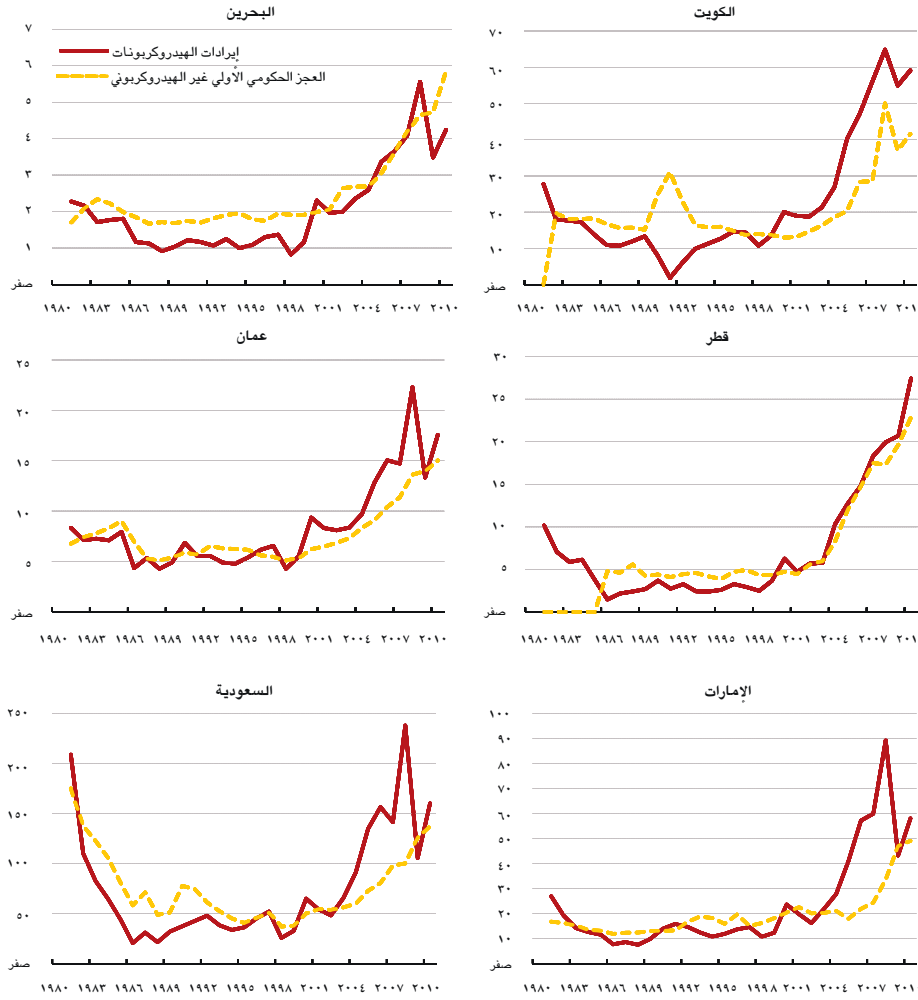
- أولاً، مسار العجز أكثر استواءً من مسار الإيرادات، مما يدل على أن الحكومة كانت تدخر جزءاً من هذه الإيرادات.
- ثانياً، درجة تقلب العجز أقل بكثير من درجة تقلب الإيرادات - إذ يبلغ الانحراف المعياري في نمو تقلب العجز ٣٠-٥٥٪ من نسبة الانحراف المعياري في تقلب الإيرادات (الشكل البياني ٣-٤).

والواقع أن هاتين السمتين المميزتين لإدارة الإيرادات الهيدروكربونية تنعكسان في صافي تراكم الأصول المالية. وربما باستثناء الكويت والإمارات العربية المتحدة، كان تراكم الأصول المالية قليلاً إلى حد ما في فترة انخفاض الإيرادات الهيدروكربونية - وقد تراكم لدى الدولتين عجز كبير في المالية العامة خلال تلك الفترة (الشكلان البيانيان ٣-٥ و ٣-٦). ومع ازدياد إيرادات الهيدروكربونات، خاصة بعد عام ٢٠٠٤، تراكمت الأصول المالية (أو انخفضت الخصوم)، لكن هذا الوضع انقلب فيما بعد تأثراً بتراجع أسعار النفط في عام ٢٠٠٩.

ومن المرجح أن يكون هذا النمط قد استمر خلال دورات سعر النفط السابقة (مثلاً في حقبة السبعينات). وعلى سبيل المثال، توضح البيانات الخاصة بالملكة العربية السعودية في عام ١٩٦٩ تراكم الفوائض خلال مرحلة ارتفاع أسعار النفط في أواخر السبعينات وأوائل الثمانينات - على الرغم من ارتفاع مستويات الإنفاق - تلاها نحو عقدين من حالات العجز في المالية العامة إذ ظلت أسعار النفط منخفضة^٧. وربما تعكس تحركات مدخرات المالية العامة المتراكمة نية الحكومة ادخار جزء من الأرباح غير

^٧ لم تُعرض الرسوم البيانية الخاصة بدول مجلس التعاون الخليجي الأخرى بسبب نقص البيانات عن الفترة السابقة على عام ١٩٨٠.

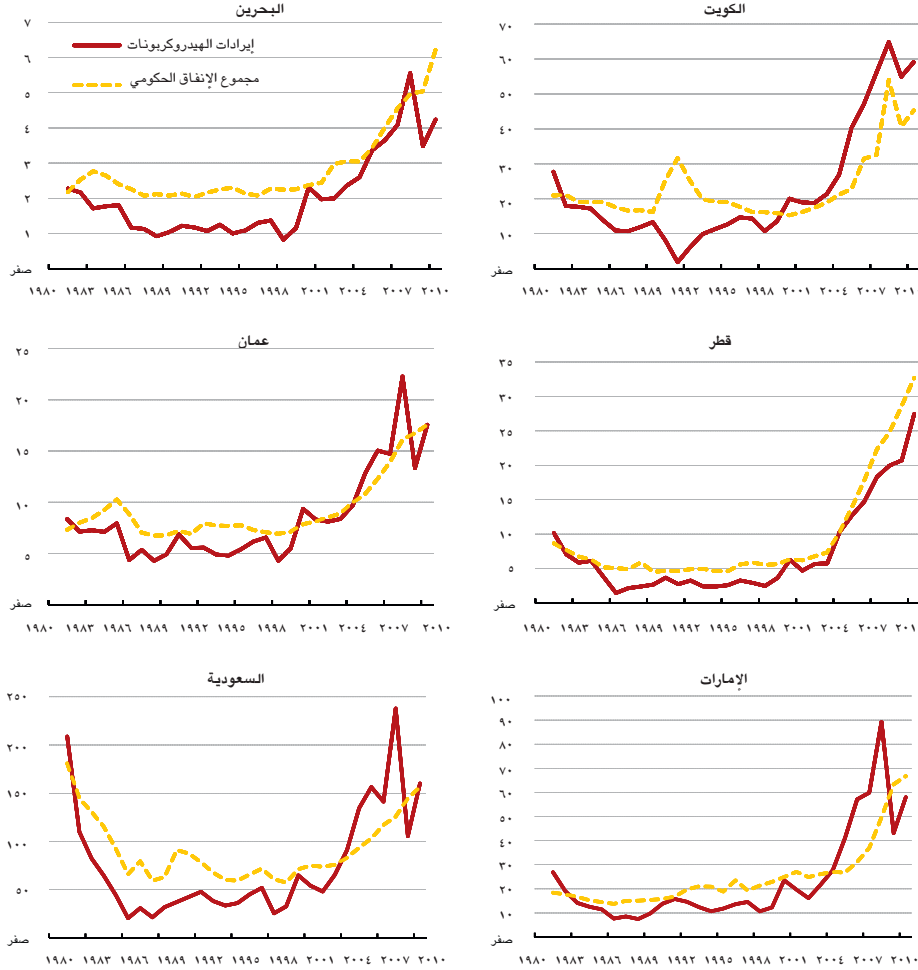
الشكل البياني ٣-٢: مجلس التعاون الخليجي: إيرادات الحكومة من الهيدروكربونات والعجز الأولي غير الهيدروكربوني، ١٩٨٠-٢٠١٠ (بمليارات الدولارات بالقيمة الحقيقية)



المصدر: سلطات البلدان: وتقديرات وتوقعات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: البيانات الحقيقية محسوبة على أساس مخفض باستخدام مؤشر أسعار المستهلكين الأمريكي، مع الاستناد إلى ٢٠٠٥ كسنة أساس.

المتوقعة من الهيدروكربونات سواء لاستخدامها خلال فترات انخفاض الأسعار أو الاحتفاظ بها للأجيال القادمة. غير أنه من المحتمل أيضاً أنها تعكس جموداً نسبياً في اتجاه النفقات نحو الانخفاض، والتي ربما يصعب خفضها حتى مع التراجع الكبير في أسعار النفط. وقد يكون أحد المؤشرات في هذا الخصوص هو الفترة المطولة التي استمر فيها انخفاض الأصول (أو حتى تراكم الخصوم) في عدة بلدان بداية من منتصف الثمانينات - وعلى وجه التحديد، لا يرجح أن يكون السبب الوحيد وراء هذا النمط هو توقع ارتفاع أسعار الهيدروكربونات في المستقبل، نظراً لصعوبة التنبؤ بأسعار النفط. إنما المرجح أن يكون هذا النمط قد جاء انعكاساً لجمود الإنفاق.

الشكل البياني ٣-٣: مجلس التعاون الخليجي: إيرادات الحكومة من الهيدروكربونات ومجموع إنفاقها، ١٩٨٠-٢٠١٠ (بمليارات الدولارات بالقيمة الحقيقية)



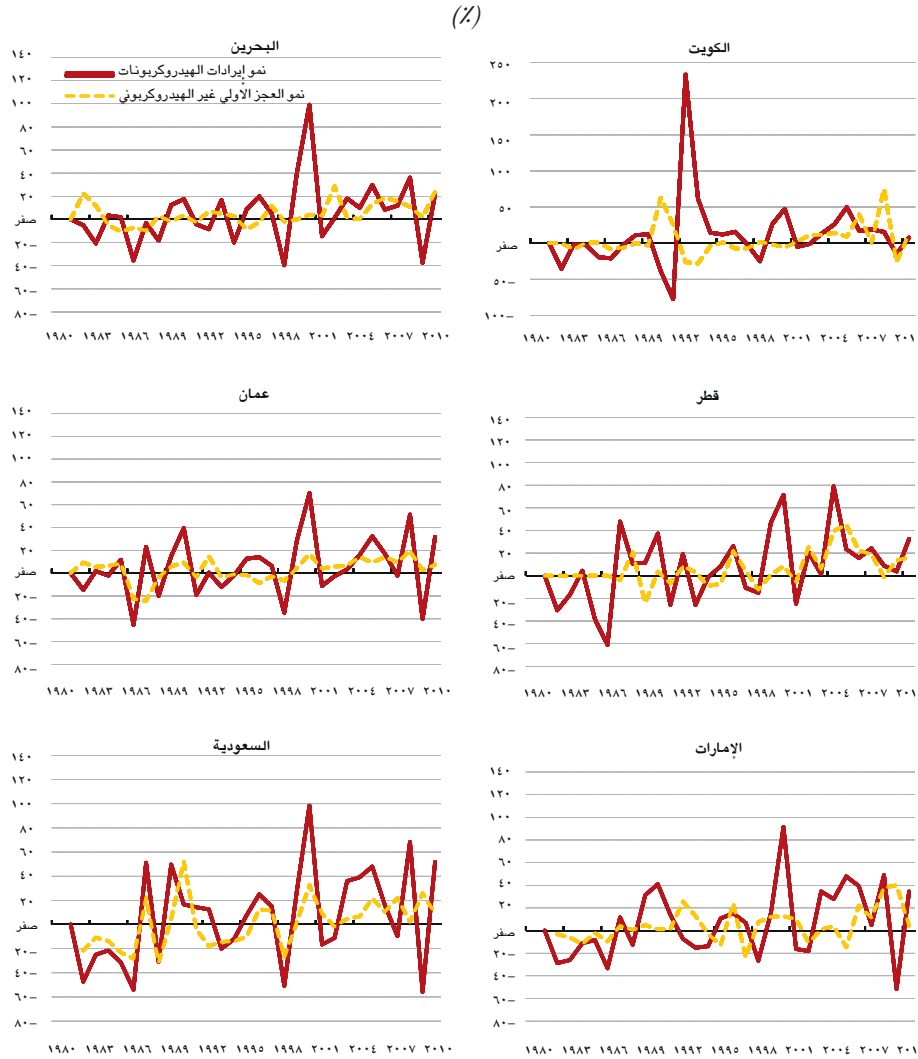
المصادر: سلطات البلدان؛ وتقديرات وتوقعات خبراء صندوق النقد الدولي.
ملحوظة: البيانات الحقيقية محسوبة على أساس مخفض باستخدام مؤشر أسعار المستهلكين الأمريكي، مع استخدام ٢٠٠٥ كسنة أساس.

وبوجه عام، جاء رد الفعل الكيفي الذي اتخذته سياسة المالية العامة لمواجهة تذبذبات الإيرادات الهيدروكربونية متسقاً بشكل كبير مع الخصائص الإحصائية لصدّات أسعار النفط. وإذا كانت أسعار النفط الحقيقية تتبع سلوكاً مشابهاً لمسار عشوائي دون انفلات، فإن الصدمات التي تتعرض لها أسعار النفط غالباً ما تكون دائمة، وهو ما يبرر زيادة (خفض) النفقات - والعجز الأولي غير النفطي - عند ارتفاع (انخفاض) أسعار النفط. والواقع أن تقييم رد الفعل الكمي مهمة أكثر تعقيداً، وسنعاود مناقشة هذه المسألة في القسم التالي.

سياسة المالية العامة والنشاط الاقتصادي المحلي

يمكن تناول دور تحقيق الاستقرار الذي تؤدّيه سياسة المالية العامة في مجلس التعاون الخليجي بالبحث عبر سلسلة زمنية بسيطة للدفعة التنشيطية المستمدة من المالية العامة - المعرفة هنا بصورة

الشكل البياني ٣-٤: مجلس التعاون الخليجي: تقلب إيرادات الحكومة من الهيدروكربونات وعجز الحكومة الأولي غير الهيدروكربوني، ١٩٨٠-٢٠١٠

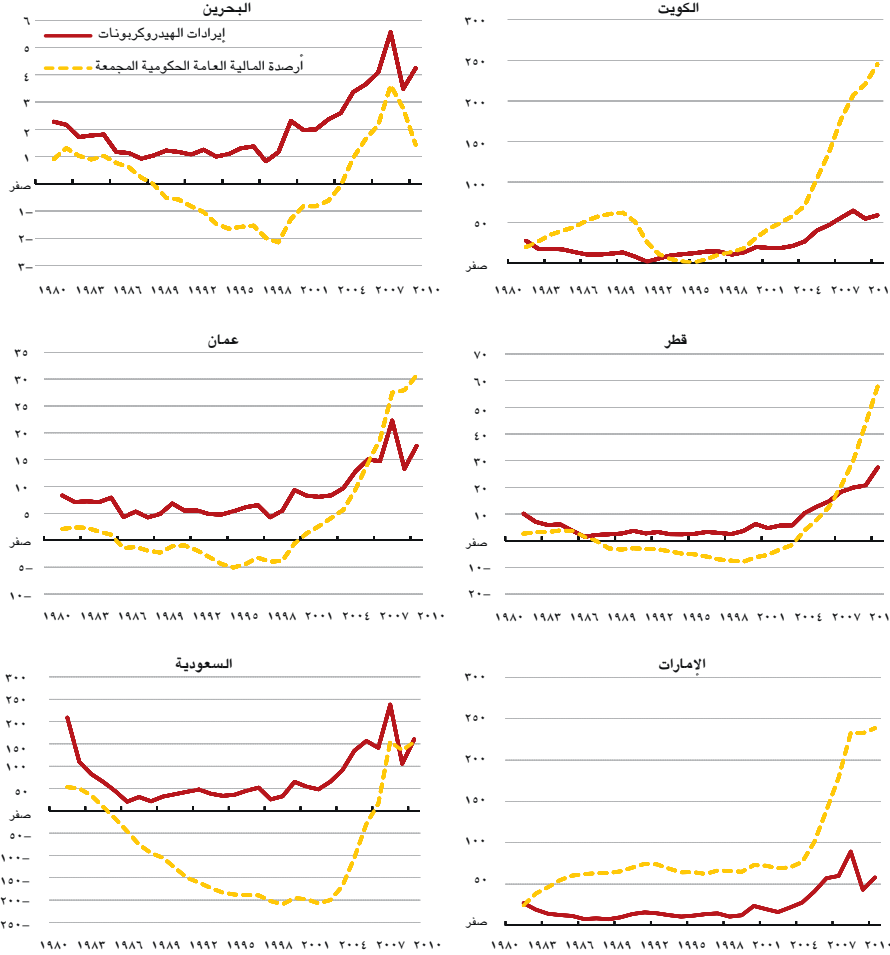


المصدر: سلطات البلدان؛ وتقديرات وتوقعات خبراء صندوق النقد الدولي.
ملحوظة: كما هو موضح في الشكل البياني ٣-١، تقاس المتغيرات المصدرية بسعر الدولار الأمريكي الثابت، مع اعتبار ٢٠٠٥ سنة أساس لمؤشر أسعار المستهلكين الأمريكي.

مبسطة على أنها معدل النمو في النفقات الحكومية الحقيقية الأساسية - مع نمو إجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني (الشكل البياني ٣-٧).^٨ وتُظهر علاقات الارتباط الموجبة بين دفعة التنشيط المالي ونمو الناتج غير الهيدروكربوني أن دفعة التنشيطية كانت تسير بشكل عام في نفس الاتجاه الذي اتخذه النمو، مع زيادة النمو عندما تصبح سياسة المالية العامة أكثر توسعا، والعكس صحيح. وبالطبع لا يعني هذا الارتباط وجود علاقة سببية، بل إن الارتباط الموجب يعكس في جانب منه الروابط الوثيقة بين نفقات المالية العامة وإجمالي الناتج المحلي غير النفطي (راجع القسم الخاص بالمضاعفات

^٨ إن المنهج التقليدي لقياس دورات أنشطة الأعمال المحلية عن طريق فجوة الناتج في إجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني، واستخدام فجوة الناتج لاحتساب دورية سياسة المالية العامة (عن طريق العجز الأولي غير الهيدروكربوني المعدل دوريا) يعطي نتيجة مشابهة ارتباط موجب بشكل عام بين دفعة التنشيط المالي وفجوة الناتج. راجع Abdih and others, 2010 للاطلاع على وصف لهذا المنهج.

الشكل البياني ٣-٥: مجلس التعاون الخليجي: إيرادات الحكومة من الهيدروكربونات وأرصدة المالية العامة المتراكمة، ١٩٨٠-٢٠١٠
(بمليارات الدولارات بالقيمة الحقيقية)



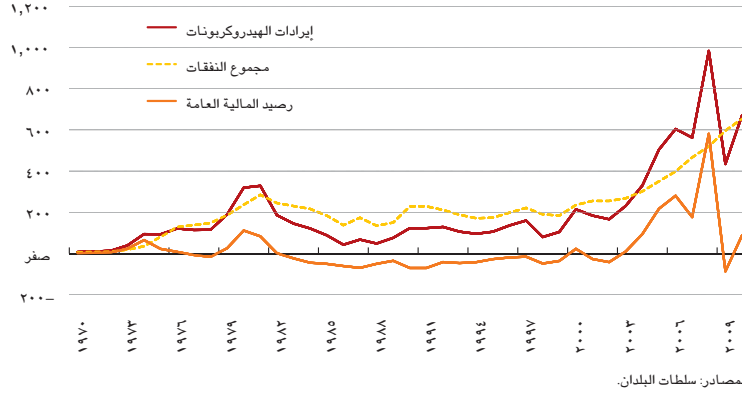
المصادر: سلطات البلدان؛ وتقديرات وتوقعات خبراء صندوق النقد الدولي؛ ملحوظة: البيانات الحقيقية محسوبة على أساس مخفض باستخدام مؤشر أسعار المستهلكين الأمريكي، مع الاستناد إلى ٢٠٠٥ كسنة أساس.

المالية فيما بعد، ودراسة (Husain et al, 2008) أكثر مما يعكس تصحيح موقف المالية العامة الأساسي ليناسب التحركات في إجمالي الناتج المحلي غير المعتمد على الكربونات. وقد جاء رد فعل السياسة لمواجهة أزمة عام ٢٠٠٩ مختلفا نوعا ما، مع تخفيض الكويت وعمان فقط حجم التنشيط المالي بسبب تباطؤ الناتج، في حين زادت الدول الأخرى حجم هذا التنشيط على الرغم من تباطؤ وتيرة الاقتصاد وانخفاض أسعار النفط).

مواجهة الصدمات: الركود الكبير مقابل الأزمة الآسيوية

بمقارنة الطريقة التي اتبعتها المالية العامة في مواجهة الأزمة المالية العالمية - التي وصفها الكثيرون بأنها الركود الكبير - والطريقة التي واجهت بها الأزمة الآسيوية، يمكن الخروج برؤى مثيرة للاهتمام

الشكل البياني ٣-٦: المملكة العربية السعودية: إيرادات الحكومة من الهيدروكربونات، والإنفاق الحكومي، ورصيد المالية العامة، ١٩٧٠-٢٠٠٩ (بمليارات الريالات السعودية)



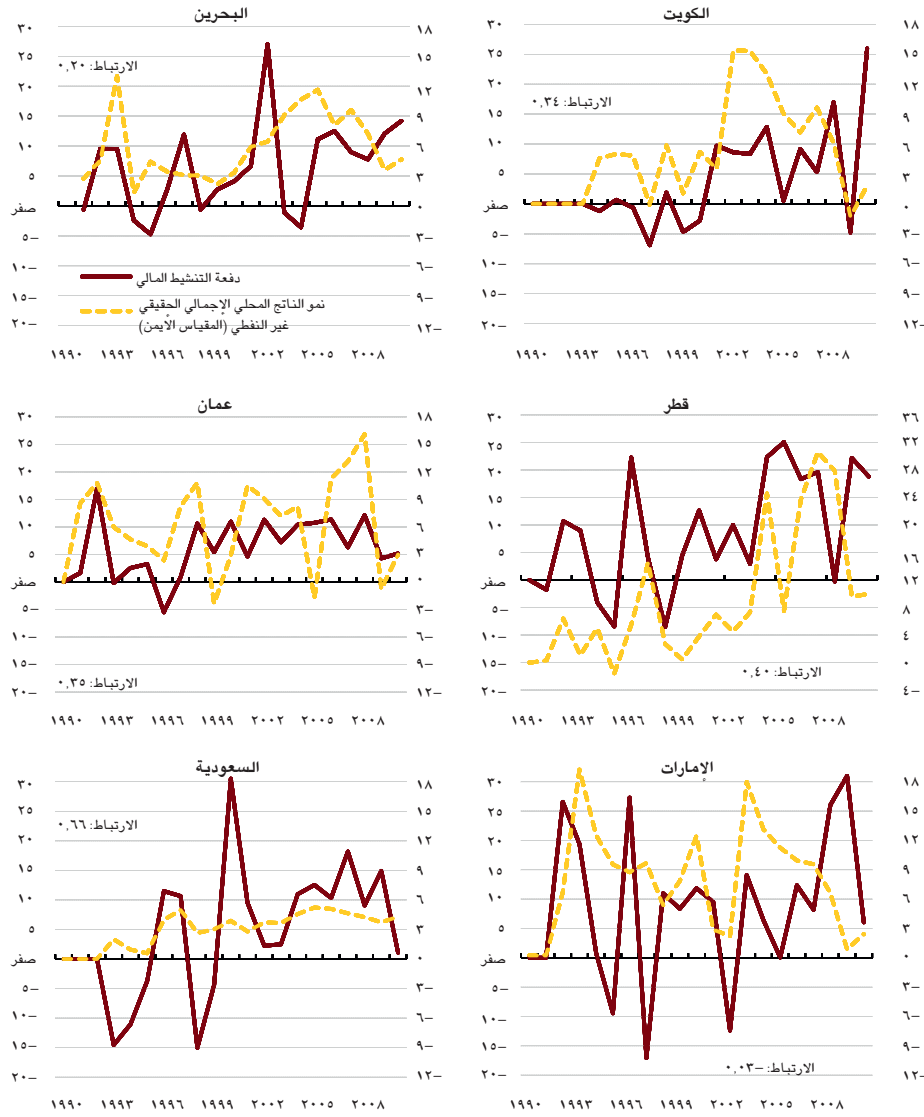
حول الكيفية التي تمكنت بها دول مجلس التعاون الخليجي من إدارة سياسة المالية العامة في ظروف يسودها عدم اليقين الشديد. فقد سبب كل من الأزمة الآسيوية والركود الكبير تراجعات كبيرة في أسعار النفط - وخاصة تراجع متوسط أسعار النفط ما بين ٣٢٪ في عام ١٩٩٨ و ٣٦٪ في عام ٢٠٠٩، وذلك مقارنة بالأعوام السابقة. ولكن بينما كانت صدمات أسعار النفط متشابهة نوعا ما، جاءت ردود أفعال سياسة المالية العامة على هاتين الأزميتين متباينة تماما. فمن ناحية، كانت دفعة التنشيط المالي في عام ١٩٩٨ عند مستوى صفر بصفة أساسية أو سالبة في أربع من دول مجلس التعاون الخليجي الست. ومن ناحية أخرى، قدمت خمس من الدول الست دفعات تنشيطية موجبة، وكان لدى الكويت وعمان فقط دفعات تنشيطية في عام ٢٠٠٩ أقل مما كانت عليه في عام ١٩٩٨ (الشكل البياني ٣-٨).^٩ ومن المرجح أن يكون تباين ردود الأفعال هذا قد جاء نتيجة لاختلاف أوضاع المالية العامة في بداية كل أزمة. فالأزمة الآسيوية حدثت بعد فترة ممتدة من انخفاض أسعار النفط، بينما حدث الركود الكبير بعد عدة سنوات من ارتفاع أسعار النفط، مما أعطى الفرصة لهذه الدول لمراكمة احتياطات كبيرة من أجل السياسة. بالإضافة إلى هذا، تضرر القطاعان المالي والعقاري المحليان بشدة خلال الركود الكبير، الأمر الذي ربما يكون قد أجبر حكومات دول مجلس التعاون الخليجي على دعم اقتصاداتها دعما أكبر مما فعلت إبان الأزمة الآسيوية.

تصميم سياسة المالية العامة في دول مجلس التعاون الخليجي - اعتبارات للدراسة

كيف يمكن لدول مجلس التعاون الخليجي تطوير إدارتها لسياسة المالية العامة في المستقبل، خاصة من حيث تحقيق أهداف التنمية والاستقرار المذكورة سابقا؟ ونحن هنا نركز على قرارين خاصين بالسياسة وهما: (١) ما هو مقدار موارد الهيدروكربونات التي ينبغي توجيهها إلى الاقتصاد، وما إذا كان الشكل الذي يتخذه له أهمية، و(٢) تأثير سياسة المالية العامة على الاقتصاد غير المعتمد على

^٩ علاوة على ذلك، كان دعم الحكومة للاقتصاد في بعض الحالات أكبر مما تتيحه دفعة التنشيطية - مثلما حدث في الكويت حيث قدم صندوق الثروة السيادي في البلاد الدعم أيضا.

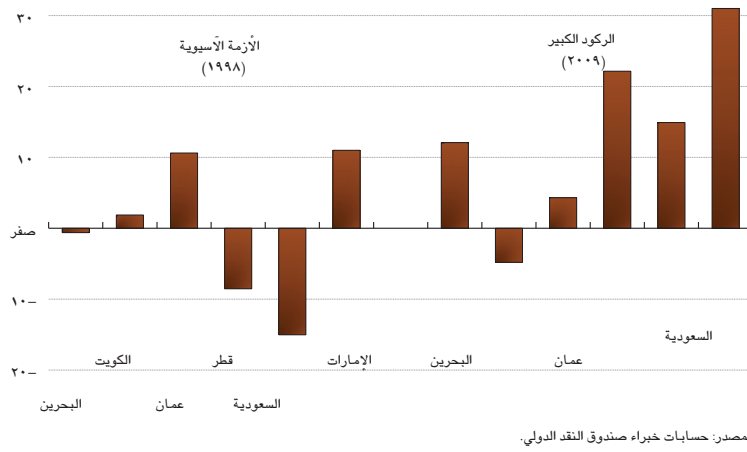
الشكل البياني ٣-٧: مجلس التعاون الخليجي: دفعة التنشيط المالي ونمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي غير النفطي ، ١٩٩٠-٢٠١٠



المصادر: سلطات البلدان؛ وتقديرات وتوقعات خبراء صندوق النقد الدولي.
ملحوظة: دفعة التنشيط المالي معرفة بأنها النمو السنوي في نفقات الحكومة الأولية الحقيقية (أي المخفضة باستخدام إجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني).
ملحوظة: تم تعديل بيانات الكويت لاستبعاد التحويلات الحكومية إلى صندوق الضمان الاجتماعي والدعم (المرتبط بالنفط بصفة أساسية).

الهيدروكربونات. ونحن نرجع أولى هاتين النقطتين إلى الركائز الممكنة لسياسة المالية العامة الناتجة عن فرضية الدخل الدائم ودافع الادخار التحوطي، والثانية إلى دور المضاعفات المالية وأدوات الضبط التلقائي. كما أن الاعتبارات الأخرى - وهي كفاءة الإنفاق العام أو القواعد المالية للحد من الاستنساب في قرارات الإنفاق على سبيل المثال - مهمة بالطبع فيما يتعلق بالتأثير النهائي لسياسة المالية العامة على مستوى الرفاهية.

الشكل البياني ٣-٨: مجلس التعاون الخليجي: دفعة التنشيط المالي، ١٩٩٨-٢٠٠٩



توجيه موارد الهيدروكربونات إلى الاقتصاد - المستوى والمكونات

ركيزة أساسية - فرضية الدخل الدائم: يمكن استخلاص نقطة بداية لتقييم مستوى إنفاق الإيرادات الهيدروكربونية من تطبيق فرضية الدخل الدائم (Barnett and Ossowski, 2002; and Ossowski et al. 2008). وحسب هذا المعيار، تدخر البلدان في كل فترة جزءاً من إيرادات مواردها الهيدروكربونية بهدف مراكمة ثروات مالية وتحقيق مسار للدخل المستقبلي ضمن وضع الإنفاق الحكومي في مسار يتسم بالثبات والعدالة عبر الأجيال. وفي الآونة الأخيرة، استكشفت دراسة (van der Ploeg (2011 كيف أن بعض الاعتبارات الخاصة بكل دولة - من ندرة رأس المال المادي، والعناصر المؤسسية، ونقص السيولة في قطاع الأسر - قد تؤدي إلى تعديل مضامين المعيار الذي تقوم عليه نظرية الدخل الدائم.

وقد تم تطبيق نموذج فرضية الدخل الدائم على نطاق واسع في كل من دول مجلس التعاون الخليجي وفي أماكن أخرى من العالم. وبشكل عام، توضح حالات تطبيق هذا المقياس (المعيار) في الآونة الأخيرة على دول مجلس التعاون الخليجي أنه يوجد: (١) مساحة للتوسع المالي في قطر (IMF 2011a)، و(٢) مساحة للتوسع المالي في الكويت على المدى القصير، ولكن مع الحاجة إلى ضبط أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط (IMF 2011b)، و(٣) عجز أكبر من المستويات طويلة الأجل القابلة للاستمرار في المملكة العربية السعودية (IMF 2011c)، والإمارات العربية المتحدة (Cevik, 2011).^{١٠} ورغم أن هذه النتائج تتسم بدرجة عالية من الحساسية تجاه المَعْلَمَات التي يصعب التنبؤ بها، مثل المسار المستقبلي لأسعار النفط ومعدل العائد الحقيقي على الأصول المالية والنمو السكاني، فإنها تتيح معايير مفيدة ويمكن ضمها إلى اختبارات درجة الحساسية لزيادة ثبات التقييمات.

^{١٠} يعرف التوسع (أو التشف) المالي المذكور أعلاه بأنه زيادة (انخفاض) في العجز الأولي غير الهيدروكربوني. وللتعرف على تطبيق ذلك على حالة النرويج، راجع (Jafarov and Leigh (2007).

مراعاة تأثير عدم اليقين - المدخرات الوقائية: المعايير المستمدة من فرضية الدخل الدائم هي قواعد مفيدة، ولكنها لا تأخذ في الحسبان حالة عدم اليقين المرتبط بتقلب إيرادات الموارد الهيدروكربونية. ويوفر هذا التقلب حافزا للحكومات على تكديس مخزونات إضافية من الموارد المالية أكبر مما توصي به فرضية الدخل الدائم - أي الدافع التحوطي للادخار. ولكن من الصعوبة بمكان احتساب معايير لقواعد الادخار التي تأخذ في الحسبان هذا الاعتبار الخاص بالمدخرات التحوطية، وربما يكون الأهم من ذلك هو أن احتساب قواعد الادخار يتطلب افتراضات عن تجنب المخاطر في كل حكومة.

وتناقش دراسة (2009) Bems and Carvalho Filho دافع الادخار التحوطي لدى مصدري الموارد القابلة للنضوب في سياق تقديرات الحساب الجاري التوازني. وعلى الرغم من اختلاف مثل هذا السياق عن سياق المالية العامة الصّرف الذي نُوقش في هذا الفصل، فإنه مفيد لدول مجلس التعاون الخليجي نظرا لأن الإيرادات الخارجية والمالية تأتي بشكل كبير من صادرات النفط أو الغاز. وبالاستعانة ببيانات نهاية عام ٢٠٠٦، وجد المؤلفان مدخرات تحوطية مثلى تبلغ نحو ٣٪ من إجمالي الناتج المحلي لمتوسط البلدان التي شملتها العينة التي استخدمهاها. وبالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي على وجه الخصوص، بلغت الأرقام ٥,٦٪ من إجمالي الناتج المحلي في الكويت، و٢,٥٪ في المملكة العربية السعودية، و٢,٤٪ في الإمارات العربية المتحدة، و٢٥,٧٪ في قطر.^{١١}

وبشكل عام، توضح هذه النتائج أن العجز الأولي غير الهيدروكربوني ينبغي أن يكون أقل من العجز المشتق من فرضية الدخل الدائم، لكن المهم أن هذه النتائج لا تتضمن تغييرا كبيرا في التقييمات الكمية المستخلصة من هذه الفرضية. ويتبين من النتائج أيضا أنه ينبغي التزم الحرص في تناول تقييمات كالتالي أجريت في حالة قطر في عام ٢٠٠٦، نظرا لأن حجم المدخرات التحوطية قد يكون كبيرا.

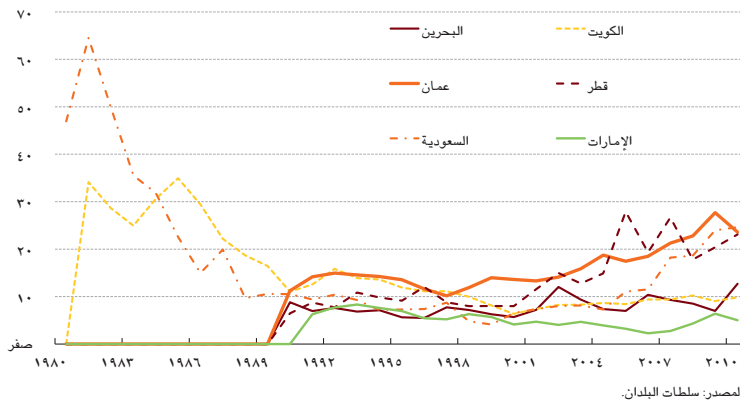
هل يؤثر شكل الإنفاق؟ - دور الاستثمار الحكومي: دور الاستثمار الحكومي هو أحد العناصر المهمة التي لا ترصدها المعايير الإضافية سالفة الذكر. فإذا حقق الإنفاق الاستثماري الحكومي المحلي عائدا في المستقبل، يمكن أن يؤدي هذا إلى تغيير طريقة حساب معايير العجز المالي في القطاع غير الهيدروكربوني تبعا لفرضية الدخل الدائم، مما يؤدي إلى عجز أولي أكبر في القطاع غير المعتمد على الهيدروكربونات (مقارنة بالعجز الذي تشير إليه فرضية الدخل الدائم)، نظرا لأن مخزون رأس المال الأكبر قد يفيد الأجيال القادمة (لكونه شكلا من أشكال الادخار). وكما جاء في دراسة (2011) Cherif and Hasanov "هناك موازنة بين الاستثمار وادخار المخزون الاحتياطي". علاوة على ذلك، وكما أوضحت دراسة (2011) van der Ploeg، قد يكون من الأمثل في الاقتصادات التي تعاني ندرة رأس المال أن يوجه جزء من المدخرات إلى رأس المال العام والخاص بدلا من توجيهه إلى الأصول الأجنبية. ومن حيث المبدأ، يمكن أن تطبيق فكرة الاستثمار الحكومي أيضا

^{١١} تعكس النتيجة في حالة قطر التوقع الذي كان سائدا في عام ٢٠٠٦ بحدوث زيادة كبيرة في إيرادات الموارد الهيدروكربونية، والذي كان يعني، تبعا لفرضية الدخل الدائم، أن قطر سوف تستهلك مقابل هذا الدخل المستقبلي (ومن ثم تسجل فائضا منخفضا في الحساب الجاري). ولكن لأن الزيادة الكبيرة المتوقعة كانت منتظرة في المستقبل، فقد كان دافع الادخار التحوطي دالا على أن الاستهلاك مقابل تلك الإيرادات لا بد أن يكون أكثر اعتدالا.

على الاستثمار في رأس المال البشري، إذ يمكن أن يحقق هذا النوع من الاستثمار عائدات في المستقبل لكل من الاقتصاد والحكومة.

ومع هذا، فإن التحديد الكمي لأثر الاستثمار الحكومي على المعايير القياسية في فرضية الدخل الدائم ليس بالمهمة السهلة، ولا سيما مع عدم التيقن من العائد المستقبلي على الاستثمار. بالإضافة إلى ذلك، من الصعوبة بمكان قياس ذلك الجزء من تلك الاستثمارات الذي يمثل الإضافات الفعلية لمخزون رأس المال في بلد ما، وذلك الجزء الآخر الذي يمثل بديلاً لمخزون رأس المال القائم (نتيجة للتقدم أو النضوب على سبيل المثال). وربما تكون هذه القضايا ذات أهمية كبيرة لتلك الدول التي لديها بند خاص بإنفاق رأس مالي أكبر في ميزانياتها - وهي عُمان وقطر والمملكة العربية السعودية (الشكل البياني ٣-٩). وفي هذا السياق، فإنه من شأن تحسين إحصاءات المالية العامة أن يساعد كثيراً على تفسير تداعيات الإنفاق الرأسمالي على الأجيال القادمة، وكذلك على الحسابات التي تتضمنها فرضية الدخل الدائم بشكل أخص.^{١٢}

الشكل البياني ٣-٩: مجلس التعاون الخليجي: نسبة الإنفاق الرأسمالي إلى إجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني، ١٩٨٠-٢٠١٠ (%)



تأثير سياسة المالية العامة على الاقتصاد غير القائم على الهيدروكربونات - المضاعفات المالية وأدوات التثبيت التلقائي

إن تقييم مدى قدرة سياسة المالية العامة على تثبيت التذبذبات الاقتصادية المحلية - أو من ناحية أخرى إحداث عدم ثبات في الاقتصاد، على سبيل المثال بإحداث فورة في النشاط الاقتصادي عن طريق توسع سريع للغاية في الإنفاق العام في مواجهة قيود الطاقة الاستيعابية - يتطلب تقديرات لرد الفعل الديناميكي لإجمالي الناتج المحلي غير الهيدروكربوني على التغيرات التي تطرأ على سياسة المالية العامة. والواقع أنه في سياق الركود الكبير، كان هناك اهتمام متجدد بهذا الأمر - وهو

^{١٢} بشكل خاص، يعرض دليل إحصاءات مالية الحكومة لعام ٢٠٠١ الصادر عن صندوق النقد الدولي مجموعة من الجداول التي تساعد على تتبع ميزانية الحكومة بشكل كامل، بما في ذلك رأس المال المالي والثابت. علاوة على ذلك، يُدخل هذا الدليل استهلاك رأس المال الثابت في احتساب رصيد المالية العامة بغية مطابقة مسار الأرصدة (مثل أرصدة الأصول المالية والثابتة) مع مسار التدفقات (مثل أرصدة المالية العامة).

ما يُعرف من ناحية أخرى باسم المضاعفات المالية. وتقيس هذه المضاعفات مدى التغيرات التي تطرأ على إجمالي الناتج المحلي في بلد ما مع إدخال الحكومة تغييرات على الضرائب أو النفقات. وبشكل عام، خلصت الأدبيات التي تناولت هذا الموضوع مؤخرًا إلى أن المضاعفات المالية تتغير تغيرًا كبيرًا حسب صفات البلد محل الدراسة (Spilimbergo and others, 2009, and Ilzetzki and others, 2011).

ومن الجدير بالذكر أن تقديرات المضاعفات المالية في دول مجلس التعاون الخليجي قد تباينت تباينًا كبيرًا. وأوضحت دراسة (Espinoza and Senhadji (2011 أن مضاعفات الإنفاق الحكومي - مثل التغير في إجمالي الناتج المحلي غير النفطي كرد فعل للتغير في الإنفاق الحكومي - تتراوح بين ٠,٢ و ٠,٣ (للمضاعف قصير الأجل) وبين ٠,٤ و ٠,٧ (للمضاعف طويل الأجل). كما اكتشف المؤلفان مضاعفات مختلفة للنفقات الرأسمالية والنفقات الجارية، مع وجود مضاعف طويل الأجل للنفقات الرأسمالية يتراوح بين ٠,٦ و ١,١ ومضاعف للنفقات الجارية يتراوح بين ٠,٣ و ١,٧. أما دراسة (Rodriguez (2011، فتشير إلى مضاعفات أكبر نوعًا ما فيما يتعلق بالكويت، تتراوح بين ٠,٩ و ١,٣. واكتشف المؤلف أيضًا أن معظم التأثير في الكويت ينحدر إلى الحدوث في نفس العام الذي يحدث فيه الإنفاق الحكومي، يغلب طابع الاستمرارية على تأثير الإنفاق الرأسمالي فقط. ومثلما جاء في دراسة (Espinoza and Senhadji (2011، تكون آثار المضاعف كبيرة في حالة النفقات الرأسمالية. وتظهر عمليات المحاكاة المستندة إلى النماذج الخاصة بالمملكة العربية السعودية في الفصل السادس مضاعفات مالية شبيهة إلى حد ما بالمضاعفات المقدره الأدبيات التجريبية.

وتجدر الإشارة إلى أن تنفيذ دور تحقيق الاستقرار الذي تؤديه سياسة المالية العامة يتطلب مجموعة من القرارات الاستثنائية وأدوات الضبط التلقائي. وتلك الأدوات - التي تُعد من سمات أنظمة الضرائب والتحويلات التي تميل بطبيعتها تصميمها إلى موازنة التذبذبات في النشاط الاقتصادي دونما تدخل مباشر من صناع السياسة - كانت غائبة إلى حد كبير عن مجموعة أدوات سياسات دول مجلس التعاون الخليجي، نظرًا للدور المحدود الذي يؤديه فرض الضرائب المحلية في هذه الدول، ونظام الدعم/التحويلات الذي يفتقر كثيرًا إلى التوجيه الدقيق، بالإضافة إلى الدور المحدود نسبيًا الذي يقوم به القطاع الخاص في عملية توظيف المواطنين هناك. والواقع أن الدور المحدود لأدوات الضبط التلقائي في دول المجلس يعوق دور سياسة المالية العامة في تحقيق الاستقرار، إذ ينطوي على الاعتماد على سياسات استثنائية محضة، والتي تميل إلى إبطاء عملية تنفيذ سياسة المالية العامة، وتجعل التوجيه أصعب مما إذا كان قد صُمم مسبقًا. ويوضح العمل الذي تم مؤخرًا في مجال سياسة المالية العامة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وهو دراسة (Ben Slimane and Ben Tahar, 2009)، أن العناصر المؤسسية قد تؤدي دورًا بالفعل في تفسير الدور المحدود بشكل عام الذي تؤديه سياسة المالية العامة في تحقيق استقرار الناتج.

^{١٣} لاحظ أن مفهوم المضاعف المالي يتم التعبير عنه بالنسبة إلى التغير في إجمالي الناتج المحلي. وفيما يتعلق بدول مجلس التعاون الخليجي، إذا كان توظيف المواطنين هو المتغير المستهدف وليس مقياسًا لإجمالي الناتج المحلي، فإن كفاءة النفقات الجارية والنفقات الرأسمالية قد تنعكس - إذ يميل الإنفاق الرأسمالي، على الأقل على المدى القصير، إلى إنشاء وظائف للعمالة الوافدة، بينما الأرجح للإنفاق الجاري أن يؤثر على توظيف المواطنين.

^{١٤} توضح دراسة (Rodriguez (2011 أن تأثير الإنفاق الحكومي يحدث بشكل متزامن في معظم المواصفات. لهذا، يشير هذا النطاق إلى كل من المضاعفات قصيرة وطويلة الأجل، إذ تصبح متساوية كميًا فقط عندما يكون التأثير متزامنًا.

المراجع

- Abdih, Yasser, Pablo Lopez-Murphy, Agustin Roitman, and Ratna Sahay (2010), “The Cyclical Policy of Fiscal Policy in the Middle East and Central Asia: Is the Current Crisis Different?” IMF Working Paper 10/68 (Washington: International Monetary Fund).
- Barnett, Steven and Rolando Ossowski (2002), “Operational Aspects of Fiscal Policy in Oil-producing Countries” IMF Working Paper 02/177 (Washington: International Monetary Fund).
- Ben Slimane, S. and M. Ben Tahar (2010) “Why Is Fiscal Policy Procyclical in MENA Countries?” ERF Working Paper 566 (Cairo: Economic Research Forum).
- Bems, Rudolfs and Irineu Carvalho Filho (2009), “Current Account and Precautionary Savings for Exporters of Exhaustible Resources,” IMF Working Paper 09/33 (Washington: International Monetary Fund).
- Cevik, Serhan (2011) “Policy Coordination and Fiscal Federalism: Drawing Lessons from the Dubai Debt Crisis,” IMF Working Paper 11/147 (Washington: International Monetary Fund).
- Cherif, Reda and Fuad Hasanov (2011, forthcoming) “Investment and Saving: The Oil Exporters’ Dilemma,” Unpublished, International Monetary Fund.
- Espinoza, Rafael and Abdelhak Senhadji (2011), “How Strong are Fiscal Multipliers in the GCC? An Empirical Investigation,” IMF Working Paper 11/61 (Washington: International Monetary Fund).
- Hamilton, James (2008), “Understanding Crude Oil Prices,” Draft. University of California, San Diego. Published also in *Energy Journal* 2009, vol. 30, no. 2, pp. 179–206.
- Husain, A., K. Tazhibayeba, and A. Ter-Martirosyan, (2008), “Fiscal Policy and Economic Cycles in Oil-exporting Countries” IMF Working Paper 08/253 (Washington: International Monetary Fund).
- Ilzetzki Ethan, Enrique Mendoza, and Carlos Vegh (2011), “How Big (Small) are Fiscal Multipliers” IMF Working Paper 11/52 (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (2001), *Government Finance Statistics Manual 2001*, (Washington).
- International Monetary Fund (2011a) *Qatar—2010 Article IV Consultation*, IMF Staff Country Report No. 11/64 (Washington)

- International Monetary Fund (2011b) *Kuwait—2011 Article IV Consultation*, IMF Staff Country Report No. 11/217.
- International Monetary Fund (2011c) *Saudi Arabia—2011 Article IV Consultation*, IMF Staff Country Report No. 11/292.
- Jafarov, E. and D. Leigh (2007), “Alternative Fiscal Rules for Norway” IMF Working Paper 07/241 (Washington: International Monetary Fund).
- Ossowski, Rolando, Mauricio Villafuerte, Pablo Medas and Theo Thomas (2008), *Managing the Oil Revenue Boom: The Role of Fiscal Institutions*.
- Rodriguez, Pedro (2011), “Fiscal Multipliers in Kuwait,” in *Kuwait: Selected Issues* IMF Country Report No. 11/218. (Washington: International Monetary Fund).
- Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, and Martin Schindler (2009), “Fiscal Multipliers,” IMF Staff Position Note, May 2009, SPN/09/11 (Washington: International Monetary Fund).

السياسة النقدية وآلية انتقالها في دول مجلس التعاون الخليجي^١

في ضوء اتباع نظام سعر الصرف المربوط وانفتاح الحسابات الرأسمالية في دول مجلس التعاون الخليجي، سوف يكون من المعقول أن نتوقع أن تتسم دول مجلس التعاون بقدر محدود من استقلالية السياسة النقدية. ويؤكد هذا الفصل أن أسعار الفائدة الأساسية في دول مجلس التعاون تتبع إلى حد كبير أسعار الفائدة الأمريكية على المدى الطويل، مع قدر من الانحراف عنها في المدى القصير. وتتفاوت الوتيرة التي يتواءم بها كل سعر من أسعار الفائدة في دول مجلس التعاون مع علاقته طويلة الأجل بإزاء سعر الفائدة الأمريكية، حيث يتسم في البحرين بأنه الأسرع وفي عُمان بأنه الأبطأ. ويتسم انتقال أسعار الفائدة الأساسية إلى أسعار التجزئة بالانخفاض، الأمر الذي ربما يعكس ضحالة أسواق المال في دول مجلس التعاون، والطريقة التي تقوم دول مجلس التعاون بإدارة السياسة النقدية والسيولة والائتمان - من خلال أسعار الفائدة ونسبة الاحتياطي الإلزامي، ونسب القروض إلى الودائع، وغيرها من تدابير السلامة الاحترازية الكلية. ومن شأن المساعي المستمرة الرامية لتطوير الأسواق المالية المحلية تعزيز انتقال سعر الفائدة وتقوية آلية انتقال السياسة النقدية.

مقدمة

على الرغم من أن ربط العملة بالدولار يوفر ركيزة اسمية للسياسة النقدية في كل دول مجلس التعاون، فإن هذه البلدان تستخدم طائفة مختلفة من الأدوات للتأثير على أوضاع السيولة.^٢ ففي ضوء اتباع نظام سعر الصرف المربوط وانفتاح الحسابات الرأسمالية في مجلس التعاون (راجع الجداول ٤-١ و ٤-٢ و ٤-٣)، سوف يكون من المعقول توقع قيود على استقلالية السياسة النقدية واقترب أسعار الفائدة الاسمية في مجلس التعاون من مستويات أسعار الفائدة في الولايات المتحدة. وفي ظل القيود الذي يفرضها نظام سعر الصرف المربوط، تقوم دول مجلس التعاون بإدارة السياسة النقدية وأوضاع السيولة قصيرة الأجل من خلال عمليات السوق المفتوحة والتسهيلات الدائمة، مع القيام في الوقت ذاته باستخدام نسب السيولة والاحتياطي الإلزامي والودائع الحكومية طويلة الأجل، وأدوات السلامة الاحترازية الكلية في إدارة أوضاع السيولة الهيكلية (الجدول ٤-٤). وفي بعض الحالات، تحيد أسعار الفائدة في دول مجلس التعاون

^١ أعد هذا الفصل أنانثاكريشنان براساد ومي خميس.

^٢ في الكويت، طُبّق نظام ربط العملة بالدولار خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى مايو ٢٠٠٧، في حين كان نظام الربط بسلة عملات ذات أوزان ترجيحية غير معلنة قائما قبل هذه الفترة وبعدها.

الجدول ٤-١ مجلس التعاون الخليجي: أحكام خاصة بالقطاع المالي

(اعتباراً من ٢٠٠٨، ما لم يُذكر خلاف ذلك)^١

الإجراءات	البحرين	الكويت	عمان	قطر	السعودية	الإمارات
١٢-١ الأحكام الخاصة بالبنوك التجارية والائتمان الآخر						
١٢-١-أ الاقتراض من الخارج						
١٢-١-ب الاحتفاظ بحسابات في الخارج						
١٢-١-ج الإقراض للكيانات غير المقيمة (الائتمانات المالية أو التجارية)						
١٢-١-د الإقراض محلياً بالعملة الأجنبية						
١٢-١-هـ شراء الأوراق المالية المُصدرة محلياً المحررة بالعملات الأجنبية						
١٢-١-و المعاملة المتميزة لحسابات الودائع بالعملات الأجنبية						
١٢-١-١-و١ نسبة الاحتياطي الإلزامي						
١٢-١-١-و٢ نسبة الأصول السائلة الإلزامية						
١٢-١-١-و٣ القيود على سعر الفائدة						
١٢-١-١-و٤ القيود على الائتمان						
١٢-١-ز المعاملة المتميزة لحسابات الودائع التي تحتفظ بها الكيانات غير المقيمة						
١٢-١-ز١ نسب الاحتياطي الإلزامي						
١٢-١-ز٢ نسب الأصول السائلة الإلزامية						
١٢-١-ز٣ القيود على سعر الفائدة						
١٢-١-ز٤ القيود على الائتمان						
١٢-١-ح القواعد التنظيمية للاستثمار						
١٢-١-ح١ في الخارج من جانب البنوك						
١٢-١-ح٢ في البنوك من جانب الكيانات غير المقيمة						
١٢-١-ط١ على أصول وخصوم الكيانات المقيمة						
١٢-١-ط٢ على أصول وخصوم الكيانات غير المقيمة						
١٢-٢ الأحكام الخاصة بالمؤسسات الاستثمارية						
١٢-٢-أ شركات التأمين						
١٢-٢-أ١ الحدود (العليا) على الأوراق المالية المصدرة من جانب الكيانات غير المقيمة						غير متاح
١٢-٢-أ٢ الحدود (العليا) على حافطة الاستثمار المحتفظ بها في الخارج						غير متاح
١٢-٢-أ٣ الحدود (الدنيا) على حافطة الاستثمار المحتفظ بها محلياً						غير متاح
١٢-٢-أ٤ القواعد التنظيمية لمطابقة عملات الأصول/الخصوم						غير متاح
١٢-٢-ب صناديق معاشات التقاعد						
١٢-٢-ب١ الحدود (العليا) على الأوراق المالية المصدرة من جانب الكيانات غير المقيمة						غير متاح
١٢-٢-ب٢ الحدود (العليا) على حافطة الاستثمار المحتفظ بها في الخارج						غير متاح
١٢-٢-ب٣ الحدود (الدنيا) على حافطة الاستثمار المحتفظ بها محلياً						غير متاح
١٢-٢-ب٤ القواعد التنظيمية لمطابقة عملات الأصول/الخصوم						غير متاح
١٢-٢-ج شركات الاستثمار وصناديق الاستثمار الجماعي						
١٢-٢-ج١ الحدود (العليا) على الأوراق المالية المصدرة من جانب الكيانات غير المقيمة						غير متاح
١٢-٢-ج٢ الحدود (العليا) على حافطة الاستثمار المحتفظ بها في الخارج						غير متاح
١٢-٢-ج٣ الحدود (الدنيا) على حافطة الاستثمار المحتفظ بها محلياً						غير متاح
١٢-٢-ج٤ القواعد التنظيمية لمطابقة عملات الأصول/الخصوم						غير متاح

١ لا توجد قيود

توجد قيود

المصدر: تقرير صندوق النقد الدولي الذي يصدر سنوياً حول ترتيبات وقيود الصرف. ملحوظة: "لم نتلقَ رداً" تشير إلى عدم تلقي رد من السلطات الوطنية.

الجدول ٤-٢ مجلس التعاون الخليجي: القيود على معاملات الحساب الرأسمالي

(اعتباراً من ٢٠٠٨، ما لم يُذكر خلاف ذلك)^١

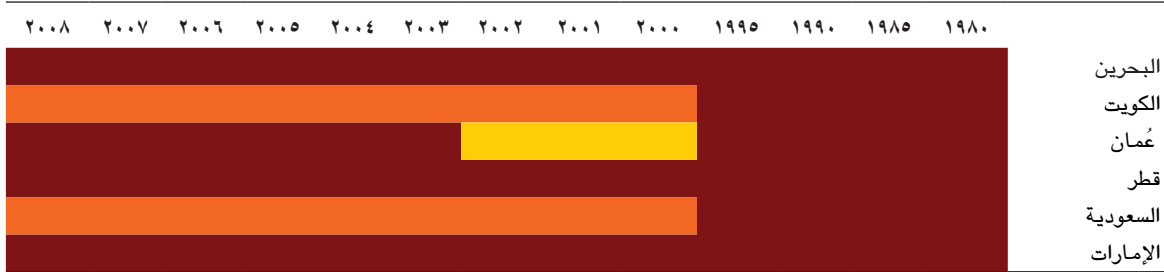
الإمارات	السعودية	قطر	عمان	الكويت	البحرين	الإجراء
						١١-١-أ متطلبات إعادة توطين رأس المال
						١١-١-١-أ-١ متطلبات تسليم حصيلة النقد الأجنبي
						١١-١-١-أ-١ (١) تسليم حصيلة النقد الأجنبي للبنك المركزي
						١١-١-١-أ-٢ (٢) تسليم الحصيلة للوكيل المعتمد
						١١-١-ب القيود على رأس المال وأدوات سوق المال
						١١-١-ب-١ على الأوراق المالية في سوق رأس المال
						١١-١-ب-١-١ الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى المشاركة في الأرباح
						١١-١-ب-١-١-١ المشتراة محلياً من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-ب-١-١-٢ المبيعة أو المُصدرة محلياً من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-ب-١-١-٣ المشتراة في الخارج من جانب الكيانات المقيمة
						١١-١-ب-١-١-٤ المبيعة أو المُصدرة في الخارج من جانب المقيمين
						١١-١-ب-١-٢ السندات أو سندات الدين الأخرى
						١١-١-ب-١-٢-١ المشتراة محلياً من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-ب-١-٢-٢ المبيعة أو المُصدرة محلياً من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-ب-١-٢-٣ المشتراة في الخارج من جانب الكيانات المقيمة
						١١-١-ب-١-٢-٤ المبيعة أو المُصدرة في الخارج من جانب الكيانات المقيمة
						١١-١-ب-٢ على أدوات سوق المال
						١١-١-ب-٢-١ المشتراة محلياً من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-ب-٢-٢ المبيعة أو المُصدرة محلياً من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-ب-٢-٣ المشتراة في الخارج من جانب الكيانات المقيمة
						١١-١-ب-٢-٤ المبيعة أو المُصدرة في الخارج من جانب الكيانات المقيمة
						١١-١-ب-٣ على أوراق الاستثمار الجماعي المالية
						١١-١-ب-٣-١ المشتراة محلياً من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-ب-٣-٢ المبيعة أو المُصدرة محلياً من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-ب-٣-٣ المشتراة في الخارج من جانب الكيانات المقيمة
						١١-١-ب-٣-٤ المبيعة أو المُصدرة في الخارج من جانب الكيانات المقيمة
						١١-١-ج القيود على المشتقات والأدوات الأخرى
						١١-١-ج-١ المشتراة محلياً من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-ج-٢ المبيعة أو المُصدرة محلياً من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-ج-٣ المشتراة في الخارج من جانب الكيانات المقيمة
						١١-١-ج-٤ المبيعة أو المُصدرة محلياً من جانب الكيانات المقيمة
						١١-١-د القيود على العمليات الائتمانية
						١١-١-د-١ الائتمانات التجارية
						١١-١-د-١-١ (١) من جانب الكيانات المقيمة إلى الكيانات غير المقيمة
						١١-١-د-١-٢ (٢) إلى الكيانات المقيمة من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-د-٢ الائتمانات المالية
						١١-١-د-٢-١ (١) من جانب الكيانات المقيمة إلى الكيانات غير المقيمة
						١١-١-د-٢-٢ (٢) إلى الكيانات المقيمة من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-د-٣ الضمانات وسندات الضمان والتسهيلات الاحتياطية التمويلية
						١١-١-د-٣-١ (١) من جانب الكيانات المقيمة إلى الكيانات غير المقيمة
						١١-١-د-٣-٢ (٢) إلى الكيانات المقيمة من جانب الكيانات غير المقيمة
						١١-١-هـ القيود على الاستثمار المباشر
						١١-١-هـ-١ الاستثمار المباشر الموجه للخارج
						١١-١-هـ-٢ الاستثمار المباشر الوافد
						١١-١-و القيود على تصفية الاستثمار المباشر
						١١-١-ز القيود على المعاملات العقارية
						١١-١-ح القيود على القروض الشخصية
						١١-١-ح-١ (١) من جانب الكيانات المقيمة إلى الكيانات غير المقيمة
						١١-١-ح-٢ (٢) من جانب الكيانات المقيمة إلى الكيانات غير المقيمة

لا يوجد قيود

يوجد قيود

المصدر: التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي حول ترتيبات وقيود الصرف.

الجدول ٤-٣ مجلس التعاون الخليجي: التغييرات في شدة القيود على رأس المال، ١٩٨٠-٢٠٠٨



المصدر: مؤشر Chin-Ito (لدرجة انفتاح الحساب الرأسمالي)، الموقع الإلكتروني: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm



بصورة مؤقتة عن أسعار الفائدة الأمريكية، وذلك نتيجة عوامل منها الاستجابة للنمو الائتماني والضغط التضخمي.

ويتناول هذا الفصل بالتقييم العملي درجة استقلالية السياسة النقدية في دول مجلس التعاون، وي طرح بعض الرؤى المتبصرة حول آلية انتقال السياسة النقدية. كما يقدم الفصل ملخصاً لنتائج دراسة Bova and Senhadji (2009)، وهي دراسة أجريت حديثاً حول التقارب بين أسعار الفائدة الأساسية في الولايات المتحدة ودول مجلس التعاون. بعدها يعرض الفصل نتائج دراسة Espinoza and Prasad (2009) (قيد الإصدار) وهي دراسة سوف تصدر قريباً تقوم بتقدير درجة انتقال التغييرات في أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية إلى أسعار التجزئة المحلية؛ ثم يتناول بالتقييم ديناميكيات التكيف قصيرة وطويلة الأجل؛ ويستكشف قنوات انتقال السياسة النقدية، من خلال المجملات النقدية والنشاط الاقتصادي، ضمن إطار للقيمة المعرضة للخطر (Value at Risk-VAR) باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية.

وقد تبين أن أسعار الفائدة السائدة بين البنوك في مجلس التعاون لأجل ثلاثة شهور، وهي أحد المؤشرات البديلة لأسعار الفائدة الأساسية، ترتبط ارتباطاً وثيقاً بأسعار الفائدة الأمريكية في الأجل الطويل، وإن حدث بعض الانحراف عنها بدرجات متفاوتة، وخاصة بعد الأزمة العالمية. واتضح أن هذه الاختلافات ناتجة عن أخذ التضخم المحلي وأوضاع أخرى في الاعتبار، بما في ذلك علاوات المخاطر القطرية. وبلغت وتيرة المواءمة إزاء التغييرات في أسعار الفائدة الأساسية في الولايات المتحدة أعلى مستوياتها في البحرين والكويت، ثم السعودية والإمارات، في حين تبلغ هذه المواءمة أبداً معدلاتها في كل من الكويت وعمان. وتختلف بين البلدان أيضاً درجة انتقال التغييرات في سعر الفائدة الأساسي إلى أسعار الفائدة المحلية على الودائع والقروض، حيث تظهر في أعلى مستوياتها في البحرين والكويت، وتبدو محدودة للغاية في كل من عمان وقطر^٣ وأخيراً، يشير نموذج انحدار ذاتي

^٣ لم يتناول هذا الفصل بالتقييم انتقال الآثار بالنسبة لكل من السعودية والإمارات بسبب محدودية البيانات.

الجدول ٤-٤ مجلس التعاون الخليجي: عمليات السياسة النقدية

العمليات في السوق المفتوحة		العمليات في السوق المفتوحة	
مبادلات النقد الأجنبي	بيع النقد الأجنبي	عمليات إعادة الشراء	بيع شهادات الإيداع
نعم	نعم	نعم	لا
			أزون الخزائنة
			نعم (من جانب الحكومة)، ثلاثة وستة شهور وستة واحدة.
			نعم
			الكويت
لا	نعم	بصفة يومية باستخدام أنون الخزائنة والسندات، بأجال استحقاق الليلة واحدة وأسبوع وشهر. بالنسبة للبنوك الإسلامية، يتم استخدام التورق. يمكن استخدام شهادات الإيداع لعمليات إعادة الشراء، ولكن يمكن استردادها بالبنك المركزي بملووفة.	نعم. تُباع شهادات الإيداع ثلاثة وستة شهور في مزايا. لا يمكن استخدام شهادات الإيداع لعمليات إعادة الشراء، ولكن يمكن استردادها بالبنك المركزي بملووفة.
نعم	نعم	نعم (أسبوعاً / شهر)	نعم (أسبوعياً)
لا	نعم	نعم (بأجال استحقاق مختلفة)	نعم (بأجال استحقاق مختلفة)
نعم	لا تتدخل مؤسسة النقد العربي السعودي في سوق العمليات الفورية، ولكنها تدخلت في سوق عمليات النقد الأجنبي الآجلة في مناستين.	لا تتدخل مؤسسة النقد العربي السعودي في سوق العمليات الفورية، ولكنها تدخلت في سوق عمليات النقد الأجنبي الآجلة في مناستين.	لا
			نعم
			تطرح مؤسسة النقد العربي السعودي أنون البنك المركزي (تسمى أنون الخزائنة) لأغراض إدارة السيولة.
			نعم. تعتمد تسهيلات إعادة الشراء على شهادات الإيداع التقليدية والإسلامية (منذ نوفمبر ٢٠١٠ في حالة الأخرى). وهناك أيضا خيار الاسترداد المعك لشهادات الإيداع.
نعم. استُخدمت في عام ٢٠٠٨ للحد من آثار السيولة بالنقد الأجنبي الناجمة عن الأزمة المالية العالمية. لم تُعد تُستخدم بصورة نشطة.	نعم	نعم	نعم. طائفة عريضة جداً من أجال الاستحقاق التي تقل وتزيد عن سنة.
			لا
			الإمارات

الجدول ٤-٤ مجلس التعاون الخليجي : عمليات السياسة النقدية (تابع)

التسهيلات الدائمة				
مبادرات النقد الأجنبي	بيع النقد الأجنبي	تسهيل الإقراض	تسهيل الإيداع	
مبادرات النقد الأجنبي لأجل أسبوع وشهر	نعم	تسهيل واحدة مقابل حيازة البنك لأذون الخزينة أو الودائع لدى البنك المركزي، لا أسبوع مقابل حيازات البنك لمحرك الإجازة الحكومية.	تسهيل واحدة ولا أسبوع	البحرين
نعم	لا	نافذة خصم اللبنة واحدة للائتمان القياسي ولا أكثر من أسبوع للائتمان غير القياسي، غير مستخدم بصفة عامة ولكنه يعمل كمسعر الفائدة الأساسي الرئيسي.	اللبنة واحدة	الكويت
نعم	نعم	خصم أذون الخزينة، والأوراق التجارية، وإعادة الشراء، والإقراض المباشر.	لا	عمان
لا	نعم	اللبنة واحدة/عمليات إعادة الشراء	اللبنة واحدة	قطر
نعم	نعم	تسهيل إعادة الشراء لللبنة واحدة	تسهيل إعادة الشراء العكسي لللبنة واحدة	السعودية
نعم. استُحدثت في عام ٢٠٠٨ لتخفيف آثار الأزمة المالية العالمية على السوكة بال نقد الأجنبي. لم تُعد تُستخدم بصورة نشطة.	نعم	سُلف لمدة ٧ أيام دون ضمانات ولمدة تصل إلى ٦ شهور ب ضمانات. تم استحداثه في ٢٢ سبتمبر ٢٠٠٨. وهناك أيضا تسهيل المسحب على المكشوف بأسعار جزائية تزيد على سعر إعادة الشراء.	نعم، غير المعروض.	الإمارات

الجدول ٤-٤ مجلس التعاون الخليجي: عمليات السياسة النقدية (تتمه)

النسب النقدية/الاحترازية		التوظيف غير التقليدي لودائع				
سعر الفائدة	الأساسي	الاحترازية	البنك المركزي والحكومة في	نسبة الاحتياطي	نسبة السيولة	
ملاحظات	الرئيسي	قيود سعر الفائدة	الكلية	الائزاعي	الائزامية	
لا يستخدم منهج الإدارة النشطة	سعر الفائدة على الودائع لأجل	لا	النسبة الطوعية للقروض إلى الودائع	نعم	لا	البحرين
في إدارة السيولة، وتقتصر على التسهيلات الدائمة	أسبوع واحد					
يستخدم منهج الإدارة النشطة في الإقراض من خلال عمليات السوق المفتوحة	سعر الخصم	نعم، يتم تعيين حدود قصوى لسعر الفائدة على القروض عند هامش معين	نسبة القروض إلى الودائع والحدود المؤقتة على نمو الائتمان	نعم	لا	الكويت
		يزيد على سعر (الخصم) المرجعي.				
	سعر الخصم	حد أقصى لسعر الفائدة على القروض الاستهلاكية	نسبة القروض إلى الودائع وحد أقصى للإقراض المصرفي للأسر المعيشية	نعم	نعم	عمان
تدار السيولة من خلال شهادات الإيداع (يتم إحلالها بأذون الخزينة) ونسبة الاحتياطي المركزي على القروض والأذون الإيزاعي	سعر فائدة مصرف قطر المركزي على القروض والأذون الإيزاعي	حد أقصى لسعر الفائدة على القروض الشخصية للمخصصة للأزواج، وحد كلي لمثل هذه القروض	نسبة الائتمان	نعم	نعم	قطر
سوق التداول بين البنوك ضحلة، وسعر إعادة الشراء وعليه تقوم عمليات السوق المفتوحة بدور محدود. وتتمثل الأذون الرئيسية لإدارة السيولة في تسهيلات إعادة الشراء، وأذون الخزينة، ومبادلات التقد الأجنبي، وأذون السلامة الاحترازية، مثل نسبة الاحتياطي الإيزاعي ونسبة القروض إلى الودائع	سعر إعادة الشراء والعكسي	لا	نسبة القروض إلى الودائع. نسبة الأصول المسانلة إلى الخصوم قصيرة الأجل، والقيود على القروض الشخصية	نعم	نعم	السعودية

الجدول 4-4 مجلس التعاون الخليجي: عمليات السياسة النقدية (تفتمة)

النسب النقدية/الاحترازية		التوظيف غير التقليدي لودائع			
سعر الفائدة الاساسي	الريبي	نسبة السلامة الاحترازية الكلية	البنك المركزي والحكومة في البنوك التجارية	نسبة الاحتياطي الايزامي	نسبة السيولة الايزامية
ملاحظات	قيود سعر الفائدة	لا يجب للائتمانات أن تتجاوز الموارد المستقرة، والتي تعرف بأنها 7/8 من ودايع العملاء ذات أجل الاستحقاق الذي يقل عن 6 شهور، و 10/7 من الودائع والتمويل السوقي لمدة تزيد عن 6 شهور والأموال الخاصة بلا مقابل.	نعم	نعم	لا
سعر إعادة الشراء تم استحداث تسهيل دعم السيولة على شهادات الأيداع لأجل أسبوع	لا	لا يجب للائتمانات أن تتجاوز الموارد المستقرة، والتي تعرف بأنها 7/8 من ودايع العملاء ذات أجل الاستحقاق الذي يقل عن 6 شهور، و 10/7 من الودائع والتمويل السوقي لمدة تزيد عن 6 شهور والأموال الخاصة بلا مقابل.	نعم	نعم	لا
تم استحداث تسهيل دعم السيولة في سبتمبر 2008. وفي إطار هذا التسهيل، يمكن للبنك تقديم حافطة سندات الدين الخاصة به للبنك المركزي بغرض تقييمها. وسوف يقل بنك الإمارات المركزي السندات التي تستوفي إرشاداته فحسب (فقط سندات الدين التي لا تحتوي على خيارات متضمنة) وثمة شروط إصافاة تنطبق.					

المصدر: سلطات البلدان، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

مقدر للمتجهات باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية إلى أن السياسة النقدية في الولايات المتحدة لها تأثير قوي وذو دلالة إحصائية على النقود بمعناها الواسع والنشاط غير النفطي والتضخم في منطقة مجلس التعاون الخليجي.

سلوك السياسة النقدية في دول مجلس التعاون الخليجي تجاه الولايات المتحدة

هل هناك مجال لتطبيق سياسة نقدية مستقلة في دول مجلس التعاون الخليجي؟

توضح النظرة العابرة للاتجاهات العامة في سعر الفائدة خلال الفترة يناير ١٩٩٣ - مايو ١٩٩٩ أن أسعار الفائدة السائدة بين البنوك لأجل ثلاثة شهور في مجلس التعاون الخليجي اتسمت بالتشابه الوثيق مع أسعار الفائدة الأمريكية في كل من البحرين والسعودية، ولكن مع درجات متفاوتة من الابتعاد عن هذه الأسعار في الكويت وقطر وعمان والإمارات، وخاصة منذ بداية الأزمة العالمية في ٢٠٠٧ (الشكل البياني ٤-١). وتخلص دراسة (Bova and Senhadji (2009 التي تتناول التقارب في سعر الفائدة بين دول مجلس التعاون الخليجي والولايات المتحدة إلى أن شرط تعادل سعر الفائدة المغطاة ينطبق في مجلس التعاون الخليجي ولكن مع اختلافات بين البلدان. كما يجد المؤلفان أن أسعار الفائدة في مجلس التعاون الخليجي تتكامل تكاملا مشتركا مع سعر الفائدة الأمريكية، وأن المعامل طويل الأجل يقترب جدا من الواحد الصحيح، الأمر الذي يمثل تحققا إضافيا من شرط تعادل سعر الفائدة.^٤

ويمكن تقدير الوتيرة التي يتكيف بها سعر الفائدة في مجلس التعاون إزاء معدل الفائدة الأمريكية من خلال نموذج تصحيح الخطأ (الجدول ٤-٥). وتشير التقديرات إلى أن سعر الفائدة البحريني هو الأسرع تكيفا إزاء الانحرافات عن العلاقة طويلة الأجل (أقل من شهرين)، تليها في ذلك قطر (أقل من أربعة شهور)، والسعودية (أكثر من أربعة شهور)، والإمارات (نحو ٦ شهور). ويتسم سعر الفائدة في الكويت وعمان بأبطأ وتيرة للتكيف (سنة تقريبا). وباستثناء الإمارات، تشير التقديرات إلى أن وتيرة التكيف في كافة اقتصادات مجلس التعاون شهدت تباطؤا خلال سنوات الأزمة المالية العالمية.

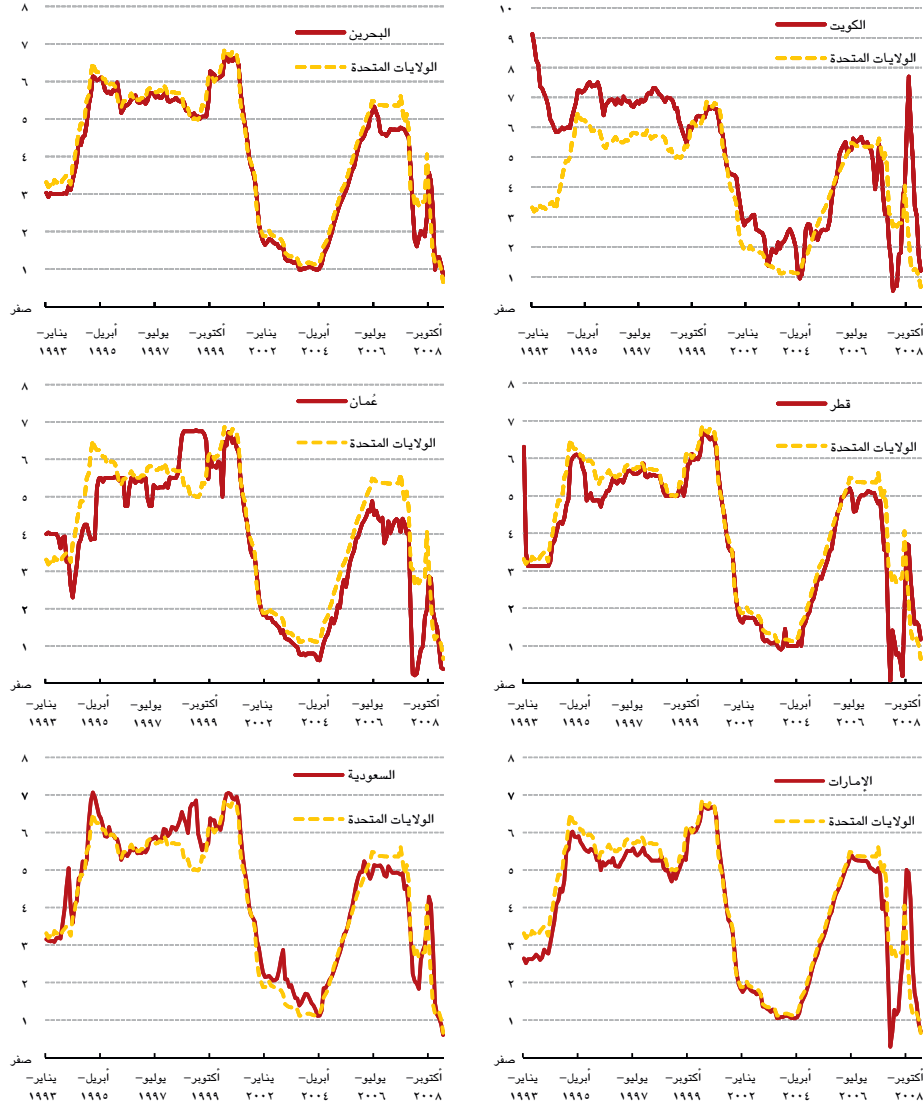
ويؤكد تفكيك مكونات التباين وتقديرات طريقة العزوم المعممة النتائج السابقة التي تشير إلى أن سعر الفائدة الأمريكية وثيق الصلة بدرجة كبيرة بكافة أسعار الفائدة في مجلس التعاون. كما تشير إلى وجود بعض المساحة للمناورة حيثما تكون فروق أسعار الفائدة مرتبطة بتدخل السياسة النقدية عندما يكون التضخم ونوبات المضاربة على العملة وأداء البورصة على المحك.

^٤ نظرا لنقص البيانات الخاصة بأسعار الصرف المتوقعة، تختبر الدراسة صحة شرط تعادل سعر الفائدة المغطاة فقط. كذلك يتم تقدير علاقة التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ لفروق أسعار الفائدة لأجل تقييم الديناميكيات طويلة وقصيرة الأجل. وأخيرا، تُجري الدراسة تفكيكا لمكونات تباين أسعار الفائدة السائدة على التداول بين البنوك وتقديرات طريقة العزوم المعممة لتقدير التأثير النسبي لسعر الفائدة الأمريكية والمتغيرات المحلية - التضخم مقيسا بمؤشر أسعار المستهلكين، ونسب سعر الصرف في سوق المعاملات الفورية والأجلة، ومؤشر البورصة - على السياسة النقدية.

الشكل البياني ٤-١: مجلس التعاون الخليجي: أسعار الفائدة السائدة بين البنوك المحلية والأمريكية،

١٩٩٣-٢٠٠٨

(%)



المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، والإحصاءات المالية الدولية.

وفي معظم الحالات، ثمة تقارب مستمر في وتيرة تكيف أسعار الفائدة في مجلس التعاون إزاء أسعار الفائدة الأمريكية، الأمر الذي ترتب عليه تدفقات رأسمالية وافدة حينما كانت البنوك المركزية تسعى للحفاظ على ارتفاع أسعار الفائدة. ورغم ذلك، فإن وتيرة التقارب شهدت تغيراً ملموساً خلال فترتين محددين وهما ١٩٩٨-١٩٩٩ و ٢٠٠٧-٢٠٠٩، حينما كانت هناك فروق كبيرة بين الدورة الاقتصادية في الولايات المتحدة وفي مجلس التعاون. وتعتمد البنوك المركزية الحفاظ على فروق سالبة وموجبة بغية الحد من التضخم أو مواجهة المضاربة أو تحفيز النشاط الاقتصادي، مثلما كانت الحالة خلال الفترة التي أعقبت انهيار البورصة في عام ٢٠٠٦. على

الجدول ٤-٥: معاملات بيتا للتقارب

البحرين	الكويت	عُمان	قطر	السعودية	الإمارات
٠,٣٧٧-	٠,٠٩٨-	٠,١١٢-	٠,٣٠٣-	٠,٢١-	٠,١٧-
(٠,٠٠)	(٠,٠٠)	(٠,٠٢)	(٠,٠٠٧)	(٠,٠٠)	(٠,٠١٦)

المصدر: دراسة Bova and Senhadji, 2009.

سبيل المثال، حافظ مصرف قطر المركزي خلال الفترة من سبتمبر ٢٠٠٨ إلى أغسطس ٢٠١٠ على ارتفاع أسعار الفائدة مقارنة بأسعار الفائدة الأمريكية - مستندا في ذلك إلى هدفي الحد من التضخم والحيلولة دون زيادة القروض المعدومة. ومع ذلك، يترتب على تباين أسعار الفائدة تدفقات رأسمالية وافدة صافية من خلال النظام المصرفي. فقد زاد صافي احتياطي النقد الأجنبي لدى مصرف قطر المركزي بمقدار ٩ مليارات دولار ليصل إلى ١٨,٥ مليار دولار في عام ٢٠٠٩؛ وزادت الودائع المعوّضة لدى المصرف المركزي بمقدار ٥,٥ مليار دولار خلال هذه الفترة. وكان لازما تطبيق توفيقية من تقارب أسعار الفائدة الأساسية بعد أغسطس ٢٠١٠ وتدابير السيولة لتغيير اتجاه هذه التدفقات.

كيف تستجيب أسعار الفائدة على معاملات التجزئة لإجراءات السياسة النقدية؟^٥

انتقال سعر الفائدة: ثمة تفاوت بين البلدان وعبر الفترات الزمنية المختلفة فيما يتعلق بانتقال أسعار الفائدة الأساسية. ففي بعض البلدان، تتسم أسعار الفائدة على الودائع بدرجة أكبر من الجمود مقارنة بأسعار الفائدة على القروض، في حين أن العكس صحيح في البلدان الأخرى.^٦

والأدلة غير حاسمة فيما يتعلق بما إذا كانت الاستجابة متماثلة إزاء إشارات السياسة النقدية. فعدد قليل من الدراسات يجد هذه الاستجابة غير متناسقة: فمعدل انتقال التغييرات يكون أسرع عندما تكون السياسة النقدية مقيدة وبطيئا في ظل سياسة نقدية تيسيرية (Sellon, 2002). إلا أن هناك دراسات أخرى لا تجد أي أدلة مؤيدة لهذا الافتراض. فانتقال التغييرات يعتمد على عدد من العوامل، منها هيكل النظام المالي (على سبيل المثال، مدى التنظيم في القطاع المالي، والحدود القصوى لأسعار الفائدة، والقيود الجغرافية والقيود على خطوط المنتجات)؛ وحجم المنافسة بين الوسطاء؛ واستخدام النظام المصرفي للمنتجات ذات الفائدة المتغيرة (سواء الودائع أو القروض)؛

^٥ يستند التحليل الموضح فيما تبقى من هذا الفصل إلى دراسة Prasad and Espinoza (قيد الإصدار).

^٦ على سبيل المثال، في منطقة اليورو فإن أسعار الفائدة على الودائع لليلة واحدة والودائع القابلة للاسترداد بإخطار ثلاثة شهور هي الأكثر جمودا، إذ يبلغ معدل انتقال الأثار طويل الأجل ٤٠٪ على الأكثر. ويمكن إرجاع انخفاض معدل انتقال الأثار في هذه الحالة، في جزء منه، إلى أسلوب إدارة هذه الودائع في بعض بلدان منطقة اليورو، وجزئيا، إلى الحقيقة التي مؤداها أن الطلب على هذه الودائع يتسم بالجمود نسبيا. وخلافا لأدلة منطقة اليورو، وجد (٢٠٠٢) Mizen and Hofmann أنه في المملكة المتحدة يتسم معدل انتقال الأثار في حالة أسعار الفائدة على الودائع بأنه أكبر من نظيره على القروض. ومن بين مختلف أنواع القروض، وُجد أن معدل انتقال الأثار في حالة الإقراض الاستهلاكي هو الأضعف، الأمر الذي يعكس طائفة مختلفة من العوامل - ضعف المنافسة، وعدم مرونة الطلب، وعدم تماثل المعلومات، وترشيد الائتمان (Bondt, 2002; Bond et al. 2003). وفي الولايات المتحدة، لا تزال أسعار الفائدة على بطاقات الائتمان هي الأكثر جمودا حتى يومنا هذا، بمعدل انتقال للأثار يبلغ ٠,٣٪ خلال التسعينات من القرن الماضي، وإن كان أعلى من المستوى الذي لا يُذكر تقريبا المسجل خلال السبعينات من القرن الماضي (Sellon, 2002).

وجود نُظْم اليانصيب لاستقطاب الودائع؛ وأسعار الفائدة الحقيقية السالبة على الودائع على مدى فترة طويلة؛ والاستجابة لسعر الفائدة الأساسي من خلال تبديل الحافطة الاستثمارية؛ وشفافية عمليات السياسة النقدية.

وعادة ما يغلب الانخفاض على تقديرات انتقال أسعار الفائدة. وكما ناقشنا في القسم السابق، يتم استخدام سعر الفائدة السائد بين البنوك كمؤشر بديل لأسعار الفائدة الأساسية، ويمثل سعرا الفائدة على القروض والودائع أسعار الفائدة على معاملات التجزئة المستخدمة في التقديرات.^٧ ويوضح الشكل البياني ٤-٢ الأسعار الثلاثة خلال فترة المعاينة ٢٠٠٤-٢٠١٠ لكل من البحرين والكويت وعمان وقطر.^٨ وتشير التقديرات لهذه البلدان الأربعة إلى أن معدل انتقال سعر الفائدة بلغ ٠,٣٠ و٠,٥٠ لسعري الفائدة على القروض والودائع، على الترتيب؛ أي أن تخفيضا قدره ١٠٠ نقطة أساس في سعر الفائدة الأساسي أدى إلى تخفيض قدره حوالي ٥٠ نقطة أساس في أسعار الفائدة على الودائع في البنوك و٣٠ نقطة أساس في أسعار الفائدة على الاقتراض منها.^٩ وبالنسبة لأسعار الفائدة على معاملات التجزئة المستخدمة في التقديرات، فهي تتضمن أسعار الفائدة على القروض والودائع القائمة والجديدة، ومن ثم فإن انتقال التغيرات الفعلي إلى أسعار الفائدة على القروض والودائع الجديدة قد يكون أعلى إلى حد ما. والأهم من ذلك أن احتكاكات السوق لا تزال تنطبق. ففي عُمان، على سبيل المثال، هناك حد أقصى للإقراض الشخصي الذي يزيد على ٤٠٪ من حافطة الائتمان وحد أقصى لسعر الفائدة المرتفعة. كذلك يخضع الإقراض العقاري لقيود وتوضع حدود قصوى مطلقة وأخرى لأسعار الفائدة على القروض الشخصية في قطر. أما في الكويت، فيستخدم سعر الخصم معيارا لأسعار الفائدة، بينما توضع قيود على الائتمان الاستهلاكي في البحرين أيضا. ومع ذلك، هناك دلائل على زيادة درجة الانتقال بمضي الوقت، نتيجة للجهود المبذولة لتطوير الأسواق من خلال السياسة المتبعة.

وتشير مقاييس تقارب أسعار الفائدة بين دول مجلس التعاون إلى تعمق الاندماج المالي. ووجدت دراسة Espinoza and others (2009) بعض الأدلة على الاندماج المالي باستخدام تقارب بيتا، وقدرت فترة نصف العمر بشهرين إلى خمسة شهور.^{١٠} كما وجدت الدراسة أن الاختلاف المقطعي بين أسعار الفائدة في دول مجلس التعاون يتجه إلى الانخفاض رغم اتساع هذا التباين مع نشوء

^٧ بالنسبة لعُمان، يُستخدم سعر الفائدة لليلة واحدة نظرا لأنه هو السعر الوحيد المتوفر. وفي حالة الولايات المتحدة، يتم استخدام سعر الليبور "Libor" الأمريكي لثلاثة شهور.

^٨ تُستبعد السعودية والإمارات بسبب نقص البيانات عن أسعار الفائدة على معاملات التجزئة. وبالنسبة للبحرين، فإن سعر الفائدة على الودائع هو متوسط سعر الفائدة على الودائع لأجل (استحقاق ثلاثة إلى ستة شهور) وسعر الفائدة على القروض هو متوسط سعر الفائدة على القروض (الإجمالية، شاملة موافقات السحب على المكشوف). وبالنسبة للكويت وعمان، فإن السعريين هما سعرا الفائدة على الودائع والقروض المرجحان بأجل الاستحقاق، وفي حالة قطر، فإن سعر الفائدة على الودائع هو سعر الفائدة على الودائع لأجل استحقاق مدته سنة، وسعر الفائدة على القروض هو سعر الفائدة على القروض ذات أجل الاستحقاق الذي يقل عن ثلاث سنوات.

^٩ العلاقة طويلة الأجل في كافة دول مجلس التعاون (الانحدار بأسلوب الآثار الثابتة، التقدير بالمستويات):

$$\text{Deposit Rate}_{i,t} = \alpha + 0.50 \text{ Interbank rate}_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad R^2 = 0.28 \quad (4.72)$$

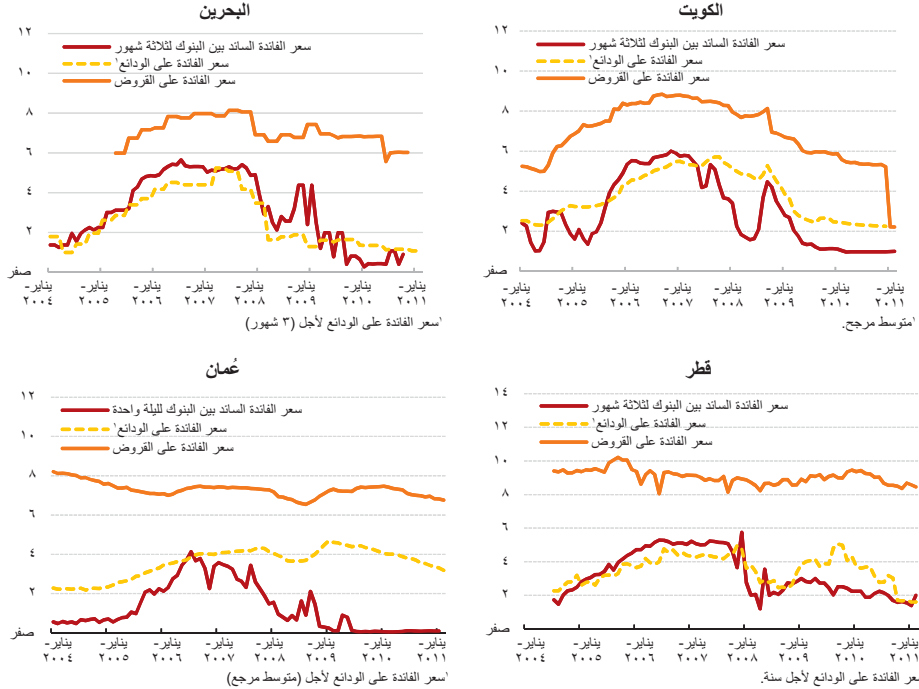
$$\text{Lending Rate}_{i,t} = \alpha + 0.30 \text{ Interbank rate}_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad R^2 = 0.21 \quad (1.91)$$

^{١٠} يقوم المقياس الأول، تقارب بيتا، بتقييم ما إذا كانت أسعار الفائدة في البلدان ذات فروق أسعار الفائدة المرتفعة نسبيا تميل إلى الانخفاض سريعا مقارنة بتلك البلدان ذات الفروق المنخفضة. أما المقياس الثاني، تقارب سيغما، والذي يستند إلى الدراسات التي تتناول النمو، فيختبر ما إذا كان الانحراف المعياري القُطري المقارن لأسعار الفائدة اتخذ اتجاهها عاما هبوطيا.

الشكل البياني ٤-٢: مجلس التعاون الخليجي: أسعار الفائدة السائدة بين البنوك وعلى معاملات التجزئة،

٢٠١١-٢٠٠٤

(٪)



المصدر: قاعدة بيانات Haver؛ والسلطات الوطنية. ملاحظة: باستثناء السعودية، الامارات

الأزمة المالية العالمية. ويشير مؤلفو هذه الدراسة إلى أن دول مجلس التعاون تقوم بإدارة السياسة النقدية والسيولة والائتمان، في حدود نظام سعر الصرف المربوط، من خلال أسعار الفائدة ونسبة الاحتياطي الإلزامي، ونسب القروض إلى الودائع وغيرها من معايير السلامة الاحترازية الأخرى.

وتخضع هذه التقديرات إلى عدد من القيود. فنظرا لحجم العينة الضئيل نسبيا، لا تدل التقديرات إلا على حجم انتقال التغيرات. كذلك تتضمن العينة فترات حدث فيها ارتفاع ملموس في التضخم قبل الأزمة العالمية - في انعكاس أساسي لارتفاع الإيجارات - وفترات حدث فيها انخفاض ملموس في أسعار الفائدة الأساسية بعد الأزمة العالمية. وعليه، فقد يختلف حجم الانتقال وتيرته في حالة دورة تشديد السياسة، لأن الانتقال قد لا يكون متماثلا كما يتبين من استعراض الدراسات القطرية المقارنة.

تحليل التكامل المشترك والتعديل الديناميكي لأسعار الفائدة على معاملات التجزئة: يمكن استخدام نموذج بسيط للانحدار الذاتي للمتجهات ذات التكامل المشترك لتحليل الديناميكية قصيرة الأجل وانتقال التغيرات على المدى الطويل من أسعار الفائدة السائدة بين البنوك إلى أسعار الفائدة المحلية على معاملات التجزئة. ويتم إنشاء هذا الانحدار لمتغيرين فقط هما سعر الفائدة السائد بين البنوك (IB) وسعر الفائدة المصرفي قيد الدراسة (تمثل R بالتناوب سعر الفائدة على الودائع والقروض). وبصورة أكثر تحديدا، تم تقدير النموذج التالي للبيانات الشهرية التي تغطي الفترة يناير ٢٠٠٤ - ديسمبر ٢٠١٠:

$$\begin{cases} \Delta IB_t = \alpha^1 + \sum_{1 \leq s \leq 11} \beta_s^1 \Delta IB_{t-s} + \gamma_s^1 \Delta R_{t-s} + \lambda^1 (IB - R)_{t-12} + \varepsilon_t^1 \\ \Delta R_t = \alpha^2 + \sum_{1 \leq s \leq 11} \beta_s^2 \Delta IB_{t-s} + \gamma_s^2 \Delta R_{t-s} + \lambda^2 (IB - R)_{t-12} + \varepsilon_t^2 \end{cases}$$

وتختلف العلاقة طويلة الأجل بين أسعار الفائدة السائدة بين البنوك وأسعار الفائدة على القروض المصرفية اختلافا كبيرا بين البلدان (الجدول ٤-٦).^{١١} وتشير البيانات الخام (الشكل البياني ٤-٢) إلى أن العلاقة طويلة الأجل تبلغ أقوى مستوياتها في حالتي البحرين والكويت. ففي البحرين، ترتبط زيادة قدرها ١٠٠ نقطة أساس في سعر الفائدة السائد بين البنوك في الأجل الطويل بزيادة قدرها ٦٣ نقطة أساس في سعر الفائدة على الودائع، وزيادة قدرها ٢٩ نقطة أساس في سعر الفائدة على القروض. والعلاقة أضعف في قطر، ولكنها لا تزال قوية في حالة سعر الفائدة على الودائع، بينما لا توجد علاقة في حالة عُمان.

كذلك تختلف بين البلدان سرعات التكيف الموضحة ضمنا بواسطة الديناميكيات قصيرة الأجل. فالتكيف يتسم بالبطء النسبي في البحرين، حيث تتواءم أسعار الفائدة بشكل كامل بعد عشرين شهرا.

الجدول ٤-٦ مجلس التعاون الخليجي: متجه التكامل المشترك^١

الحساسية طويلة الأجل لزيادة سعر الفائدة السائد بين البنوك	سعر الفائدة على الودائع	سعر الفائدة على القروض
البحرين	٠,٦٣	٠,٢٩
الكويت	٠,٨٠	٠,٧٤
عُمان	٠,٠٥-	٠,٠٣
قطر	٠,٢٠	٠,٠١

المصدر: Espinoza and Prasad (قيد الإصدار).
١ باستثناء السعودية والإمارات.

وفي الكويت، فإن تكيف أسعار الفائدة على الودائع يتسم بالبطء كذلك، حيث يتم رصد نصف هذا التكيف فقط في أول ١٢ شهرا بعد الصدمة. غير أن هذا التكيف يكون أسرع في حالة أسعار الفائدة على القروض. وفي عُمان وقطر، تعود الصدمات التي تصيب أسعار الفائدة السائدة بين البنوك بتأثير فوري على سعري الفائدة على الودائع والقروض (وإن كانت بدرجة حساسية صغيرة تبلغ نحو ١/١٠) ولكن معظم التأثير يختفي بعد ستة شهور.

ويشير تفكيك مكونات تباين خطأ التنبؤ لنموذج الانحدار الذاتي للمتجهات ذات التكامل المشترك (الجدول ٤-٧) إلى ارتفاع مساهمة صدمات أسعار الفائدة السائدة بين البنوك في أسعار الفائدة على القروض والودائع، باستثناء في حالة عُمان حيث لا توجد علاقة طويلة الأجل. وتساهم صدمات أسعار الفائدة السائدة بين البنوك بنسبة تتراوح بين ٣٠٪ إلى ٥٧٪ من تباين سعري الفائدة على الودائع والقروض في المنطقة. والبلدان التي تتسم فيها العلاقة طويلة الأجل بأنها الأقوى هي نفسها البلدان الأكثر تأثرا بصدمات أسعار الفائدة بين البنوك، ولكن أسعار الفائدة

^{١١} يتم تقدير الانحدار الذاتي للمتجهات ذات التكامل المشترك باستخدام ١٢ فجوة زمنية. ورغم اقتراح معيار المعلومات البيزي ومعيار معلومات شوارز استخدام هيكل طويل جدا من الفجوات الزمنية (يزيد على ٣٦ فجوة زمنية)، فإن ذلك لا يتوافق مع عدد المشاهدات في مجموعة البيانات. ونظرا لأن هذه المعايير تميل إلى المغالاة في تقدير عدد الفجوات الزمنية المطلوبة، اقتصر النموذج على الاثنتي عشرة فجوة زمنية التي عادة ما تكون مطلوبة في حالة البيانات الشهرية.

الجدول ٤-٧ مجلس التعاون الخليجي: مساهمة أسعار الفائدة السائدة بين البنوك باستخدام تفكيك مكونات تباين خطأ التنبؤ، لفترة ١٢ شهرا مستقبلية^١

سعر الفائدة على الودائع	سعر الفائدة على القروض	
٠,٥٢	٠,٣٠	البحرين
٠,٨٧	٠,٥٤	الكويت
٠,١٠	٠,١٦	عمان
٠,٣٨	٠,٢٨	قطر

المصادر: دراسة Espinoza and Prasad (قيد الإصدار).

^١ باستثناء السعودية والإمارات.

السائدة بين البنوك تساهم أيضا بصورة ملموسة في تباين سعري الفائدة على الودائع والقروض من خلال الآثار قصيرة الأجل (كما شاهدنا من خلال تفكيك مكونات التباين في قطر).

انتقال السياسة النقدية في مجلس التعاون الخليجي

آلية انتقال السياسة النقدية هي العملية التي من خلالها تؤثر قرارات السياسة النقدية على النتائج الاقتصادية، مثل الناتج والتشغيل والتضخم. وتقليديا، هناك أربع قنوات رئيسية تنتقل من خلالها آثار السياسة النقدية، هي: سعر الفائدة، ومجملات الائتمان، وأسعار الأصول، وسعر الصرف. ومن المتوقع للسياسة النقدية التوسعية أن تؤدي إلى خفض تكلفة الأموال القابلة للإقراض، مما يؤدي بدوره إلى زيادة الاستثمار والطلب الاستهلاكي، الأمر الذي ينعكس في نهاية المطاف على مجمل الناتج والأسعار. كما تؤثر السياسة النقدية أيضا على المعروض من الأموال القابلة للإقراض، أي قناة الائتمان. وتميز قناة الائتمان بين البنوك وغير البنوك كمصادر للتمويل، وبين التمويل الداخلي والخارجي، ويمثل الإقراض المصرفي قناة فرعية. وتؤدي السياسة النقدية التقييدية التي تخفض الاحتياطي المصرفي أيضا إلى تقليص قدرة البنوك على الإقراض. ويمكن للتغيرات في أسعار الفائدة أن تؤدي إلى تغييرات في أسعار الأصول مما يولد أثر الثروة، والذي يُعرف في العادة بقناة أسعار الأصول. ويمكن أن تؤدي أسعار الفائدة المرتفعة إلى زيادة سعر صرف العملة المحلية، مما يؤدي إلى انخفاض في صافي الصادرات، ومن ثم في الطلب الكلي والناتج؛ وهو ما يُعرف بقناة سعر الصرف. ومن المرجح أن تكون قنوات الانتقال الرئيسية في مجلس التعاون هي سعر الفائدة والائتمان وأسعار الأصول - حيث تكون قناة سعر الصرف معطلة إذا نظام سعر الصرف الثابت هو المعمول به.

ويمكن تحليل تأثير صدمات السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية الكلية في المنطقة بتقدير الانحدار الذاتي للمتجهات باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لدول مجلس التعاون الخليجي الستة. ويتم استخدام هذا الانحدار نظرا لتوافر البيانات السنوية فقط، مما يقلل من نقاط البيانات. وتتضمن قيود هذا المنهج افتراض تجانس المعاملات بين البلدان الستة في مختلف المعادلات المقدرة. وتم تقدير انحدار ذاتي للمتجهات باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لنمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي غير النفطي، والتضخم مقيسا بمؤشر أسعار المستهلكين، ونمو النقود بمعناها الواسع - ن٢، والذي يمثل قناة لانتقال السياسة النقدية من الولايات المتحدة إلى دول مجلس التعاون

في هذا النموذج - للفترة ١٩٧٨-٢٠٠٩. وتم استخدام سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية كمؤشر على السياسة النقدية المستوردة، ومعدل التضخم في الولايات المتحدة مقيسا بمؤشر أسعار المستهلكين لتحديد الصدمات النقدية. وقد وُجد أن كافة المتغيرات ساكنة باستخدام اختبار جذر الوحدة لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية الذي أعده Levin-Lin-Chu. وأخيراً، تم خفض قيمة كافة المتغيرات باستخدام إجراء هلمرت "Helmert procedure" على غرار (Love and Zicchino) (2006). وتم تقدير الانحدار الذاتي للمتجهات باستخدام ثلاث فجوات زمنية.

وإجمالاً، تشير التقديرات أن هناك تأثيراً قوياً وذا دلالة إحصائية للسياسة النقدية الأمريكية على النقود بمعناها الواسع، والنشاط غير النفطي، والتضخم في مجلس التعاون. فزيادة قدرها ١٥٠ نقطة أساس في سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية يؤدي إلى خفض نمو النقود بمعناها الواسع بما يتجاوز نقطة مئوية واحدة والنشاط غير النفطي بمقدار ١,٥٪ لفترة عامين بعد الأزمة. كما تؤكد عمليات تفكيك مكونات تباين خطأ التنبؤ أن الصدمات النقدية لها تأثير قوي على الاقتصاد. وتساهم الصدمات التي تصيب سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية والنقود بمعناها الواسع بنسبتي ١٥٪ و ٢٠٪ في تباين النمو غير النفطي والتضخم في المنطقة.^{١٣}

تلخيص وعرض لانعكاسات السياسة

تؤكد النتائج الواردة آنفاً أن أسعار الفائدة الأساسية في مجلس التعاون تتبع إلى حد كبير أسعار الفائدة الأمريكية في الأجل الطويل، مع قدر من الانحراف في الأجل القصير. وتتفاوت الوتيرة التي يتواءم بها كل سعر من أسعار الفائدة في مجلس التعاون مع علاقته طويلة الأجل إزاء سعر الفائدة الأمريكية، حيث تتسم البحرين بأسرع وتيرة للتكيف، تليها قطر والسعودية والإمارات. وتتسم الكويت وعمان بأبطأ وتيرة للتكيف. وتعكس الانحرافات حقيقة مفادها أنه في ظل قيود سعر الصرف المربوط، تقوم دول مجلس التعاون بإدارة السياسة النقدية والسيولة والائتمان من خلال أسعار الفائدة ونسبة الاحتياطي الإلزامي، ونسب القروض إلى الودائع، وغيرها من تدابير السلامة الاحترازية.

ويلاحظ انخفاض معدل انتقال أسعار الفائدة الأساسية إلى أسعار الفائدة على معاملات التجزئة، الأمر الذي ربما يعكس ضحالة أسواق المال في دول مجلس التعاون والقواعد التنظيمية للقطاع المصرفي. ومن شأن الجهود المستمرة الرامية إلى تطوير الأسواق المالية المحلية أن ترفع معدل انتقال أسعار الفائدة وتعمل على تقوية ألبا انتقال السياسة النقدية.

^{١٢} تبدأ البيانات الخاصة بكل من عُمان والإمارات في ١٩٨١؛ والخاصة بقطر في ١٩٨٣.

^{١٣} ومع ذلك، تشير النتائج إلى "لغز أسعار" في الانحدار الذاتي للمتجهات مماثل لذلك الموصوف في البداية في دراسة Sims (1992) للولايات المتحدة وغيرها من الاقتصادات المتقدمة: صدمات سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية تتبعها زيادة في التضخم في الولايات المتحدة ومجلس التعاون. وإن كانت هذه الزيادة مؤقتة في مجلس التعاون (تأثير الانكماش النقدي على التضخم يصبح سالبا بعد ثلاث سنوات). وتشير هذه النتيجة إلى أن الصدمات النقدية غير محددة بشكل كامل، وأن هناك بعض التأثير الداخلي المنشأ المتبقي في صدمة أسعار الفائدة. والحل المقترح في الدراسات الاقتصادية - بإضافة أسعار السلع أو أسعار الواردات - لم يحسم المسألة بشكل كامل.

المراجع

- Bondt, Gabe de, 2002, "Retail Bank Interest Rate Pass-through: New Evidence at the Euro Level," ECB Working Paper No. 136, April (Frankfurt am Main: European Central Bank).
- Bondt, Gabe de, B. Mojon and N. Valla, 2003, "Term Structure and the Sluggishness of Retail Bank Rates in Euro Area Countries," ECB Working Paper, April (Frankfurt am Main: European Central Bank).
- Bova, E., and A. Senhadji, 2009, "Interest Rate Spread in the GCC: the Role of Monetary Policy Intervention," mimeo.
- Chinn, M. and G. Meredith, 2004, "Monetary Policy and Long Horizon Uncovered Interest Parity," IMF Staff Papers 51(3): 409–430 (Washington: International Monetary Fund).
- Espinoza, R., A. Prasad, and O. Williams, 2010, "Regional Financial Integration in the GCC," IMF Working Paper WP10/90 (Washington: International Monetary Fund).
- Espinoza, R., and A. Prasad, 2011, "Monetary Transmission Mechanism in the GCC Countries," forthcoming.
- Love, I., and L. Zicchino, 2006, "Financial Development and Dynamic Investment Behavior: Evidence from Panel VAR," *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 46(2), pp. 190–210, May.
- Mizen, P. and B. Hofmann, 2002, "Base Rate Pass-through: Evidence from Banks' and Building Societies' Retail Rates," Bank of England Working Paper No. 170 (London).
- Sellon Jr., G., 2002, "The Changing U.S. Financial System: Some Implications for Monetary Transmission Mechanism," *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, First Quarter.
- Sims, C., 1992, "Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy," *European Economic Review*, Vol. 36(5), pp. 975–1000, June.

مبادلات مخاطر الائتمان وتبعية العُسر المالي في مجلس التعاون الخليجي^١

أصبحت مبادلات مخاطر الائتمان أداة رئيسية لتحليل المخاطر المالية. ويتم في هذا الفصل دراسة فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية في دول مجلس التعاون الخليجي وبلدان الشرق الأوسط الأخرى واستخلاص مقياس لمخاطر العدوى. وثمة قيود في البيانات ناشئة في جزء منها عن انخفاض مستوى التداول في أدوات مبادلات مخاطر الائتمان في الشرق الأوسط، وفي حالة السعودية غياب أداة مرجعية أساسية. ويشير التحليل إلى عدوى محدودة من إعادة هيكلة ديون شركة "دبي العالمية" وانتفاضات الربيع العربي، وإلى تأثير أكبر كثيرا من تزايد العزوف العالمي عن المخاطر خلال الأزمة المالية العالمية.

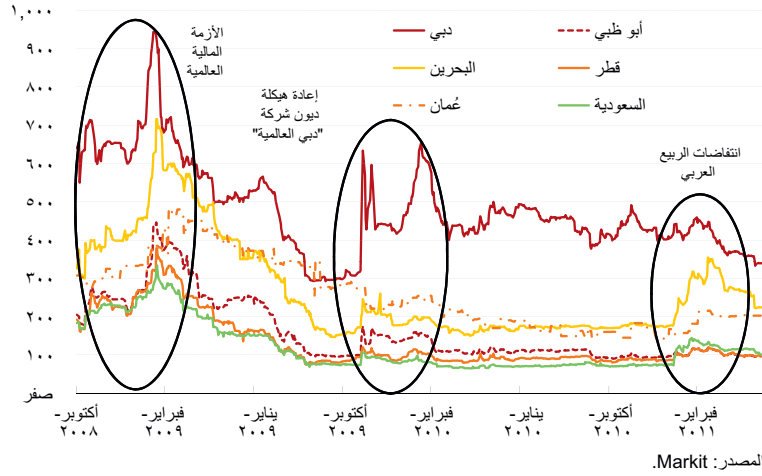
مقدمة

في السنوات الثلاث الماضية، أظهرت فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية في مجلس التعاون الخليجي قدرا كبيرا من التقلبات فضلا عن درجة كبيرة من التزامن مقارنة بنظيراتها في اقتصادات الشرق الأوسط الأخرى (الشكل البياني ١-٥ و ٢-٥). وبصفة خاصة، زادت فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية في معظم البلدان زيادة هائلة عقب انهيار بنك "ليمان برانرز" وظلت عند مستويات مرتفعة تاريخيا خلال معظم عام ٢٠٠٩، وذلك قبل معاودتها الانخفاض. وفي مجلس التعاون الخليجي، كان هناك ارتفاع آخر في نهاية عام ٢٠٠٩ عندما أعلنت إمارة دبي إعادة هيكلة ديون شركة "دبي العالمية". وفي الآونة الأخيرة في عام ٢٠١١ (خلال الربيع العربي)، بدأت فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية مرة أخرى في التحرك بصورة تبادلية.

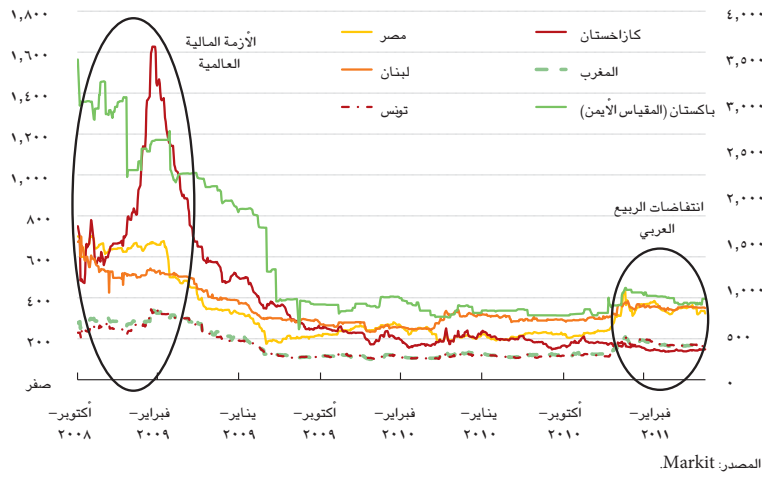
ويمكن تفسير هذه الحركة المشتركة لفروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية في مجلس التعاون الخليجي بالروابط الوثيقة بين البلدان. وهو ما يعني أن زيادة العُسر المالي في أحد البلدان يمكن أن يقترن بزيادة في مستوى العُسر المالي في البلدان الأخرى في المنطقة، وهو ما يرجع إلى وجود أثر العدوى. وهناك عدة أسباب محتملة وراء هذه التبعية المتبادلة في العُسر المالي بين

^١ أعد هذا الفصل آرثر ريبيرو دا سيلفا.

الشكل البياني ٥-١ مجلس التعاون الخليجي: أسعار مبادلات مخاطر الائتمان، ٢٠٠٨-٢٠١١
(نقاط أساس)



الشكل البياني ٥-٢ اسعار مبادلات مخاطر الائتمان في غير مجلس التعاون الخليجي، ٢٠٠٨-٢٠١١
(نقاط أساس)



الحكومات السيادية. على سبيل المثال، تلعب علاقات التجارة دورا مهما. وتمثل روابط التدفقات الرأسمالية احتمالية أخرى، خاصة في ضوء الاستثمارات التي ضختها دول مجلس التعاون الخليجي في باقي المنطقة فضلا عن تحويلات العاملين المغتربين في دول مجلس التعاون الخليجي. وكان للأزمة المالية العالمية، وبدرجة كبيرة إعادة هيكلة ديون شركة "دبي العالمية" وتوقف مجموعتي "السعد" و"القصيبي" عن السداد،^٢ تأثير كبير على القطاع المصرفي. فضلا عن ذلك، بدأت الأنشطة العابرة للحدود للمؤسسات المالية في التزايد مع الاتجاه لتحقيق الاندماج بين الأسواق المالية والرأسمالية في المنطقة، مما أدى إلى توليد قنوات محتملة لانتقال العدوى. وأخيرا، وكما أظهرت

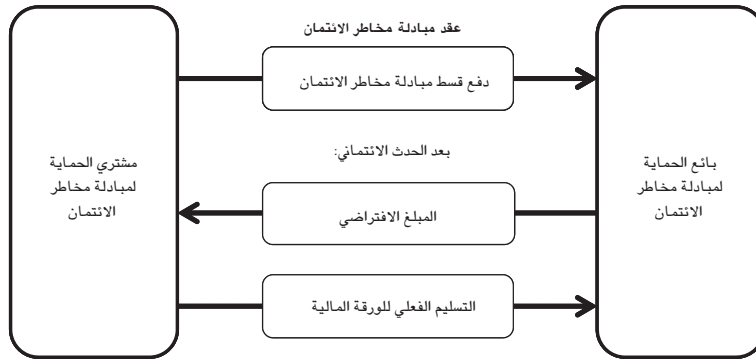
^٢ للاطلاع على خلفية حول توقف مجموعتي "السعد" و"القصيبي" عن السداد، راجع (Economist 2009, 2010).

انتفاضات الربيع العربي، هناك أيضا روابط ثقافية وسياسية يمكن أن تؤثر تأثيرا ملموسا على مستوى العُسر المالي لهذه البلدان.

تطور سوق مبادلات مخاطر الائتمان وفروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان

في الواقع، تمثل مبادلات مخاطر الائتمان أبسط أنواع مشتقات الائتمان. وتمثل مبادلات مخاطر الائتمان نوعا من التأمين الذي يحمي المقرض في حالة التوقف عن سداد القرض. فعندما يشتري المقرض أحد عقود مبادلات مخاطر الائتمان من بائع للحماية، يصبح القرض أصلا يمكن مبادلته بمقابل نقدي في حالة التوقف عن سداد القرض. والفرق بين بوليصة التأمين التقليدية ومبادلة مخاطر الائتمان هو أنه بإمكان أي شخص شراء الأخيرة، حتى هؤلاء الذين ليس لديهم مصلحة مباشرة في أن يُسدّد القرض. فضلا عن ذلك، تمثل مبادلة مخاطر الائتمان عقدا يقوم مشتري المبادلة في إطاره بأداء سلسلة من المدفوعات ("رسم" أو "فرق عائد" مبادلة مخاطر الائتمان) لبائع الحماية، وفي مقابل ذلك يتلقى مبلغا من المال في حال تعثر القرض أو الأداة الائتمانية المذكورة في العقد (والتي غالبا ما تكون سندا أو قرضا)، الأمر الذي ينشأ عند حدث ائتماني (الشكل البياني ٣-٥).

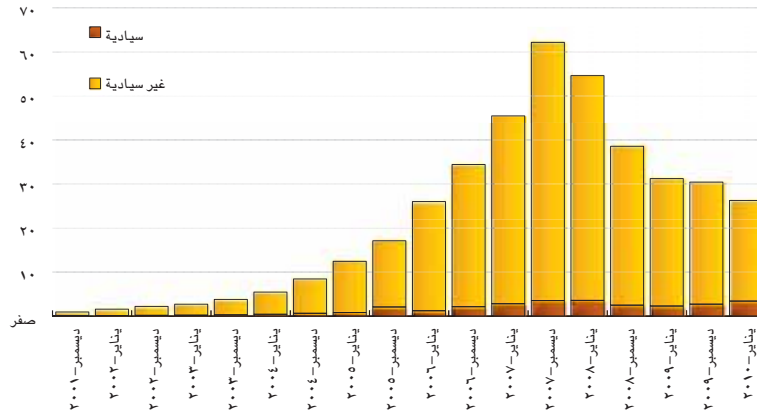
الشكل البياني ٣-٥



ومبادلات مخاطر الائتمان موجودة منذ أوائل التسعينات من القرن العشرين، وزاد استخدامها بعد ٢٠٠٣. وفي نهاية ٢٠٠٧، بلغ رصيد عقود مبادلات مخاطر الائتمان القائمة ٦٢,٢ تريليون دولار، وانخفض إلى ٣٨,٦ تريليون بنهاية ٢٠٠٨ (ISDA, 2010). وتشير أحدث البيانات المتاحة ليونيو ٢٠١٠ إلى أن القيمة الافتراضية لعقود مبادلات مخاطر الائتمان القائمة تبلغ ٢٦,٣ تريليون دولار، غير أنه من الناحية النظرية قد يكون المبلغ الافتراضي القائم لمبادلات مخاطر الائتمان أكبر من مجموع ديون الكيان المرجعي (الشكل البياني ٣-٥).

ويتم توثيق معظم مبادلات مخاطر الائتمان باستخدام استمارات معيارية تنشرها الجمعية الدولية للمبادلات والمشتقات، وإن كان بعضها مصمما لاستيفاء احتياجات معينة. وثمة أشكال مختلفة من مبادلات مخاطر الائتمان. فبجانب المبادلات الأساسية القائمة على سند واحد، هناك مبادلات قائمة على سلة من السندات، ومبادلات الائتمان المرتبطة بمؤشر، ومبادلات مخاطر الائتمان الممولة (يسمى أيضا السند المرتبط بالائتمان)، فضلا عن مبادلات مخاطر الائتمان القائمة على القروض فقط. وإلى

الشكل البياني ٥-٤ القيمة الافتراضية العالمية لعقود مبادلات مخاطر الائتمان القائمة، ٢٠١٠-٢٠٠١ (تريليون دولار)



المصدر: الجمعية الدولية للمبادلات والمشتقات؛ وبنك التسويات الدولية.

جانب الشركات أو الحكومات، يمكن للكيان المرجعي أن يتضمن مؤسسة أنشئت لغرض خاص تقوم بإصدار أوراق مالية مضمونة بأصول (Mengle, 2007). ولا يتم تداول مبادلات مخاطر الائتمان في البورصة وليس هناك حاجة لإبلاغ هيئة حكومية بالمعاملات. وخلال الأزمة المالية في الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٠ أصبح نقص الشفافية شاغلا لدى الجهات التنظيمية، وكذلك السوق التي يبلغ حجمها تريليون دولار، والتي يمكن أن تشكل خطرا نظميا على الاقتصاد (Kiff and others, 2009؛ Sirri و Sirri, 2008). وفي مارس ٢٠١٠، أعلن مستودع معلومات التجارة لشركة الحفظ والتسوية (DTCC) أنه سوف يقوم طوعيا بمنح الجهات التنظيمية قدرا أكبر من النفاذ لقاعدة بياناته الخاصة بمبادلات مخاطر الائتمان (DTCC, 2010).

ويبدأ تفعيل التسوية لأحد عقود مبادلة مخاطر ائتمان بواسطة "حدث ائتماني". وقد يكون الحدث الائتماني المرتبط بمبادلة مخاطر الائتمان توقف الكيان المرجعي عن السداد أو عجزه عن سداد ما عليه من التزامات (مثل قسيمة سند ما) أو أي حدث آخر مذكور تحديدا في العقد. وفي المقابل، يقوم مشتري الحماية بدفع قسط، يساوي نسبة سنوية من القيمة الافتراضية للأداة الأساسية، لبائع الحماية. وهذا القسط، والذي غالبا ما يُحدد بنقاط الأساس، يسمى فرق العائد على مبادلة مخاطر الائتمان. ويتم دفع فرق العائد هذا دوريا (سنويا في العادة) إلى أن يحل أجل استحقاق العقد أو في حالة توقف الكيان المرجعي عن السداد، عندها يقوم بائع الحماية بدفع القيمة الاسمية للأداة المرجعية لمشتري الحماية مطروحا منها قيمتها السوقية بعد التوقف عن السداد، وتتم التسوية فعليا أو من خلال تسوية نقدية. وتستلزم التسوية الفعلية عملية مبادلة يقوم في إطارها مشتري الحماية بتسليم الأداة المرجعية إلى بائع الحماية مقابل دفع قيمتها الاسمية. وفي إطار التسوية النقدية يدفع بائع الحماية لمشتري الحماية الفرق بين القيمة الاسمية للأداة المرجعية وقيمتها السوقية بعد الحدث الائتماني.

ويتضمن المشاركون في الأسواق طائفة واسعة من المؤسسات المالية فضلا عن مستثمرين آخرين. وبما أن مبادلة مخاطر الائتمان تمثل تحوطا ضد مخاطر التوقف عن السداد، ومن ثم توفر تخفيفا

للأعباء الرأسمالية وتؤمن مشتري الحماية ضد مخاطر خسائر الائتمان، فإن البنوك التجارية والمقرضين الآخرين هم بطبيعة الحال المشترون لهذه المبادلات، في حين أن البائعين المعتادين للحماية هم المتعاملون ذوو التصنيف الائتماني المرتفع وشركات التأمين والضامنون الماليون، على الأقل قبل الأزمة المالية. غير أنه خلافا لعقود التأمين لا تستلزم مبادلات مخاطر الائتمان أن يحتفظ بائع الحماية بالأداة الأساسية^٣. وعليه، يمكن لمشتري الحماية شراء مبادلة مخاطر ائتمان لأجل الحصول على انكشاف مخلق إزاء كيان مرجعي^٤، وبالمقارنة بامتلاك الأداة الأساسية (أو حتى شرائها على المكشوف)، فإن استراتيجية مبادلات مخاطر الائتمان تؤدي إلى الانكشاف نفسه، ولكنها تستلزم قدرا ضئيلا من رأس المال الأولي، والذي يكون مساويا للضمان أو الهامش المودع لدى بائع الحماية. وبصفة خاصة في الحالات التي يصعب فيها شراء الأداة الأساسية على المكشوف (بسبب نقص السيولة)، تعمل مبادلة مخاطر الائتمان على تيسير المراكز المكشوفة المضاربة التي تستفيد من التدهور في الجدارة الائتمانية لكيان مرجعي.

فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية في مجلس التعاون الخليجي

تختلف فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية اختلافا كبيرا عن فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان الخاصة بالشركات، الأمر الذي يرجع في جزء منه إلى ندرة مسوغات الإقراض الأساسية. وتؤدي هذه الندرة إلى صعوبة تحديد القدر الذي يمكن للمستثمرين استرداده في حالة الإفلاس - وهو أحد المحددات الرئيسية لتسعير مبادلات مخاطر الائتمان. وتتمثل الأحداث الائتمانية المعتادة لمبادلات مخاطر الائتمان السيادية في كل من: (١) التعجيل بتنفيذ التزامات الديون، (٢) العجز عن الدفع، (٣) إعادة الهيكلة، (٤) تأجيل سداد الدين/الامتناع عن سداد الدين. وخلافا لعقود مبادلات مخاطر الائتمان للشركات، لا يمثل الإفلاس حدثا ائتمانيا لعقود مبادلات مخاطر الائتمان السيادية، نظرا لعدم وجود محكمة مختصة بالإفلاس السيادي تباشر إجراءات هذا النوع من الإفلاس. فضلا عن ذلك، فإن الشركات عادة ما تكون لديها فترات سماح لسداد الديون قبل إعلان الحدث الائتماني في حين أنه لا توجد مثل هذه الفترات في حالة الحكومات.

وعلى الرغم من زيادة السيولة، لا تزال هناك أوجه تفاوت بين التصنيفات الائتمانية الضمنية في الأسواق وتصنيفات التوقف عن السداد الفعلية لمبادلات مخاطر الائتمان السيادية مقارنة بالسوق الخاصة بالشركات^٥. ويمكن أن يكون لهذا الفرق آثار كبيرة في مجال السياسات، حيث يمكن لفروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان أن تؤثر على التصنيفات الائتمانية للحكومات السيادية في ظل ظروف نقص السيولة في الأسواق.

^٣ قبل الأزمة المالية مباشرة، لجأت البنوك إلى تخليص ميزانياتها العمومية من القروض العقارية (لأجل مزيد من الرفع المالي مع استيفاء متطلبات اتفاقية بازل الثانية في الوقت ذاته) من خلال شراء مبادلات مخاطر الائتمان وبيع الأصل الأساسي (القروض العقارية) للشركات المنشأة لأغراض خاصة (GFSR, April 2008).

^٤ تم تضخيم خطر توقف الأطراف المقابلة عن السداد خلال الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨، خاصة لأن بنك ليمان براذرز ومجموعة AIG الأمريكية كانا أطرافا مقابلة في عدد كبير من معاملات مبادلات مخاطر الائتمان. وهذا مثال على الخطر النظمي، وهو الخطر الذي يهدد سوقا بأكملها، ووفقا لآراء عدد من المعلقين أدى حجم سوق مبادلات مخاطر الائتمان وتنظيمها إلى زيادة هذا الخطر.

^٥ European Central Bank (2009).

وتمثل مبادلات مخاطر الائتمان السيادية في السعودية أداة استثنائية نظرا لأن السعودية ليس لديها دين سيادي خارجي في الوقت الحالي. ورغم غياب أداة مرجعية أساسية، لا تزال هناك سوق لعقود مبادلات مخاطر الائتمان السعودية. والدافع وراء ذلك هو إمكانية أن تصدر السعودية سندا في المستقبل، وفي هذه الحالة سوف ينطبق عقد مبادلة مخاطر الائتمان على هذا السند. ثانيا، قد تضطر السعودية إلى القيام بالضمان المباشر للدين في المستقبل، من كيان شبه سيادي، وفي هذه الحالة سوف يُغطى ذلك بعقد مبادلة مخاطر الائتمان. وأخيرا، قد يكون ذلك مجرد محاولة من مشتري الحماية لمبادلات مخاطر الائتمان السعودية للتحوط أو المضاربة على الخطر الائتماني في السعودية وفي المنطقة بصفة عامة.

تقييم تبعية العُسر المالي بين الحكومات السيادية في مجلس التعاون الخليجي^٦

المنهجية

يمكن من واقع بيانات مبادلات مخاطر الائتمان استخلاص ديناميكية تبعية العُسر المالي بين مختلف الحكومات السيادية - احتمالية العُسر المالي في أحد البلدان في ظل توقف بلد آخر عن السداد. وتستند المنهجية إلى التقدير العملي للروابط بين مختلف البلدان باستخدام فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية كمدخلات.

ويمكن الحصول على احتمالية توقف البلد A عن سداد الدين السيادي في ضوء توقف البلد B عن السداد — $P(A/B)$ — في ثلاث خطوات:

- يتم اشتقاق الاحتمالات الحدية للتوقف عن السداد في البلدين A و B . $P(A)$. $P(B)$. على الترتيب، من فرادى فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان لهذين البلدين.
- يتم الحصول على الاحتمالية المشتركة لتوقف A و B عن السداد، $P(A,B)$ ، باستخدام منهجية تحقيق الأمثلية في كثافة التوزيع متعدد المتغيرات للمعلومات المتسقة (CIMDO) المستحدثة في دراسة Segoviano (2006). وهذه منهجية لاعلمية تستند إلى منهج الإنتروبيا المتقاطع في دراسة Kullback (1959)، والذي يقدر الاحتمالية المشتركة للتوقف عن السداد دون فرض صورة توزيعية (محددة سلفا) ولكنه مقيد في ذات الوقت بغرض تنظيم البيانات. أي أن فرادى احتمالات التوقف عن السداد التي يتم الحصول عليها من دمج الاحتمالية المشتركة للتوقف عن السداد باستخدام منهجية "CIMDO" يجب أن تطابق الاحتمالات المشاهدة للتوقف عن السداد (المستخلصة من فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان).
- وأخيرا، يتم الحصول على الاحتمالية المشروطة للتوقف عن السداد $P(A/B)$ باستخدام قانون بايز (Bayes): $P(A/B) = P(A,B) / P(B)$ والشيء نفسه بالنسبة إلى $P(B/A)$.

^٦ استنادا إلى دراسة (Caceres et al. (2010).

مُعامل التدايعيات

يتم إنشاء مُعامل التدايعيات، وهو مقياس لعلاقة التبعية في العُسر المالي، لرصد احتمالية حدوث العُسر المالي في بلد ما من جراء العُسر المالي في بلدان أخرى. ويقوم مُعامل التدايعيات بالتقدير الكمي لدور العدوى في الخطر الأساسي للتوقف عن السداد في بلد ما.

ولكل بلد A_i ، يتم حساب مُعامل التدايعيات باستخدام المعادلة:

$$SC(A_i) = \sum P(A_i / A_j) \cdot P(A_j) \quad \text{for all } j \neq i$$

وهي المجموع المرجح لاحتمالية إصابة البلد A_i بالعُسر المالي، في ضوء العُسر المالي في كل بلد من بلدان العينة. ويرجّح هذا المقياس لتبعية العُسر المالي بمدى احتمالية توقف كل بلد من تلك البلدان عن السداد.

وأخيراً، يتم تحديد البلدان التي تمثل المصدر الأكبر للعدوى للبلدان الأخرى في العينة. ويتم ذلك بحساب مساهمة كل بلد في تغيرات مقياس مُعامل التدايعيات لكافة البلدان الأخرى في العينة خلال فترة محددة.

البيانات

وتتألف البيانات المستخدمة من فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية لاثني عشر بلداً في الشرق الأوسط، يتم الحصول عليها من مؤسسة ماركيت للبيانات المالية "Markit" للفترة من ٣١ أكتوبر ٢٠٠٨ حتى ٣١ مايو ٢٠١١.^٧ ويستبعد الكويت من دول مجلس التعاون الخليجي لأنه ليس لديه عقود مبادلات مخاطر الائتمان يتم تداولها في السوق، في حين يتم إدراج فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان لكل من دبي وأبو ظبي. ومن الحكومات السيادية الشرق أوسطية الأخرى التي يتم استبعادها الأردن والجزائر، نظراً لأن بيانات مبادلات مخاطر الائتمان لهذين البلدين تفتقر للتنوع والتوافر على النحو الكافي. ويتعين الإشارة إلى إدراج كل من البحرين ومصر وعمان وتونس، وهي كلها بلدان شهدت درجات مختلفة من الاضطرابات الاجتماعية والسياسية خلال النصف الأول من عام ٢٠١١.^٨

النتائج

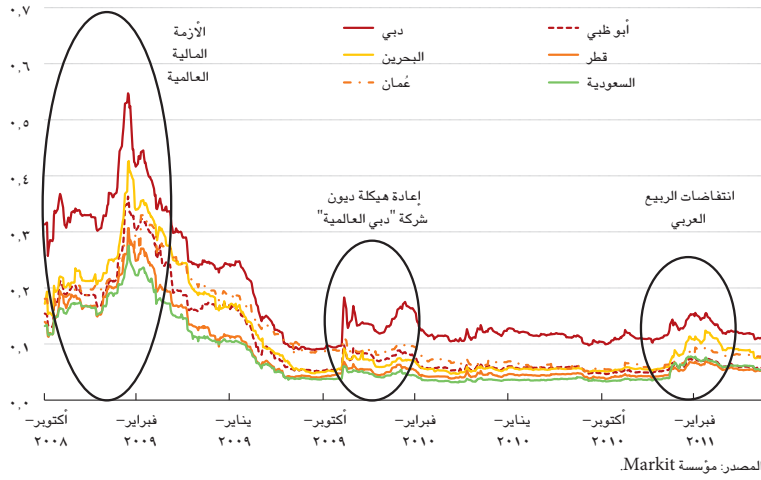
على الرغم من أن فترة الأزمة المالية العالمية اتسمت بدرجة مرتفعة من العُسر المالي في المنطقة، فإن الأحداث منذ ذلك الحين لم تولد تحركات كبيرة في الخطر المطلق (الشكل البياني ٥). ويوضح تطور مُعامل التدايعيات للبلدان الشرق أوسطية الاثنتي عشرة زيادة حادة في المخاطر في كافة البلدان، مع استمرار المخاطر عند مستويات مرتفعة لفترة طويلة. وقد أدت الأحداث التي وقعت منذ

^٧ <http://www.markit.com/en/>

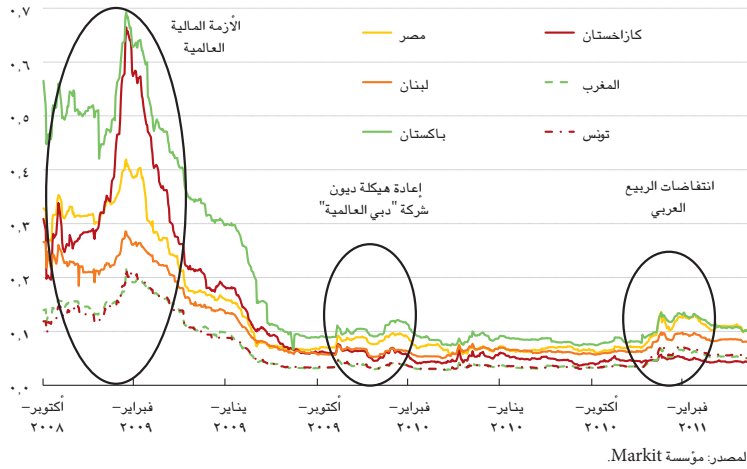
^٨ الملحق ٥- باء يناقش مصادر المعلومات لبيانات مبادلات مخاطر الائتمان.

الشكل البياني ٥-٥: معاملات التداعيات، ٢٠٠٨-٢٠١١

دول مجلس التعاون الخليجي



غير دول مجلس التعاون الخليجي

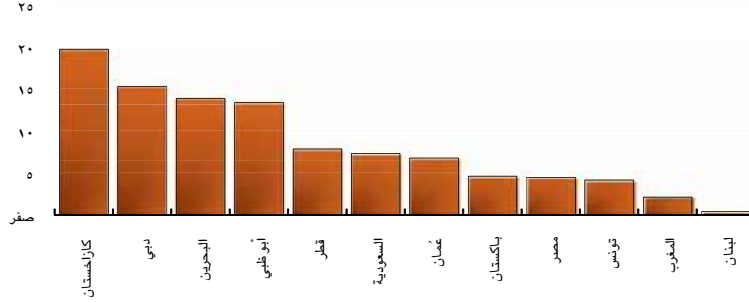


ذلك الحين - بما في ذلك إعادة هيكلة ديون شركة "دبي العالمية" وانتفاضات الربيع العربي - إلى زيادات في المخاطر في البلدان المتأثرة بصورة مباشرة. وقد انتشرت آثار هذه المخاطر في صورة تزايد تصورات المخاطر للبلدان الأخرى في المنطقة، ولكن المقادير المطلقة اتسمت بأنها أقل كثيراً من وقت الأزمة المالية العالمية.

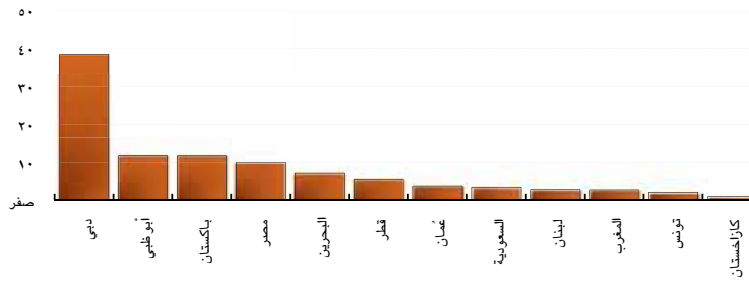
على الرغم من أن فترة الأزمة المالية العالمية اتسمت بدرجة مرتفعة من العُسر المالي في المنطقة، فإن الأحداث منذ ذلك الحين لم تولد تحركات كبيرة في الخطر المطلق (الشكل البياني ٥). ويوضح تطور مُعامل التداعيات للبلدان الشرق أوسطية الاثنيتي عشرة زيادة حادة في المخاطر في كافة البلدان، مع استمرار المخاطر عند مستويات مرتفعة لفترة طويلة. وقد أدت الأحداث التي وقعت منذ ذلك الحين - بما في ذلك إعادة هيكلة ديون شركة "دبي العالمية" وانتفاضات الربيع العربي - إلى زيادات في المخاطر في البلدان المتأثرة بصورة مباشرة. وقد انتشرت آثار هذه المخاطر في صورة

الشكل البياني ٥-٦: المساهمة في تغيرات معامل التداعيات، ٢٠٠٨-٢٠١١

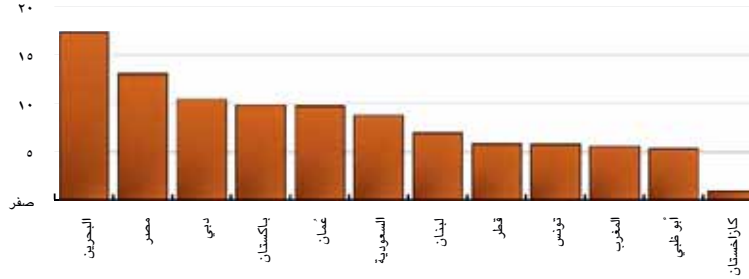
الأزمة المالية العالمية: ٣١ أكتوبر ٢٠٠٨ - ١٦ فبراير ٢٠٠٩
(بالنسبة المئوية %)



إعادة هيكلة ديون شركة "دبي العالمية" ٢ نوفمبر ٢٠٠٩ - ١٥ فبراير ٢٠١٠
(بالنسبة المئوية %)



انتفاضات الربيع: ١١ يناير ٢٠١١ - ١٥ مارس ٢٠١١
(بالنسبة المئوية %)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

تزايد تصورات المخاطر للبلدان الأخرى في المنطقة، ولكن المقادير المطلقة اتسمت بأنها أقل كثيراً من وقت الأزمة المالية العالمية.

- الدور الذي تؤديه فرادى البلدان في توليد المخاطر للبلدان الأخرى في العينة يوفر رؤى متبصرة حول أوجه الارتباط واحتمالية انتقال العدوى، ولكن ليس بالضرورة العلاقة السببية. ويمكن قراءة النسبة المئوية للمساهمة في تغييرات مُعاملِ تداعيات كل بلد على حدة في صفوف الجداول في الملحق ٥-ألف. ويوضح الصف الأخير في كل جدول متوسط المساهمة المرجحة في تغييرات مُعاملِ التداعيات من كل بلد من البلدان الواردة في العمود. ويمثل ذلك مؤشراً بديلاً لمصدر العدوى القائمة على الأسواق للبلدان الأخرى في العينة الإقليمية، والناجمة عن كل من تلك البلدان خلال فترة محددة. وتشير النتائج للفترات الثلاث المحددة التي تمت دراستها (الشكل البياني ٥-٦) إلى ما يلي:
- خلال فترة اندلاع الأزمة المالية العالمية على المستوى النُظمي، من نهاية ٢٠٠٨ إلى أوائل ٢٠٠٩، كان من الواضح أن القوة المحركة - كما هو مبين في دراسات مماثلة حول آسيا وأوروبا (Caceres and Unsal, 2011) - هي العزوف عن المخاطر على المستوى العالمي كما تبين في كل من أبو ظبي والبحرين ودبي وكازاخستان.
- وبعد الإعلان عن إعادة هيكلة ديون شركة "دبي العالمية" في نوفمبر ٢٠٠٩، كانت إمارة دبي بلا شك هي المصدر الرئيسي للعدوى في المنطقة، وشكلت وحدها نحو ٤٠٪ من الزيادة في المخاطر، ومع أبو ظبي شكلتا معاً ما يزيد على ٥٠٪.
- وبالنسبة لفترة انتفاضات الربيع العربي (الجدول ٣)، تُحدد البحرين على أنها المصدر الرئيسي لخطر العدوى لمعظم البلدان، يليها مصر، وإن كان هذا الترتيب يعكس في جزء منه فترة العينة المستخدمة تحديداً. وتشير النتائج إلى أن تونس لم تساهم مساهمة كبيرة في المخاطر في البلدان الأخرى.

الملحق ٥-ألف: تبعية العُسر المالي ١٪

الجداول الملحق ٥-ألف-١ المساهمات في تبعية العُسر المالي ٪

أكتوبر ٢٠٠٨ - فبراير ٢٠٠٩	دبي	أبو ظبي	البحرين	قطر	عمان	السعودية	مصر	كازاخستان	لبنان	المغرب	باكستان	تونس	المجموع
١٥,٧	١٤,٦	٨,٢	٧,٨	٧,٦	٦,٩	٧,٦	٦,٩	٢١,١	٢,٧	٣,٠	٧,٨	٤,٦	١٠٠,٠
١١٧,٦	١١,٦	٧,٨	٨,٣	٧,٦	٧,٦	٧,٦	٨,٥	١٥,٥	٤,٣	٣,٤	١١,٩	٤,٢	١٠٠,٠
١٥,٨	١١,٣	٧,٦	٧,٦	٧,٦	٧,٦	٧,٦	٧,٥	١٧,٧	٤,٣	٣,٧	١٢,٥	٨,٤	١٠٠,٠
١٤,٨	١٢,٥	١٢,٦	١٢,٦	١٢,٦	١٢,٦	١٢,٦	١٢,٦	١٧,٢	٣,٠	٣,٢	٧,٥	٤,٦	١٠٠,٠
١٦,٢	١٤,٥	٩,٨	٨,٦	٨,٥	٨,٥	٨,٥	٥,٧	١٨,٨	١,٤	٢,٥	٣,٠	٤,٣	١٠٠,٠
١٤,٧	١٣,١	٩,٠	٨,٠	٨,٠	٨,٠	٨,٠	٧,٩	١٦,٥	٣,٢	٣,١	٧,٣	٥,٢	١٠٠,٠
٢١,٠	٢١,٢	٢١,٢	٢١,٢	٢١,٢	٢١,٢	٢١,٢	٢١,٢	٣١,٨	٨,٧-	١,٠-	٢٧,١-	٩,٤	١٠٠,٠
١٧,٠	١١,٢	١٣,١	٧,٧	٧,٤	٦,٩	٦,٩	٨,٤	٣١,٨	٤,٤	٣,٩	١٤,٧	٨,٥	١٠٠,٠
٨٧,٥	١٣٤,٥	١٣٤,٧	٣,٤	٢١,٤	٢١,٤	٢١,٤	٩١,٣-	١٧٦,١	٦,٣-	٣٢,٢-	١٧,١-	٦,٣	١٠٠,٠
١٩,٢	١٩,٠	٢١,٢	١١,١	٧,٧	١٠,١	١٠,١	٢-	٣٠,١	٦,٣-	٣,٠-	١٧,١-	٥,٥	١٠٠,٠
٢٣,٠	٣١,٥	٣٤,٣	٣٢,٣	١٢,٣	١١,٣	١١,٣	٢٦,٣-	١,٤٥	٣٩,٩-	٨,١-	٣,٦	٣,٢	١٠٠,٠
١٥,٠	١٢,٣	١٤,٣	٨,٣	٦,٨	٨,٨	٨,٨	٥,٢	٢١,٦	٣,٤	٧,٨	٣,٦	٤,٢	١٠٠,٠
١٥,٣	١٣,٤	١٣,٩	٧,٩	٦,٨	٧,٣	٧,٣	٤,٥	١٩,٧	١٤,٧	٢,١	٤,٦	٤,٢	١٠٠,٠

جدول الملحق ه-الف-١ المساهمات في تبعية العس المالي % (تابع)

توفمبر ٢٠٠٩ - فبراير ٢٠١١	دبي	أبو ظبي	البحرين	قطر	عمان	السعودية	مصر	كازاخستان	لبنان	المغرب	باكستان	تونس	المجموع
	١٢,٢	٩,٧	٨,٢	٦,٥	٩,٨	٤,٧	١٣,٨	٥,٦	٧,٢	٤,٣	٢١,٢	٤,٠	١٠٠,٠
	٣٢,٧			٧,٠	٨,٤	٣,٤	١١,١	٣,٣	٤,٧	٣,٦	١٢,٧	٣,٠	١٠٠,٠
	٣٨,٦			٦,٩	٣,٨	٤,٦	٩,٥	١,١	٣,١	٣,٦	١٣,٣	٢,٧	١٠٠,٠
	٣٣,٣			٨,٨	٥,٨	٥,٥	١١,٨	١,٩	٣,٠	٣,٦	٩,٦	٢,٨	١٠٠,٠
	٧٢,٨			٧,٠	٨,٤	١,٦	٩,٦	١٤,٥	٧,٥	٠,٥	١,٢	٢,٥	١٠٠,٠
	٣٧,٩			٩,٤	١,٧	٤,٦	١٢,٥	٠,٦	١,٩	٣,٠	٩,٠	٢,٥	١٠٠,٠
	٤٠,٨			٧,١	٣,٨	٤,٦	١٥	١,٥	٣,٥	٣,٥	١٣,٠	٢,٥	١٠٠,٠
	١٦٣,٧			٣٧,٧	٥٧,٠	٢,٣	١٤,٥	١٢,٦	٣٧,٣	٧,٧	١٦,٧	١٣,٤	١٠٠,٠
	١٤,٢			٧,٧	٩,٩	٢,٣	١١,٨	١,١	٩,٠	٩,٠	٦,٠	١,٧	١٠٠,٠
	٤٣,٠			٩,١	٧,٠	٣,٨	١٢,١	٢,٧	٩,٠	٢,٧	١٠,٩	٢,٣	١٠٠,٠
	٥٤,٣			٥,٨	٣,٠	٧,٢	١١,٣	١,٥	٥,١	٢,٧	٢,٢	٢,٢	١٠٠,٠
	٥١,٨			٩,٠	٥,٤	١,٦	١١,٠	٦,٠	٢,٣	٢,٩	١١,٣	٢,٢	١٠٠,٠
المجموع	٣٨,٥	١١,٨	٧,١	٥,٥	٢,٧	٣,٤	١٠,٠	٠,٩	٢,٧	٢,٧	١١,٧	٢,١	١٠٠,٠
يناير ٢٠١١ - مارس ٢٠١١													
	٦,٦	٢٢,٧	١٨,١	٦,٥	١٢,١	١١,٠	١٦,١	١,١	٦,٢	٥,٤	٩,٠	٥,٥	١٠٠,٠
	١٢,٣			٧,٣	١٢,٥	١٠,٢	١٣,٦	٠,٤	٦,٢	٥,٤	٨,٦	٥,٣	١٠٠,٠
	١٤,٧			٦,٥	١٠,٧	٨,٩	١٢,٨	٢,٨	٨,٩	٦,٨	١٤,٨	٦,٩	١٠٠,٠
	١١,١			١٧,٣	١١,٣	١١,٣	١٣,٨	١,٣	٦,٢	٥,٨	٧,٩	٥,٩	١٠٠,٠
	١٢,٩			٧,١	١٢,٥	٩,٧	١٤,٢	١,٩	٦,٧	٥,٦	١٠,٦	٥,٧	١٠٠,٠
	١٢,٩			١٧,٧	١٠,٦	١١,٠	١٤,٤	٢,٥	٧,٦	٥,٧	٨,٨	٧,٢	١٠٠,٠
	١٢,٢			٦,٤	١١,٠	١١,٠	١٤,٤	١,٩	٦,٧	٦,٧	١٢,٩	٦,٢	١٠٠,٠
	١٢,٢			٦,٠	١١,٠	١١,٠	١٤,٤	١,٩	٦,١	٦,١	١٢,٩	٥,١	١٠٠,٠
	١٠,٢			٧,٠	١٦,٧	١٦,٧	٢١,٦	٣,٠	٢,٩	٦,١	١٢,٦	٧,٧	١٠٠,٠
	٩,٠			٤,٨	٩,١	٩,١	١٥,٨	٣,٠	٦,٩	٦,٩	١٢,٦	٧,٧	١٠٠,٠
	٩,٦			٥,٢	٩,٤	٩,٤	١٤,٦	١,٢	٨,٥	٦,١	١٢,٦	٧,٤	١٠٠,٠
	٩,٥			٤,٨	٨,٠	٨,٠	١٤,٦	١,٢	٩,٢	٦,١	١٠,٤	٧,٤	١٠٠,٠
	٩,٤			٤,٩	٩,١	٩,١	١٣,٥	٩,٠	٩,١	٧,١	١١,٧	٧,٢	١٠٠,٠
المجموع	١٠,٥	١٧,٤	٥,٣	٥,٨	٩,٨	٨,٨	١٣,١	١,٠	٧,٠	٥,٦	٩,٩	٥,٨	١٠٠,٠

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.
١ الأرقام بالخطين المائلين تشير إلى البلدان التي تساهم بأعلى نسبة مئوية لتبعية العس المالي.

الملحق ٥- باء: مصادر البيانات

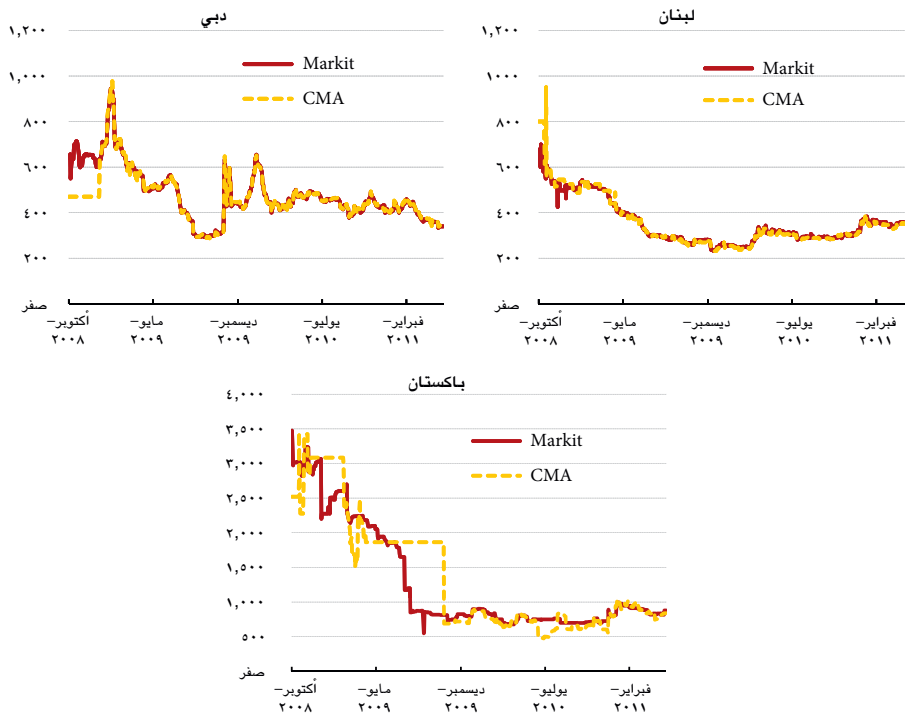
مبادلات مخاطر الائتمان هي مشتقات مالية غير مدرجة في السوق الرسمية، بمعنى أنه لا يتم تداولها في البورصات. وسوق مبادلات مخاطر الائتمان هي سوق للتجار، وعليه فإن الحصول على بيانات عن الأسعار ليس أمراً مباشراً. ويقوم عدد من الشركات حالياً بتوفير مثل هذه البيانات، مع اختلاف المنهجيات التي تطبقها. ومؤسسة "Markit" للبيانات المالية هي مصدر بيانات فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان المستخدمة في هذا التقرير، والمستخدم في حسابات مُعامل التداعيات. وتقوم مؤسسة ماركت بتجميع معلومات تقييم مبادلات مخاطر الائتمان بناءً على معلومات تقييم ما بعد التداول، والتي لا تعكس معلومات محددة عن التداول أو معاملات فعلية. وهناك بعض الشركات، مثل "CMA Datavision"، تنشر بيانات مبادلات مخاطر الائتمان استناداً إلى المعاملات وإلى الأسعار الآنية. ومع ذلك، فنظراً لانخفاض مستوى نشاط التداول بصفة عامة في عقود مبادلات مخاطر الائتمان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، يمكن أن تنشأ أسعار غريبة، بما في ذلك فترات من الارتفاعات السعرية إذا لم تحدث تداولات لعدة أيام. وبالنسبة للفترة المستخدمة في هذا التقرير، وهي

ارتباط بيانات مبادلات مخاطر الائتمان اليومية من Markit و CMA Datavision

دبي	٠,٩١
لبنان	٠,٩٧
باكستان	٠,٨٩

المصدر: مؤسسة Markit و CMA Datavision.

شكل الملحق ٥- باء- ١ فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان
(بنقاط الأساس)



المصدر: مؤسسة Markit و DataStream فيما يتعلق ببيانات CMA Datavision.

الممتدة من ٣١ أكتوبر ٢٠٠٨ حتى ٣١ مايو ٢٠١١، ترتبط البيانات اليومية من CMA و Markit Datavision بمقدار ١,٠ تقريباً، ولكن هناك بعض الاستثناءات، حيث تبدو اختلافات كبيرة أحياناً في دبي ولبنان وباكستان.

المراجع

- Anderson, R. W., 2010, "Credit Default Swaps: What Are the Benefits and Costs?" *Banque de France Financial Stability Review* No. 14.
- Caceres, C., V. Guzzo, and M. Segoviano, 2010, "Sovereign Spreads: Global Risk Aversion, Contagion or Fundamentals?" IMF Working Paper WP10/120 (Washington: International Monetary Fund).
- Caceres, C. and D. Filiz Unsal, 2011, "Sovereign Spreads and Contagion Risks in Asia," IMF Working Paper WP11/134 (Washington: International Monetary Fund).
- Cont, R. 2010. "Credit Default Swaps and Financial Stability," *Banque de France Financial Stability Review* No. 14.
- DTCC. "Media Statement: DTCC Policy for Releasing CDS Data to Global Regulators." Depository Trust & Clearing Corporation, March 23, 2010.
- Economist*, 2009, "Allegations of massive fraud in the Gulf: A \$10 billion Saudi fraud claim" July 17, 2009 <http://www.economist.com/node/14067167>.
- Economist*, 2010, "AHAB and Maan al-Sanea: Clash of the Saudi Titans" June 24, 2010 <http://www.economist.com/node/16436491>.
- European Central Bank, 2009, "Credit Default Swaps and Counterparty Risk," August 2009.
- International Monetary Fund, 2008, *Global Financial Stability Report*, April (Washington).
- International Swaps and Derivatives Association (ISDA) 2010. "Market Survey: Notional amounts outstanding at year-end, all surveyed contracts, 1987-present."
- Jensen, A. K. 2008. "Credit Default Swaps," *Monetary Review*, 3rd Quarter 2008, pp. 103–17.
- Kiff, J., J. Elliott, E. Kazarian, J. Scarlata, and C. Spackman, 2009, "Credit Derivatives: Systemic Risks and Policy Options". IMF Working Paper WP09/254 (Washington: International Monetary Fund).

- Kullback, J. 1959, *Information Theory and Statistics*, (New York: John Wiley).
- Meng, L. and O. A. Gwilym, 2005, “Credit Default Swap: Theory and Empirical Evidence,” *The Journal of Fixed Income*, March 2005, pp. 17–28.
- Mengle, David, 2007, “Credit Derivatives: An Overview” (PDF). *Economic Review* (Federal Reserve Bank of Atlanta) 92 (4).
- Segoviano, M., 2006, “Consistent Information Multivariate Density Optimizing Methodology,” FMG Discussion Paper No. 557 (London: Financial Markets Group, London School of Economics).
- Sirri, Erik, 2008, Testimony Concerning Credit Default Swaps Before the House Committee on Agriculture, Division of Trading and Markets, U.S. Securities and Exchange Commission. October 15, 2008.

الآثار الناتجة عن السياسة الاقتصادية: المملكة العربية السعودية في الاقتصاد العالمي^١

تتم محاكاة الآثار الناتجة عن قرارات المالية العامة السعودية وتباطؤ النشاط الاقتصادي في بلدان آسيا الصاعدة باستخدام النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل (GIMF) الذي أنشأه الصندوق، وذلك في صيغة معززة تغطي ثلاث مناطق. ويلاحظ انخفاض مُضاعفات المالية العامة السعودية نوعاً ما نظراً لكبر حجم التسرب من خلال الواردات، ولكن مكونات خطط الإنفاق المالي تشكل أهمية كبيرة - إذ أن التأثير الأكبر يأتي من الاستثمار العام والتحويلات إلى المستهلكين ذوي السيولة المحدودة. وتنتقل أكبر الآثار العابرة للحدود إلى آسيا من خلال قناة التجارة. وإذا تباطأ النشاط في آسيا الصاعدة، فسوف تنتقل تداعيات سلبية كبيرة إلى المملكة العربية السعودية على المدى القصير - ولا سيما من خلال تراجع الطلب على النفط - وإن كانت هذه التداعيات سوف تكون أقل حدة على المدى المتوسط إلى الطويل.

مقدمة

إن القرارات التي تُتخذ في المملكة العربية السعودية تؤثر في الاقتصاد العالمي وتتأثر به. وقد أبرزت الأزمة العالمية مدى الترابط الوثيق الذي يتميز به الاقتصاد العالمي والدور الحاسم للتداعيات التي تترتب على قرارات السياسة في بلد ما بالنسبة للبلدان الأخرى. وقد قامت المملكة العربية السعودية في ذروة الأزمة المالية العالمية بإجراء توسع مالي كبير لدعم الاقتصاد الوطني، مع إدراك الحاجة لدعم الطلب العالمي. وبالمثل، فإن تدابير الإنفاق من المالية العامة التي أعلنتها المملكة في أوائل ٢٠١١ سيكون لها أثر على اقتصادات المنطقة والعالم أيضاً، وإن كان الهدف منها معالجة القضايا المحلية. وتساهم سوق النفط في انتقال آثار مهمة أيضاً؛ فالسعودية تمثل حالياً ثاني أكبر منتج للنفط في العالم، وهي المنتج الوحيد الذي يتمتع بمستويات كبيرة من الطاقة الاحتياطية التي يمكن استخدامها لتحقيق الاستقرار في الأسواق. ولكن انتقال الآثار من سوق النفط يعمل في اتجاهين - إذ أن مستوى النمو العالمي ومكوناته يؤثران تأثيراً مهماً على الطلب على النفط، خاصة النمو في بلدان آسيا الصاعدة، وهو ما يكتسب أهمية متزايدة في تحديد تقلبات سوق النفط.

^١ أعدت هذا الفصل سامية ببيدس-ستروم. وتتقدم المؤلفة بالشكر لكل من ديرك موير، ودانييل لي، وهيسن كيم، ودونغ يو على ما قدموه من دعم فني.

ويمكن تحليل الآثار العابرة للحدود التي ورد ذكرها أنفا باستخدام النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل. ويضم هذا النموذج طبقات غنية من التجارة الإقليمية البينية، وسوقا للنفط، وطلبا كليا، مما يساعد على توضيح آلية انتقال التنشيط المالي والصدمات الخارجية بصورة كاملة. ويتضمن النموذج المستخدم تحديدا في هذا التقرير ثلاث مناطق - السعودية (SA)، وآسيا الصاعدة والصين (AS)، وبقيّة العالم (RW) - وقطاع نفطي منفصل (تم استخدام نموذج مشابه في تقرير IMF (2011) لإنشاء نموذج يصور سلوك سوق النفط على المدى الطويل).

وتم استخدام أشكال مختلفة من النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل لتحليل طائفة واسعة من قضايا السياسات في مختلف البلدان، ومنها الانعكاسات الاقتصادية الكلية لمختلف ردود الفعل التي أصدرتها المالية العامة إزاء طفرات أسعار النفط في أستراليا (Hunt, 2008) وشيلي (Kumhof and Laxton, 2009)؛ وفعالية إجراءات التنشيط المالي في تخفيف التباطؤ الاقتصادي العالمي في أستراليا (Hunt, 2009) وكوريا (Eskesen, 2009)؛ والسياسات الاقتصادية الكلية والهيكلية اللازمة لإعادة التوازن للطلب في آسيا (N'Diaye et al., 2010)؛ وتأثير ضبط أوضاع المالية العامة في الاقتصادات المتقدمة (IMF, 2010a)؛ والتقدير الكمي لما يلزم من تعديل في السياسات الاقتصادية الكلية بغية الاستعداد للمشاركة في الاتحاد النقدي الأوروبي (Tamirisa et al., 2007)؛ والسيناريوهات المختلفة لمجموعة العشرين من أجل تحقيق النمو العالمي المتوازن والقابل للاستمرار (IMF, 2010b).

ويتم تقييد التأثير المحلي لسياسة المالية العامة السعودية باستخدام مُضاعفات مالية منخفضة نسبيا، ولكن مكونات تدابير الإنفاق تشكل أهمية في هذا الخصوص. وكما ورد في الدراسات الأخرى، اتضح أن المضاعفات المالية السعودية منخفضة نوعا ما نتيجة لكبر حجم التسرب، الأمر الذي يعكس ارتفاع مكون الواردات في الإنفاق والارتفاع النسبي في الميل الحدي للادخار. وتبعا لمكونات الإنفاق، يمكن أن تتراوح المضاعفات قصيرة الأجل بين صفر و ١,٢ - فعندما يكون الإنفاق الرأسمالي هو المكون الأكبر في التوسع المالي، يعني استمرار دورة التنفيذ لمدة أطول أن زيادة إجمالي الناتج المحلي وارتفاع التضخم على المدى القصير سوف يكونان أقل حجما وأكثر تدرجا مقارنة بما إذا تم التنفيذ عن طريق التوسع في السلع والخدمات؛ كما أن التحويلات الموجهة للمجموعات التي تعاني نقصا في السيولة لها تأثير طويل الأمد على الناتج، في حين أن التحويلات غير الموجهة ليس لها تأثير.

وتختلف الديناميكية متوسطة الأجل للتوسع المالي عنها في معظم البلدان الأخرى. ففي معظم البلدان،^٢ تعني زيادة الاستهلاك الحكومي مستويات أقل من الادخار الحكومي، مما يستلزم قدرا أكبر من اقتراض القطاع العام وزيادة مدفوعات الفائدة، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى زيادات في الضرائب. غير أن مدفوعات الفائدة تظل دون تغيير في المملكة نظرا لعدم وجود أعباء ديون، أو عدم الحاجة إلى التمويل في هذه الآونة، مما يجعل الأثر الصافي هو إعادة توزيع الثروة لصالح مناطق أخرى بعيدا عن المملكة

^٢ راجع على سبيل المثال Leigh (2008) و IMF (2010a).

(في صورة مستويات أقل من صافي الأصول الأجنبية) مع انخفاض الاحتياطيات الدولية. لكن مراكز صافي الأصول الأجنبية تعود في الأجل الطويل إلى مستواها القياسي في الحالة المستقرة.

وتنشأ عن ضعف الطلب في آسيا آثار سالبة على السعودية في الأجل القصير، ولكن الآثار طويلة الأجل أكثر تبايناً. فإذا تباطأ الطلب في آسيا، بسبب انخفاض الإنتاجية في قطاع السلع التجارية على سبيل المثال، ينخفض الطلب على النفط ويتراجع الناتج السعودي، ويحدث تدهور في الميزان التجاري في البداية، مما يؤدي إلى إعادة توزيع صافي الأصول الأجنبية لصالح بقية العالم. ومع استقرار الطلب في الأجل الطويل وتضييق فجوة الميزان التجاري في السعودية وآسيا، يتجه الناتج والاستهلاك والاستثمار إلى الارتفاع في بقية العالم.

النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل (GIMF)

النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل هو نموذج توازن عام ديناميكي عشوائي يغطي عدة مناطق. ويجمع هذا النموذج بين العرض المحلي والطلب والتجارة وأسواق الأصول الدولية في هيكل نظري واحد، مما يسمح بظهور آليات الانتقال على نحو تام. وقد تبين أن سمات هذا النموذج مهمة لمحاكاة سلوك العالم الحقيقي، بما في ذلك آفاق التخطيط المحدودة للأسر المعيشية والشركات، والتعديل التدريجي للأسعار والأجور الاسمية حسب التغيرات غير المتوقعة، والروابط المالية الكلية في صورة معجل مالي. وتتألف نسخة النموذج المستخدمة في هذا التقرير من ثلاث مناطق اقتصادية - السعودية، وآسيا الصاعدة (شاملة الصين)، وبقية العالم. ويضاف قطاع النفط على غرار النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل المستخدم في تقرير (2011) IMF.

ويمكن تعديل الافتراضات السلوكية في النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل لتعكس إطار السياسة المعتمد في المملكة والمناطق الأخرى (الملحق ٦-ألف). وتمول الحكومات الإنفاق من خلال طائفة من الإيرادات الضريبية وغير الضريبية، كما تحتفظ بركائز اسمية. وتشترى الحكومات السلع النهائية للاستهلاك العام وصيانة البنية التحتية العامة، وكذلك لزيادة رصيد رأس المال من خلال زيادة البنية التحتية العامة، كما تقدم تحويلات للأسر. وتتم نمذجة الأسر في صورة أجيال متداخلة، تعيش حيوات محدودة وتستهلك سلعا، وتواجه أوجه جمود في الأجور. وتتم نمذجة السياسة النقدية على أساس قاعدة تيلور معززة، بحيث تسعى لتحقيق استقرار الناتج والتضخم بواسطة تعديل سعر الفائدة الاسمي. وفي حالة السعودية، تميل القاعدة تماما نحو تفضيل عدم تقلب سعر الصرف الاسمي لتعكس نظام سعر الصرف الثابت. ويفترض أن بقية العالم يتبع نظام استهداف معدل التضخم. ويتعدل التضخم في السعودية ليعكس حسب تحرك سعر الصرف الحقيقي (استنادا إلى سلوك الادخار-الاستثمار الأساسي) نسبة إلى سعر الصرف الاسمي الثابت. وتتضمن أوجه الجمود الاسمية هنا منحنيات فيليبس للتضخم التي تتسم بالجمود في كل قطاع من قطاعات الاقتصاد. ويكون صافي الأصول الأجنبية ثابتا في النموذج، وتعود كافة المناطق إلى حالتها المستقرة في الأجل الطويل (١٠٠ سنة).

ويتم إنشاء النموذج الأساسي باستخدام بيانات نهاية عام ٢٠٠٧ (الملحق ٦- بء). ويستخدم عام ٢٠٠٧ كأساس للحالة المستقرة في كافة عمليات المحاكاة في النموذج النقدي المالي المتكامل، حتى تتأثر البيانات بالتشوهات المؤقتة التي يمكن أن تتعرض لها البيانات بسبب الأزمة المالية والركود بدءاً من عام ٢٠٠٨.

التوسع المالي في السعودية

يتم إعداد سيناريو قياسي لتقدير مدى تأثير السيناريو الأساسي الذي يقوم عليه النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل بالتوسع المالي في المملكة العربية السعودية - على أن يتألف السيناريو من مجموعة تدابير دائمة ومؤقتة. أولاً، تتم على نحو منفصل دراسة تأثير زيادة نسبة الإنفاق إلى إجمالي الناتج المحلي بمقدار ١٪ لكل نوع من الإنفاق العام، من أجل تحديد المضاعفات المالية المرتبطة بكل نوع. ثانياً، تتم دراسة التأثير التراكمي لزيادة الإنفاق بنسبة ١٠٪ (بحيث يشمل ذلك الإنفاق الرأسمالي والجاري بمقادير متساوية، وعلى أن يكون الإنفاق الرأسمالي مؤقتاً ويُرحد لخمس سنوات، بينما يكون ٤٠٪ من الإنفاق الجاري دائماً و٦٠٪ منه مؤقتاً). ويمكن تحقيق الزيادة الدائمة في الإنفاق الجاري من خلال التحويلات العامة أو الموجهة أو من خلال السلع والخدمات فقط.

وتُحدث تدابير المالية العامة السعودية آثاراً على إجمالي الناتج المحلي الحقيقي تماثل الآثار التي تنبأت بها الدراسات السابقة، إن لم تكن أكبر. فحدوث توسع بنسبة ١٪ يؤدي إلى زيادة مباشرة في الناتج الأساسي تتراوح بين صفر و ١,٢٪ (الشكل البياني ٦-١).^٤ وكما هو متوقع، فإن تأثير التدابير المؤقتة التي تُتخذ لمرة واحدة يتلاشى بسرعة، ولكن النفقات التي تُرحل، بما في ذلك الاستثمار العام، لها تأثير أكثرديمومة.^٥ وقد يكون جانب من هذه الاستمرارية ناتجاً عن رصيد الأصول الكبير في الحالة المستقرة، ومن ثم قدرة المملكة على الاحتفاظ بفائض (أو تحمل عجز) في المالية العامة لفترة ممتدة (أي أنه، على عكس الحال في معظم البلدان، ليست هناك حاجة عاجلة للتقشف المالي في المملكة نظراً لعدم الحاجة إلى التمويل الخارجي).

ونلاحظ أهمية مكونات الإنفاق من المالية العامة. فعندما يتم التوسع المالي من خلال زيادة الإنفاق الرأسمالي، يكون التوسع في إجمالي الناتج المحلي أقل وأكثر تدرجاً على المدى القصير (أي أنه يكون أكثر دواماً) مقارنة بما لو كان الإنفاق موجهاً للسلع والخدمات (الشكل البياني ٦-١).^٦ وفضلاً على ذلك، فإن تأثير التحويلات العامة يكون متواضعاً للغاية مقارنة بالزيادات في التحويلات الموجهة، نظراً لوصول التحويلات الموجهة إلى الأسر المعيشية التي تعاني نقصاً في

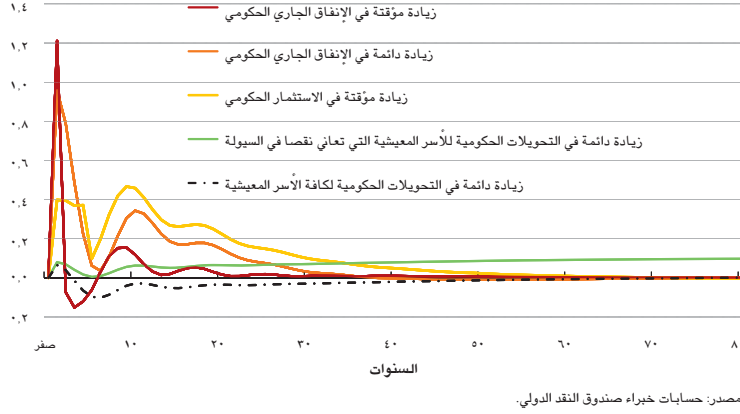
^٢ يعرف المضاعف قصير الأجل بأنه متوسط إجمالي الناتج المحلي الحقيقي لسنة واحدة (الانحراف عن السيناريو الأساسي) لتدابير التوسع المالي التراكمية مقسوماً على تعديل في رصيد المالية العامة بنسبة ٤,٥٪ (من إجمالي الناتج المحلي).

^٤ راجع كلا من Leigh (2008) و IMF (2010a) و Fernández-Villaverde (2010) و Espinoza and Senhadji (2011) و Rodríguez (2011).

^٥ قد يرجع ذلك إلى أن عائد سعر الفائدة يتيح فرصة بديلة للإنفاق الرأسمالي، نظراً لأن سعر الفائدة الإجمالي الحقيقي يبلغ ٣٪ سنوياً في الحالة المستقرة طبقاً للنموذج النقدي المالي العالمي المتكامل.

^٦ التأثير الأقل الذي يحدثه الإنفاق الرأسمالي على الناتج يختلف عن نتائج الدراسات التجريبية.

الشكل البياني ٦-١: المملكة العربية السعودية: تأثير تدابير الإنفاق من المالية العامة على إجمالي الناتج المحلي.
(%)



السيولة وذات الميل الحدي الأعلى للاستهلاك، بينما تدّخر التحويلات العامة لتمهيد تقلبات الاستهلاك المستقبلي عبر الفترات الزمنية.^٧

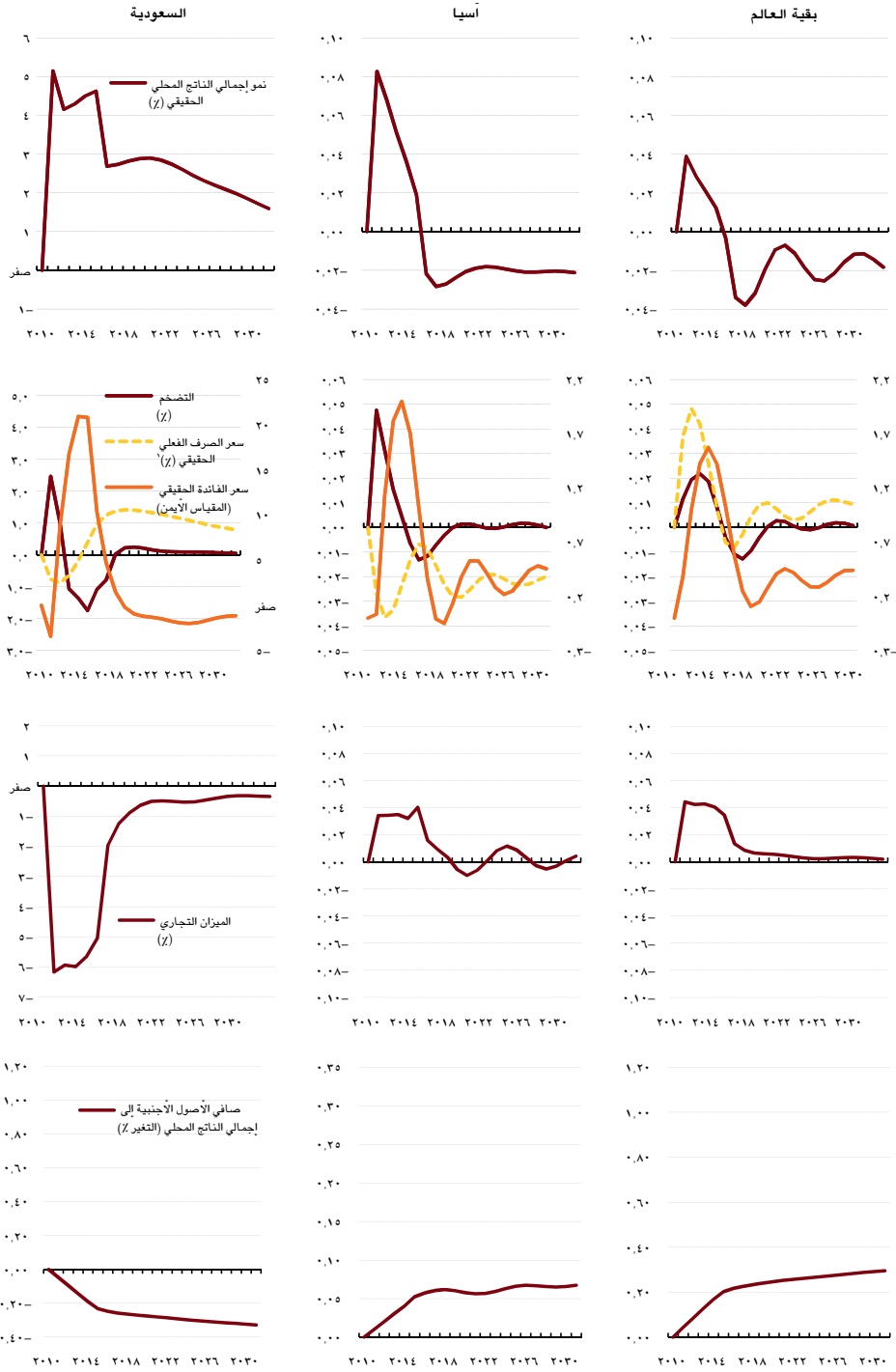
أما زيادة الإنفاق الحكومية الكلي بنسبة تراكمية قدرها ١٠٪ من إجمالي الناتج المحلي فيكون لها تأثير توسعي مبدئي (متوسط السنتين الأوليين) قدره ٤,٧٪ على الناتج و ٢,٩٪ على الاستهلاك الخاص (الشكل البياني ٦-٢). ويؤدي التوسع المالي إلى زيادة التضخم - والذي قد يتجاوز مستوى السيناريو الأساسي بمقدار ٤,٥٪ في السنة ١ و ١٪ في السنة ٢- ويُفترض عدم لجوء مؤسسة النقد العربي السعودي إلى تشديد الأوضاع النقدية لاحتواء الارتفاع المؤقت في التضخم. ومن ثم، يهبط سعر الفائدة الحقيقي في البداية، تمشياً مع نظام سعر الصرف الاسمي المربوط. ونتيجة لذلك، يقع الاقتصاد الحقيقي تحت "تأثير زيادة مزدوجة" تساهم في زيادة الناتج (والاستثمار) فوق مستوى الحالة المستقرة في الأجلين المتوسط والطويل. ويرتفع سعر الصرف الفعلي الحقيقي في البداية، إلا أنه ينخفض بعد عدة سنوات ويحقق تعافياً تدريجياً في الميزان التجاري بعد فترة مبدئية من التدهور الكبير (الذي يتراوح بين ٩٪ و ١١٪ خلال السنوات الأربع الأولى). وتنخفض الإيرادات النفطية والثروة المالية وصافي الأصول الأجنبية تدريجياً كنسب من إجمالي الناتج المحلي. ويتسع عجز الحساب الجاري إلى ما يزيد قليلاً على ٥٪ من إجمالي الناتج المحلي، ثم يضيق مسجلاً ٢,٥٪ في الأجل المتوسط.

تحليل الحساسية

تم تنفيذ ثلاثة سيناريوهات مختلفة لتحديد أهم مواطن الحساسية: انخفاض معدل إنتاجية رأس المال العام (من ١٠٪ إلى ٥٪)، وارتفع معدل إهلاك رصيد رأس المال الحكومي (من ٤٪ إلى ٨٪)، وارتفاع

^٧ الزيادات التحويلات العامة والمقطوعة تتطابق مع نسبة أداة المالية العامة إلى إجمالي الناتج المحلي البالغة نقطة مئوية واحدة.

الشكل البياني ٦-٢: أثر تدابير التوسع المالي في المملكة العربية السعودية (١٠٪ من إجمالي الناتج المحلي): عمليات المحاكاة باستخدام النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل (الانحراف عن السيناريو الأساسي ٪ أو بالنقاط المئوية)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.
الزيادة تعني انخفاضاً في سعر الصرف

سعر الفائدة في الحالة المستقرة (من ٣٪ إلى ٥٪). وأدت هذه التجارب إلى تخفيض الأثر على الطلب المحلي (الناتج والاستهلاك) بدرجة طفيفة فقط (الجدول ٦-١).^٨

الجدول ٦-١: المملكة العربية السعودية: تحليل حساسية المضاعفات المالية الأساسية
(٪ من النقاط المئوية)

تدابير المالية العامة	السيناريو الأساسي	انخفاض إنتاجية رأس المال	ارتفاع الإهلاك	ارتفاع سعر الفائدة
زيادة مؤقتة في الإنفاق الجاري الحكومي	١,٢١	١,٢١	١,٢١	١,١١
زيادة دائمة في الإنفاق الجاري الحكومي	٠,٩٦	٠,٨٦	٠,٨٦	٠,٨٥
زيادة مؤقتة في الاستثمار الحكومي	٠,٤٠	٠,٣٦	٠,٣٧	٠,٤٠
زيادة مؤقتة في التحويلات الحكومية للأسر المعيشية التي تعاني نقصا في السيولة	٠,٠٨	٠,٠٨	٠,٠٨	٠,٠٨
زيادة دائمة في التحويلات الحكومية لكافة الأسر المعيشية	٠,٠٧	٠,٠٧	٠,٠٧	٠,٠٧

المصدر: تقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

انتقال آثار التوسع المالي

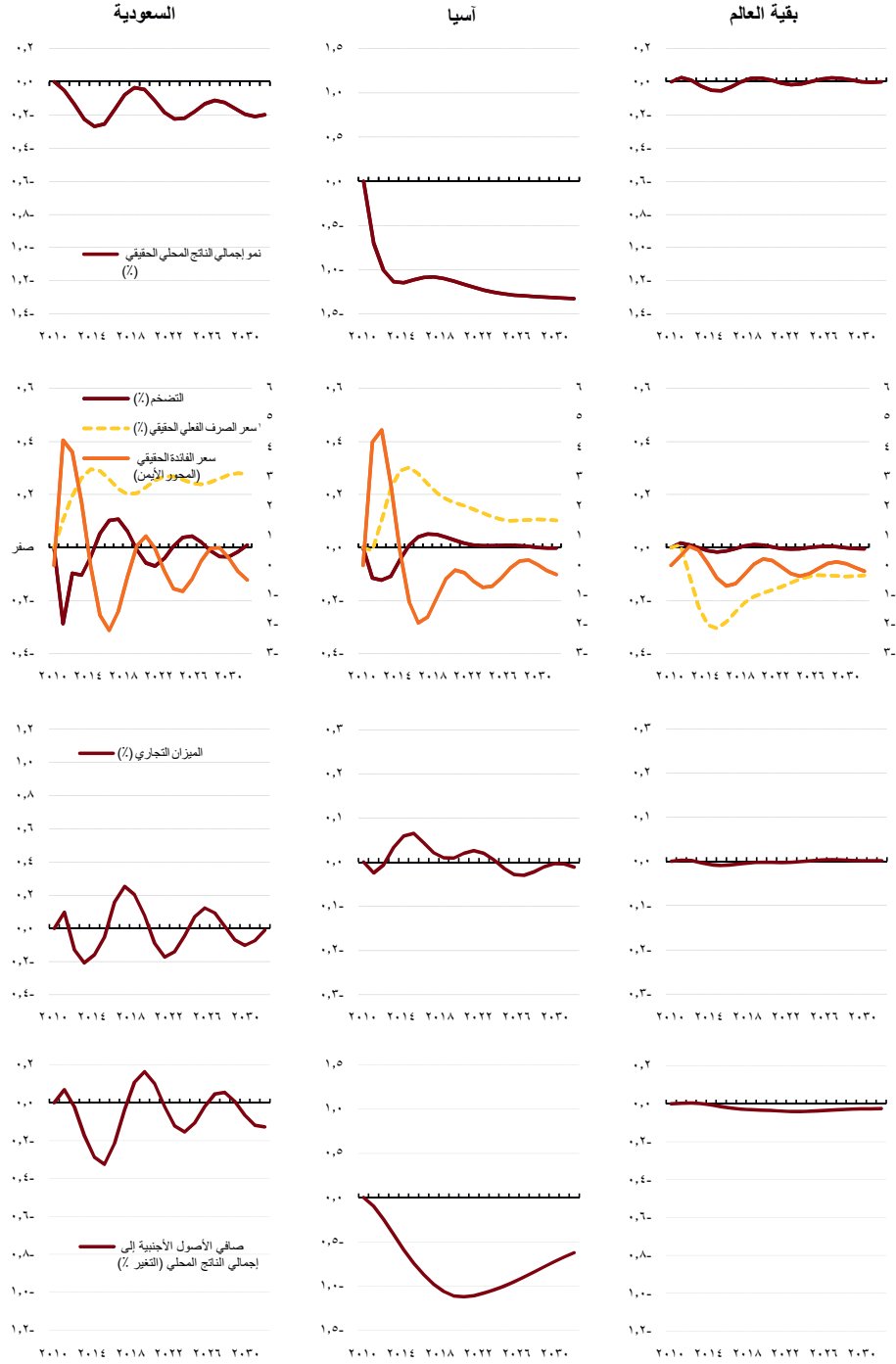
يؤثر التوسع المالي تأثيرا متواضعا على الناتج في المناطق الأخرى، حيث يؤدي مباشرة إلى رفع النمو في آسيا بمقدار ٠,٠٨٪ من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي ونصف هذا المقدار في بقية العالم (الشكل البياني ٦-٢، العمودان ٢ و٣). كذلك يطرأ تحسن طفيف على الميزان التجاري (٠,٠٤٪ من إجمالي الناتج المحلي) في المنطقتين (آسيا وبقية العالم) نظرا لارتفاع نسبة المحتوى المستورد في تدابير التوسع المالي السعودي. ويسجل الاستهلاك الحقيقي زيادة طفيفة في آسيا، ولكنه يشهد بعض التدهور في بقية العالم. وتختلف الديناميكية طويلة الأجل نوعا ما عن معظم البلدان الأخرى؛ ففي معظم البلدان، غالبا ما يؤدي انخفاض المدخرات الحكومية بسبب زيادة الاستهلاك الحكومي إلى زيادة مدفوعات الفائدة، مما يتسبب في زيادة الضرائب. غير أن هبوط الدخل الاستثماري السعودي، مع افتراض العوامل الأخرى، ومن ثم ضرورة إعادة تكوين الأصول الأجنبية الصافية لتحقيق المساواة بين الأجيال^٩، يؤديان إلى إعادة توزيع محدودة للثروة في صورة أصول أجنبية صافية من السعودية (٠,٣٪ من إجمالي الناتج المحلي) إلى آسيا (٠,٠٨٪ من إجمالي الناتج المحلي) وبقية العالم (٠,٣٪ من إجمالي الناتج العالمي).

تباطؤ الطلب الخارجي

يتأثر النمو في المملكة بتباطؤ النمو في آسيا. بسبب حدوث انخفاض دائم قدره ٢,٥٪ في إنتاجية قطاع السلع التجارية، على سبيل المثال - من خلال انخفاض الطلب على النفط. فإذا انخفض الناتج في آسيا بنحو ١,٣٪، يقل الطلب على النفط السعودي ومن ثم ينكمش الناتج السعودي تدريجيا (إلى قاع يبلغ

^٨ يمكن إجراء تحليل إضافي للحساسية باستخدام تغيير نصيب الأسر المعيشية التي تعاني نقصا في السيولة.
^٩ نسبة صافي الأصول الأجنبية إلى إجمالي الناتج المحلي تعود بالتدرج إلى مستوى الحالة المستقرة في غضون ١٠٠ عام.

الشكل البياني ٦-٣: تأثير انخفاض الإنتاجية بمقدار ٥, ٢٪ في قطاع السلع التجارية في آسيا: عمليات محاكاة باستخدام النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل (الانحراف عن السيناريو الأساسي ٪ أو بالنقاط المئوية)



المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.
الزيادة تعني انخفاضا في سعر الصرف.

٣.٠٪ في السنة الرابعة من الصدمة)، بينما ينخفض الاستهلاك الحقيقي والاستثمار بدرجة أكبر (١.٠٪ و٠.٦٪، على الترتيب) (الشكل البياني ٦-٣). ويأتي الانخفاض في الناتج السعودي نتيجة لانخفاض أسعار النفط على أثر اتخاذ منحني عرض النفط العالمي شكلاً شبه عمودي،^{١٠} مع انتقال منحني الطلب إلى أسفل بسبب انخفاض الطلب الآسيوي. وبالتالي، يضعف معدل التبادل التجاري السعودي، مما يدفع سعر الصرف الحقيقي إلى الانخفاض. ويستمر الانتعاش لفترة مؤقتة، مما يتسبب في تحرك الميزان التجاري بين التحسن والتدهور، ثم ينتهي الأمر بانخفاض محدود في صافي الأصول الأجنبية على المدى الطويل. وتؤدي صدمة الطلب هذه إلى إبطاء تراكم الأصول الأجنبية الصافية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي في آسيا، إلا أنها تعود إلى تحقيق نمو موجب في العام السادس. وعليه، يُعاد توزيع ثروة صافي الأصول الأجنبية من آسيا إلى السعودية، مع تسجيل عجز في الميزان التجاري النفطي لآسيا (الشكل البياني ٦-٣).^{١١} ومع استقرار الطلب وتناقص فجوة الميزان التجاري في السعودية وآسيا على المدى المتوسط، يزداد الناتج والاستهلاك والاستثمار في بقية العالم.

اتجاهات العمل المستقبلي

يطرح التحليل الوارد آنفاً بعض الرؤى المتممقة المفيدة، ولكن هناك عدداً من التوسعات التي يمكن إدخالها على النموذج والتي يمكن أن تتيح رؤى أكثر فائدة فيما يتعلق بالتداعيات التي يمكن أن تؤثر على المملكة. وهناك أولويتان عاجلتان في هذا الخصوص: (١) تعميق تحليل سلوك السوق النفطية للمساعدة على استكشاف الانعكاسات الممكنة على المملكة بسبب ما تملكه من طاقة نفطية زائدة؛ (٢) إنشاء تكتل مشرقى^{١٢} يمكن أن يرصد آثار الاقتصاد السعودي على منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من خلال الروابط التجارية وتدفقات تحويلات العاملين في الخارج.

الملحق ٦-ألف: هيكل النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل

النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل الذي أنشأه الصندوق في دراسة (Kumhof et al. (2010) هو نموذج توازن عام ديناميكي عشوائي يغطي عدة مناطق. ويجمع هذا النموذج بين العرض المحلي والطلب والتجارة وأسواق الأصول الدولية في هيكل نظري واحد، مما يسمح بظهور آليات الانتقال على نحو تام. وقد تبين أن سمات هذا النموذج مهمة لمحاكاة سلوك العالم الحقيقي، بما في ذلك آفاق التخطيط المحدودة للأسر المعيشية والشركات، والتعديل التدريجي للأسعار والأجور الاسمية حسب التغيرات غير المتوقعة، والروابط المالية الكلية في صورة معجل مالي. والنموذج ملائم لتحليل آثار السياسة النقدية، وسياسة المالية العامة، والإصلاحات الهيكلية، وكذلك الانعكاسات العالمية والإقليمية

^{١٠} تبلغ المرونة السعرية لمنحني العرض العالمي ٣٪ على المدى القصير. راجع الملحق ٦ - باء لمزيد من التفاصيل.

^{١١} نتجت نفس الآثار عند استخدام صدمات أخرى (مثل انخفاض كثافة استخدام النفط في آسيا، ربما بسبب تفضيل الطاقة المتجددة؛ وصدمة في ضريبة رأس المال، لمعالجة فورة النشاط الاقتصادي واستعادة توازن الطلب في آسيا بزيادة التركيز على الاستهلاك).

^{١٢} "المشرق" هو مجموعة من البلدان الشرق أوسطية المستوردة الصافية للنفط والتي تتألف من مصر والأردن ولبنان وسوريا.

لهذه السياسات وغيرها من الأحداث. وتتألف نسخة النموذج المستخدمة في هذا التقرير من ثلاث مناطق اقتصادية - السعودية، وآسيا الصاعدة (شاملة الصين)، وبقية العالم.

ويضاف قطاع للنفط في هذا النموذج، على غرار النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل المستخدم في تقرير (2011) IMF. ويقسم النموذج الاقتصاد إلى عشرة قطاعات مصغرة مترابطة.¹ وهناك جوانب جمود اسمي وحقيقي واسعة النطاق على المستوى القطاعي تولد ديناميكية قصور ذاتي واقعية في المجملات الاقتصادية الكلية الرئيسية. وتواجه النقابات والمصنعون والموزعون أوجه جمود اسمي في تحديد الأسعار، في حين يتحمل تجار التجزئة والمستوردون تكاليف حقيقية في سياق التكيف، نظرا لارتفاع التكلفة التي يتحملونها لتعديل حجم مبيعاتهم بسرعة. ويتحمل المصنعون أيضا تكاليف حقيقية للتكيف مع التغيرات في مراكمة رأس المال.

وهناك نوعين من الأسر المعيشية في كل اقتصاد: الأسر ذات الأجيال المتداخلة، والأسر التي تعاني نقصا في السيولة. والفرق الأساسي بين النوعين هو أن النوع الثاني لا تتاح له الاستفادة من الأسواق المالية، ويضطر إلى استهلاك دخله الصافي بعد سداد الضرائب في كل فترة. وتشترى النقابات العمالية خدمات العمالة من كلا النوعين من الأسر وتبيعها إلى المصنعين الذين يشترون السلع الرأسمالية بدورهم من الموزعين ويستخدمون عوامل الإنتاج الثلاثة - النفط والعمالة ورأس المال - لإنتاج سلع وسيطة تجارية وغير تجارية. وبعدئذ تباع السلع الوسيطة إلى الموزعين المحليين ووكلاء الاستيراد التابعين للبلدان الأجنبية - وهي الطبقة الأولى في النشاط التجاري (تجارة السلع الوسيطة). ويجمع الموزعون بين السلع التجارية المحلية والأجنبية إلى جانب السلع غير التجارية، مع الاستفادة من منافع البنية التحتية العامة في إنتاج منتجات يتم استخدامها لاحقا كمدخلات في إنتاج سلع الاستهلاك المحلي والسلع الاستثمارية، من جهة، وكصادرات من نفس السلع من جهة أخرى - وهي الطبقة الثانية في النشاط التجاري (تجارة السلع النهائية). ويبيع منتجوا السلع النهائية منتجاتهم للحكومة وتجار التجزئة، الذين يبيعون منتجاتهم أيضا للأسر المعيشية.

ويمثل النفط عاملا ثالثا من عوامل الإنتاج، كما أنه عامل ثانٍ في الاستهلاك النهائي إلى جانب المنتجات من السلع والخدمات. وعليه، فإن سعر النفط وتوافره يؤثران على الإنتاج فضلا على احتمالات وخيارات الاستهلاك. وتمثل الحساسية السعرية للطلب على النفط أحد المعلمات المهمة المحددة لتأثير التغيرات في أوضاع سوق النفط، مما يعكس مدى إمكانية إحلال عوامل أخرى محل النفط. وعلى جانب العرض، هناك عامل خارجي يتمثل في الثروة النفطية القابلة للضروب والتي يستلزم استخراجها تكاليف مرتفعة، مع استجابة المعروض النفطي لارتفاع أسعار النفط بانخفاض

¹ يمكن الاطلاع على وصف جزئي لقطاع النفط في دراسة (Kumhof et al. (2010)

المرونة السعريّة. وأخيراً، هناك فرق بين سعر السوق وتكاليف الاستخراج - الريع النفطي. ويتم توزيع هذا الريع بين القطاع الخاص المحلي والحكومة.

ويخفف النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل الافتراض التقليدي بأن الإنفاق الحكومي كله إهدار ولا يساهم في العرض الإجمالي. وبدلاً من ذلك، نجد أن الاستثمار العام يضيف إلى رصيد رأس المال العام، الأمر الذي يرفع إنتاجية منتجي السلع المحلية. وتحدد الحكومة كيفية استجابة نسبة رصيد المالية العامة إلى إجمالي الناتج المحلي (الفائض) إزاء الإيرادات الزائدة (من النفط، في حالة السعودية) باستخدام قاعدة مالية بسيطة. ويمكن تحديد القاعدة بحيث تكون مساهمة للتقلبات الدورية الاقتصادية أو محايدة أو مضادة للاتجاهات الدورية. وفي حالة السعودية، يُفترض أن استقرار صافي الأصول الأجنبية عند المستوى المسجل في عام ٢٠١٠ والبالغ ١٠٥٪ من إجمالي الناتج المحلي يمكن أن يتحقق إذا بلغ فائض الموازنة ٤,٥٪ من إجمالي الناتج المحلي. وتؤول كافة الفوائض الزائدة إلى صندوق افتراضي للثروة السيادية.

وتتم نمذجة السياسة النقدية على أساس قاعدة تيلور معززة، بحيث تسعى تقليدياً إلى تحقيق استقرار الناتج والتضخم بواسطة تعديل سعر الفائدة الاسمي. وفي حالة السعودية وآسيا الصاعدة، تميل القاعدة تماماً نحو تفضيل عدم تقلب سعر الصرف الاسمي لتعكس نظام سعر الصرف الثابت. ومن ثم تستهدف السعودية وآسيا الصاعدة سعر الصرف الاسمي لبقية العالم، ومن ثم تستورد سعر الصرف الاسمي قصير الأجل من بقية العالم. ويتعدل التضخم في السعودية (أو آسيا الصاعدة) حسب تحرك سعر الصرف الحقيقي (استناداً إلى سلوك الادخار-الاستثمار الأساسي في العادة) نسبة إلى سعر الصرف الاسمي الثابت. ويُفترض أن بقية العالم يطبق نظام استهداف التضخم. وتتضمن أوجه الجمود الاسمي هنا منحنيات فيليبس للتضخم الجامد في كل قطاع من قطاعات الاقتصاد.

الملحق ٦ - باء: معايرة النموذج النقدي المالي العالمي المتكامل ذي الثلاث مناطق

تتم معايرة النموذج ليشمل ثلاث مناطق هي السعودية، وآسيا الصاعدة (شاملة الصين)، وبقية العالم. وكل فترة من الفترات تعادل سنة واحدة.

ويُفترض أن السعودية تساهم بنسبة ٠,٧٪ في إجمالي الناتج المحلي العالمي وأن معدل التضخم في الحالة المستقرة هو ٣٪ سنوياً. ويبلغ معدل التضخم في آسيا الصاعدة ٣٪ سنوياً في الحالة المستقرة، بينما يبلغ ٢٪ سنوياً في بقية العالم. ويُفترض أن معدل التقدم التكنولوجي يبلغ ٢٪ سنوياً في الحالة المستقرة، ومعدل النمو السكاني ١٪ سنوياً، كما يُفترض أن سعر الفائدة الحقيقي في آسيا الصاعدة وبقية العالم يبلغ ٣٪ في الحالة المستقرة المبدئية. وتحدد المعلمات الهيكلية المتعلقة بتفضيلات الأسر المعيشية وتكنولوجيا الشركات على النحو التالي: يُفترض أن يكون الأفق الزمني للتخطيط ٢٠ عاماً بالنسبة للأسر المعيشية في كل المناطق، وأن يكون معدل انخفاض الإنتاجية السنوية للعامل في كل أسرة ٥٪ سنوياً خلال دورة الحياة. ويُفترض أيضاً أن ٥٠٪ من الأسر المعيشية في السعودية وآسيا تعاني نقصاً في السيولة، بينما تبلغ هذه النسبة ٣٠٪ في بقية العالم. وتتفق هذه النسب مع دراسة Kumhof and others (2010).

جدول الملحق ٦- باء-١: المملكة العربية السعودية: القيم الرئيسية للمعايرة في الحالة المستقرة، ٢٠٠٧

المتغير	السعودية	آسيا	بقية العالم
الحجم (يبلغ المجموع ١٠٠)	٠,٦٩٤	١٢,٧٤٥	٨٦,٥٦٤
أنصبة من إجمالي الناتج المحلي			
الاستهلاك الخاص	٢٩,٦	٥٨,٧	٦٠,٤
الاستثمار الخاص	٢٥,٠	٢٤,٨	١٥,٠
الاستهلاك الحكومي	٤١,٦	١٢,٣	١٨,٦
الاستثمار الحكومي	٤,٠	٤,٠	٣,٠
صافي التجارة	٠,٠	٠,٠	٠,٠
صادرات السلع والخدمات (غير النفطية)	٦,٥	٢٨,١	٣,٨
الاستهلاكية	٣,٢	٢١,٨	٢,٠
الوسيلة	٣,٣	٦,٣	١,٨
واردات السلع والخدمات (غير النفطية)	٥٤,٩	٢٣,٢	٤,١
الاستهلاكية	٢٣,٩	٦,١	٢,١
الاستثمارية	١٩,٨	٥,٥	١,١
الوسيلة	١١,٢	١١,٦	٠,٩
صافي صادرات النفط	٤٨,٤	٥-	٠,٣
الدين الحكومي (نسبة من إجمالي الناتج المحلي)	٥,٠	٣٧,٠	٤٠,٠
رصيد الحكومة (نسبة من إجمالي الناتج المحلي)	٠,٢-	١,٦-	١,٨-
التحويلات (نسبة من إجمالي الناتج المحلي)	٩,٩	٩,٥	٨,٨
إنتاج النفط والطلب عليه (نسبة من إجمالي الناتج المحلي)			
مجموع الطلب	٣,٥	٦,٠	٤,٢
للاستهلاك فقط	١,٤	١,٤	١,٤
مجموع العرض	٥١,٩	١,٠	٤,٥

المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

قطاع المالية العامة: تتم معايرة معلمات المالية العامة - مثل النسب من إجمالي الناتج المحلي لكل من التحويلات الحكومية، ومشتريات السلع والخدمات، والاستثمار العام - استناداً إلى بيانات نهاية عام ٢٠٠٧. وتتم معايرة إنتاجية الاستثمار العام على غرار دراسة (Kumhof et al. (2010). والتي تقدر مرونة الناتج الإجمالي تجاه رأس المال العام بمقدار ٠,١٤، وذلك استناداً إلى عدد كبير من دراسات منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي والأسواق الصاعدة. وعليه، تتم معايرة النموذج بحيث يرتبط حدوث زيادة حقيقية في الاستثمار العام بمقدار ١٠٪ بحدوث زيادة طويلة الأجل في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي صافٍ من الإهلاك بمقدار ١,٤٪ تقريباً. وفي حالة عدم وجود صدمات، يتحدد رصيد المالية العامة بما يساوي القيمة المحققة لاستقرار نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي ونسبة صافي الأصول الأجنبية إلى إجمالي الناتج المحلي عند مستويات نهاية عام ٢٠١٠ والتي بلغت ٤,٥ و ١٠٥٪ على التوالي.

قطاع النفط: في عمليات المحاكاة، يفترض أن تساوي المرونة السعرية طويلة الأجل للطلب على النفط في كل من الإنتاج والاستهلاك ٠.٠٨، غير أن الطلب على النفط يواجه في الأجل القصير منحني لعرض النفط يتسم بانعدام المرونة تقريبا. وعليه، يصبح الطلب على النفط هو القوة الدافعة للأسعار في الأجل القصير، ويتسبب في بعض الزيادة المفرطة في سعر النفط التوازني. وتمت معايرة مساهمة النفط في معلمات الناتج عند ٢٪ إلى ٥٪، تبعا لنصيب تكلفة النفط في قطاع ومنطقة ما. ويمكن أن يكون عرض النفط حساسا لارتفاع سعر النفط، وذلك في ظل مرونة سعرية منخفضة تبلغ ٠.٠٣. وفي البداية، يُفترض استخدام ٤٠٪ من الإيرادات النفطية لسداد المدفوعات مقابل مدخلات السلعية الوسيطة، وبعدها تزيد التكلفة الحقيقية للاستخراج لكل برميل بمعدل سنوي ثابت قدره ٢٪. وبينما يفترض أن تحصل الحكومة في الاقتصادات الصناعية على نسبة محدودة وحسب من الربح النفطي، تحصل السعودية والبلدان المصدرة للنفط في منطقة آسيا الصاعدة على ٩٠٪ من الربح. ولا يستهلك هذا الربح المرتفع على الفور، وإنما تتم مراكمته في صندوق قائم على الدولار الأمريكي، مع الإنفاق منه بمعدل ٣٪ سنويا.

المراجع

- Eskesen, L. (2009), “Counter-Cyclical Fiscal Policy—Does it Work in Korea’s Open Economy,” in Republic of Korea: Selected Issues, IMF Country Report No. 09/263 (Washington: International Monetary Fund).
- Espinoza, R. and A. Senhadji (2011), “How Strong are Fiscal Multipliers in the GCC? An Empirical Investigation,” IMF Working Paper 11/61 (Washington: International Monetary Fund).
- Fernández-Villaverde, J. (2010), “Fiscal Policy in a Model with Financial Frictions.” *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 100 (May 2010): 35–40.
- Hunt, Ben (2008), “Commodity Price Booms and Fiscal Policy Options in Australia,” in *Australia: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/311 (Washington: International Monetary Fund).
- (2009), “The Effectiveness of Fiscal Stimulus Measures,” in *Australia: Selected Issues*, IMF Country Report No. 09/249 (Washington: International Monetary Fund).

^١ يتسق هذا مع التقديرات للفترة ١٩٩٠–٢٠٠٩ (راجع تقرير IMF 2011).

- International Monetary Fund (2010a), “Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation,” *World Economic Outlook* (October), Chapter 3 (Washington: International Monetary Fund).
- (2010b), G-20 Mutual Assessment Process—Alternative Scenarios, Meeting of G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, Busan, Korea, June 4–5, 2010.
- (2011), “Oil Scarcity, Growth, and Global Imbalances,” *World Economic Outlook* (April), Chapter 3.
- Kumhof, M. and D. Laxton (2009), “Chile’s Structural Fiscal Surplus Rule: A Model-Based Evaluation,” IMF Working Paper 09/88 (Washington: International Monetary Fund).
- Kumhof, M., D. Laxton, D. Muir, and S. Mursula (2010), “The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure, IMF Working Paper 10/34 (Washington: International Monetary Fund).
- Leigh, D. (2008), “Achieving a Soft Landing: The Role of Fiscal Policy,” IMF Working Paper No. 08/69 (Washington: International Monetary Fund).
- N’Diaye, P., P. Zhang, and W. Zhang (2010), “Structural reform, intra-regional trade, and medium-term growth prospects of East Asia and the Pacific—Perspectives from a new multi-region model.” *Journal of Asian Economics*, Vol. 21(1), pp. 20–36
- Rodriguez, P., (2011), “Kuwait’s Fiscal Multipliers,” in *Kuwait: Selected Issues*, IMF Country Report No. 11/218 (Washington: International Monetary Fund).
- Tamirisa, N., D. Laxton, A. Jobst, G. Gray, T. Harjes, and E. Stavrev (2007), “The Euro and the New Member States,” in *Euro Area Policies: Selected Issues*, IMF Country Report No. 07/259 (Washington: International Monetary Fund).

جوانب الضعف في قطاعات الشركات في دول مجلس التعاون الخليجي^١

تأثير الأزمة المالية العالمية والأداء فيما بعد الأزمة

شهدت بورصات دول مجلس التعاون الخليجي هبوطا حادا في ٢٠٠٨-٢٠٠٩ نتيجة تأثر المنطقة بتداعيات الأزمة المالية العالمية - انخفاض أسعار النفط وتراجع أسواق العقارات. وبينما نجد أن البورصات لم تصل حتى الآن إلى مستويات ما قبل الأزمة، يبدو أن قطاع الشركات تغلب على الأزمة، حيث تعافت مستويات الربحية بدرجة كبيرة في ٢٠١٠. ويتضح من بيانات ميزانيات شركات دول المجلس الست المدرجة في البورصات أن الشركات تعرضت لضغوط بالفعل في الجزء الأخير من ٢٠٠٨ وحتى ٢٠٠٩، غير أن هذه الضغوط خفت حدتها الآن. وقد خلصت الاختبارات القياسية المستخدمة في تحديد جوانب الضعف إلى وجود مخاطر مرتبطة بأسعار الفائدة في بعض القطاعات، وإن كانت شركات كثيرة تحتفظ حاليا باحتياطات نقدية وقائية للمساعدة في التخفيف من حدة هذه المخاطر.

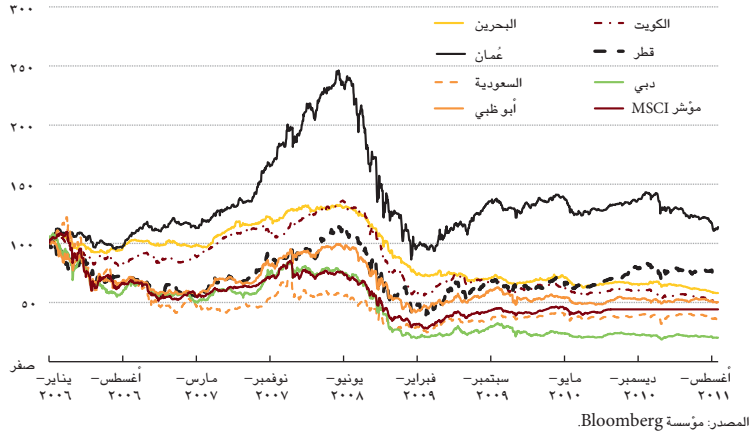
مقدمة

شهدت بورصات دول مجلس التعاون الخليجي هبوطا حادا خلال ٢٠٠٨-٢٠٠٩ (انظر الشكل البياني ٧-١). وبالرغم من أن الانكشافات المباشرة للأصول السامة كانت منخفضة على الأرجح، تأثرت اقتصادات مجلس التعاون الخليجي تأثرا ملحوظا نتيجة تباطؤ النمو العالمي مما أدى إلى انهيار أسعار النفط (من أعلى مستوى له عند ١٣٢,٦ دولار في ٢٠٠٨ إلى أقل مستوى له عند ٤١,٧ دولار في ٢٠٠٩)، وتقييد النفاذ إلى أسواق المال الدولية، وانخفاض أسعار العقارات في عدة دول، وتغير كبير في تقييم مخاطر المنطقة عقب الصعوبات التي واجهتها مجموعة دبي العالمية في خدمة ديونها. ومن المتوقع أن تفرض هذه الأوضاع ضغوطا على قطاع الشركات، غير أن منطقة مجلس التعاون الخليجي لم تشهد سوى حالات إفلاس محدودة بين الشركات ولم تلجأ دول المنطقة إلى تقديم دعم خاص للقطاع المالي سوى في حدود ضيقة للغاية (راجع دراسة Khamis and others 2010).

ويمكن فحص سلامة قطاع الشركات خلال هذه الفترة باستخدام المعلومات العامة المتاحة عن ميزانيات الشركات المدرجة في البورصة. وباستخدام بيانات الشركات، يتم تطبيق منهجين مختلفين ومتكاملين في الوقت نفسه لتقييم جوانب ضعف قطاع الشركات - نسبة تغطية الفوائد

^١ هذا الفصل من إعداد ريناس سيد أحمد.

الشكل البياني ٧-١: مجلس التعاون الخليجي: أسعار الأسهم، ٢٠٠٦-٢٠١١
(المؤشر، ١ يناير، ٢٠٠٦=١٠٠)



على أساس المعلومات المتاحة بشأن الميزانيات ونسب المسافة حتى العجز عن السداد التي تستند إلى بيانات الميزانيات وأسعار الأسهم. وتُجرى اختبارات لقدرة ميزانيات الشركات على تحمل صدمات تكلفة الإقراض والأرباح لبيان التأثير المحتمل لتردي الأوضاع الاقتصادية على السلامة المالية للشركات. وقد أثبتت مؤشرات العسر المالي المصاحبة دقة معقولة (لاحقة) في التنبؤ بإعسار قطاع الشركات والقطاع المالي - كما في حالة الصين (راجع دراسة Heytens and Karacadag, 2001)، وبنوك آسيا (راجع دراسة Goldman Sachs (1998, 2000)، والهند (راجع دراسة Topalova (2004) ودراسة (Oura and Topalova (2009)، واليابان (راجع دراسة Harada et al 2010)، وكوريا (راجع دراسة Jones and Karasulu, 2006) والمكسيك (راجع دراسة Blavy and Souto, 2009).

ويوضح التحليل الكلي أن بعض الشركات واجهت ضغوطا خلال الأزمة العالمية غير أن مراكزها تحسنت لاحقا. وتستخدم الدراسة بيانات ٤٢٤ شركة غير مالية مدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي الستة. ويشير التحليل إلى أن قطاع الشركات غير المالية في دول مجلس التعاون الخليجي يتمتع إجمالاً بمركز قوي يمكنه من خدمة ديونه، كما أن جوانب الضعف التي يتعرض من خلالها لصددمات أسعار الفائدة والدخل محدودة للغاية. وتكشف اختبارات القدرة على تحمل الضغوط على مستوى القطاعات عن وجود قابلية للتعرض لمخاطر أسعار الفائدة، ولا سيما في قطاعي العقارات والخدمات في الكويت والإمارات العربية المتحدة، وقطاع الخدمات في عمان وقطر، وقطاعات البتروكيماويات والزراعة والغذاء في السعودية.

هيكل قطاع الشركات وأداؤه

حجم القطاع

وصل مجموع أصول الشركات المدرجة في البورصة والبالغ عددها ٤٢٤ شركة إلى ٦٣١ مليار دولار أمريكي تقريبا - أي حوالي ٥٨٪ من إجمالي الناتج المحلي المجمع لدول مجلس التعاون الخليجي في

الجدول ٧-١ دول مجلس التعاون الخليجي: أداء الشركات، ٢٠٠٧-٢٠١٠
(بمليارات الدولارات الأمريكية)

الرقم	صافي الأرباح				مجموع الأصول				مجموع الديون			
	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠
١٨	١,١٢	١,٢٥	٠,٢٦	٠,٧٨	٧,٠٧	٧,١٤	٧,١٤	٧,٠٧	٧,٤٧	٧,٥٨	٧,٤٧	٧,٤٧
١٢٢	٧,١	١,١	١,٥	٤,١	٦٨,١	٧٦,٦	٧٨,٠	٧٨,٠	٦٥,٣	٧٨,٠	٧٦,٦	٧٦,٦
٨٦	١,٠	١,٠	١,١	١,١	١١,٦	١٠,٦	٩,٩	٨,٧	٨,٧	٩,٩	١٠,٦	١٠,٦
٣٢	٣,٤	٤,٥	٦,٠	٤,٥	٩٨,٥	٧٦,٩	٥٨,١	٤٣,٣	٤٣,٣	٥٨,١	٧٦,٩	٧٦,٩
١٠٣	١٦,١	٦,٩	١٠,٤	١٥,٧	٣١٦,٥	٢٩٦,٥	٢٦٢,٧	١٦,١	١٦,١	٢٦٢,٧	٢٩٦,٥	٢٩٦,٥
٥٣	٦,٨	٧,٨	٤,٥	٠,٥	١٢٨,٨	١٢٦,٤	١١٦,٩	٨٨,٩	٨٨,٩	١١٦,٩	١٢٦,٤	١٢٦,٤
٤٢٤	٣٥,٥	٢٢,٤	٢٣,٨	٢٦,٨	٦٣٠,٦	٥٩٤,١	٥٣٣,٢	٢٢٩,٩	٢٢٩,٩	٥٣٣,٢	٥٩٤,١	٥٩٤,١

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي استناداً إلى قاعدة بيانات زاوية (Zawya).
١ صافي الأرباح بعد حساب البنود غير العادية.

نهاية ٢٠١٠ (راجع الجدول ٧-١). وقد بلغ مجموع ديون هذه الشركات ١٦٦ مليار دولار أمريكي تقريبا، وهو ما يمثل نسبة مديونية معقولة، حيث وصلت نسبة ديونها إلى أسهم رأسمائها إلى ١,٥ تقريبا في نهاية ٢٠١٠.

وقطاع الشركات في السعودية هو الأكبر على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي الستة من حيث حجم الأصول. ففي نهاية ٢٠١٠، وصل مجموع أصول الشركات المدرجة في البورصة والبالغ عددها ١٠٣ شركات إلى ٣١٧ مليار دولار أمريكي، وهو ما يمثل ٧٠٪ من إجمالي الناتج المحلي و ٨٦٪ من الأصول المصرفية. وفي الإمارات، تمثل الشركات المدرجة في البورصة والبالغ عددها ٥٣ شركة ومجموع أصولها ١٢٩ مليار دولار أمريكي ٤٣٪ من إجمالي الناتج المحلي و ٣٦٪ من الأصول المصرفية. وفي قطر، وصلت قيمة أصول الشركات المدرجة في البورصة والبالغ عددها ٣٢ شركة إلى ٩٩ مليار دولار أمريكي، أي ما يمثل ٧٧٪ من إجمالي الناتج المحلي و ٧٥٪ من الأصول المصرفية. وفي الكويت، وصلت قيمة أصول الشركات المدرجة في البورصة والبالغ عددها ١٣٢ شركة إلى ٦٨ مليار دولار (أي ٥١٪ من إجمالي الناتج المحلي و ٤٣٪ من الأصول المصرفية). كما وصلت قيمة قاعدة أصول الشركات العُمانية البالغ عددها ٨٦ شركة إلى ١٢ مليار دولار بما يمثل ٢٠٪ من إجمالي الناتج المحلي و ٣٦٪ من حجم الأصول المصرفية. وكانت أصول الشركات البحرينية البالغ عددها ١٨ شركة هي الأقل حجماً، حيث وصلت قيمتها إلى ٣١٪ من إجمالي الناتج المحلي و ١٣٪ من الأصول المصرفية.

الربحية

تحسنت الأرباح تحسناً كبيراً منذ ٢٠٠٨، وإن ظلت ضعيفة إلى حد ما في عُمان وقطر وفي قطاع العقارات في الكويت والإمارات. وقد ارتفعت الربحية الكلية للشركات السعودية بما يزيد على ٥٠٪ خلال ٢٠١٠ بعد أن ازدادت أرباح قطاع البتروكيماويات إلى الضعف تقريبا - وهو القطاع الأكبر على الإطلاق - نتيجة ارتفاع الأسعار وحجم المبيعات (راجع الجدول ٧-٢). وفي الكويت، تحسنت أرباح قطاع الشركات في ٢٠١٠، بالرغم من استمرار التباطؤ في قطاع العقارات. ويُعزى تحسن الأداء في المقام الأول إلى ارتفاع الأرباح في قطاعي الصناعة والخدمات بنسبة ١٥٠٪ تقريبا. وتجدر الإشارة إلى أن معظم القطاعات في دول مجلس التعاون الخليجي سجلت أرباحاً في ٢٠٠٩

الجدول ٧-٢: مجلس التعاون الخليجي: تحليل أداء الشركات في مختلف القطاعات حسب البلد، ٢٠٠٨-٢٠١٠
(بمليارات الدولارات الأمريكية)

	مجموع الديون			مجموع الأصول			صافي الأرباح		
	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠
البحرين									
الصناعة	١,٤٥	١,٢٤	١,٠٦	٤,١٤	٣,٧٩	٣,٦٢	٠,٧٩	٠,١٩-	٠,٣٧
الفنادق والسياحة	٠,٠٠	٠,٠٠	٠,٠٢	٠,٤٠	٠,٤٤	٠,٥١	٠,٠٦	٠,٠٥	٠,٠٦
الخدمات	٠,١٣	٠,١٣	٠,٠٤	٣,٠٤	٢,٩٢	٢,٩٣	٠,٤١	٠,٤١	٠,٣٦
الكويت^١									
الغذاء	٠,٧	٠,٥	٠,٤	٢,٨	٢,٧	٢,٨	٠,١	٠,٢	٠,٢
الصناعة	٦,٢	٥,٢	١,٩	٥,٤	٥,٣	٥,٨	٠,٢-	٠,١	٠,٣
العقارات	٣,٩	٤,٤	٥,٠	٢٥,١	٢٤,١	٢٢,٠	٠,٣-	٠,٤-	٠,٤-
الخدمات	١٢,١	١٢,١	٥,١	٤٤,٨	٤٤,٥	٣٧,٥	١,٤	١,٦	٤,٠
عمان									
الصناعة	٠,٦	٠,٤	٠,٦	٢,١	٢,٠	٢,٥	٠,٢	٠,٢	٠,٣
الخدمات	٢,٣	٢,٤	٢,٦	٧,٩	٨,٦	٩,١	٠,٨	٠,٨	٠,٧
قطر									
الصناعة	٢,٩	٣,٠	٣,٧	١٣,٢	١٣,٦	١٥,٩	٢,٤	١,٨	٢,١
الخدمات	١٦,٠	٢٠,٨	٢٤,٨	٤٤,٩	٦٣,٢	٨٢,٧	٢,١	٤,٣	٢,٥
السعودية									
البتروكيماويات	٣٩,٥	٥٢,٥	٥٥,٤	١١٧,٦	١٣٦,٦	١٤٦,٠	٧,٦	٣,١	٨,٦
الإسمنت	٠,٦	٠,٨	١,٠	٦,٣	٦,٧	٧,١	١,١	١,٠	١,٠
الاستثمارات الصناعية	٢,١	٢,١	٢,٩	١٤,٣	١٦,٦	١٨,٧	٠,٨	٠,٨	٠,٧
الزراعة والغذاء	١,٣	١,٤	١,٤	٨,٠	٩,٥	١٠,١	٠,٤	٠,٦	٠,٧
التجزئة	٠,١	٠,١	٠,١	١,٨	٢,٠	٢,٣	٠,٢	٠,٣	٠,٣
الطاقة والمرافق	٥,٤	٥,٩	٨,١	٣٩,١	٤٤,٨	٥١,٣	٠,٣	٠,٣	٠,٦
الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات	١٢,٢	١٢,٠	١١,٧	٤١,٠	٤٤,٩	٤٦,٥	٣,٢	٣,٢	٢,٩
الاستثمار المتعدد	٠,٠	٠,٠	٣,٣	١٥,٤	١٥,٤	١٣,٣	٨,٠-	٠,١	٠,٢
التطوير العقاري	١,١	١,٥	٠,٠	١٣,٢	١٣,٩	١٤,٩	٠,٧	٠,٦	٠,٤
التشبيد	٠,٢	٠,٢	٠,٢	١,٢	١,٢	١,٣	٠,١	٠,١	٠,٠
النقل	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٣,٣	٣,٥	٣,٤	٠,٢	٠,١	٠,٢
السياحة	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٥	٠,٥	٠,٥	٠,٠	٠,١	٠,٠
الإعلام	٠,٠	٠,٠	٠,٠	١,٠	٠,٩	٠,٩	٠,١	٠,٠	٠,٠
الإمارات									
النقل	٣,٤٣	٣,٥٥	٤,١١	٣٠,٦٤	٣٤,٦٠	٣٦,٠٦	٣,٠٢	٣,٠٤	٢,٥٥
العقارات	٨,٤٤	١١,٤٨	١٠,١٦	٥٦,٥٨	٥٩,٥١	٥٢,٥٨	٣,٨١	١,٤٧	٣,٣٤-
الخدمات	١٨,٢	١٨,٣٨	٢٢,٧٤	٢٩,٦٤	٣٢,٣١	٤٠,١٤	٠,٩٣-	٠,٠٦	١,٢٥

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي استناداً إلى قاعدة بيانات زاوية (Zawya).
^١ صافي الأرباح بعد حساب البنود غير العادية.

و٢٠١٠ - وانحصرت الخسائر في قطاعات العقارات (في الكويت والإمارات)، والصناعة (البحرين) والخدمات (الإمارات).

تحليل جوانب الضعف في الشركات

نسب تغطية الفائدة

على المستوى الكلي، تشير نسب تغطية الفائدة إلى أن الشركات تتمتع بقدرة كبيرة على سداد خدمة ديونها (راجع الجدول ٧-٣). وتُعرف نسبة تغطية الفائدة على أنها الأرباح قبل حساب الفائدة والضرائب مقسومة على مصروفات الفائدة، وهي تقيس قدرة الشركات على سداد خدمة ديونها. وعندما تقل نسب تغطية الفائدة عن ١، فيعني ذلك أن الشركات غير قادرة على توليد دخل كاف لتغطية مدفوعات الفائدة، وتُصنف ديونها في هذه الحالة كديون متعثرة. وفي ٢٠١٠، بلغت نسبة تغطية الفائدة على المستوى الكلي ٦,٠، مما يعني أن قطاع الشركات يتمتع بقدرة كبيرة على سداد خدمة الفوائد. وقد تفاوتت نسب تغطية الفائدة لتسجل أعلى مستوى لها في البحرين حيث بلغت ٣٤,٩ وأقل مستوى لها في الإمارات حيث بلغت ٢,٨. وإذا ما أخذنا في الحسبان الاحتياطيات النقدية الوقائية، ترتفع نسب تغطية الفائدة ارتفاعاً كبيراً في جميع الدول.

الجدول ٧-٣: مجلس التعاون الخليجي: نسبة تغطية الفائدة، ٢٠١٠

الرقم	مجموع الأصول	النقدية الوقائية	مجموع الخصوم	دخل التشغيل	مصروفات الفائدة	الديون		نسبة تغطية الفائدة	نسبة تغطية الفائدة	بعد حساب الاحتياطيات النقدية
						قصيرة الأجل	مجموع الديون			
البحرين	١٨	٧,١	٢,٣	٠,٨	٠,٠	٠,١	١,١	٣٤,٩	٦٥,٤	٢,١
الكويت	١٣٢	٦٨,١	٢٩,٠	٣,٠	٠,٩	٣,٥	١٢,٤	٣,٢	٩,٦	٧,٤
عمان	٨٦	١١,٦	٥,٥	١,١	٠,٢	٠,٦	٣,١	٧,٦	١٣,٣	٤,٨
قطر	٣٢	٩٨,٥	٥٦,٢	٤,٦	١,٥	٠,٤	٢٨,٥	٣,١	١٣,١	٥,٢
السعودية	١٠٣	٣١٦,٥	١٥٤,٣	٢٧,٢	٢,٥	٢,٧	٨٤,٢	١٠,٨	٢٠,٨	٣,٠
الإمارات	٥٣	١٢٨,٨	٧٤,٩	٥,٥	٢,٠	٤,٦	٣٧,٠	٢,٨	٨,٣	٥,٣
المجموع	٤٢٤	٦٣٠,٦	٣٢٢,١	٤٢,٢	٧,١	١١,٩	١٦٦,٤	٦,٠	١٤,٢	٤,٢

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي استناداً إلى قاعدة بيانات زاوية (Zawya).
متوسط سعر الفائدة = مصروفات الفائدة / مجموع الديون × ١٠٠.

غير أن مستوى المخاطر يتفاوت إلى حد كبير حسب القطاع والبلد، وتحجب النسب الكلية اختلافات مهمة (راجع الجدول ٧-٤).

- السعودية: في نهاية ٢٠١٠، سجلت ١٢ شركة من ١٠٣ شركات خسائر تشغيل أو نسبة تغطية فائدة أقل من ١ (اثنتان منها ضمن أكبر ١٥ شركة من حيث حجم الأصول)، وتبلغ ديونها المجمعة ١٩٪ من مجموع ديون الشركات. غير أن هذه الشركات توفرت لديها أرصدة من النقدية وما يعادلها لخدمة مدفوعات الفائدة الحالية. وبلغت أصول هذه الشركات ١٣٪ من مجموع

الجدول ٧-٤: مجلس التعاون الخليجي: تحليل الأداء المالي حسب البلد، ٢٠١٠
(بمليارات الدولارات الأمريكية)

بعد حساب الاحتياطات التقديرة ^١	نسبة تغطية الفائدة	نسبة تغطية الفائدة	الديون			الاحتياطات				
			مجموع الديون	قصيرة الأجل	مصرفات الفائدة	دخل التشغيل	مجموع الخصوم	التقديرة الوقائية	مجموع الأصول	
البحرين										
١,٩	٢٨,٤	١٩,٩	١,١	٠,٠	٠,٠	٠,٤	١,٧	٠,٢	٣,٦	الصناعة
٠,٠	١٠٢,١٥٦,٠	٣١,٧٢٤,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,١	٠,١	٠,٥	الفنادق والسياحة
٨,٢	٢٦٣,١	١٢٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٤	٠,٦	٠,٤	٢,٩	الخدمات
الكويت										
٨,٨	١٢,٢	٥,٥	٠,٤	٠,٢	٠,٠	٠,٢	٠,٨	٠,٢	٢,٨	الغذاء
٣,٥	٨,١	٢,٦	١,٩	٠,٥	٠,١	٠,٢	٢,٣	٠,٤	٥,٨	الصناعة
٦,٦	٣,٠	٠,٧	٥,٠	٠,٩	٠,٣	٠,٢	١١,٢	٠,٧	٢٢,٠	العقارات
٩,٦	١٤,١	٤,٨	٥,١	١,٨	٠,٥	٢,٤	١٤,٦	٤,٥	٣٧,٥	الخدمات
عمان										
٣,٤	٢٠,٨	١١,٧	٠,٦	٠,٣	٠,٠	٠,٢	٠,٩	٠,٢	٢,٥	الصناعة
٥,١	١٢,٢	٦,٩	٢,٦	٠,٤	٠,١	٠,٩	٤,٥	٠,٧	٩,١	الخدمات
قطر										
٢,٠	٤٩,٤	٢٤,٠	٣,٧	٠,٤	٠,١	١,٨	٥,٥	١,٩	١٥,٩	الصناعة
٥,٦	١١,١	٢,٠	٢٤,٨	٠,٠	١,٤	٢,٨	٥٠,٧	١٢,٨	٨٢,٧	الخدمات
السعودية										
٢,٤	٢٢,٤	٩,٤	٥٥,٤	٠,٤	١,٣	١٢,٦	٧٤,٦	١٧,٤		البتروكيماويات
٠,٨	١٤٥,٦	١٢٠,٦	١,٠	٠,٠	٠,٠	١,٠	١,٥	٠,٢		الإسمنت
										الاستثمارات
٢,٥	٢٦,٧	٩,٤	٢,٩	٠,٩	٠,١	٠,٧	٨,١	١,٢	١٨,٧	الصناعية
			١,٤	٠,٦	٠,٠	٠,٧	٤,٧	٠,٤	١٠,١	الزراعة والغذاء
٧,١	١٠٢,٧	٢٨,٣	٠,١	٠,٠	٠,٠	٠,٣	١,٤	٠,٨	٢,٣	التجزئة
			٨,١	٠,٠	٠,٠	٠,٦	٣١,٤	١,٩	٥١,٣	الطاقة والمرافق
										الاتصالات
										وتكنولوجيا
٧,١	٦,٩	٤,٦	١١,٧	٠,٧	٠,٨	٣,٨	٢٣,٢	١,٩	٤٦,٥	المعلومات
٣,٤	٤٠,٨	٣٦,٦	٣,٣	٠,١	٠,١	٤,١	٤,١	٠,٥	١٣,٣	الاستثمار المتعدد
			٠,٠	٠,٠	٠,٠	٣,١	٣,١	٠,٤	١٤,٩	التطوير العقاري
١,٩	٣١,٣	٢٢,٩	٠,٢	٠,٠	٠,٠	٠,١	٠,٧	٠,٠	١,٣	التشييد
	١٢,٠	٧,٧	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,١	١,٤	٠,١	٣,٤	النقل
			٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٥	السياحة
	١٥,٢	٨,٦	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٩	الإعلام
الإمارات										
٧,٩	٢١,٣	٦,٨	٤,١	٠,٣	٠,٣	٢,٢	١٤,٤	٤,٧	٣٦,١	النقل
٤,٥	٩,٩	٢,٢	١٠,٢	٤,١	٠,٥	١,٠	٢٩,٨	٣,٥	٥٢,٦	العقارات
٥,٢	٤,٢	١,٩	٢٢,٧	٠,٣	١,٢	٢,٢	٣٠,٦	٢,٧	٤٠,١	الخدمات

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي استناداً إلى قاعدة بيانات زاوية (Zawya).
^١ متوسط سعر الفائدة = مصرفات الفائدة / مجموع الديون × ١٠٠.

الأصول. وقد تحسن أداؤها في ٢٠١٠ عن ٢٠٠٩، وهو ما يعود جزئياً إلى انخفاض مجموع الديون (بنسبة ٢٣٪) ومجموع الخصوم (بنسبة ٢٠٪).

• **الكويت:** أصبح قطاع الشركات أكثر صموداً في ٢٠١٠، حيث تحسنت نسبة المديونية في القطاع نتيجة انخفاض في مجموع الديون بنسبة ٤٤٪ وفي مجموع الأصول بنسبة ٩٪ في العام نفسه. غير أن انخفاض مجموع الديون لم يكن له تأثير ملحوظ في القطاعات الأضعف حيث ارتفع مستوى الديون المستحقة على الشركات التي تقل نسبة تغطية الفوائد لديها عن ١. ويتضح من التحليل القطاعي أن ٣٧ شركة - ٤ شركات في قطاع الصناعة (٥٪ من مجموع الديون)، و١٩ شركة في قطاع العقارات (٢٩٪ من مجموع الديون)، و١٤ في قطاع الخدمات (١٧٪ من مجموع الديون) - من الشركات المدرجة في البورصة والبالغ عددها ١٣٢ شركة سجلت نسبة تغطية فائدة أقل من ١ أو خسائر تشغيل، وذلك مقابل ٣١ شركة في ٢٠٠٩. وفي ٢٠١٠، كانت هذه الشركات تمثل ٥١٪ من مجموع ديون الشركات المدرجة في البورصة مقابل ٣٩٪ في ٢٠٠٩. وإذا ما أخذنا في الحسبان الاحتياطات النقدية الوقائية، فإن أداء قطاع الشركات ككل يتحسن تحسناً كبيراً، حيث نجد أن ١٧ شركة من الشركات المدرجة البالغ عددها ١٣٢ شركة سجلت نسبة تغطية فائدة أقل من ١ أو خسائر تشغيل، وذلك مقابل ١٥ شركة في ٢٠٠٩. وكانت هذه الشركات تمثل ١٢,٥٪ من مجموع ديون الشركات المدرجة في البورصة مقابل ٧٪ في ٢٠٠٩.^٤

• **قطر:** شركتان (واحدة في قطاع الصناعة والأخرى في قطاع الخدمات) من الشركات المدرجة البالغ عددها ٣٢ شركة تسجل نسبة تغطية فائدة أقل من ١ أو خسائر تشغيل، وتمثل ديونها ٠,٥٪ من مجموع الديون.

• **عمان:** ١٩ شركة (٥ شركات في قطاع الصناعة و١٤ شركة في قطاع الخدمات) من الشركات المدرجة البالغ عددها ٨٦ شركة تسجل نسبة تغطية فائدة أقل من ١ أو خسائر تشغيل، وتمثل ديونها ٧٪ من مجموع الديون.

• **البحرين:** شركة واحدة (في قطاع الصناعة) من الشركات المدرجة البالغ عددها ١٨ شركة تسجل خسائر تشغيل، وتمثل ديونها ٠,٩٪ من مجموع الديون.^٥

• **الإمارات:** ١٠ شركات (٥ شركات في قطاع العقارات، و٣ شركات في قطاع الخدمات، وشركتان في قطاع النقل) من الشركات المدرجة البالغ عددها ٥٣ شركة تسجل نسبة تغطية فائدة أقل من ١ أو خسائر تشغيل، وتمثل ديونها ١٢٪ من مجموع الديون (راجع الجدول ٧-٥).

^٢ في ٢٠٠٩، سجلت ٣٠ شركة من ١١٠ شركات نسبة تغطية فائدة أقل من ١ أو خسائر تشغيل، منها ٨ شركات في قطاع الصناعة (١٨٪ من مجموع الديون)، و١٠ شركات في قطاع العقارات (١٢٪ من مجموع الديون)، و١٢ شركة في قطاع الخدمات (٨٪ من مجموع الديون).

^٣ حسب القطاعات - شركة في قطاع الخدمات (٠,١٪ من مجموع الديون)، و٩ شركات في قطاع العقارات (٩,٧٪ من مجموع الديون)، و٧ شركات في قطاع الخدمات (٢,٧٪ من مجموع الديون).

^٤ مع أخذ الاحتياطات النقدية في الحسبان، في ٢٠٠٩ سجلت ١٥ شركة من ١١٠ شركات نسبة تغطية فائدة أقل من ١ أو خسائر تشغيل، منها ٤ شركات في قطاع الصناعة (١٪ من مجموع الديون)، وشركتان في قطاع العقارات (٢٪ من مجموع الديون). وتسع شركات في قطاع الخدمات (٤٪ من مجموع الديون).

^٥ تقتصر بيانات البحرين على الشركات المدرجة حالياً في البورصة البحرينية، وهو ما يفسر الأداء المتميز الذي تعكسه هذه البيانات. ولا تتضمن البيانات الشركتين اللتين تم شطبهما من جداول القيد بالبورصة، وهما الشركة المتحدة للصناعات الورقية وشركة الأوراق المالية والاستثمار.

الجدول ٧-٥: مجلس التعاون الخليجي: حجم المخاطر حسب البلد، ٢٠١٠.

(بمليارات الدولارات الأمريكية)

مجموع الديون	مجموع الأصول	% من مجموع الديون	الشركات التي تقل فيها نسبة تغطية الفائدة عن ^١	
٨٤,٢	٣١٦,٥	١٩,٠	١٢ من ١٠٣	السعودية
١٢,٤	٦٨,١	٥١,٠	٣٧ من ١٣٢	الكويت
٢٨,٥	٩٨,٥	٠,٥	٢ من ٣٢	قطر
٣,١	١١,٦	٧,٠	١٩ من ٨٦	عمان
١,١	٧,١	٠,٩	١ من ١٨	البحرين
٣٧,٠	١٢٨,٨	١٢,٠	١٠ من ٥٣	الإمارات

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي استنادا إلى قاعدة بيانات زاوية (Zawya).

اختبارات القدرة على تحمل صدمات أسعار الفائدة والدخل

تعكس اختبارات القدرة على تحمل الضغوط التي تم إجراؤها على نسب تغطية الفائدة مخاطر كلية محدودة من صدمات أسعار الفائدة والدخل. وقد تم اختبار قدرة الشركات على سداد الفائدة من خلال زيادة أسعار الفائدة قصيرة الأجل عن مستوياتها الحالية بمقدار ٢٠٠ و ٥٠٠ نقطة أساس وتعريض الدخل لصدمة سالبة مقدارها ٢٥٪:

- حتى بعد زيادة قدرها ٥٠٠ نقطة أساس، تظل نسب تغطية الفائدة أعلى من ١ على مستوى قطاعات الشركات ككل في جميع الدول (راجع الجدول ٧-٦). وكما هو متوقع، سوف يرتفع عدد الشركات التي تقل فيها نسب تغطية الفائدة عن ١، ولكنه لن يكون ارتفاعا كبيرا بما يشير إلى وجود ضغوط على قدرة شركات أي من هذه الدول على سداد ديونها. وتكون النتائج أكثر إيجابية إذا أخذنا في الحسبان الاحتياطات النقدية الوقائية.
- صدمات الدخل - انخفاض بنسبة ٢٥٪ - لا تشير هي الأخرى إلى وجود ضغوط على قدرة قطاعات الشركات ككل على سداد خدمة ديونها (راجع الجدول ٧-٧).

الجدول ٧-٦: مجلس التعاون الخليجي: تأثير صدمات أسعار الفائدة على نسبة

تغطية الفائدة، ٢٠١٠.

٥٠٠ نقطة أساس		٢٠٠ نقطة أساس		
نسبة تغطية الفائدة بعد حساب الاحتياطات النقدية	نسبة تغطية الفائدة	نسبة تغطية الفائدة بعد حساب	نسبة تغطية الفائدة	
١٤,٧	٧,٩	٢٥,٥	١٧,٩	البحرين
٥,٧	١,٩	٧,٦	٢,٥	الكويت
٦,٥	٣,٧	٩,٤	٥,٣	عمان
٦,٩	١,٦	٩,٨	٢,٢	قطر
٧,٨	٤,٠	١٢,٤	٦,٦	السعودية
٠,٣	٠,١	٣٤,٧	٢,٠	الإمارات

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي استنادا إلى قاعدة بيانات زاوية (Zawya).

الجدول ٧-٧: مجلس التعاون الخليجي: صدمات الدخل، ٢٠١٠.
(انخفاض/ارتفاع بنسبة ٢٥٪)

نسبة تغطية الفائدة بعد حساب الاحتياطات النقدية		
نسبة تغطية الفائدة	الاحتياطات النقدية	
٢٦,٢	٤٨,٩	البحرين
٢,٤	٧,٢	الكويت
٥,٦	٩,٩	عمان
٢,٣	٣,٣	قطر
٨,١	١٥,٦	السعودية
٢,١	٦,٣	الإمارات

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي استنادا إلى قاعدة بيانات زاوية (Zawya).

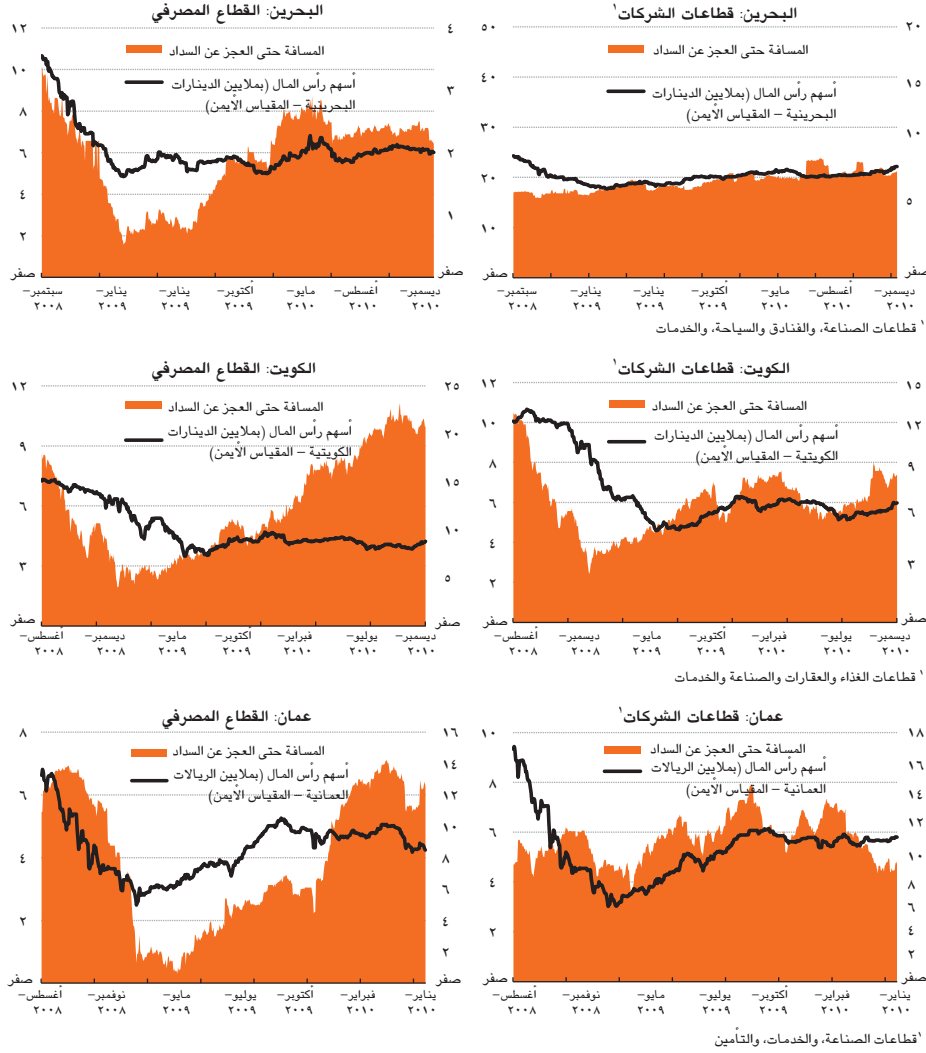
وتظهر بعض جوانب الضعف على مستوى القطاعات. فبالرغم من قوة ميزانيات الشركات إلى حد ما، فإن ارتفاع أسعار الفائدة وانخفاض الدخل قد يؤديان إلى انخفاض كبير في الاحتياطات التي تقي من الإعسار. فقد تواجه بعض القطاعات مشكلات في سداد خدمة ديونها في حالة ارتفاع أسعار الفائدة ونضوب أرصدها النقدية. فعلى سبيل المثال، إذا ارتفعت أسعار الفائدة بمقدار ٢٠٠ إلى ٥٠٠ نقطة أساس، أو واجهت هذه الشركات صدمة إيرادات بمقدار ٢٥٪، قد يفرض ذلك ضغوطا على قدرتها على سداد خدمة ديونها. وقد تؤثر هذه المشكلات على قطاعي العقارات والخدمات في الكويت والإمارات، وقطاع الخدمات في عمان وقطر، وقطاعات البتروكيماويات والزراعة والغذاء في السعودية. وتحديدا:

- في الكويت، تؤدي زيادة قدرها ٥٠٠ نقطة أساس إلى انخفاض نسبة تغطية الفائدة في شركتين إضافيتين في قطاع الصناعة (تمثل ديونهما ٧٪ من مجموع الديون) إلى أقل من ١. وفي قطاع العقارات، تؤدي زيادة قدرها ٥٠٠ نقطة أساس إلى انخفاض نسبة تغطية الفائدة في شركتين إضافيتين (تمثل ديونهما ٣٪ من مجموع الديون) إلى أقل من ١. وفي قطاع الخدمات، تؤدي زيادة قدرها ٥٠٠ نقطة أساس إلى انخفاض نسبة تغطية الفائدة في ٦ شركات إضافية (تمثل ديونها ٤٪ من مجموع الديون) إلى أقل من ١.
- وفي حالة عمان، تؤدي زيادة قدرها ٥٠٠ نقطة أساس إلى انخفاض نسبة تغطية الفائدة في شركتين إضافيتين في قطاع الصناعة (تمثل ديونهما ٢٪ من مجموع الديون) إلى أقل من ١. كما يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة بمقدار ٥٠٠ نقطة أساس إلى انخفاض نسبة تغطية الفائدة في ٣ شركات إضافية في قطاع الخدمات (تمثل ديونها ٢٤٪ من مجموع الديون) إلى أقل من ١.
- وفي الإمارات، تؤدي زيادة قدرها ٥٠٠ نقطة أساس إلى انخفاض نسبة تغطية الفائدة في ٤ شركات إضافية في قطاع العقارات (تمثل ١٨٪ من مجموع الديون) إلى أقل من ١. كما يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة بمقدار ٥٠٠ نقطة أساس إلى انخفاض نسبة تغطية الفائدة في شركة أخرى في قطاع الخدمات (تمثل ٢٪ من مجموع الديون) إلى أقل من ١.

المسافة حتى العجز عن السداد

تقيس "المسافة حتى العجز عن السداد" (DtD) مقدار الانخفاض في مجموع أصول الشركة (بالقيمة السوقية) الذي يمكن أن يؤدي إلى عجزها عن سداد التزاماتها خلال عام في ظل الوضع الحالي

الشكل البياني ٧-٢: مجلس التعاون الخليجي: المسافة حتى عجز البنوك والمؤسسات غير المالية عن السداد، ٢٠٠٨-٢٠١٠



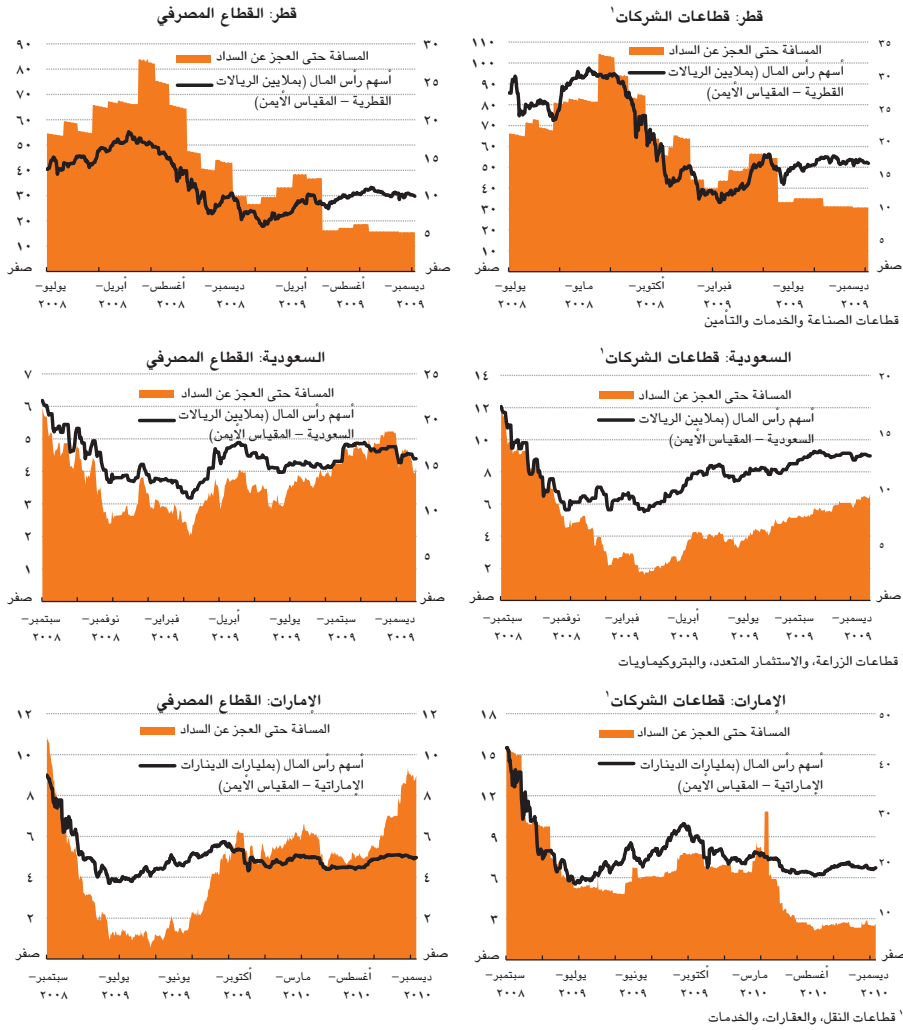
المصدر: تحليل انحدار السلاسل الزمنية، ومؤسسة Bloomberg، وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

لميزانيتها^٦ وبالنسبة لفرادى الشركات، ينشأ العجز عندما تصل قيمة أسهم رأس مالها إلى صفر. ووفقاً للمنهجية المستخدمة في هذا التحليل، تعجز الشركة عن السداد عندما تقل القيمة السوقية لأصولها عن ديونها، أو عندما تصل القيمة السوقية لأسهم رأس مالها إلى صفر^٧. وتُحسب "المسافة حتى العجز عن السداد" من خلال اشتقاقها من "معكوس" نموذج بلاك شولز ميرتن (BSM).

$$DtD = \frac{\log(A) - \log(B) + [\mu - (\sigma_A^2/2)]}{\sigma_A}$$

حيث A=الأصول، وB=الدين، و σ_A =الانحراف المعياري للعائد على الأصول، و μ =العائد المتوقع. تم استخدام مجموع الخصوم لأغراض هذا التحليل.

الشكل البياني ٧-٢: مجلس التعاون الخليجي: المسافة حتى عجز البنوك والمؤسسات غير المالية عن السداد، ٢٠٠٨-٢٠١٠ (تتمة)



ويستخدم هذا النموذج في أغلب الأحيان لتسعير الأصول من المشتقات (مثل خيارات الشراء) كدالة لاحتمالية الأحداث.^٨

ويتضح من حسابات "المسافة حتى العجز عن السداد" أن القطاع المصرفي وقطاع الشركات غير المالية قد تعرضا لضغوط بالفعل خلال الجزء الأخير من ٢٠٠٨ وحتى ٢٠٠٩، وإن كانت المخاطر قد عادت في معظم الحالات إلى مستوياتها ما قبل الأزمة (الشكل البياني ٧-٢). وتشير النتائج إلى أنه بالرغم من أن هذين القطاعين قد تأثرا بالأزمة المالية العالمية، ظلت مخاطر العجز عند مستويات منخفضة مما يعني أن البنوك والشركات في دول مجلس التعاون الخليجي تمتلك احتياطات وقائية

^٨ لحساب احتمالات العجز عن السداد، افترضت دراسة Merton (1974) أن أسهم رأس المال ليست لها قيمة إلا إذا تجاوزت قيمة الأصول قيمة الدين، ووضعت الصيغة اللازمة لتأكيد احتمال العجز عن السداد استنادا إلى قيمة أسهم رأس المال وتقلبات أسعارها.

كافية بما يمكنها من تحمل الصدمات. وكما هو متوقع، هناك ارتباط وثيق بين المسافة حتى العجز عن السداد وقيمة أسهم رأس المال - فارتفاع قيمة أسهم رأس المال يعني وجود احتمالات قوية في الأسواق بأن القيمة المستقبلية لأصول الشركة سوف تتجاوز قيمة ديونها.

ملاحظات ختامية

تمكن قطاع الشركات غير المالية في دول مجلس التعاون الخليجي من التغلب على الأزمة العالمية. وتبدو إدارة المخاطر في الأجل القريب - والتي تم اشتقاقها من اختبارات القدرة على تحمل الضغوط التي تم إجراؤها على حسابات نسب تغطية الفائدة والمسافة حتى العجز عن السداد - أمراً ممكناً على المستوى الكلي ولا سيما إذا أخذنا في الاعتبار الاحتياطات النقدية الوقائية الضخمة التي تحتفظ بها العديد من الشركات في الوقت الحالي. وبالطبع فإن بعض القطاعات - والكيانات الفردية - أكثر تعرضاً للمخاطر عن غيرها.

المراجع

- Blavy, R. and M. Souto, 2009, *Estimating Default Frequencies and Macrofinancial Linkages in the Mexican Banking Sector*, IMF Working Paper/09/109 (Washington: International Monetary Fund).
- Gapen, M. T., Gray, D. F., Lim, A. H., and Xiao, Y., 2004, *The Contingent Claims Approach to the Corporate Vulnerability Analysis: Estimating Default Risk and Economy-Wide Risk Transfer*, IMF Working Paper/04/121 (Washington: International Monetary Fund).
- Goldman Sachs, 2000, *Asia Bank NPLs III: How High, How Structural? Goldman Sachs Global Equity Research Report* (Hong Kong SAR: Goldman Sachs).
- Harada, K., T. Ito, and S. Takahashi, 2010, *Is the Distance to Default a Good Measure in Predicting Bank Failures? Case Studies*, NBER Working Paper #16182 (Cambridge, MA: National Bureau for Economic Research).
- Heytens, P. and C. Karacadag, 2001, *An Attempt to Profile the Finances of China's Enterprise Sector*, IMF Working Paper/01/182 (Washington: International Monetary Fund).
- Jones, M.T., and M. Karasulu, 2006, *The Korean Crisis: What Did We Know and When Did We Know it? What Stress Tests of the Corporate Sector Revealed*, IMF Working Paper/06/114 (Washington: International Monetary Fund).
- Khamis, M., A. Senhadji, M. Hasan, F. Kumah, A. Prasad, and G. Sensenbrenner, 2010 *Impact of the Global Financial Crisis on the*

Gulf Corporation Council Countries and Challenges Ahead (Washington: International Monetary Fund).

Merton, R.C. 1974, *On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates*, *Journal of Finance*, 29, pp. 449–70.

Oura, H. and P. Topalova, 2009, *India's Corporate sector: Coping with the Global Financial Tsunami*, in *India: Selected Issues*, IMF Country Report 09/186 (Washington: International Monetary Fund).

Topalova, P., 2004, *Overview of the Indian Corporate Sector: 1989–2002*, IMF Working Paper/04/64 (Washington: International Monetary Fund).

