

تمهيد

تصدر إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى في صندوق النقد الدولي تقرير آفاق الاقتصاد الإقليمي لمنطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى مرتين سنوياً. ويشكل التحليل والتوقعات التي يحتويها التقرير جزءاً أساسياً من عمل الإدارة المتعلق بمراقبة التطورات والسياسات الاقتصادية في ٣٠ بلداً عضواً. ويستند التقرير في الأساس إلى المعلومات التي تتجمع لدى خبراء الإدارة من خلال مشاوراتهم مع البلدان الأعضاء.

وقد تم تنسيق التحليلات الواردة في هذا التقرير تحت الإشراف العام للسيد مسعود أحمد (مدير الإدارة). وتولى إدارة المشروع كل من السيدة راتنا ساهاي (نائبة مدير الإدارة) والسيد رالف شامي (رئيس قسم الدراسات الإقليمية في الإدارة).

وساهم بجهد أساسي في هذا التقرير الخبراء الاقتصاديون ياسر بديع، وأدولفو باراهاس، وتوباياس راموسين، وأكسل شيملفنغ. وساهم فيه أيضاً الخبراء الاقتصاديون علي العيد، وديفيد أماغلوبيلي، وسرحان سيفيك، ورافائيل إسبينوزا، وهارالد فينغر، وهيكو هيسي، وسيبي هوانغ، ونديم إلهي، وديما جارदानه، ومي خميس، وألينا لوسا، وليليا ريبا، وغابريال سنسنبرينر، ونيكلاس ويستيلبوس.

وتولى المساعدة في الجانب البحثي وإدارة قاعدة البيانات وأنظمة الكمبيوتر كل من جيمي إسبينوسا وأنجالي غرغ. وقدمت كريستين إبراهيم زاده إرشادات تتعلق بالتحضير، وقامت سونيا لومان بمعالجة النصوص وتنسيق الصفحات. وتولت جاسمين ليف مسؤولية إدارة الوثائق، أما تحرير النص وإدارة إنتاج المطبوعة فقامت به جوان بليك وجوليا لوتس من إدارة العلاقات الخارجية.

الافتراضات والأعراف المتبعة

تم اعتماد عدد من الافتراضات لكي تستند إليها التوقعات الواردة في تقرير آفاق الاقتصاد الإقليمي: منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى. فمن المفترض أن تواصل السلطات الوطنية تطبيق سياساتها القائمة؛ وأن يبلغ متوسط سعر النفط ٨٠ دولاراً أمريكياً للبرميل في عام ٢٠١٠ و ٨٣ دولاراً أمريكياً في عام ٢٠١١؛ وأن يتراوح متوسط سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن ("الليبور") على الودائع بالدولار الأمريكي لستة أشهر ٠,٥% في عام ٢٠١٠ و ١,٧% في عام ٢٠١١. وهذه بالطبع افتراضات لأغراض التحليل وليست من قبيل التنبؤات، كما أن أوجه الغموض المحيطة بها تزيد من هامش الخطأ الذي يمكن أن تتطوي عليه التوقعات على أي حال. وتجدر الإشارة إلى أن بعض البيانات الواردة في الأشكال البيانية والجدول لعام ٢٠٠٩ تمثل تقديرات. وتستند هذه التقديرات لعام ٢٠٠٩ والتوقعات لعام ٢٠١٠ إلى المعلومات الإحصائية المتوافرة حتى ٩ إبريل ٢٠١٠.

وفيما يلي الأعراف المستخدمة في هذه المطبوعة:

- تشير نقط الحذف (...) في الجداول إلى أن البيانات "غير متوافرة"، وتشير كلمة "صفر" أو الرقم "٠,٠" إلى "الصفر" أو قيمة "لا تذكر". وترجع الفروق الطفيفة بين مفردات الأرقام والمجاميع الكلية إلى عملية التقريب.
- تشير علامة الشرط الداخلية (-) بين السنوات أو الشهور (مثل ٢٠٠٨-٢٠٠٩ أو يناير- يونيو) إلى السنوات أو الشهور المشمولة، بما فيها سنوات أو شهور البداية والنهاية؛ وتشير الشرط المائلة (/) بين السنوات أو الشهور (٢٠٠٨/٢٠٠٩) إلى سنة الميزانية أو السنة المالية.
- "مليار" تعني ألف مليون، و"تريليون" تعني ألف مليار.
- "نقط الأساس" تشير إلى ٠,٠١ نقطة مئوية (فمثلاً، ٢٥ نقطة أساس تعادل رُبُع نقطة مئوية).

مصطلح "بلد"، حسب استخدامه في هذا التقرير، لا يشير في جميع الحالات إلى كيان إقليمي يشكل دولة حسب مفهوم القانون والعرف الدوليين. وإنما يشمل في هذا التقرير بعض الكيانات الإقليمية التي لا تشكل دولا ولكن هناك بيانات إحصائية عنها يُحتفظ بها على أساس منفصل ومستقل.

يمكن الاطلاع على النص الكامل لتقرير آفاق الاقتصاد الإقليمي: منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى في موقع صندوق النقد الدولي على شبكة الإنترنت، وعنوانه www.imf.org.

ويرجى إرسال أي استفسارات حول محتوى التقرير بالبريد العادي أو البريد الإلكتروني (لا تقبل الاستفسارات الهاتفية) إلى العنوان التالي:

Regional Economic Outlook
Middle East and Central Asia Department
International Monetary Fund
700 19th Street, N.W.,
Washington, D.C. 20431, U.S.A.
بريد إلكتروني: mcdreo@imf.org

تصنيف مجموعات البلدان والمناطق

يغطي عدد مايو ٢٠١٠ من تقرير آفاق الاقتصاد الإقليمي: منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى البلدان التي تختص بها إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى (MCD) في صندوق النقد الدولي، وهو يقدم عرضاً شاملاً لآخر التطورات الاقتصادية في عام ٢٠٠٩ إلى جانب الآفاق المتوقعة وقضايا السياسات فيما تبقى من عام ٢٠١٠ وفي عام ٢٠١١. وتيسيراً لأعمال التحليل، تقسم بلدان المنطقة التي يغطيها هذا التقرير والتي يبلغ عددها ٣٠ بلداً إلى المجموعات الثلاثة التالية: (١) البلدان المصدرة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان (MENAP)، و(٢) البلدان المستوردة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان، و(٣) بلدان القوقاز وآسيا الوسطى (CCA). وترد بين قوسين اختصارات أسماء البلدان المستخدمة في بعض الأشكال البيانية.

وتتألف البلدان المصدرة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان من الجزائر (DZA)، والبحرين (BHR)، وإيران (IRN)، والعراق (IRQ)، والكويت (KWT)، وليبيا (LBY)، وعمان (OMN)، وقطر (QAT)، والمملكة العربية السعودية (SAU)، والسودان (SDN)، والإمارات العربية المتحدة (UAE)، واليمن (YMN).

وبالنسبة للبلدان المستوردة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان، فهي تضم أفغانستان (AFG)، وجيبوتي (DJI)، ومصر (EGY)، والأردن (JOR)، ولبنان (LBN)، وموريتانيا (MRT)، والمغرب (MAR)، وباكستان (PAK)، وسوريا (SYR)، وتونس (TUN).

أما بلدان القوقاز وآسيا الوسطى، فتضم أرمينيا (ARM)، وأذربيجان (AZE)، وجورجيا (GEO)، وكازاخستان (KAZ)، وقيرغيزستان (KGZ)، وطاجيكستان (TJK)، وتركمانستان (TKM)، وأوزبكستان (UZB).

وإضافة إلى ذلك، يقسم التقرير البلدان إلى المجموعات الجغرافية التالية:

مجلس التعاون الخليجي (GCC)، ويضم البحرين والكويت وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة.

والمغرب العربي، ويشمل الجزائر وليبيا وموريتانيا والمغرب وتونس.

والمشرق العربي، ويشمل مصر والأردن ولبنان وسوريا.

أضواء على أهم الأحداث

تشهد بلدان الشرق الأوسط وآسيا الوسطى تحسناً مستمراً في آفاقها الاقتصادية مع استمرار تعافي الاقتصاد العالمي، وإن كان تعافي الاقتصاد العالمي لا يزال هشاً. وفي عام ٢٠١٠، سوف يزداد زخم النمو في هذه المنطقة – التي تتألف من (١) البلدان المصدرة للنفط في "الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان" (MENAP)؛ و (٢) البلدان المستوردة للنفط في "الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان"؛ و (٣) بلدان القوقاز وآسيا الوسطى (CCA) – ولكنه سيظل دون مستويات ما قبل الأزمة. ورغم التأثير المحدود الذي تعرضت له المنطقة بسبب أزمة دبي والأحداث التي بدأت تتكشف في اليونان، فإن إعادة تسعير الديون السيادية أمر لا يمكن استبعاده، مما يضيف على الآفاق المتوقعة طابع عدم اليقين.

وسوف تنتصر الأولويات في عام ٢٠١٠ معالجة التركة الناجمة عن أزمة الاقتصاد العالمي. فقد ظهرت أثناء الأزمة ضغوط تتعلق بالميزانيات العمومية لدى البنوك في بعض البلدان المصدرة للنفط في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان، ويتعين التوصل إلى حلول لمعالجتها بما يتناسب مع ظروف كل بلد معني. ونظراً لاستمرار ارتفاع البطالة في البلدان المستوردة للنفط في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان، فسوف تكون زيادة النمو وتحسين القدرة التنافسية على رأس الأولويات، إزاء خلفية التحسن الضعيف في الطلب الخارجي والمنافسة الشديدة من الأسواق الصاعدة الأخرى. وفي بلدان القوقاز وآسيا الوسطى، تُعطى الأولوية لمعالجة خلل الميزانيات العمومية المصرفية كشرط أساسي لتحسين أوضاع الائتمان.

البلدان المصدرة للنفط في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان: الخروج من الأزمة

أصبحت بلدان MENAP المصدرة للنفط بضرر بالغ في عام ٢٠٠٩. ففي أوائل ذلك العام، هبطت أسعار النفط الخام إلى ٤٠ دولاراً أمريكياً للبرميل، وانخفضت أسعار العقارات والأصول، ونضب التمويل الخارجي. وتراجعت فوائض الحسابات الجارية المجمعة للبلدان المصدرة للنفط إلى ٥٣ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٩، بعد ارتفاعها بأكثر من عشرة أضعاف في العقد السابق حتى وصلت إلى ٣٦٢ مليار دولار في عام ٢٠٠٨. وتقلص إجمالي الناتج المحلي النفطي بمعدل ٤,٧% في عام ٢٠٠٩، لكن تأثير الأزمة كان مخففاً على القطاع غير النفطي الذي حقق معدل نمو قدره ٣,٦%، وذلك بفضل مضاعفة الإنفاق الحكومي وما قدمته البنوك المركزية من دعم للسيولة وضخ لرؤوس الأموال في القطاع المصرفي. وعلى وجه الإجمال، حققت هذه الاقتصادات نمواً بمعدل ١,٥% في عام ٢٠٠٩.

ومما ساعد التعافي في هذه البلدان استئناف تدفقات رؤوس الأموال الداخلة وعودة أسعار النفط الخام إلى الارتفاع حتى تجاوزت ٨٠ دولاراً أمريكياً للبرميل مع نهاية العام الماضي. وعاد التحسن المستمر في أوضاع الاحتياطيات الدولية – بحجم متوقع قدره ٤٦ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠١٠. ومن المتوقع أن يؤدي ارتفاع أسعار النفط وحجم الناتج إلى ارتفاع الصادرات النفطية بنسبة ٣١% لتصل إلى ٦٨٢ مليار دولار أمريكي، وزيادة فائض الحساب الجاري بأكثر من الضعف ليصل إلى ١٤٠ مليار دولار أمريكي، وتعزيز النمو في إجمالي الناتج المحلي النفطي ليسجل ٤,٣% في عام ٢٠١٠. وإضافة إلى ذلك، تخطط حكومات متعددة للتوسع في الإنفاق – وأبرزها حكومة المملكة العربية السعودية. وسوف تواصل هذه الدفعة التنشيطية دورها الداعم لنشاط القطاع المحلي غير النفطي الذي يُتوقع أن يحقق نمواً بمعدل ٤,١% في

عام ٢٠١٠، وأن تستمر في نقل آثارها الإيجابية إلى الاقتصاد العالمي والبلدان المجاورة من خلال التبادل التجاري وتحولات العاملين.

ويشكل الطلب القوي على النفط ركيزة لأفاق واعدة على المدى المتوسط. ففي عام ٢٠١١، يُتوقع أن تزداد قوة التعافي الاقتصادي، مع بلوغ النمو الكلي لإجمالي الناتج المحلي ٤,٥%. ورغم أن المتوقع أن يظل النمو أقل بكثير من مستويات ما قبل الأزمة، فمن الأرجح أن يكون نمواً قابلاً للاستمرار على المدى الطويل.

وهناك عقبة بارزة أمام تعافي الاقتصاد في كثير من البلدان المصدرة للنفط في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان، وهي تباطؤ الخدمات الائتمانية المتاحة للقطاع الخاص. ففي السنوات السابقة، كان النمو الائتماني القوي مدفوعاً بمستوى عالٍ من التمويل بالدين والتوسع في التمويل الخارجي وسرعة نمو الودائع والارتفاع الشديد في أسعار الأصول، وكلها تراجع خلال الأزمة مؤدياً إلى ضغوط كبيرة على الميزانيات العمومية المصرفية. ولإنعاش النشاط الائتماني، ينبغي أن تعمل البنوك على معالجة الخلل في ميزانياتها العمومية عن طريق إثبات الخسائر، كذلك ينبغي للحكومات دعم هذه الجهود، حسب مقتضى الحال، عن طريق فرض المزيد من الشفافية وتعزيز الوضوح على الجانب التنظيمي. وعلى المدى المتوسط، ينبغي تطوير أسواق سندات الدين وحقوق الملكية على المستوى المحلي لتوفير بدائل للتمويل المصرفي.

البلدان المستوردة للنفط في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان: استمرار التحسن ببطء

تتسم بلدان MENAP المستوردة للنفط بروابطها المالية والتجارية المحدودة، وقد كان انتشار الآثار الإيجابية للتوسعات المالية في بلدان MENAP المصدرة للنفط بمثابة عامل موازن لتأثير تباطؤ النشاط العالمي. وبالتالي، هبط معدل النمو الكلي بنسبة ضئيلة وحسب من ٥% في عام ٢٠٠٨ إلى ٣,٨% في عام ٢٠٠٩. ومع الارتداد الإيجابي الذي حققته التجارة منذ منتصف ٢٠٠٩ وبدء انتعاش الاستثمار والائتمان المصرفي، يُتوقع أن يسجل النمو ارتفاعاً هامشياً ليصل إلى ٤,١% في عام ٢٠١٠ و ٤,٨% في عام ٢٠١١. غير أن معدلات النمو هذه تظل أدنى من المتوسط في البلدان الصاعدة والنامية، والأهم من ذلك أنها لا تكفي لإيجاد فرص العمل اللازمة في منطقة يُتوقع أن يزداد سكانها الذين بلغوا سن العمل بمقدار الربع في العشر سنوات القادمة.

ولا يزال نمو الائتمان منخفضاً — حيث هبط إلى متوسط مرجح قدره ٢% في أكتوبر ٢٠٠٩ بعد أن بلغ حوالي ٢٠% قبل الأزمة. ولم تتضح بعد في معظم بلدان MENAP المستوردة للنفط عودة التدفقات الرأسمالية الوفيرة المشاهدة في غيرها من الاقتصادات الصاعدة. وهناك قيود على إمكانات النمو بقيادة الصادرات يفرضها استمرار ضعف الطلب الأوروبي وارتفاع أسعار الصرف والمنافسة من اقتصادات صاعدة أخرى، لا سيما في آسيا. وبالتالي، فإن تعزيز القدرة التنافسية لرفع معدلات النمو وإنشاء فرص العمل سيكون من التحديات الأساسية أمام المنطقة. ومما سيساعد في تحقيق هذا الهدف بذل جهود إضافية لكي تتوافر للاستثمار الأجنبي والمحلي بيئة أكثر مساندة لأنشطة الأعمال، وتحرير القطاع المالي، وتطوير أسواق رأس المال المحلية.

ويؤدي ارتفاع مستويات الدين في عدة بلدان إلى الحد من فرص التنشيط المالي الممكن. ونظرا للتضخم المرتفع نسبيا في معظم أنحاء المنطقة وبدء ارتفاع أسعار الفائدة في المنطقة وعلى المستوى الدولي، فإن فرصة القيام بتنشيط نقدي إضافي تظل محدودة للغاية في معظم الحالات.

القوقاز وآسيا الوسطى: تعافٍ ولبد

تأثرت بلدان القوقاز وآسيا الوسطى بهبوط النشاط الاقتصادي العالمي، وإن كانت السياسات المعاكسة لاتجاه الدورة الاقتصادية على المستويين المالي والنقدي وكذلك الدعم المقدم من المانحين قد نجحت في تعويض جانب من هذا الأثر. فمع الهبوط الحاد الذي سجلته الصادرات وتحويلات العاملين، لحقت أشد الأضرار بالبلدان المستوردة للطاقة – فسجلت أرمينيا أكبر هبوط في النمو من ٦,٨% في عام ٢٠٠٨ إلى -١٤% في ٢٠٠٩ مع تعثر الرواج السابق في أنشطة التشييد. وفي جورجيا، كان الانكماش البالغ ٤% أقل حدة نسبيا، الأمر الذي يرجع جزئيا إلى بدء التباطؤ الفعلي فيها منذ عام ٢٠٠٨. وفي جمهورية قيرغيزستان وطاجيكستان، هبط النمو أيضا في عام ٢٠٠٩، لكنه ظل موجبا عند مستوى ٢% و ٣% على التوالي. وحققت البلدان المصدرة للطاقة في القوقاز وآسيا الوسطى نتائج أفضل، فلم ينخفض النمو فيها إلا بنسبة معتدلة – من ٦,٦% في ٢٠٠٨ إلى ٤,٧% في ٢٠٠٩ – لكنه كان أقل بكثير من المعدل المسجل في ٢٠٠٧ وقدره ١٢,٦%. أما كازاخستان فقد تأثرت تأثرا ملحوظا باضطراب الأسواق المالية الدولية، حسبما يتبين من خروج ما قيمته ٥ مليارات دولار صافية من تدفقات رؤوس أموال الحافظة الخاصة منذ بداية الأزمة.

وتُلاحظ بوادر التعافي الاقتصادي في عموم بلدان القوقاز وآسيا الوسطى. فقد بدأ التحسن في الصادرات، ويبدو هبوط التحويلات متباطئا أو في تراجع مستمر، كما بدأت تدفقات رؤوس الأموال الداخلة تتحول إلى الموجب. وفي ضوء هذه التطورات، يُتوقع أن يرتفع النمو في بلدان القوقاز وآسيا الوسطى إلى ٤,٣% في عام ٢٠١٠. ويظل النمو أضعف نسبيا في البلدان المستوردة للطاقة، حيث يُتوقع أن يتراوح بين ٢ و ٤% على وجه التقريب. وتبدو قيود المالية العامة ملمحا بارزا في البلدان الأربعة المستوردة للطاقة، وسوف يتطلب الأمر دعما إضافيا من المانحين لمساعدة هذه البلدان على إيجاد الحيز المالي الكافي إذا ما تعثر التعافي الجاري. ومن المتوقع أن يسجل النمو أعلى معدلاته في البلدان المصدرة للطاقة، حيث يُتوقع أن تكون هذه المعدلات في حدود ٢ و ٣% في أذربيجان وكازاخستان و ٨% في أوزبكستان و ١٢% في تركمانستان.

ومن التحديات المشتركة بين معظم بلدان القوقاز وآسيا الوسطى ضرورة إنعاش النمو الائتماني المقدم للقطاع الخاص. فقد تأثرت النظم المصرفية في هذه البلدان بالأزمة العالمية، وحدث هبوط حاد في النمو الائتماني بل إنه تحول إلى السالب بالقيمة الحقيقية في بعضها، مقارنة بالزيادات الهائلة التي تراوحت بين ٤٠ و ٨٠% في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة مباشرة. ويُنتظر أن يكون لسياسات استعادة النمو الائتماني دور مساعد للبنوك في معالجة الخلل القائم في ميزانياتها العمومية، وأن تضخ فيها السيولة ورأس المال في ظروف معينة حسب الاقتضاء. وعلى المدى المتوسط، يُنتظر أن تكون سياسات الاقتصاد الكلي والسلامة الاحترازية الكلية مشجعا لإلغاء الدولار – حيث كانت مستويات الدولار المرتفعة التي تراوحت بين ٤٠ و ٨٠% من أهم القنوات التي انتقلت من خلالها الأزمة العالمية إلى المنطقة – ومشجعا أيضا لإقامة أسواق محلية لسندات الدين تحقق مزيدا من التنوع في قاعدة التمويل المتاحة للبنوك.

آفاق الاقتصاد العالمي^١

سار تعافى الاقتصاد العالمي بشكل أفضل مما كان متوقعا، حيث انتعش النشاط بسرعات متفاوتة – فكان متباطئا في كثير من الاقتصادات المتقدمة وقويا في معظم الاقتصادات الصاعدة والنامية. وفي عامي ٢٠١٠ و ٢٠١١، يُتوقع أن يرتفع الناتج العالمي بمقدار ٤,٢٥% تقريبا، عقب انكماشه بنسبة ٠,٥% في عام ٢٠٠٩ (انظر الجدول). وكان الدعم الذي وفرته السياسات عنصرًا أساسيا في إعطاء دفعة المبدئية لمسيرة التعافى. فكانت السياسة النقدية توسعية إلى حد كبير، مع حجم استثنائي من السيولة الداعمة. كذلك قدمت سياسة المالية العامة دفعة تنشيطية كبيرة في مواجهة الهبوط العميق الذي شهده النشاط الاقتصادي.

وفي الاقتصادات المتقدمة، تحقق الولايات المتحدة بداية أفضل مما هو الحال في أوروبا واليابان. وعلى مستوى الاقتصادات الصاعدة والنامية، تأخذ بلدان آسيا الصاعدة زمام القيادة في مسيرة التعافى، كما يحقق النمو قوة متزايدة في الاقتصادات الكبرى الواقعة في أمريكا اللاتينية والاقتصادات الصاعدة والنامية الأخرى، لكنه لا يزال متأخرا في كثير من اقتصادات أوروبا الصاعدة وبلدان مختلفة في كومنولث الدول المستقلة. وتواصل بلدان إفريقيا جنوب الصحراء اجتياز الأزمة العالمية بنجاح، ومن المتوقع أن تتعافى من أثارها بقوة أكبر مقارنة بما حدث في أعقاب حالات الهبوط السابقة في الاقتصاد العالمي.

ويرجح أن تظل في الطليعة نفس الاقتصادات التي بدأت بانطلاقة

قوية، حيث يتعرض النمو في البلدان الأخرى لمعوقات فرضتها الأضرار الدائمة التي لحقت بميزانياتها العمومية في القطاع المالي وقطاع الأسر. وتميل الاحتمالات إلى الجانب السلبي بشكل عام، بعد أن أصبحت شديدة الوضوح من حيث ارتفاع الدين العام في الاقتصادات المتقدمة. ويتمثل مصدر القلق الأساسي في أن تكون مساحة الحركة على مستوى السياسات في كثير من هذه الاقتصادات إما استنفد معظمها أو أصبحت أشد ضيقا بكثير مما كانت عليه من قبل، الأمر الذي يعرض التعافى الهش لصدمة جديدة. وإضافة إلى ذلك، فإن انكشاف البنوك للمخاطر العقارية لا يزال مصدرا لمخاطر التطورات السلبية، لا سيما في الولايات المتحدة وأجزاء من أوروبا.

وهناك دعم متبادل بين حالات التعافى الجارية في النشاط العيني والمالي، وإن كان الحصول على الائتمان لا يزال صعبا في بعض القطاعات. فقد استقرت الأوضاع في أسواق المال وحققت أسواق سندات وأسهم الشركات ارتدادا إيجابيا. وقد بدأ تشديد معايير الإقراض المصرفي ينحسر في الاقتصادات المتقدمة ويبدو أن أزمة الائتمان توشك على الانتهاء، بينما بدأ النمو الائتماني يعود إلى سرعته السابقة في كثير من الاقتصادات الصاعدة والنامية. ومع ذلك، لا تزال الأوضاع المالية أكثر صعوبة مما كانت عليه قبل الأزمة.

وإلى جانب النشاط العيني والمالي، حدث ارتداد إيجابي قوي أيضا في التدفقات المالية عبر الحدود من الاقتصادات المتقدمة إلى كثير من الاقتصادات الصاعدة. وتشمل أهم القوى المحركة لهذه التدفقات سرعة النمو في الاقتصادات الصاعدة، وفروق العائد الكبيرة لصالحها، وعودة الإقبال على تحمل المخاطر. وجاء انتعاش التدفقات العابرة للحدود مصحوبا ببعض التغيرات في أسعار الصرف الفعلية الحقيقية – حيث انخفض سعر الدولار الأمريكي وارتفعت بعض العملات المعمومة الأخرى في الاقتصادات المتقدمة والصاعدة. لكن التغيرات كانت محدودة على وجه العموم مقارنة بمستويات ما قبل الأزمة، ومن المرجح أن تزداد اختلالات الحسابات الجارية العالمية مرة أخرى في المدى المتوسط.

ونظرا لحجم الدين العام الكبير الذي تراكم خلال فترة الركود الحالية، ينبغي أن تركز سياسات الخروج من الأزمة في كثير من الاقتصادات المتقدمة على ضبط أوضاع المالية العامة ومعالجة الخلل في القطاع المالي. وسوف يسمح ذلك بأن تظل السياسة النقدية تيسيرية دون أن تفرز ضغوطا تضخمية أو عدم استقرار في السوق المالية. وفي الاقتصادات الصاعدة والنامية، تعتمد الأولويات على مساحة الحركة المتوافرة لسياسة المالية العامة وعلى أوضاع الحسابات الجارية. وتعلق أهمية خاصة على مدى انتشار الدعايات المتعلقة بسياسات المالية العامة في الاقتصادات المتقدمة الكبرى، حيث يمكن أن تتأثر تكاليف التمويل في اقتصادات أخرى متقدمة أو نامية تأثرا سلبيا من جراء العجز الكبير والافتقار إلى استراتيجيات محددة بوضوح لضبط أوضاع المالية العامة على المدى المتوسط.

^١ لمزيد من المعلومات، راجع تقرير آفاق الاقتصاد العالمي (عدد إبريل ٢٠١٠).

عرض عام لتوقعات آفاق الاقتصاد العالمي (التغير %)

على أساس سنوي مفازن		التوقعات			
٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨		
٤,٣	٤,٢	٠,٦-	٣,٠	الناتج العالمي	
٢,٤	٢,٣	٣,٢-	٠,٥	الاقتصادات المتقدمة	
٢,٦	٣,١	٢,٤-	٠,٤	منها: الولايات المتحدة	
١,٨	١,٠	٤,١-	٠,٩	الاتحاد الأوروبي	
٦,٥	٦,٣	٢,٤	٦,١	الاقتصادات الصاعدة والنامية	
٤,٦	٤,٢	٢,٣	٤,٦	منها: الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان	
٤,٧	٤,٣	٣,٥	٦,٥	القوقاز وآسيا الوسطى	
٣,٦	٤,٠	٦,٦-	٥,٥	كومنولث الدول المستقلة	
٣,٦	٤,٠	٧,٩-	٥,٦	منها: روسيا	
٦,١	٧,٠	١٠,٧-	٢,٨	حجم التجارة العالمية (سلع وخدمات)	
٣,٨	٢٩,٥	٣٦,٣-	٣٦,٤	أسعار السلع الأولية	
٠,٥-	١٣,٩	١٨,٧-	٧,٥	النفط ^١	
				غير الوقود ^٢	

المصادر: صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي وتقرير آفاق الاقتصاد الإقليمي (إبريل ٢٠١٠).

^١ متوسط بسيط لأسعار النفط الخام من أنواع برنت المملكة المتحدة وديي وغرب تكساس الوسيط. وكانت متوسط سعر البرميل بالدولار الأمريكي ٦١,٧٨ دولارا للبرميل في ٢٠٠٩، بينما يبلغ السعر المفترض حسب أسواق العقود الآجلة ٨٠ دولارا للبرميل في ٢٠١٠ و ٨٣ دولارا في عام ٢٠١١.

^٢ متوسط (مقيس بالدولار الأمريكي) على أساس أوزان الصادرات السلعية العالمية.

ألف - ١: البلدان المصدرة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان وباكستان: الخروج من الأزمة

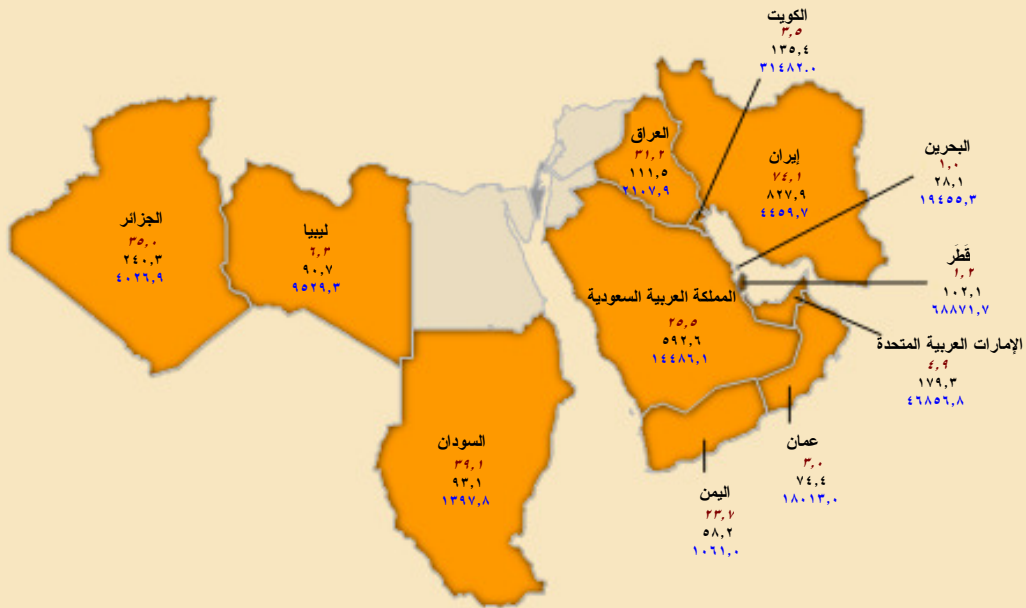
- قامت عدة بلدان مصدرة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان بتنفيذ مجموعات تدابير تنشيط مالي كبيرة في عام ٢٠٠٩، ساعدت على توفير هوامش أمان لوقاية القطاع غير النفطي والبلدان المجاورة من تأثير الأزمة.
- وأدى استمرار هذه السياسة، بالتوازي مع تحسُّن الأوضاع الخارجية، إلى حدوث تعاف ولبد في عام ٢٠٠٩ وتحسين آفاق عام ٢٠١٠، حيث يَرَجَّح أن يزداد زخم النمو. ويُتوقع أن يظل نمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي في السنوات القادمة دون مستويات ما قبل الأزمة عند مستوى أعلى قليلاً من ٤% ولكن يَرَجَّح أن تكون له قابلية استمرار أكبر على المدى البعيد.
- وتكتنف هذه الآفاق تحديات في النظم المصرفية حيث يبقى الائتمان بطيئاً ولم يتم إثبات خسائر القروض المتعثرة بالكامل حتى الآن. وسوف يتعين أن تعتمد استراتيجيات الخروج من السياسات الاقتصادية الكلية التيسيرية - والتي ثبتت فعاليتها في منع زيادة حدة تباطؤ الائتمان والتباطؤ الاقتصادي - على وتيرة التعافي.
- ومما يلقي أيضاً بظلال من الشك على الآفاق التي يمكن بخلاف ذلك أن تكون إيجابية - لا سيما للإمارات العربية المتحدة - إعلان مجموعة "دبي العالمية" تأجيل مدفوعات الدين. وقد يكون لهذا الحدث أيضاً انعكاسات أوسع بمرور الوقت على الدين شبه السيادي ومعالجة الضمانات الحكومية الضمنية. إلا أن التأثير المباشر لهذا الحدث على البلدان الأخرى كان محدوداً حتى الآن.

البلدان المصدرة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان

التعداد السكاني بالمليون (٢٠٠٩)

إجمالي الناتج المحلي للبلدان على أساس تعادل القوى الشرائية، بالمليار دولار أمريكي (٢٠٠٩)

نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، بالدولار الأمريكي (٢٠٠٩)



المصادر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد الإقليمي؛ وبرنامج Microsoft MapLand.

ملحوظة: أسماء البلدان وحدودها المبينة على هذه الخريطة لا تعكس بالضرورة الموقف الرسمي لصندوق النقد الدولي.

التعامل مع آثار الأزمة المالية العالمية

الدورة الاقتصادية. واستطاعت بلدان MENAP باستغلال مساحة التصرف الكبيرة التي توافرت لها على مستوى المالية العامة - انخفاض مستويات الدين نسبياً وامتلاك هوامش أمان كبيرة من الاحتياطات التي تراكمت خلال السنوات السابقة - الاضطلاع ببرامج إنفاق كبيرة تركزت على الاستثمار في مشاريع البنية التحتية. فقامت المملكة العربية السعودية بتنفيذ أكبر مجموعة تدابير تشييطية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي من بين بلدان مجموعة العشرين في عام ٢٠٠٩. وواصلت الجزائر برنامج استثمار عام كبير، استناداً إلى ما تراكم لديها من مدخرات في صندوق تثبيت النفط، لدعم الأنشطة غير الهيدروكربونية؛ وزاد الإنفاق الكلي للحكومة المركزية بأكثر من ١٠ نقاط مئوية من إجمالي الناتج المحلي من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠٠٩.

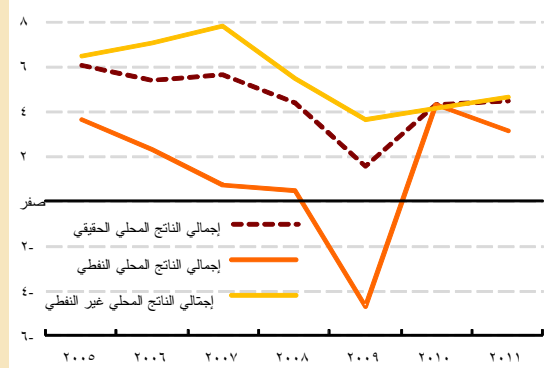
وعلى الصعيد النقدي، وتمشيا مع الاتجاهات العامة العالمية، قامت البنوك المركزية في عدد كبير من البلدان بخفض الاحتياطات الإلزامية وأسعار الفائدة والإبقاء عليها في مستويات منخفضة. وقامت أيضاً بتنفيذ سياسات نقدية غير تقليدية حيث قامت بضخ السيولة أو رأس المال في النظم المصرفية التي كانت تضررت من انخفاض مستويات التمويل وضعف الميزانيات العمومية. وفي حين تباطأ نمو الائتمان في القطاع الخاص بصورة ملموسة في عدد كبير من البلدان، تشير الأدلة إلى أن السياسة النقدية المعاكسة لاتجاه الدورة الاقتصادية - التقليدية وغير التقليدية - كانت فعالة في الحد من تأثير تباطؤ النشاط الاقتصادي (القسم ألف-٣).

وفي بعض البلدان التي كان يجري فيها بالفعل استخدام حصة كبيرة نسبياً من الإيرادات النفطية لتمويل الإنفاق الحكومي، والتي كانت تواجه قيوداً كبيرة على التمويل، لم تتوافر إمكانية انتهاج سياسة مالية عامة معاكسة لاتجاه

كان عام ٢٠٠٩ عاصياً على البلدان المصدرة للنفط من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان (MENAP)، مع تعرض المنطقة لصدمتين كبيرتين من جراء الأزمة المالية العالمية، هما انخفاض أسعار النفط بصورة حادة - بنسبة ٣٦% في المتوسط مقابل عام ٢٠٠٨ - وضيق أوضاع التمويل، مع تراجع كبير في التدفقات الرأسمالية الداخلة مقروناً بزيادات كبيرة في فروق العائد على السندات السيادية. وإضافة إلى ذلك، انخفض إجمالي الناتج المحلي النفطي بالقيمة الحقيقية بواقع ٤,٧% في عام ٢٠٠٩ (الشكل البياني ألف-١) نتيجة لخفض إنتاج النفط في عدد من البلدان الرئيسية المنتجة له. وتقلص الفائض الكلي في الحساب الجاري ليصل إلى ٥٣ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٩، بعد ارتفاعه بأكثر من عشرة أضعاف في ست سنوات حتى وصل إلى ٣٦٢ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٨.

ولتوفير هامش أمان يقينا من هذه الصدمات، اتبعت عدة بلدان سياسات اقتصادية كلية نشطة معاكسة لاتجاه

الشكل البياني ألف-١
تضرر القطاع النفطي من الأزمة العالمية، وتزايد قوة القطاع غير النفطي بتدابير التنشيط المالي
(نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي؛ %)



المصادر: السلطات الوطنية، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

وبدأت الأوضاع الخارجية تتحسن في النصف الثاني من عام ٢٠٠٩. فأولاً، بعد أن بلغت أسعار النفط أدنى مستوياتها بوصولها إلى ٣٤ دولاراً أمريكياً للبرميل في أواخر عام ٢٠٠٩، أخذت تتعافى بصورة مطردة وبدأت تكسب زخماً في منتصف العام، حيث تجاوزت ٧٠ دولاراً أمريكياً للبرميل في يوليو ٢٠٠٩ و ٨٠ دولاراً أمريكياً للبرميل في إبريل ٢٠١٠. وهكذا بدأت عائدات التصدير تتعافى، مع وجود آثار إيجابية على ميزان المدفوعات في مختلف بلدان المنطقة (الشكل البياني ألف-١-٢). وزاد إجمالي صادرات بلدان MENAP المصدرة للنفط بمقدار ٢٨% بين شهري فبراير وديسمبر ٢٠٠٩.

ومع تعافي أسعار النفط، تحسنت أيضاً أوضاع التمويل الخارجي، مع استئناف التدفقات الرأسمالية اعتباراً من النصف الثاني من عام ٢٠٠٩، وتراجع العائد على السندات السيادية بصورة كبيرة. وحتى أواخر نوفمبر ٢٠٠٩ - قبيل إعلان مجموعة "دبي العالمية" عن تأجيل مدفوعات الدين - تراجعت فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان بصورة ملموسة عن الذرى التي سجلتها في منتصف فبراير في بلدان مجلس التعاون الخليجي، مع تراوح الانخفاض من ٦٢٧ نقطة أساس في دبي إلى ٢٠٨ نقطة أساس في عُمان (الشكل البياني ألف-١-٣). وبالنسبة للبلدان المصدرة للنفط في منطقة MENAP ككل، تركز الارتداد الإيجابي في التدفقات الرأسمالية في عام ٢٠٠٩ في إصدار السندات الجديدة - حيث بلغ مستوى قياسي بواقع ٢٨ مليار دولار أمريكي للعام - أصدر نصفها تقريباً كيانات سيادية. وفي المقابل، ظلت التدفقات الداخلة من الاستثمار الأجنبي المباشر والقروض المصرفية منخفضة (القسم ألف-٣).

الدورة الاقتصادية. ففي العراق، على سبيل المثال، أدى انخفاض الإيرادات بنسبة الثلث بالقيمة الاسمية إلى ضغط الانفاق الحكومي الذي كان يوجه أغلبه إلى الاستثمارات. وشهدت إيران انكماش إيراداتها بمقدار ٢,٥ نقطة مئوية وتمثلت استجابتها في اتباع سياسة مالية عامة مسايرة لاتجاه الدورة الاقتصادية، بخفض العجز غير النفطي بأكثر من ٣,٧ نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي غير النفطي. وبالمثل، قامت السودان بخفض العجز غير النفطي لديها بأكثر من ٦ نقاط مئوية من إجمالي الناتج المحلي غير النفطي، في ظل قيود تمثلت في ارتفاع مستويات الدين العام وانعدام فرص حصولها على تمويل خارجي.

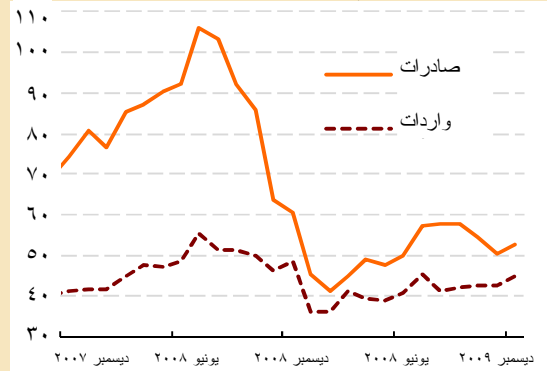
نمو القطاع غير النفطي يتماشى والأوضاع الخارجية تتحسن

استمر القطاع غير النفطي في النمو في عام ٢٠٠٩، وإن كان بمعدل أقل بكثير حيث سجل ٣,٦% مقابل ٥,٤% في عام ٢٠٠٨. وتم استخدام السياسة المعاكسة لاتجاه الدورة الاقتصادية في عدة بلدان كوسيلة لتقوية النشاط غير النفطي. فبالإضافة إلى التنشيط المالي الكبير الذي جرى تقديمه في بلدان مجلس التعاون الخليجي، تسارعت وتيرة نمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي في الجزائر - من ٥,٩% إلى ٩,٢% بين عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ - نتيجة لبرنامج الاستثمار العام الكبير. وبالنسبة للمنطقة ككل، كانت النتيجة الصافية للصدمات الكبيرة التي تعرض لها القطاع النفطي والتي خفت حدتها بانتهاج سياسة معاكسة لاتجاه الدورة الاقتصادية هي تباطؤ النشاط الاقتصادي ككل بنحو نقطتين مؤبقتين ليصل معدل النمو إلى ١,٥%.

٢٨ مليار دولار أمريكي بين شهري يوليو ونوفمبر
٢٠٠٩.

وقد أدى إعلان مجموعة "دبي العالمية" في نوفمبر ٢٠٠٩ تأجيل مدفوعات الدين إلى خلق حالة من عدم اليقين في الأسواق الإقليمية، ترتب عليها وقف المسار الهبوطي لفروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان وتعافي أسواق الأسهم المحلية (الإطار ألف-١-١). وقد استتشر هذا التأثير بالدرجة الأولى في دبي، مع ارتفاع فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان بمقدار ٣١٣ نقطة مئوية في خمسة أيام وتراجع سوق الأسهم بنسبة ٢٧% في غضون أسبوعين. ورغم أن إعلان أبوظبي تقديم الدعم لمجموعة "دبي العالمية" في أوائل ديسمبر قد أدى إلى تهدئة الأسواق مؤقتاً، فإن أجواء عدم اليقين بشأن الشروط النهائية لإعادة هيكلة الديون ظلت عالقة مما أدى إلى إرباك الأسواق مرة أخرى.

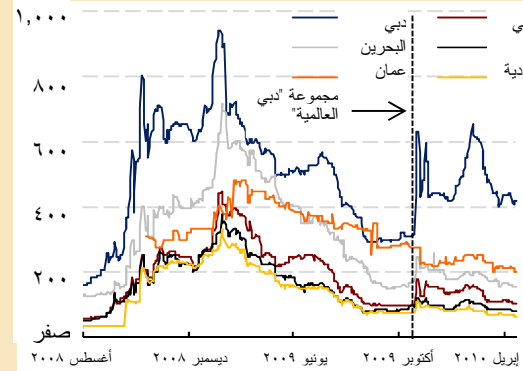
الشكل البياني ألف-٢
صادرات و واردات السلع
(بمليارات الدولارات الأمريكية)



المصدر: صندوق النقد الدولي، إحصاءات وجهة التجارة.

الشكل البياني ألف-٣
الأوضاع المالية قبل وبعد أزمة مجموعة "دبي العالمية"

(فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان؛ نقاط الأساس؛ أول أغسطس ٢ٰ٠٨ - ١٩ أيلول ٢٠١٠)



المصادر: مؤسسة Bloomberg، ومؤسسة Markit.

ونتيجة لتحسن البيئة الخارجية، بدأ عدد كبير من البلدان إعادة بناء أرصدة الاحتياطيات الدولية (الشكل البياني ألف-٤). وكانت عملية مراكمة الاحتياطيات كبيرة بوجه خاص مقارنة بأدنى المستويات المسجلة منذ منتصف عام ٢٠٠٨ في كل من المملكة العربية السعودية (٢٧ مليار دولار أمريكي) والجزائر (١٤ مليار دولار أمريكي) وليبيا (١١ مليار دولار أمريكي). وبالنسبة للمنطقة ككل، زاد إجمالي الاحتياطيات الرسمية بمقدار

١ إجمالي الاحتياطيات الرسمية لا يشمل أصول صناديق الثروة السيادية.

أزمة مجموعة "دبي العالمية"

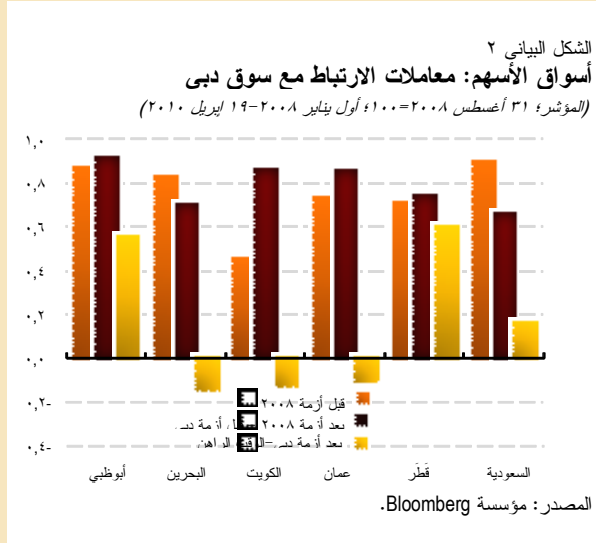
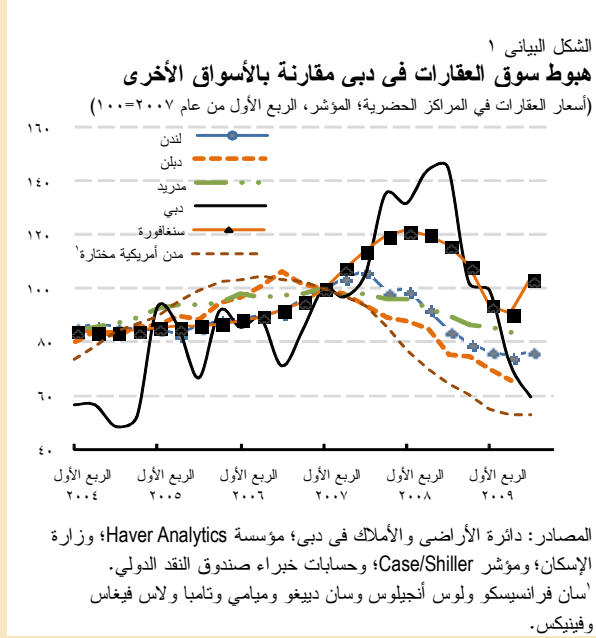
بدأ من منتصف عام ٢٠٠٨، أسفر ضيق الأوضاع المالية العالمية عن تحول مسار أسعار العقارات في بلدان مجلس التعاون الخليجي. وكان التصحيح أكثر حدة في دبي، حيث كانت أسعار العقارات قد ارتفعت بصورة حادة، حتى مقارنة بعدد من المراكز الحضرية العالمية (الشكل البياني ١). وتوالت بعد ذلك الضغوط على الكيانات شبه السيادية التي تعتمد على الرفع المالي الفائق في دبي، مما أرغم مجموعة "دبي العالمية" - وهي شركة قابضة مملوكة لحكومة دبي - على السعي لتأجيل سداد ديونها في نوفمبر ٢٠٠٩.

وكان من شأن إعلان تأجيل سداد الدين التأثير على قروض وسندات بقيمة ٢٦ مليار دولار أمريكي، بما في ذلك صكوك أصدرتها شركة "تخيل" - وهي شركة عقارية كبرى تابعة لمجموعة "دبي العالمية" - في عام ٢٠٠٩ ويحين أجل استحقاقها في ١٤ ديسمبر. وفي إجراء غير منتظر بنفس القدر، قامت حكومة أبوظبي في نفس ذلك التاريخ بتقديم قرض إلى حكومة دبي، التي ذكرت أنها تعتزم استخدام هذه الموارد لسداد صكوك تخيل ٢٠٠٩ بالكامل في موعدها، وتغطية مدفوعات المقاولين، ورأس المال العامل، ومصروفات الفائدة حتى نهاية إبريل ٢٠١٠، بشرط توصل المجموعة إلى اتفاق مع دائئتها بشأن تأجيل السداد.

وأدى هذا الحدث إلى تجديد الضغوط على أسواق الأسهم في المنطقة باتجاه الهبوط، وإن كانت فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان في بقية المنطقة لم تتأثر إلا بشكل هامشي. وقد ساعد الدعم الذي قدمته حكومة أبوظبي مع مقترح إعادة هيكلة ديون المجموعة في أواخر مارس ٢٠١٠ على تهدئة الأسواق، غير أن أجواء عدم اليقين لا تزال باقية، حيث لم تنته حكومة دبي بعد من وضع استراتيجية لوضع قطاع الشركات فيها على مسار تتوافر له مقومات الاستمرار.

وقد شهدت بورصة دبي تعافيا جزئيا بعد أن فقدت ما يقرب من ٣٠% من القيمة التي سجلتها في منتصف نوفمبر، بينما ارتفعت البورصات الإقليمية الأخرى بسرعة إلى مستويات ما قبل الإعلان. وبالمثل، بدأ تزايد علاوة المخاطر على فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان في البلدان الأخرى بعد ذلك الإعلان أكثر وضوحا، حيث وصلت إلى ٥٤٨ نقطة أساس كحد أقصى بالنسبة للمملكة العربية السعودية بحلول منتصف فبراير. وعقب الإعلان، حدث تراجع ملموس في التحرك السوقي المشترك بين بلدان مجلس التعاون الخليجي ودبي، والذي كان قد ازداد بشكل عام عقب إفلاس بنك ليمان براذرز في سبتمبر ٢٠٠٨ (الشكل البياني ٢).

أما فروق العائد على السندات السيادية لبلدان الشرق الأوسط من خارج مجلس التعاون الخليجي فقد أبدت اتجاهها عاما حادا إلى أسفل وغير منقطع تقريبا منذ بلوغ الذروة في الربع الأخير من عام ٢٠٠٨، ولم يكن لإعلان مجموعة "دبي العالمية" تأثير يذكر على تبديل هذا المسار. وبالنسبة للبلدان الأخرى خارج منطقة الشرق الأوسط، لا يوجد حتى الآن أثر مرئي لحدث دبي.



ونتيجة لهذا الحدث، اتخذت المخاوف القائمة بشأن إمكانية الإنفاذ القانوني للصكوك موقعا أكثر بروزا. إلا أن سوق الصكوك لم تشهد حتى الآن انكماشا كبيرا يمكن أن يعزى إلى هذا الحدث؛ وكان إصدار الصكوك في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا قد تراجع بالفعل من نحو ١٠ مليارات دولار أمريكي سنويا خلال الفترة ٢٠٠٦-٢٠٠٧ إلى نحو ٤,٦ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٨ و ٣,٨ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٩، قبل حدث مجموعة "دبي العالمية". وحتى أوائل مارس ٢٠١٠، كان إصدار الصكوك متسقا بشكل عام مع إصدارها في الربع الأول من عام ٢٠٠٩، عند مستوى ٩٠٠ مليون دولار أمريكي، وكلها من كيانات سيادية. وفي المقابل توقف إصدار السندات التقليدية عقب هذا الحدث ولم يُستأنف إلا في منتصف مارس ٢٠١٠.

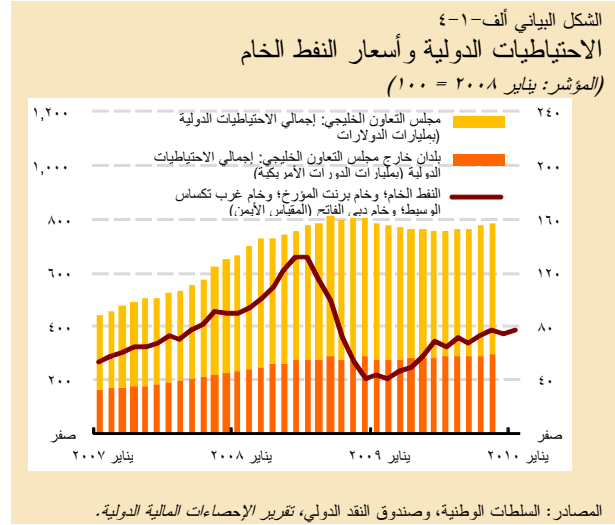
العقارية في دبي والتي تعتمد على الرفع المالي الفائق تثير الشكوك حول إمكانية استمرار هذا النموذج. وعلى المستوى الإقليمي، يرجح أن يظل تأثير هذا الحدث محدودا حيث يمثل اقتصاد دبي أقل من ١٠% من إجمالي الناتج المحلي لمجلس التعاون الخليجي، وتمثل التجارة بين بلدان المجلس أقل من ١٠% من إجمالي تجارة هذه البلدان.

نمو الائتمان لا يزال بطيئا

من الأمور التي تثير مخاوف عدد كبير من البلدان البطة النسبي في الائتمان المقدم للقطاع الخاص، ذلك أنه يمكن أن يكون أحد العوامل التي تبطئ تعافي القطاع الخاص غير النفطي. فقد تباطأ الائتمان بصورة حادة للغاية بعد فترة من النمو النشط امتدت حتى منتصف عام ٢٠٠٨ - حيث تراجع بنحو ٣٠ نقطة مئوية في المتوسط بنهاية عام ٢٠٠٩ (الشكل البياني ألف-١-٥).

ورغم أن العوامل التي دفعت هذا التراجع في البداية كانت فقدان التمويل مع تراجع نمو الودائع وضيق فرص النفاذ إلى مصادر الاقتراض الخارجي، تشير الأدلة أيضا إلى أن الطلب على الائتمان تراجع وتضاءلت رغبة البنوك في الإقراض، مما ترتب عليه تقييد نمو الائتمان حتى وإن بدأ التمويل يتعافى مرة أخرى.

وإضافة إلى ذلك، ساهمت أجواء عدم اليقين التي أحاطت بالتعافي الاقتصادي، وعجز الشركات المملوكة لأسر سعودية عن سداد ديونها، ووجود مشكلات في القطاع المالي الكويتي، وديون مجموعة "دبي العالمية" كلها في زيادة عزوف البنوك والمقرضين على السواء عن المخاطر. وأخيرا، فقد يكون حدوث تحول منفصل في إمداد الائتمان باتجاه الداخل نتيجة تغير الثقافة المصرفية



وفي نهاية مارس ٢٠١٠، تم الإعلان عن مقترح لإعادة هيكلة الدين، جمع بين دعم قدمته حكومة دبي مع سداد ديون بقيمة ١٤,٢ مليار دولار أمريكي بالكامل. وكان رد فعل الأسواق إيجابيا، حيث تراجع فرق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادية بمقدار ٥٤ نقطة أساس ليصل إلى ٣٦٩ نقطة أساس، وأخذت سوق الأوراق المالية في دبي وأبوظبي ترتفعان. وبالنسبة لبلدان مجلس التعاون الخليجي الأخرى، كان تأثير حدث مجموعة "دبي العالمية" أقل بدرجة ملموسة ولم يدم طويلا نسبيا.

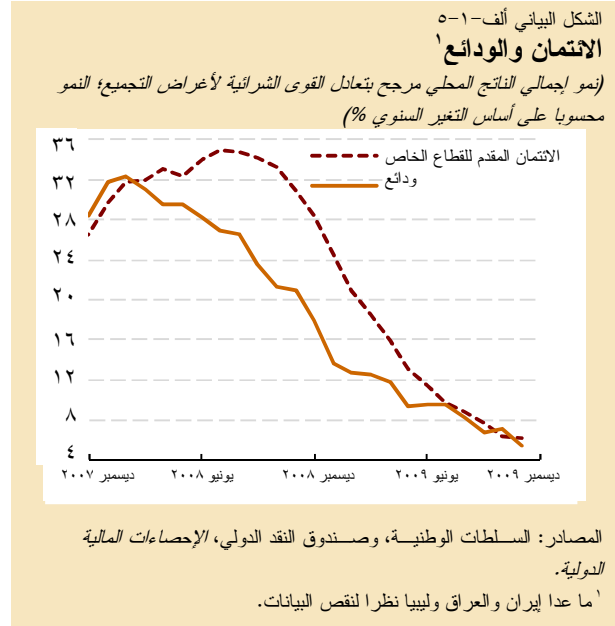
وعلى الرغم من اقتصار تأثير حدث ديون مجموعة "دبي العالمية" بدرجة كبيرة على دبي، فإنه يقود إلى إعادة تقييم الضمانات الحكومية الضمنية، واختبار إمكانية الإنفاذ القانوني للأدوات المالية الإسلامية. وأبرز الحدث أيضا أهمية زيادة الشفافية من جانب قطاع الشركات والقطاع الحكومي. وإضافة إلى ذلك، يُتوقع أن يؤدي هذا الحدث إلى إعادة تقييم نموذج التنمية الذي تتبناه دبي.

وفي حين حققت دبي مستوى مثيرا للإعجاب من التنويع الاقتصادي وأصبحت مركزا رئيسيا لتجارة وخدمات إعادة التصدير، فإن مكامن الخطر المرتبطة بالتنمية

٦ وألف-١-٧). ويُتوقع أن يعود متوسط سعر النفط إلى الارتفاع بنحو ٣٠% في عام ٢٠١٠، وأن تقترب التدفقات الداخلة من الاستثمار الأجنبي المباشر من مستويات ٢٠٠٨، عند مستوى قريب من ٨٠ مليار دولار أمريكي. ومع ارتفاع أسعار النفط وتعافي مستويات الإنتاج، يُتوقع أن تزداد الصادرات النفطية بنسبة ٣١% لتصل إلى ٦٨٠ مليار دولار أمريكي، بزيادة كبيرة على المستويات المسجلة في عام ٢٠٠٧. ونتيجة لذلك، يُتوقع حسب التقديرات أن ينمو إجمالي الناتج المحلي النفطي بواقع ٤,٣%، وأن يزداد فائض الحساب الخارجي بأكثر من الضعف مقارنة بعام ٢٠٠٩، ليصل إلى ١٤٠ مليار دولار أمريكي.

ويُتوقع أن يتوسع عدد كبير من بلدان MENAP المصدرة للنفط في الإنفاق المالي العام في عام ٢٠١٠. وعلى الرغم من التوقعات بتحسين موازين المالية العامة - من عجز كلي بنسبة ٠,٨% من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٩ إلى فائض بنسبة ٢,٨% - يُتوقع أن يرتفع العجز المالي غير النفطي، كنسبة من إجمالي الناتج المحلي غير النفطي، بنقطتين مؤبنتين في المجمال. ويُتوقع أن تُتبع المملكة العربية السعودية التنشيط المالي الذي قدمته والذي كان هو الأكبر من بين بلدان مجموعة العشرين بمجموعة قياسية أخرى من التدابير الإنفاقية. ويُتوقع أن يزداد اتساع العجز غير النفطي لدى المملكة بمقدار ٦,٢ نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي غير النفطي في عام ٢٠١٠ ليكون إجمالي الاتساع المتراكم على مدار العامين ١١,٥ نقطة مئوية. وإلى جانب الدعم

٢ تشير التنبؤات الأساسية لتقرير آفاق الاقتصاد العالمي إلى بلوغ سعر النفط ٨٠ دولارا أمريكيا للبرميل في المتوسط في عام ٢٠١٠، مقابل ٦١,٧٨ دولار أمريكي للبرميل في عام ٢٠٠٩.



في المنطقة، مع التقليل من أهمية الإقراض للكيانات ذات الأسماء الكبيرة (القسم ألف-٣).

وبالطبع، لم تتأثر كل البلدان بركود الائتمان المقدم للقطاع الخاص. ففي الجزائر، لم يتراجع نمو الائتمان بدرجة كبيرة، واستمر في النمو إلى نسبة قريبة من ٢٠% سنويا في نهاية عام ٢٠٠٩، على الرغم من التدابير التي اتخذت على مستوى السياسات لتقييده. وفي السودان، تسارعت وتيرة النمو بصورة طفيفة في النصف الأول من عام ٢٠٠٩ لتستقر فيما بعد عند معدل نمو ١٦%، فيما يرجع بدرجة كبيرة إلى استمرار قوة نمو الودائع.

آفاق أكثر إشراقا لأغلب فترات عام ٢٠١٠ وما بعده

مع تحسن الأوضاع الخارجية، تشير التوقعات لعام ٢٠١٠ إلى استمرار التعافي (الشكلان البيانيان ألف-١-

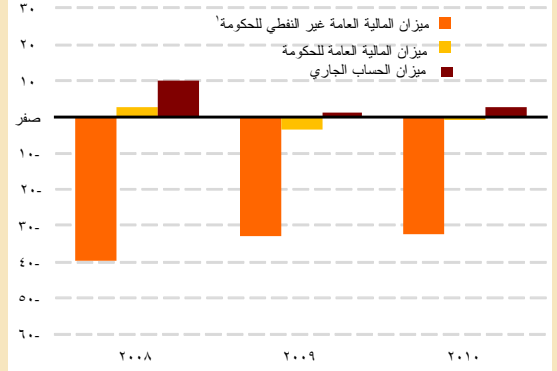
ففي إيران، تحيط أيضا حالة عدم اليقين بآفاق الفترة ٢٠١٠-٢٠١١ نتيجة لتنفيذ الدعم المعتزم وإصلاح قطاع الطاقة. وفي السودان واليمن، يُتوقع أن يؤدي انعدام مساحة التصرف على مستوى سياسة المالية العامة إلى الحد من مجال الإنفاق اللازم للتصدي لأهم التحديات الاجتماعية والتحديات المرتبطة بالصراعات.

ويُتوقع أن تؤدي التوسعات في سياسات المالية العامة في بلدان المنطقة إلى إعطاء دفعة لنشاط القطاع غير النفطي، والذي ينبغي أن تتسارع وتيرته إلى ٤,١% في عام ٢٠١٠، ثم إلى ٤,٦% في عام ٢٠١٠. ونتيجة لذلك، ينبغي أن يتعافى النشاط الكلي ليصل النمو إلى ٤,٣% في عام ٢٠١٠، ويثبت عند ٤,٥% في عام ٢٠١١. ورغم أن هذه المعدلات أقل بكثير من مستويات ما قبل الأزمة، فإنه يرجح أن تكون قابلة للاستمرار على المدى البعيد. وينبغي أيضا أن يستمر التحسن في موازين المالية العامة والحساب الجاري الخارجي في الفترة ٢٠١٠-٢٠١١ نتيجة لقوة أسعار النفط واستقرارها فوق مستوى ٨٠ دولارا أمريكيا للبرميل.^٢

وفي البلدان التي تباطأت فيها وتيرة الائتمان المقدم للقطاع الخاص بصورة ملحوظة للغاية، يُتوقع أن يستغرق التعافي إلى معدلات النمو العادية بعض الوقت. وعلى وجه الخصوص حيثما كان التباطؤ الراهن مسبوقا بفترة ائتمانية، يُتوقع حسبما تشير الأنماط التاريخية أن تطول فترة نمو الائتمان دون المستوى. ومع تحسن البيئة الاقتصادية الكلية، ينبغي أن يبدأ تعافي التمويل المصرفي والطلب على الائتمان، غير أن ارتفاع مستوى العزوف

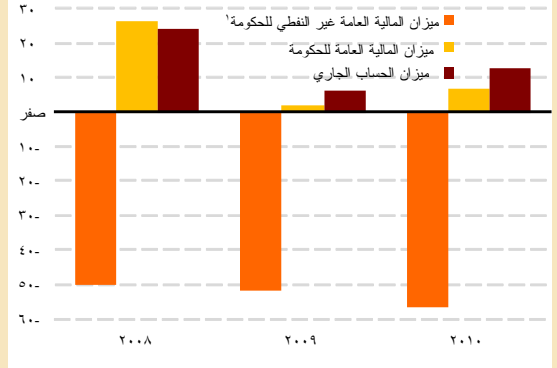
^٢ التنبؤ الأساسي الوارد في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي حول متوسط سعر النفط في عام ٢٠١١ هو ٨٣ دولارا أمريكيا للبرميل.

الشكل البياني ألف-٦
البلدان خارج مجلس التعاون الخليجي: الموازين الخارجية
وموازين المالية العامة
(% من إجمالي الناتج المحلي)



المصادر: السلطات الوطنية، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.
١ % من إجمالي الناتج المحلي غير النفطي.

الشكل البياني ألف-٧
بلدان مجلس التعاون الخليجي: الموازين الخارجية وموازين
المالية العامة
(% من إجمالي الناتج المحلي)



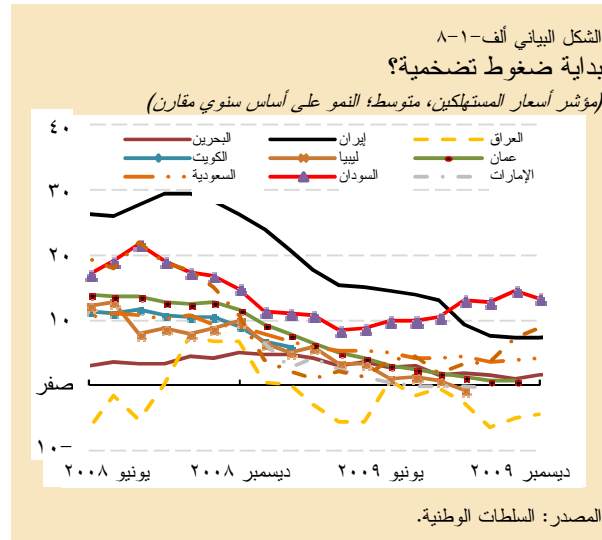
المصادر: السلطات الوطنية، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.
١ % من إجمالي الناتج المحلي غير النفطي.

المتواصل الذي يقدمه هذا التنشيط للقطاع المحلي غير النفطي، يُتوقع أن تكون له أيضا آثار انتشارية إيجابية على بلدان MENAP المجاورة من خلال استمرار تدفقات التجارة وتحويلات العاملين.

ولكن كما كانت الحال في عام ٢٠٠٩، لن تكون بعض البلدان قادرة على زيادة الإنفاق المالي العام، على الرغم من الارتداد الإيجابي الجزئي الذي شهدته أسعار النفط.

بمجرد وضوح التعافي. ونظرا لوجود نظم سعر الصرف الثابت، ينبغي أن تبدأ أسعار الفائدة المحلية في الارتفاع مرة أخرى لمنع وقوع ضغوط تضخمية مع بدء تشديد أسعار الفائدة العالمية. ورغم أن التضخم ظل في مستويات منخفضة خلال معظم فترات عام ٢٠٠٩، فقد يبدأ في الارتفاع مرة أخرى مع تعافي الطلب المحلي واستمرار الارتفاع في أسعار السلع الأولية وضيق أوضاع الأسواق العقارية (الشكل البياني ألف-١-٨).

وبالمثل، سيتعين أن يوازن صانعو السياسات بين غاية إعادة تنشيط الائتمان والحاجة إلى تقوية التنظيمات المالية وتعزيز الرقابة، لا سيما في البلدان التي تفيد الأدلة أن الإقدام على المخاطر فيها كان مفرطاً في الفترة السابقة على الأزمة. وقد يكون من المستحسن السماح بمرور فترة من تباطؤ الائتمان وذلك للسماح بتقوية الميزانيات العمومية للبنوك وتيسير عملية تحديث ممارسات العمل في النظم المصرفية للمنطقة بما يقلل من أهمية الإقراض للكيانات ذات الأسماء الكبيرة ويزيد التوجه نحو العلاقات ذات الطابع التقليدي الأكبر والتي تقوم على المنافسة.



عن المخاطر قد يقيد نمو الائتمان في المستقبل المنظور (القسم ألف-٣).

توقعات المستقبل: سحب الدفعات التنشيطية والحفاظ على الاستقرار المالي

يُتوقع أن تواصل عدة بلدان في عام ٢٠١٠ التنشيط المالي الذي استخدمته كوسيلة للحفاظ على استمرارية النشاط غير النفطي خلال فترة هبوط النشاط الاقتصادي في عام ٢٠٠٩، وهو ما سيساعد على ترسيخ التعافي. أما بعد ٢٠١٠، فستكون هناك مبررات لإنهاء التنشيط، لا سيما في البلدان التي يبلغ فيها الدين مستويات مرتفعة، ولتجنب الآثار المحتملة لمزاحمة القطاع الخاص في المدى المتوسط مع تزايد الزخم في نشاط هذا القطاع. كذلك، فحتى يكون التنشيط المالي فعالاً، ينبغي تقييم جودة الإنفاق والطاقة الاستيعابية للاقتصاد.

وسوف تعتمد وتيرة تعافي نشاط القطاع الخاص على توافر التمويل من المصادر الخارجية والمحلية على حد سواء. وعلى الجانب الخارجي، توجد مؤشرات على أن التدفقات الرأسمالية - لا سيما الاستثمار الأجنبي المباشر - تعود الآن إلى المنطقة. وفي أعقاب أزمة مجموعة "دبي العالمية"، يتعين زيادة الشفافية في قطاع الشركات والقطاع العام من أجل خلق مناخ يؤدي إلى استمرار التدفقات الرأسمالية الداخلة.

وعلى الجانب المحلي من التمويل، يُتوقع أن يواجه صانعو السياسات وضعا يتعين عليهم فيه مراعاة توازنات دقيقة عند سحب الدعم الرسمي المقدم للقطاع المالي. فقد ثبتت فعالية عمليات ضخ السيولة ورؤوس الأموال في خلق هامش أمان للوقاية من تأثير تباطؤ الائتمان المصرفي؛ وينبغي بدء التوقف عن هذه العمليات

الجدول الف-١-١: مؤشرات اقتصادية مختارة: البلدان المصدرة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وأفغانستان وباكستان

توقعات ٢٠١١	توقعات ٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	متوسط ٢٠٠٥-٢٠٠٠	
٤,٥	٤,٣	١,٥	٤,٤	٥,٦	٥,٤	٥,٣	نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي (التغير السنوي؛ %)
٤,١	٤,٦	٢	٢,٤	٣	٢	٤,٥	الجزائر
٤	٣,٥	٢,٩	٦,١	٨,١	٦,٧	٦	البحرين
٣,٢	٣	١,٨	٢,٣	٧,٨	٥,٨	٥,٥	جمهورية إيران الإسلامية
٧,٩	٧,٣	٤,٢	٩,٥	١,٥	٦,٢	...	العراق
٤,٨	٣,١	٢,٧-	٦,٤	٢,٥	٥,١	٧,٧	الكويت
٦,١	٥,٢	١,٨	٣,٤	٧,٥	٦,٧	٤,٣	ليبيا
٤,٧	٤,٧	٣,٤	١٢,٣	٧,٧	٦	٣,٥	عمان
١٤,٣	١٨,٥	٩	١٥,٨	١٣,٧	١٥	٩	قطر
٤	٣,٧	٠,١	٤,٣	٢	٣,٢	٤	المملكة العربية السعودية
٦	٥,٥	٤,٥	٦,٨	١٠,٢	١١,٣	٦,٤	السودان
٣,١	١,٣	٠,٧-	٥,١	٦,١	٨,٧	٧,٧	الإمارات العربية المتحدة
٣,٨	٧,٨	٣,٩	٣,٦	٣,٣	٣,٢	٤,٥	اليمن
٦,٥	٦,٦	٧,٣	١٥,٥	٩,٩	٦,٨	٦	تضخم أسعار المستهلكين (التغير السنوي؛ %)
٥,٢	٥,٥	٥,٧	٤,٩	٣,٦	٢,٣	٢,٣	الجزائر
٢	٢,٤	٢,٨	٣,٥	٣,٣	٢	٠,٧	البحرين
١٠	٨,٥	١٠,٣	٢٥,٤	١٨,٤	١١,٩	١٣,٥	جمهورية إيران الإسلامية
٥	٥,١	٢,٨-	٢,٧	٣٠,٨	٥٣,٢	...	العراق
٤	٤,٥	٤,٧	١٠,٥	٥,٥	٣,١	١,٧	الكويت
٣,٥	٤,٥	٢,٧	١٠,٤	٦,٢	١,٤	٣,٣-	ليبيا
٢,٩	٣,٩	٣,٥	١٢,٦	٥,٩	٣,٤	٠,١	عمان
٣	١	٤,٩-	١٥	١٣,٨	١١,٨	٣,٥	قطر
٥	٥,٢	٥,١	٩,٩	٤,١	٢,٣	٠,١-	المملكة العربية السعودية
٩	١٠	١١,٣	١٤,٣	٨	٧,٢	٧,٦	السودان
٣	٢,٢	١	١١,٥	١١,٦	٩,٣	٣,٦	الإمارات العربية المتحدة
٨,٤	٩,٣	٣,٧	١٩	٧,٩	١٠,٨	١١,٦	اليمن
٤,٦	٢,٨	٠,٨-	١٣,٨	٩,٧	١٢,٨	٥,٣	ميزان المالية العامة للحكومة المركزية (% من إجمالي الناتج المحلي)
٤,٢-	٥,٣-	٨,٤-	٨,١	٤,٤	١٣,٥	٦,٦	الجزائر
٢,١	٠,٨-	٧,٣-	٨	٣,٢	٤,٧	٤,٦	البحرين
٢,١	٠,٨-	٢,٧-	صفر	٢,٧	صفر	٢	جمهورية إيران الإسلامية
٥,٧-	١٩,١-	٢٢,٦-	١,٧	٩,٧	١٥,٥	...	العراق
٢٣	٢٢	٢٧	٢٧,٧	٤٠,٢	٣٥,٤	٢٧	الكويت
١٨,٤	١٧,٢	١٠,٧	٢٤,٦	٢٥,٥	٣١,٨	١٢,٦	ليبيا
٧,٩	٧,٥	٣	١٣,٩	١١,١	١٣,٨	٨,٤	عمان
١٥,٢	١٠,٥	١٢,٩	١١,٥	١٢,٨	٩,١	٨,٨	قطر
٦	١,٩	٤,٦-	٣٢,٦	١٢,٢	٢١	٣,٨	المملكة العربية السعودية
٤,٥-	٣,٤-	٤,٧-	١,٤-	٥,٤-	٤,٣-	٠,٦-	السودان
١٣,٤	١١,٣	٠,٤	٢٠,٥	٢١,٥	٢٨,٥	٦,٣	الإمارات العربية المتحدة ^أ
٥,١-	٥,٣-	١٠,٢-	٤,٥-	٧,٢-	١,٢	صفر	اليمن
١٠	٧,٨	٣,٤	١٩,٦	١٩,٦	٢٣,٤	١٢,١	ميزان الحساب الجاري (% من إجمالي الناتج المحلي)
٣,٤	٢,٥	٠,٣	٢٠,٢	٢٢,٨	٢٤,٧	١٤	الجزائر
٥,٧	٥,٥	٤,١	١٠,٦	١٥,٨	١٣,٨	٥	البحرين
١,٧	٢,٣	٢,٤	٧,٢	١١,٩	٩,٢	٥,٢	جمهورية إيران الإسلامية
٥,٥-	٢١-	١٩,٤-	١٥,١	١٢,٧	١٨,٩	...	العراق
٣٢,٦	٣١,٦	٢٥,٨	٤٠,٨	٤٤,٧	٤٩,٨	٢٧,٨	الكويت
٢٥,٦	٢٤,٥	١٦,٩	٤٠,٧	٤٠,٧	٤٤,٦	٢٠,٩	ليبيا
٣,٢	٢,٤	١,٣	٩,١	٦,٢	١٥,٤	٩,٤	عمان
٣٩,٤	٢٥,١	١٦,٤	٣٣	٣٠,٧	٢٨,٣	٢٥,٦	قطر
١٠,٨	٩,١	٥,٥	٢٧,٩	٢٤,٣	٢٧,٨	١٣,٦	المملكة العربية السعودية
٨,٥-	٨,٤-	١٢,٩-	٩-	١٢,٥-	١٥,٢-	٩,٥-	السودان
٧,٦	٧,٨	٣,١-	٨,٥	٩,٤	٢٢,١	١١	الإمارات العربية المتحدة
٥,٦-	٣,٦-	١٠,٧-	٤,٦-	٧-	١,١	٥,٣	اليمن

المصادر: السلطات الوطنية، وحسابات وتوقعات خبراء صندوق النقد الدولي.
الحكومة العامة.

^أ الحسابات الموحدة للحكومة الاتحادية وإمارات أبوظبي ودبي والشارقة.

ألف - ٢: البلدان المستوردة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان

وباكستان: استمرار التحسن ببطء

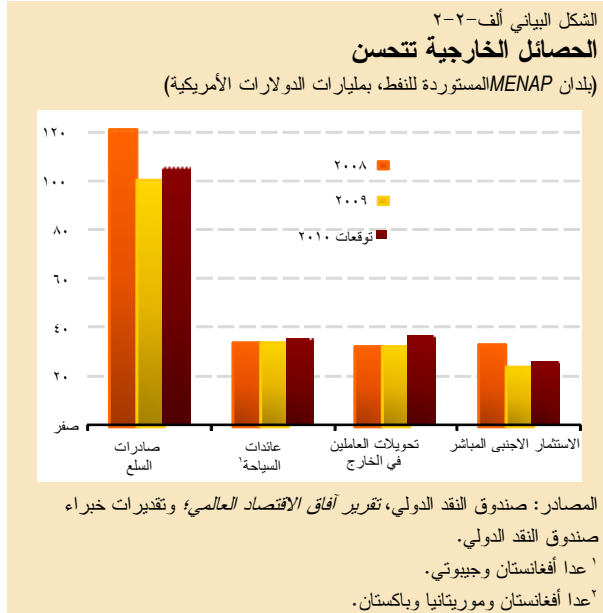
- تتعافى الآن البلدان المستوردة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان من تباطؤ النشاط الاقتصادي الذي شهدته في العام الماضي. وبدأت التجارة تعاود ارتفاعها مع تماسك التعافي العالمي وتحويلات العاملين في الخارج بشكل جيد. وبدأ نمو الاستثمار والائتمان المصرفي يتزايد، وإن كان لا يزال في حالة خفوت.
- وبالرغم من هذه التطورات الإيجابية، يُتوقع أن يظل مستوى النمو في السنتين القادمتين دون مستوياته قبل الأزمة. ومع ارتفاع مستويات الدين في عدة بلدان، تبدأ الحكومات الآن في الحد من الموقف التوسعي في سياسة المالية العامة. ويُتوقع أن تعاق آفاق نمو الصادرات في المستقبل نتيجة استمرار ضعف الطلب في الاتحاد الأوروبي وارتفاع أسعار الصرف الحقيقية والمنافسة من الأسواق الصاعدة الأخرى.
- وفي هذه البيئة، سيكون إنهاء التنشيط المالي المرتبط بالأزمة ومواصلة الإصلاحات الهيكلية لتعزيز القدرة على المنافسة في هذه الاقتصادات عنصراً أساسياً لرفع معدلات النمو وخلق فرص عمل لاستيعاب قوة العمل الكبيرة والمتوسعة. ويُتوقع أن ترغب السلطات أيضاً اتخاذ خطوات احترازية للوقاية من أي زيادة محتملة في نسب القروض المتعثرة.

البلدان المستوردة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان



المصادر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات آفاق الاقتصاد الإقليمي؛ وبرنامج Microsoft MapLand. ملحوظة: أسماء البلدان وحدودها المبينة على هذه الخريطة لا تعكس بالضرورة الموقف الرسمي لصندوق النقد الدولي.

النمو يتزايد ببطء...

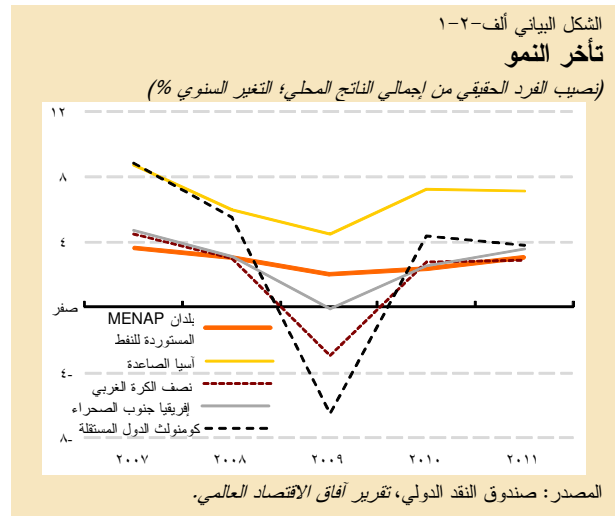


وتشهد حصائل المنطقة من الخارج انتعاشا مع التعافي العالمي (الشكل البياني ألف-٢-٢). وقد أبدت السياحة وتحويلات العاملين صمودا نسبيا غير أن صادرات السلع والاستثمار الأجنبي المباشر أصيبت بضرر بالغ من جراء الأزمة العالمية، وتسببت بصورة موازية في هبوط الواردات. ومع رسوخ التعافي العالمي وحدث ارتداد إيجابي في أسعار السلع الأولية، بدأت تجارة المنطقة ترتفع من جديد في منتصف عام ٢٠٠٩. ومع زيادة سرعة وثيرة الصادرات الآن على وثيرة الواردات، يُتوقع أن يضيق عجز الحساب الجاري ليصل إلى ٤,٢% من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠١٠.

ويمثل الارتداد الإيجابي في قطاع السلع التجارية الأساس لحدوث زيادات أكبر في النشاط الاقتصادي على قواعد عريضة. وقد بدأ نمو الائتمان المقدم للقطاع الخاص ينتعش بعد تراجع القيمة الاسمية من متوسط مرجح مقداره نحو ٢٠% قبل الأزمة إلى نحو ٢% في السنة حتى أكتوبر ٢٠٠٩. إلا أن انخفاض نمو الائتمان -

يتزايد رسوخ التعافي الاقتصادي في المنطقة بصورة تدريجية. وتختلف الأوضاع باختلاف البلدان، مع تراوح معدلات النمو المتوقعة لعام ٢٠١٠ بين أقل من ٣,٥% في المغرب وباكستان وأكثر من ٨% في أفغانستان. إلا أن معظم البلدان تشهد في الوقت الراهن تزايدا في النمو.

وعلى وجه الإجمال، كان تزايد النمو بطيئا نسبيا. فالتدفقات الرأسمالية الداخلة لم تعد بنفس سرعة عودتها إلى الأسواق الصاعدة الأخرى، واستمر انخفاض الاستثمار عموما نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي. وفي حين أدت الروابط المالية والتجارية المحدودة إلى احتواء التأثير المباشر للأزمة المالية العالمية، يُتوقع أن يكون نمو الناتج مجتمعا هذا العام، في مستوى ٤,١%، أعلى بدرجة طفيفة فقط منه في عام ٢٠٠٩. وبذلك المستوى من النمو تكون المنطقة في الطرف الأدنى بين الاقتصادات الصاعدة والنامية على أساس نصيب الفرد ولا يمكنها استيعاب الزيادة السريعة في القوة العاملة (الشكل البياني ألف-٢-١). ولكن إذا استمر التعافي العالمي، فمن الممكن أن تتسارع وثيرة نمو الناتج في المنطقة ليصل إلى نحو ٥% في عام ٢٠١١.



إلا بوتيرة أهدأ. وعلى الرغم من صغر حجم معظم بورصات المنطقة، فقد شهدت زيادات حادة في عام ٢٠٠٩ وتوقفت في أداؤها عموماً على أداء نظيراتها في الأسواق الصاعدة في المتوسط (الشكل البياني ألف-٢-٤). وأحد الاستثناءات هو الأردن، حيث ظلت الأسهم في مستويات منخفضة بعد أن شهدت تراجعاً في النشاط الاقتصادي ربما كان هو الأكثر حدة من بين بلدان MENAP المستوردة للنفط.

وعلى الطرف الآخر من المقياس، خرجت سوق الأسهم التونسية من التباطؤ العالمي وتقوم الآن بتسجيل مستويات قياسية، تدعمها جهود تنويع القطاع المالي ووفرة السيولة في الاقتصاد. ولكن بخلاف تونس، لا تزال بقية أسواق الأسهم في المنطقة بعيدة عن مستوياتها قبل الأزمة.

وتعود الآن التدفقات الداخلة إلى بلدان MENAP المستوردة للنفط بصورة تدريجية، غير أن طفرة التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الأسواق الصاعدة منذ الربع الأول من عام ٢٠٠٩ تجاوزت في معظمها هذه البلدان (القسم ألف-٤). أما قطاع الشركات فقد تراجع اقتراضه الخارجي بصورة حادة في عام ٢٠٠٩ ليصل إلى أقل من ثلث المتوسط المسجل خلال الفترة ٢٠٠٦-٢٠٠٨، ولا يكاد يوجد أي إصدار دولي جديد للأسهم منذ ذلك الحين. وفي الوقت نفسه، وعلى الرغم من تراجع فروق أسعار الفائدة على الدين المقوم بالعملات الأجنبية (الشكل البياني ألف-٢-٥)، لا تزال الحكومات مترددة في استئناف الاقتراض من الخارج عقب تجمد الأسواق في أواخر عام ٢٠٠٨.

وخصوصاً في مصر والأردن وباكستان - لا يزال يشكل قيدياً على التعافي في معظم بلدان المنطقة (الشكل البياني ألف-٣).

... إلا أن ميزانيات الحكومات لا تزال واقعة تحت الضغوط

يتسبب بطء التعافي الإجمالي في تدهور موازين المالية العامة. فقد تراجعت إيرادات المالية العامة نتيجة لبطء النمو الاقتصادي - وتخفيضات الضرائب في بعض الحالات - مع توقع انخفاض إيرادات المناطق الفرعية كحصة من إجمالي الناتج المحلي بأكثر من نقطة مئوية واحدة في عام ٢٠١٠. وإضافة إلى ذلك، نقل الآن المنح الخارجية التي تحصل عليها بعض البلدان، لا سيما الأردن.

وبالنظر إلى ارتفاع مستوى الديون في عدة بلدان، يتضح أن مساحة التصرف المتاحة أمام المالية العامة ضيقة بشكل عام (الشكل البياني ألف-٢-٣). وبناء على ذلك، يجري الآن تقييد الإنفاق الحكومي في معظم البلدان. ويتوقع نتيجة لذلك ألا يتسع العجز المالي في المنطقة إلا بصورة محدودة، ليصل إلى ٦% من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠١٠. ومع مضي سياسة المالية العامة في عكس اتجاه الدورة الاقتصادية بدرجة كبيرة، يُتوقع أن تشهد معظم البلدان المستوردة للنفط انخفاضاً في العجز وكذلك في مستويات الدين كنسبة من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠١١.

الأسواق المالية تتعافى، إلا أن التدفقات الرأسمالية الداخلة لا تزال منخفضة

شهدت أسواق الأسهم صعوداً مبكراً بعد هبوط النشاط الاقتصادي، غير أنها لم تتقدم منذ ذلك الحين

وكان لبنان أحد الاستثناءات، حيث نجح في طرح عدة سندات خارجية خلال العام الماضي. وإضافة إلى ذلك، استكملت مصر مؤخرا فقط أول إصدار سيادي خارجي لها خلال أكثر من سنتين. إلا أن الحكومات في هذه المنطقة الفرعية لا تزال تعتمد بدرجة أساسية على التمويل الخارجي، وعلى الإقراض الرسمي في بعض الحالات (أفغانستان وجيبوتي وموريتانيا وباكستان).

وقد استقرت أسعار الفائدة في المنطقة عموما في الشهور الأخيرة وهو ما يترك مساحة تصرف محدودة أمام أي تنشيط نقدي إضافي. وقد استنفذ بدرجة كبيرة مجال خفض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية، نظرا لاقتراب الناتج من مستواه المحتمل وارتفاع مستوى التضخم نسبيا في جزء كبير من المنطقة وبدء ارتفاع أسعار الفائدة في الخارج. ومع محدودية المجال المتاح لخفض أسعار الفائدة على أدوات السياسة النقدية، لجأت بعض البلدان إلى تنفيذ تدابير غير تقليدية بهدف تنشيط الائتمان. وعلى سبيل المثال، تقوم لبنان بمنح إعفاءات على الاحتياطي الإلزامي للبنوك المرتبط بالإقراض بالعملة المحلية بأسعار مخفضة.

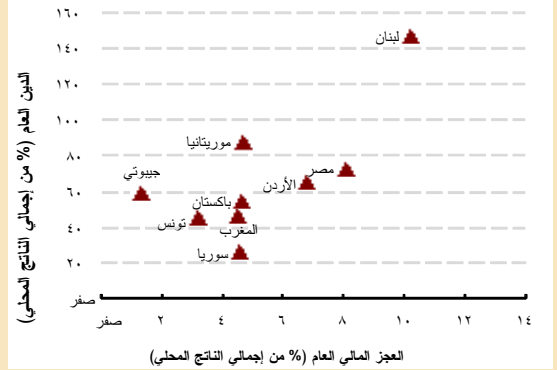
القدرة التنافسية لا تزال هي التحدي الشامل

شهدت معظم البلدان المستوردة للنفط ارتفاع أسعار الصرف الحقيقية لديها عن مستويات ما قبل الأزمة. وبخلاف باكستان، وبدرجة أقل المغرب وتونس، ارتفعت عملات البلدان في هذه المجموعة بدرجة كبيرة في أواخر عام ٢٠٠٨، مع تزايد قوة الدولار الأمريكي. وإضافة إلى ذلك، ارتفع مستوى التضخم لدى البلدان المستوردة للنفط عنه لدى شركائها التجاريين في عام ٢٠٠٨ - بهامش قريب من ١٥ نقطة مئوية في حالي مصر وباكستان.

الشكل البياني ألف-٢-٣

وضع المالية العامة

(ميزان المالية العامة والدين العام)

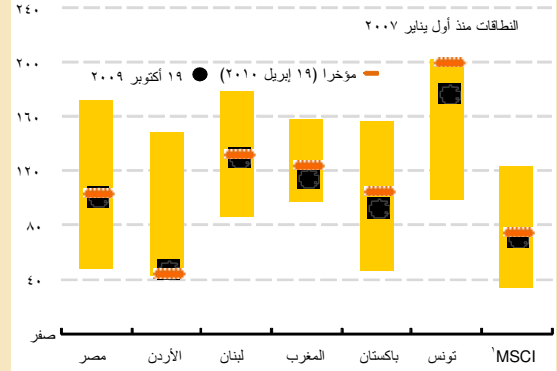


المصادر: السلطات الوطنية، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

الشكل البياني ألف-٢-٤

أسواق الأسهم لا تزال بعيدة عن الذروة

(المؤشر؛ أول يناير ٢٠٠٧=١٠٠)



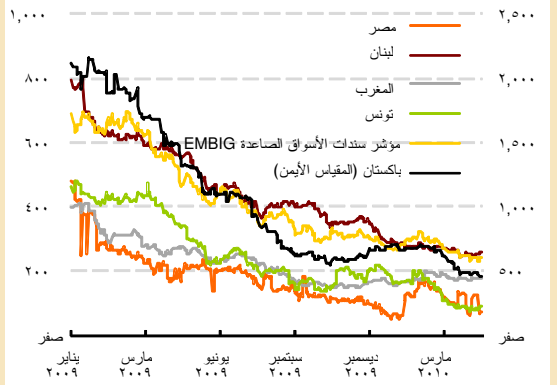
المصدر: مؤسسة Bloomberg.

مؤشر Morgan Stanley Capital International، الأسواق الصاعدة.

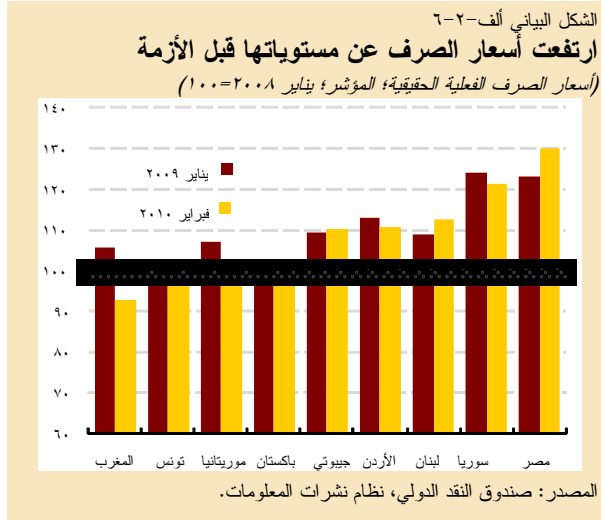
الشكل البياني ألف-٢-٥

انخفاض علاوات المخاطر

(فروق العائد على السندات السيادية؛ بنقاط الأساس)



المصدر: مؤسسة Bloomberg.



هذا الصدد وجود بيئة عمل معقدة. وفي حين لا تعدو هذه القياسات أن تكون تأشيرية، فإن تعتور بيئة العمل ينعكس في التصنيفات الدولية للقدرة التنافسية. فغالبا ما تسجل درجات منخفضة في هذه التصنيفات لعدد كبير من بلدان المنطقة، وإن كانت الأردن وتونس قريبتين من متوسط الاقتصادات الصاعدة والنامية (الشكل البياني ألف-٢-٨).

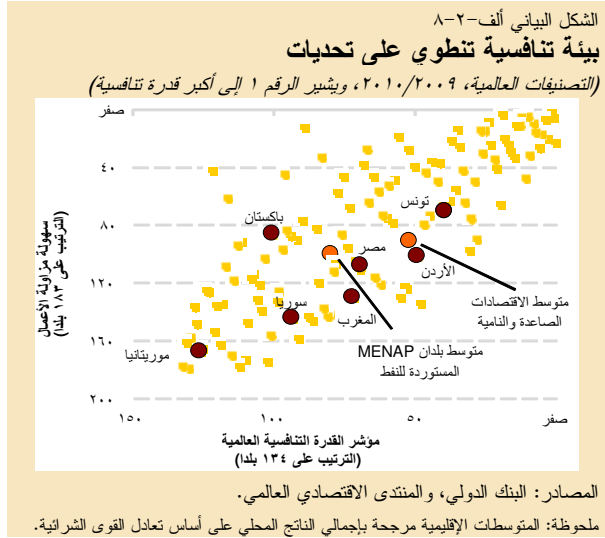
وهناك إقرار كبير بالحاجة إلى تحسين بيئة العمل، وكانت البلدان المستوردة للنفط في السنوات القليلة الماضية من بين البلدان الأكثر نشاطا في مجال الإصلاح على مستوى العالم. وقد آتت هذه الجهود الإصلاحية ثمارها بتحقيق زيادات ملحوظة في الاستثمار الأجنبي المباشر والصادرات والنتائج في مختلف بلدان المنطقة برغم انخفاض نقطة الانطلاق، وساعد على هذه النتيجة مرور فترة كان فيها النمو العالمي قويا بشكل استثنائي. إلا أن هناك شوطا يتعين على معظم البلدان المستوردة للنفط أن تقطعه للنهوض ببيئة العمل حتى تصبح أكثر دعما للأعمال من أجل أن تواكب الأسواق الصاعدة الأكثر ديناميكية.

ورغم أن معدل التضخم قد انخفض بوجه عام، وانخفضت قيم عملات عدة بلدان منذ ذلك الحين، لا يزال سعر الصرف الفعلي الحقيقي مرتفعا مقارنة بأوائل عام ٢٠٠٨ في عدد كبير من هذه البلدان (الشكل البياني ألف-٢-٦). وإضافة إلى ذلك، لا يزال التضخم مرتفعا نسبيا في عدد كبير من البلدان - لاسيما مصر وباكستان، حيث زاد مؤخرا على ١٠% كنتيجة رئيسية لارتفاع أسعار الغذاء والطاقة.

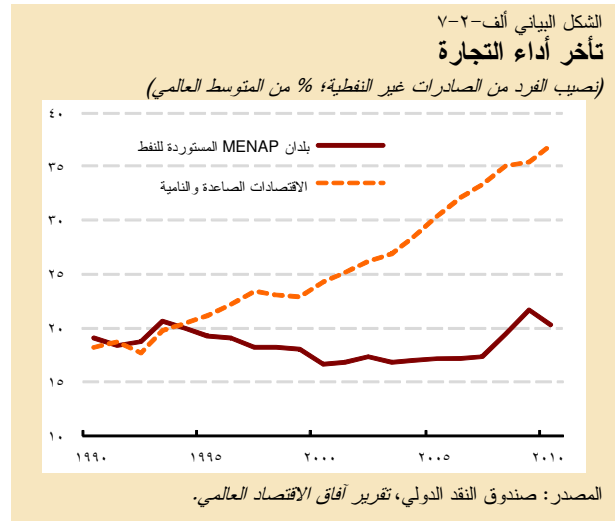
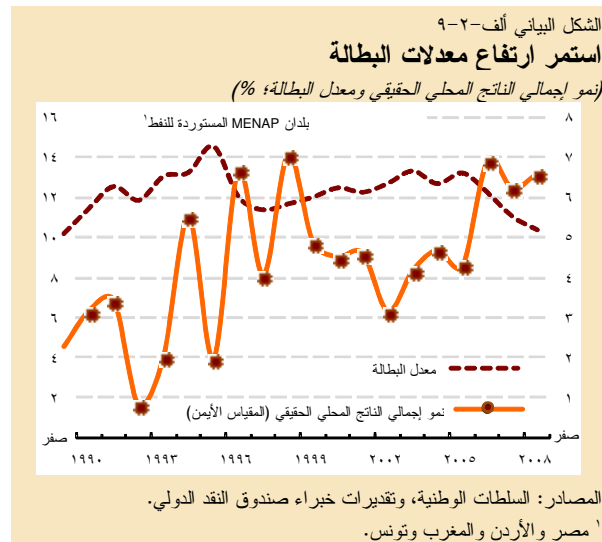
ولا يعد تأخر أداء بلدان MENAP المستوردة للنفط عن أداء الأسواق الصاعدة الأخرى أمرا جديدا. فعلى الرغم من ارتفاع نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي السنوي في هذه البلدان خلال العقد الماضي عن معدلاته السابقة، بمتوسط ٤,٧%، فقد جاء أقل من متوسط نمو البلدان الصاعدة والنامية بنحو ١,٢٥ نقطة مئوية. أما من حيث نصيب الفرد، فكان القصور أكبر، مع زيادة معدل النمو السكاني البالغ نحو ٢% سنويا بمقدار ٠,٥ نقطة مئوية.

فضلا على ذلك، فعلى عكس الأسواق الصاعدة الآسيوية التي ارتفعت فيها الصادرات بصورة حادة، ظل نصيب الفرد من الصادرات في المنطقة منخفضا نسبيا، في حدود ٢٠% من المتوسط العالمي (الشكل البياني ألف-٢-٧). وقد كان أداء الصادرات في بلدان المنطقة جيدا نسبيا خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩ - فيما دل بدرجة كبيرة على انعزالها النسبي عن الأزمة العالمية - غير أن هذه البلدان تتأخر مرة أخرى في عام ٢٠١٠ عن الأسواق الصاعدة الأخرى التي تشهد صادراتها ارتدادا إيجابيا أقوى.

ويسلط قصور أداء صادرات المنطقة عن أداء الأسواق الصاعدة الأخرى الضوء على الصعوبة التي تواجهها المنطقة في مواكبة منافسيها. وإحدى العقبات المهمة في



ويُتوقع أن يكون استيعاب قوة العمل النامية بسرعة أحد التحديات المستمرة لاقتصادات المنطقة. فعدد السكان في سن العمل في المنطقة ينمو بمعدل قريب من ٣% سنويا وقد زاد بمقدار الضعف تقريبا منذ عام ١٩٩٠، ويجد كثير منهم صعوبة بالغة في الحصول على عمل. وعلى الرغم من زيادة النمو الاقتصادي على مدار العقدين الماضيين، لا يزال معدل البطالة مرتقعا، حيث يصل في المتوسط إلى نحو ١٢% ولم يتراجع إلا بصورة محدودة خلال الفترة ٢٠٠٦-٢٠٠٨ (الشكل البياني ألف ٢-٩). ولخفض معدل البطالة في هذه البيئة، سيتعين القيام



النمو يُتوقع أن يظل بطيئا ومعدلات البطالة تمثل مصدر قلق

يظهر من استشراف المستقبل أن البلدان المستوردة للنفط تواجه مخاطر امتداد فترة بطء النمو لدى أكبر شركائها التجاريين. فالتوقعات تشير إلى أن واردات الاتحاد الأوروبي التي تمثل أكثر من ٤٠% من صادرات المنطقة ستنمو بالقيمة الحقيقية بمتوسط ٤% سنويا اعتبارا من عام ٢٠١١ وعلى المدى المتوسط. وتقل هذه النسبة بمقدار ١,٥ نقطة مئوية عن المتوسط المسجل خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٨ وبين الضعف النسبي للتعافي المتوقع في الاقتصادات المتقدمة. ويشير تباطؤ الوتيرة على هذا النحو، مع تزايد المنافسة من الاقتصادات الصاعدة الأخرى الأسرع نموا، إلى أن اقتصادات المنطقة ستشهد في المستقبل دفعة أقل من ارتفاع الصادرات مما شهدته قبل الأزمة. وربما يقل أيضا حجم المعونات الإنمائية الرسمية مستقبلا.

التنافسية الخارجية للمنطقة، بالمساهمة في إطلاق إمكانات العمل الكبيرة في المنطقة.

بإصلاحات كبيرة في سوق العمل وتحقيق معدلات نمو اقتصادي أعلى بكثير.

تركيز السياسة على جدول أعمال النمو على المدى المتوسط

مع دوران عجلة التعافي بوضوح، تستطيع السلطات في المنطقة إنهاء تدابير السياسة المعاكسة لاتجاه الدورة الاقتصادية والاستعاضة عنها بمنظور أطول أجلا للتصدي للتحديات التي تواجهها المنطقة. وينبغي أن تركز سياسة القطاع المالي بصورة متزايدة على البيئة التنظيمية، بما في ذلك التصدي للزيادة المحتملة في نسبة القروض المتعثرة مع استمرار تأثر القطاعات المختلفة بتباطؤ النشاط الاقتصادي الأخير. وفي عدد كبير من الحالات، يمكن دعم مراكز المالية العامة بإدخال تحسينات على إدارة الإيرادات من أجل تعزيز تحصيل الضرائب وخفض الدعم الذي ينطوي على تكاليف مرتفعة وتشوهات. ويعد الإصلاح الذي قامت به سوريا مؤخرا في مجال الدعم على المنتجات البترولية مثلا جيدا في هذا الصدد.

وسيتعين أيضا أن يزداد تركيز المنطقة على إجرار تقدم في الإصلاحات الهيكلية. وهناك حاجة ملحة إلى التعجيل بخلق بيئة تنظيمية أيسر للعمل، بالنظر إلى ما تهدف السلطات إلى تحقيقه من الحفاظ على معدلات نمو مرتفعة وخفض معدلات البطالة. ومن شأن زيادة انفتاح القطاع المالي وتعزيز الجهود الرامية إلى تطوير أسواق رأس المال المحلية دعم هذه العملية وجذب الاستثمارات. ويستدعي استمرار ارتفاع معدلات البطالة زيادة مرونة أسواق العمل، وخفض الاعتماد على الوظائف الحكومية، وإدخال تحسينات على النظم التعليمية. ويمكن أن تساعد هذه التدابير أيضا على التصدي لمشكلة تأخر القدرة

الجدول ألف-٢-١: مؤشرات اقتصادية مختارة: البلدان المستوردة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وأفغانستان وباكستان

توقعات	توقعات	توقعات	توقعات	توقعات	توقعات	متوسط	
٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥-٢٠٠٠	
٤,٨	٤,١	٣,٨	٥	٥,٩	٦,٣	٤,٤	نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي
							(التغير السنوي؛ %)
٧	٨,٦	٢٢,٥	٣,٤	١٤,٢	٨,٢	١٣,٣	جمهورية أفغانستان
٥,٤	٤,٥	٥	٥,٨	٥,١	٤,٨	٢,٤	جيبوتي
٥,٥	٥	٤,٧	٧,٢	٧,١	٦,٨	٤	مصر
٤,٥	٤,١	٢,٨	٧,٨	٨,٩	٨	٦	الأردن
٤,٥	٦	٩	٩	٧,٥	٠,٦	٣,٩	لبنان
٥,٢	٤,٦	١,١-	٣,٧	١	١١,٤	٣,٧	موريتانيا
٤,٥	٣,٢	٥,٢	٥,٦	٢,٧	٧,٨	٤,٤	المغرب
٤	٣	٢	٢	٥,٦	٦,١	٤,٩	باكستان
٥,٥	٥	٤	٥,٢	٤,٣	٥,١	٣,٥	سوريا
٥	٤	٣	٤,٦	٦,٣	٥,٣	٤,٥	تونس
٦,٤	٨,٩	١٠	١٥,٩	٦,٩	٧,١	٤	تضخم أسعار المستهلكين
							(التغير السنوي؛ %)
٥	١,٥-	٨,٣-	٣٠,٥	٨,٦	٧,٢	١٠,٣	جمهورية أفغانستان
٤	٣	١,٧	١٢	٥	٣,٥	٢,١	جيبوتي
٩	١٠,٧	١٤,١	١٨,٣	٩,٥	٧,٦	٤,٧	مصر
٤,٦	٥,٣	٠,٧-	١٤,٩	٥,٤	٦,٣	٢,١	الأردن
٣,٤	٥	١,٢	١٠,٨	٤,١	٥,٦	٠,٥	لبنان
٤,٨	٤,٨	٢,٢	٧,٣	٧,٣	٦,٢	٧,٩	موريتانيا
٢,٦	٢	١	٣,٩	٢	٣,٣	١,٥	المغرب
٦,٣	١١,٨	١٣,٦	٢٠,٣	٧,٦	٧,٩	٥	باكستان
٥	٥	٢,٥	١٥,٢	٤,٧	١٠,٤	٢,٧	سوريا
٣,٥	٤,٢	٣,٧	٥	٣,١	٤,٥	٢,٦	تونس
٥,٤-	٦-	٥,٥-	٥,٨-	٤,٩-	٤,٧-	٤,٧-	ميزان المالية العامة للحكومة المركزية
							(% من إجمالي الناتج المحلي)
١,٥-	١,٤-	٠,٧-	٣,٧-	١,٨-	٢,٩-	٠,٩-	جمهورية أفغانستان
٠,٣-	١,٣-	٤,٦-	١,٣	٢,٦-	٢,٥-	١,٨-	جيبوتي
٧,٦-	٨-	٧-	٧,٨-	٧,٥-	٩,٢-	٦,٤-	مصر
٦,٢-	٦,٧-	٨,٩-	٥,٧-	٥,٨-	٣,٦-	٣,١-	الأردن
١١,١-	١٠,٢-	٨,٤-	٩,٧-	١٠,٨-	١٠,٤-	١٥,٦-	لبنان
٣,٨-	٤,٦-	٥,١-	٦,٥-	١,٦-	٣٥,٨	٧,٢-	موريتانيا ^١
٣,٨-	٤,٤-	٢,٢-	١,٥	٠,٣	١,٨-	٥,٢-	المغرب
٣,٨-	٤,٦-	٥-	٧,٣-	٤-	٣,٧-	٢,٧-	باكستان ^١
٣,٤-	٤,٥-	٥,٥-	٢,٨-	٤-	١,١-	٢,١-	سوريا ^١
٢,٨-	٣,١-	٢,٨-	٠,٥-	٢-	٤,٣	٢,٦-	تونس
٤-	٤,٢-	٤,٥-	٤,٨-	٢,٤-	١,٦-	٠,٤-	ميزان الحساب الجاري
							(% من إجمالي الناتج المحلي)
١,٣-	١,٧-	٠,٧	١,٦-	٠,٩	٤,٩-	٧-	جمهورية أفغانستان
١٦,٣-	١٧-	١٧,٣-	٢٧,٦-	٢٤,٩-	١٤,٧-	٢,٤-	جيبوتي
٢,١-	٢,٦-	٢,٤-	٠,٥	١,٩	١,٦	١,٦	مصر
٩,٧-	٨,٩-	٥,٦-	١٠,٣-	١٧,٦-	١١,٦-	٥	الأردن
١٢,٨-	١٢,٨-	١١,١-	١١,٥-	٦,٨-	٥,٣-	١٥,٥-	لبنان
٩,٧-	٧,٥-	١٢,٨-	١٥,٧-	١٨,٣-	١,٣-	١٨,٨-	موريتانيا
٤,٤-	٥-	٥-	٥,٢-	٠,١-	٢,٢	٢,٢	المغرب
٤-	٣,٨-	٥,٦-	٨,٤-	٤,٨-	٣,٩-	١,٦	باكستان
							سوريا
							تونس

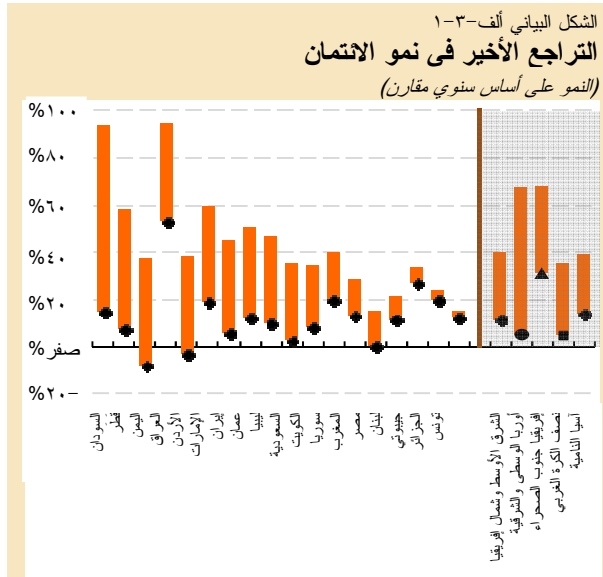
المصادر: السلطات الوطنية، وحسابات وتوقعات خبراء صندوق النقد الدولي.
الحكومة العامة.

^١ تشمل الإيراد النفطي المحول إلى صندوق النفط.

ألف-٣: تنشيط الائتمان المصرفي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

تشهد بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في الوقت الراهن تباطؤًا حادًا في الائتمان المصرفي، بعد عدة سنوات من النمو السريع للغاية في الفترة السابقة على الأزمة العالمية. ويُتوقع أن تتضمن السياسات الرامية إلى تنشيط الائتمان - أي تقصير فترة التباطؤ - إجراءات لتعزيز التمويل المصرفي وتحسين الشفافية وزيادة الوضوح في إيلاخ المسار المستقبلي للسياستين النقدية والتنظيمية. إلا أن تنشيط الائتمان سيكون بالضرورة تدريجيا، نظرا لأنه سيتأثر أيضا بوتيرة التعافي الاقتصادي الكلي.

أحد أهم قضايا السياسات: التباطؤ الحاد في الائتمان



المصادر: صندوق النقد الدولي، تقرير الإحصاءات المالية الدولية؛ وحسابات خبراء الصندوق.

ملحوظة: النقطة المرتفعة في السهم هي أكبر معدل نمو للائتمان الاسمي المقدم للقطاع الخاص منذ الربع الأول من عام ٢٠٠٦ على أساس سنوي مقارن. والنقطة المنخفضة هي آخر بيانات متوافرة في تقرير الإحصاءات المالية الدولية. والبلدان مرتبة حسب أكبر تراجع إلى أقل تراجع.

المصدرة للنفط، غالبا ما يؤثر خفض الإنفاق سلبا على القطاع الخاص غير النفطي، الذي تشح أمامه مصادر التمويل البديلة، مما يكبح عملية التنويع الاقتصادي.

ومن ثم، فإن صناعات السياسات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا محقون في قلقهم بشأنهم أسباب تباطؤ نمو الائتمان والإجراءات التي يمكن أن يتخذوها لحفز تعافيه. وفي هذه المنطقة، تشمل الأسباب - بدرجات متفاوتة -

كما هي الحال في مناطق العالم الأخرى، شهد الائتمان المصرفي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تحولا ملحوظا. فعقب تسارع وتيرته حتى بلغت معدلات نموه السنوية الحقيقية مستوى الذروة من نحو ٢٠% (لبنان) إلى ١٠٠% تقريبا (السودان) قبل الأزمة العالمية، أخذت وتيرته تتباطأ بصورة حادة، بمتوسط ٣٠ نقطة مئوية تقريبا، مع تراجعه بأكثر من ٤٠ نقطة مئوية في بعض البلدان (الشكل البياني ألف-٣-١).

ويمكن أن يؤدي استمرار بطء الائتمان المصرفي إلى تبعات خطيرة على النشاط الاقتصادي. فبقدر ما يكون الائتمان مقيدا في جانب العرض، تكون القطاعات والشركات والأسر التي تعتمد بشكل خاص على التمويل المصرفي إما مرغمة على الحد من استهلاكها وتقليص خطتها الاستثمارية أو اللجوء إلى مصادر تمويل بديلة، مما يخلق أعباء تنقل حركة التعافي الاقتصادي.

وعلى المدى الأطول، يُتوقع أن يؤدي بطء نمو الائتمان إلى إرجاء التعميق المالي، مما يحد بالتالي من إمكانات نمو الاقتصاد. وإضافة إلى ذلك، فبالنسبة للبلدان

هناك مجال لاتخاذ إجراءات أخرى، مثل ضخ قدر أكبر من السيولة أو زيادة خفض الاحتياطيات الإلزامية.

- بالنسبة للبلدان التي تأثر فيها الوضع المالي للبنوك بالدرجة الأبلغ، سيتعين اتخاذ إجراءات لتتقوية الميزانيات العمومية - إثبات الخسائر وتكميل رأسمال البنك المعني حسب الحاجة - كشرط أساسي لتعافي الائتمان على نحو قابل للاستمرار.

- أحد العوامل الأخرى التي تؤثر على إمداد الائتمان هو حالة عدم اليقين التي تشوب القواعد التنظيمية والتي تحيط بالإجراءات التي تتخذ في مواجهة الأزمة. ويمكن أن تعمل السياسات على الحد من العزوف عن المخاطر الذي يترتب على ذلك بزيادة الشفافية وتحري الوضوح في إبلاغ المسار المستقبلي للتدابير النقدية والتنظيمية.

- لتعزيز نشاط الإقراض داخل ثقافة ائتمان آخذة في التغير، ينبغي أن تشجع السياسة زيادة حوكمة الشركات والإفصاح.

- ينبغي في الأجل المتوسط بذل جهود لتطوير أسواق السندات المحلية من أجل توفير بدائل عن الائتمان المصرفي تتوافر لها مقومات الاستمرار.

- سوف يستغرق تنشيط الائتمان بالضرورة بعض الوقت. وحتى مع تعافي النشاط الاقتصادي - بما يزيد الطلب على الائتمان ويخفض حالة عدم اليقين التي قد تؤثر سلبا على رغبة البنوك في الإقراض - يمكن أن يتأخر تعافي الائتمان، حسبما تشير التجارب السابقة.

كلا من عوامل الطلب والعرض. فعلى جانب العرض، تعرضت البنوك لنوعين من الصدمات:

(١) انخفاض شديد في التمويل، مع تباطؤ حاد في نمو الودائع المحلية، ووجود قيود في بعض الحالات على اقتراض البنوك من الخارج؛

(٢) زيادة التوترات في الميزانيات العمومية للبنوك، مع انخفاض الربحية وارتفاع نسبة القروض المتعثرة.

وفي المقابل، أدى تباطؤ النشاط الاقتصادي إلى خفض الطلب على الائتمان وتكثيف حالة عدم اليقين بشأن احتمالات الاستثمار في المستقبل، مما رفع من درجة العزوف عن المخاطر لدى البنوك والمقرضين المحتملين. وأخيرا، فربما تكون ثقافة الائتمان في المنطقة تمر بمرحلة تحول عن الإقراض للكيانات ذات الأسماء الكبيرة نحو منهج يقوم على الإفصاح الدقيق والإدارة السليمة للمخاطر، وذلك نتيجة لتعرض المنطقة لصدمات محددة، مثل إخفاق مؤسستين عملاقتين سعوديتين ووقوع أزمة دبي ووجود مشكلات تحيط بشركات الاستثمار في الكويت.

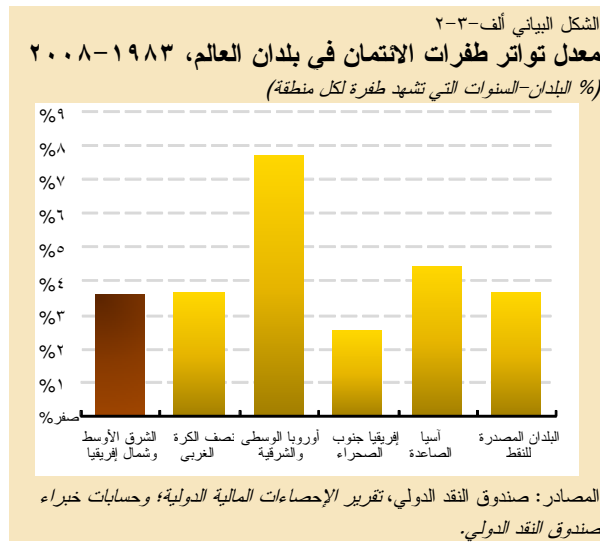
إجراءات السياسات في المستقبل

- أولا، أثبتت بعض إجراءات السياسات التي اتخذت بالفعل في بعض البلدان فعاليتها، حيث حالت دون زيادة حدة تباطؤ الائتمان. فإضافة إلى خفض أسعار الفائدة، تم تنفيذ تدابير كمية شملت خفض الاحتياطيات الإلزامية، وضخ السيولة ورؤوس الأموال، وكذلك وضع ودائع حكومية مباشرة في البنوك. وفي معظم البلدان استنفذ مجال خفض أسعار الفائدة. وينبغي إرجاء سحب التدابير الكمية إلى أن يصبح تعافي نشاط الإقراض واضحا، وحتى في بعض الحالات قد يكون

للمعايير مع توسع الائتمان في آسيا الصاعدة، ولكنه يقل بدرجة ملحوظة عنه في أوروبا الوسطى والشرقية.

طفرات الائتمان ليست جديدة، ولكن التجربة الأخيرة شديدة الحدة

شهدت منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا طفرات ائتمانية في الماضي أيضاً، بمعدل تواتر مماثل لما هو مشاهد في بلدان نصف الكرة الغربي وآسيا الصاعدة، وإن كان أقل بعض الشيء من بلدان أوروبا الوسطى والشرقية (الشكل البياني ألف-٣-٢). أما على المستوى العالمي فتبرز السنوات السابقة على الأزمة. ففي الفترة ٢٠٠٦-٢٠٠٨، ظهرت طفرات ائتمانية بلغت درجة غير مسبوقه لتجعل فترة السنوات الثلاث هذه أعلى تركيز لهذه النوبات على مدى الخمس وعشرين عاماً الماضية؛ وفي عام ٢٠٠٨ على وجه الخصوص، حدثت طفرات ائتمانية في نحو ١٥% من جميع البلدان. وفي بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كانت نسبة انتشار هذه الطفرات أعلى قليلاً من هذا المتوسط العالمي، حيث كانت تبلغ ١٨% (الشكل البياني ألف-٣-٣).



خطوة إلى الوراء: دورة الائتمان الأخيرة

شهدت بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال السنوات السابقة على الأزمة ارتفاع معدلات نمو الائتمان، بل وطفرات ائتمانية في بعض الحالات. وتعرّف الطفرة الائتمانية حسب أحد المنهجيات المعيارية بأنها نوبة لا ينمو فيها الائتمان بمعدلات مرتفعة فحسب، بل يتجاوز اتجاهه العام بمقدار "كبير بدرجة كافية".^١ وقد أثبتت الدراسات المعنية بهذه الأنواع من النوبات في مختلف بلدان العالم أن الطفرات غالباً ما ترتبط بعسر مالي لاحق في القطاع المصرفي، لا سيما حين تكون كبيرة وطويلة الأمد، وحين تقترن أيضاً باختلالات اقتصادية كلية أخرى، مثل ارتفاع معدل التضخم أو اتساع عجز الحساب الجاري.

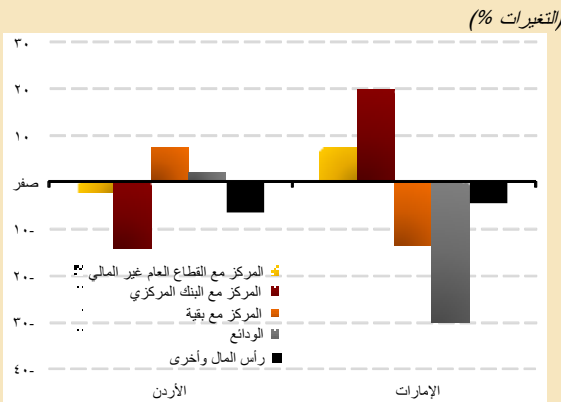
وحسب هذا التعريف، شهدت خمسة بلدان طفرات ائتمانية في السنوات السابقة على الأزمة، وهي: الأردن والمغرب وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة، مع وجود بلد آخر كحالة حدودية هو إيران. وإضافة إلى ذلك، يبدو أن نمو الائتمان الأعلى من الاتجاه العام والحادث في الوقت الراهن ظاهرة عالمية. فمتوسط توسع الائتمان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وإن كان أكبر من توسعه في بلدان نصف الكرة الغربي، إلا أنه يتشابه بدرجة كبيرة

^١ حسب العملية المبلغة هنا، تعرّف المنهجية طفرة الائتمان بأنها حالة يتم فيها تجاوز مستويين حديين، هما: (١) مستوى حدي نسبي، تتجاوز فيه نسبة الائتمان إلى إجمالي الناتج المحلي اتجاهها عاماً يبنى باستخدام مرشح هودريك-بريسكوت متحرك بمقدار يزيد على الانحراف المعياري التاريخي بأكثر من ١,٥ مرة، و (٢) مستوى حدي مطلق، تزيد فيه نسبة الائتمان إلى إجمالي الناتج المحلي بأكثر من ٥ نقاط مئوية في سنة واحدة. وقد تم أخذ هذه المعايير من دراسات قُطرية مقارنة متشابهة لطفرات الائتمان.

أما في الأردن، فقد تسارعت فعليا وتيرة نمو الودائع بين الفترة السابقة على الأزمة والفترة التالية لها، وهو ما كان يمكن أن يرفع نمو الائتمان الحقيقي بنقطتين مؤيتين. وإضافة إلى ذلك، كانت بعض البنوك قادرة على تحويل أموال من الخارج (٧ نقاط مئوية). ومن ثم، اقترن تراجع نمو الائتمان الحقيقي بين الفترتين بالدرجة الأولى بزيادة كبيرة في الاحتياطيات لدى البنك المركزي (مما أبطأ الائتمان الحقيقي بمقدار ١٤,٥ نقطة مئوية) وزاد الإقراض للحكومة (٢,٥ نقطة مئوية).

ومثلما هي الحال في الإمارات العربية المتحدة، كان لمراكز البنوك مع البنك المركزي في عدد كبير من الحالات دور موازن، مما بيّن عمل السياسة النقدية المعاكسة لاتجاه الدورة الاقتصادية. ورغم أن البيانات لا تستطيع التمييز بين التغيرات النابعة من الإرادة والتغيرات التي تحدث بفعل السياسات بشكل بحت، يشير التحليل إلى أن التهدئة الكمية كانت غالبا ما تستخدم وتؤثر بدرجة كبيرة على نمو الائتمان المقدم للقطاع

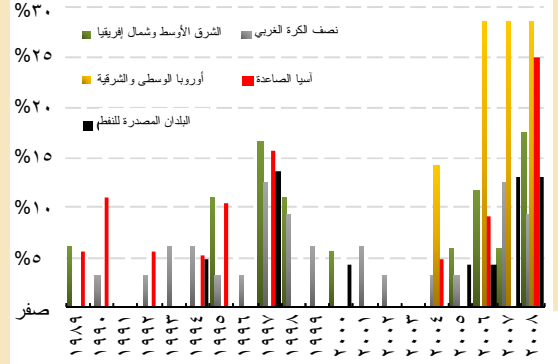
الشكل البياني ألف-٤-٤ تفكيك تباطؤ الائتمان في بلدان مختارة من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا



المصادر: صندوق النقد الدولي، تقرير الإحصاءات المالية الدولية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملحوظة: يُعنى هذا الرسم البياني بتفكيك حالات التراجع في نمو الائتمان المقدم للقطاع الخاص من فترات التوسع إلى فترات التباطؤ إلى حركات في حسابات الميزانية العمومية الأربعة. وتشير القيمة السالبة إلى المساهمة في التباطؤ بينما تشير القيمة الموجبة إلى الأثر الموازن الذي يخفف حدة التباطؤ. ويعادل مجموع العناصر الأربعة تغير معدل نمو الائتمان الاسمي في الإمارات العربية المتحدة والائتمان الحقيقي في الأردن.

الشكل البياني ألف-٣-٣ معدل تواتر طفرات الائتمان على مدار زمني (نسبة البلدان التي تشهد طفرة)

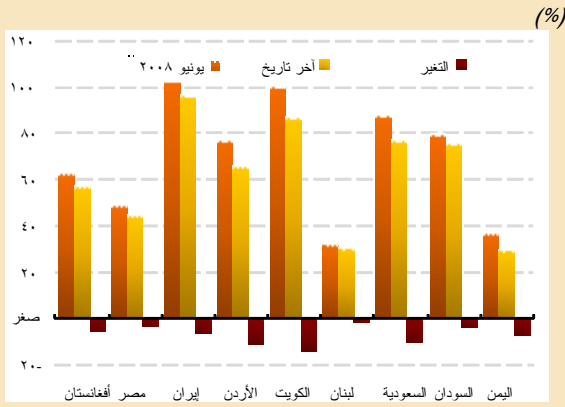


المصادر: صندوق النقد الدولي، تقرير الإحصاءات المالية الدولية؛ وحسابات خبراء الصندوق.

تراجع الودائع: محرك رئيسي

بدراسة الميزانيات العمومية للبنوك خلال الفترة الممتدة من فترة التوسع السابقة على الأزمة (الربع الرابع من عام ٢٠٠٤ - الربع الثاني من عام ٢٠٠٨) إلى فترة التباطؤ التالية للأزمة (الربع الثاني من عام ٢٠٠٨ - الفترة الأخيرة)، يتبين أن الصدمة الأولية التي أثرت على معظم البلدان كان التباطؤ الملحوظ في الودائع ورأس المال، الذي فرض قيودا حادة على قدرة البنوك على الإقراض. وهناك مثالان متعارضان يسلطان الضوء على ديناميكية فترات تباطؤ الائتمان هذه. فأولا، تراجع التمويل بصورة حادة في الإمارات العربية المتحدة. وكان من الممكن أن يؤدي تباطؤ الودائع ورؤوس الأموال وحده إلى خفض نمو الائتمان بأكثر من ٣٥ نقطة مئوية. وعزز من ذلك تراجع الاقتراض الخارجي، بواقع ١٤ نقطة مئوية أخرى. إلا أن اقتران تراجع الاحتياطيات المصرفية (٢٠ نقطة مئوية) بزيادة الودائع الحكومية (٧ نقاط مئوية) خفف من حدة تباطؤ الائتمان، فبلغ في نهاية الأمر ٢٢ نقطة مئوية (الشكل ألف-٣-٤).

الشكل البياني ألف-٣-٥
نسب القروض إلى الودائع في مجموعة مختارة من بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

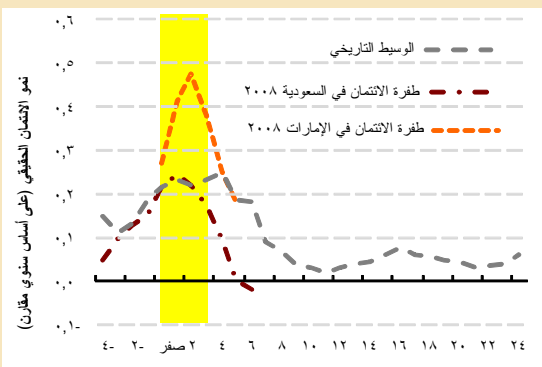


المصادر: صندوق النقد الدولي، تقرير الإحصاءات المالية الدولية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

السنوات القادمة: امتداد بطء الائتمان ليس أمراً غير معتاد

في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كانت الطفرات السابقة تأتي متبوعة بتباطؤ حاد، تليها فترة ممتدة من بطء الائتمان. وبتحليل الفترة ١٩٨٣-٢٠٠٨ من منظور خلفي يتكشف نمط السلوك التالي. تتباطأ وتيرة الائتمان من معدل نمو حقيقي وسيط يزيد على ٢٠% ليقترّب من

الشكل البياني ألف-٣-٦
منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط: سلوك الائتمان المحيط بالطفرات (التغير %)



المصادر: صندوق النقد الدولي، تقرير الإحصاءات المالية الدولية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

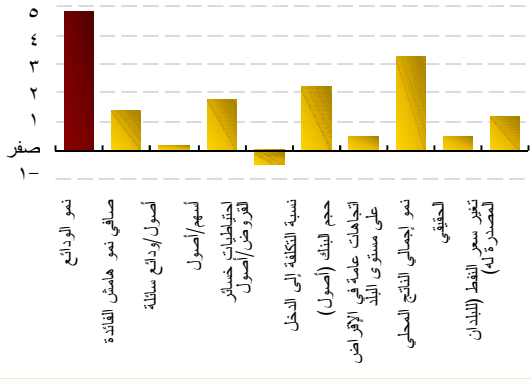
ملحوظة: متوسط غير مرجح لنمو الائتمان الحقيقي أثناء سنوات الطفرة المحددة بين عامي ١٩٨٣ و ٢٠٠٨. تم خفض الائتمان بواسطة مؤشر أسعار المستهلكين. وتمثل المساحة المظللة سنة الطفرة.

الخاص. وإضافة إلى ذلك، أدى التمويل المباشر المقدم من الحكومة إلى راحة كبيرة للبنوك في كل من المملكة العربية السعودية وسوريا والإمارات العربية المتحدة.

أما آثار مراكز البنوك مع بقية العالم فقد اختلفت بصورة جوهرية باختلاف البلدان. ومثلما حدث في مثال الإمارات العربية المتحدة، شهدت بعض البلدان تراجع الاقتراض الخارجي، وإن كان بحجم أصغر بكثير من تراجع الودائع. وفي بلدان أخرى، مثل البحرين والأردن، ساعد السحب من الأصول الأجنبية للبنوك على الحد من تباطؤ الائتمان، بينما قامت البنوك في المملكة العربية السعودية ببناء أصولها الأجنبية. وأخيراً، كانت البنوك في قطر قادرة على الحد من التباطؤ عن طريق السحب من الأصول الأجنبية والاقتراض من الخارج.

ومن الصعب فض التشابك بين آثار الطلب وآثار العرض، ولكن يبدو أن هناك ثلاثة عوامل مؤثرة. ففي عدد كبير من بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، تراجعت أيضاً نسبة القروض إلى الودائع من منتصف عام ٢٠٠٨ إلى أواخر عام ٢٠٠٩، وتراوح التراجع بين نقطتين مؤتتين إلى ١٤ نقطة مئوية (الشكل البياني ألف-٣-٥). ويمكن أن يبين ذلك (١) وجود صعوبات في التمويل الإضافي، مثل الاقتراض الخارجي؛ أو (٢) عدم رغبة النظم المصرفية في الإقراض، نتيجة لزيادة عدم اليقين على مستوى الاقتصاد الكلي والتنظيم في المرحلة التالية للأزمة؛ أو (٣) بطء الطلب على الائتمان، الذي يعزى أيضاً إلى ضعف البيئة الاقتصادية الكلية.

الشكل البياني ألف-٣-٧
العوامل الدافعة لنمو الإقراض في بنوك منطقة الشرق
الأوسط وشمال إفريقيا
(%)



المصادر: صندوق النقد الدولي، تقرير الإحصاءات المالية الدولية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.
ملحوظة: يبين هذا الشكل التأثير المقدر للتحرك من قيمة منخفضة إلى قيمة مرتفعة في كل من المتغيرات التفسيرية أثناء نمو الائتمان. ويحسب هذا التأثير باعتباره التغير في المتغير المعنى (من المئتين الخامس والعشرين إلى المئتين الخامس والسبعين) مضروباً في المعامل المقدر، ويستند إلى انحدار بيانات السلاسل الزمنية المقطعية على عينة بنوك في ١٠ بلدان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أثناء الفترة ١٩٩٧-٢٠٠٨.

فعلى جانب العرض، يكشف التحليل عن أن نمو الودائع هو العامل الدافع المهم، تليه الرسمة. ويمكن أن يُتوقع أن تؤدي زيادة مخصصات خسائر القروض - التي تبيّن بصورة غير مباشرة تدهور جودة القروض - إلى إبطاء نمو الإقراض. ويرتبط نمو الإقراض أيضاً بارتفاع التكاليف الكلية، والذي تستجيب له البنوك بالحفاظ على هوامش أعلى من أسعار الفائدة.

وبالمثل، فكما بيّن التحليل، يؤدي توافر أوضاع اقتصادية كلية مواتية، بما يدل على عوامل العرض والطلب، إلى حفز الإقراض المصرفي. ويرتبط نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي وأسعار النفط - ولكن في البلدان المصدرة للنفط فقط - بزيادة نشاط الإقراض.

وتشير النتائج بالتالي إلى أن تنشيط نمو الائتمان سيتطلب توافر شرطين مترابطين: ضرورة تحسين الميزانيات العمومية للبنوك، وضرورة رسوخ التعافي الاقتصادي

النمو المصرفي خلال عامين، يتبعه نمو لا يزيد على ٥% لمدة ثلاثة سنوات على الأقل (الشكل البياني ألف-٣-٦).

ومقارنة بهذا النمط التاريخي، تكون دورة الانتعاش والركود في الإمارات العربية المتحدة أكثر حدة بشكل ملموس على جانب احتمالات تجاوز التوقعات - مع اقتراب معدل النمو السنوي الحقيقي من ٥٠% في مستوى الذروة - ثم هبوطه بصورة حادة إلى ٤%. أما الركود في المملكة العربية السعودية فقد كان أكثر حدة بكثير من المستوى التاريخي، مع تحول النمو إلى أرقام سالبة بعد ستة أرباع من بلوغ مستوى الذروة. وقد يتضمن طور التباطؤ الراهن تحولاً محتملاً في ثقافة الائتمان في المنطقة، مع تراجع البنوك عن التأكيد على الإقراض للكيانات ذات الأسماء الكبيرة وتحولها تجاه منهج يتسم بطابع تقليدي أكبر ويقوم على المنافسة في إجراء العمل (الشكل البياني ألف-٣-١).

تنشيط الائتمان يعتمد على تحسين الميزانيات العمومية وتعافي الاقتصاد الكلي

تساهم قوة الميزانيات العمومية والأوضاع الاقتصادية الكلية بدور مهم في التأثير على نمو الائتمان. ويكشف أحد التحليلات لسلوك فرادى البنوك في مجموعة فرعية من بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في الفترة السابقة على الأزمة عن عدة محدّدات أساسية للإقراض المصرفي، سواء في جانب العرض أو جانب الطلب، بما يعطي فكرة توضح الشروط المسبقة الواجب توافرها لتنشيط الائتمان (الشكل البياني ألف-٣-٧).^٢

^٢ يستخدم هذا التحليل انحدارات بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لنمو الائتمان حسب البنك باستخدام بيانات الميزانية العمومية السنوية وبيانات كشف الدخل التي تم الحصول عليها من قاعدة بيانات BankScope للبنوك التجارية والاستثمارية والإسلامية الكبيرة في البحرين ومصر والأردن والكويت ولبنان والمغرب وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية وتونس والإمارات العربية المتحدة خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠٠٨.

أنشطة إقراض (مكلفة نسبيا). وفي البلدان المصدرة للنفط، ينبغي أن يستجيب كل من العرض والطلب بصورة مواتية لتعافي أسعار النفط.

الكلي، والذي يؤثر بدوره على نمو الودائع. فالأول يعني ضمنا زيادة مستويات الرسملة وتعافي جودة الأصول واستعادة هوامش الربح بحيث تستطيع البنوك الدخول في

آراء الأسواق حول الإقراض المصرفي في الشرق الأوسط

أجريت مقابلات هاتفية مع عينة من كبار محلي القطاع المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة فبراير-مارس ٢٠١٠، تم التركيز فيها على أسباب تباطؤ الائتمان المصرفي والحلول المحتملة.

اعتُبرت عوامل الطلب والعرض ملائمة. فعلى جانب العرض، نضبت منابع التمويل بالجملة والأجنبي بصورة مفاجئة في أعقاب الأزمة المالية العالمية في بلدان مجلس التعاون الخليجي، وأصبحت البنوك عازقة عن المخاطر بدرجة كبيرة، مما أدى إلى خفض نسب التمويل بالديون لشركات القطاع الخاص واضطرار هذه الشركات إلى السحب من مخزوناتهما. وأدى انهيار الطلب على العقارات وتأثير تباطؤ النشاط الاقتصادي العالمي إلى تراجع الطلب على الائتمان المصرفي. واعتبر بعض الاقتصاديين أن التباطؤ تحركه بالكامل عوامل العرض؛ فرغم توافر مقومات البقاء لعدد كبير من الشركات، وتوافر الطلب من المشاريع، كانت البنوك غير راغبة في الإقراض. وساهم في هذا السلوك وجود مشكلات أحاطت بعدم قدرة بعض الشركات المملوكة لأسر سعودية على سداد مديونياتها، ووجود مشكلات في القطاع المالي الكويتي، وأزمة مجموعة "دبي العالمية".

وعلى الرغم من تضرر الائتمان المصرفي في بلدان المغرب العربي والشرق العربي- مع وجود بضعة استثناءات مثل لبنان - فقد كانت العوامل وراء ذلك مختلفة. فالبنوك اللبنانية تتسم بالسيولة وتقوم الآن بزيادة الائتمان في القطاع الخاص، في حين تضرر نشاط الإقراض المقدم للقطاع الخاص في الأردن نتيجة لتراجع إيرادات التصدير وتحويلات العاملين في الخارج. أما سوريا فكانت منعزلة نسبياً، مع امتلاك الدولة لأغلب بنوكها. وفي مصر، أرجع معظم المحللين ضعف الائتمان إلى انخفاض الطلب مع تعافي الاقتصاد من تباطؤ النشاط، وإن كان بعض المحللين قد أرجع أيضاً هذا التباطؤ إلى احتمال أن يكون زيادة الإقراض للحكومة قد أدى إلى مزاحمة القطاع الخاص.

وفي بلدان مجلس التعاون الخليجي، أثرت ضائقة الائتمان على البنوك التجارية والأجنبية والإسلامية بدرجات متفاوتة. فقد تضررت البنوك الأجنبية من تركيز الإقراض وانسحبت بقوة من المنطقة، بينما قامت بنوك أخرى بتحويل تركيزها إلى إدارة أصول الثروات والانصراف عن الإقراض للشركات. وربما كانت البنوك الإسلامية أقل انكشافاً لمخاطر الإقراض عبر الحدود من البنوك التجارية، غير أنها شاركت بقوة في الإقراض العقاري، لا سيما في الإمارات العربية المتحدة، وشهدت ارتفاعاً حاداً في المخصصات أيضاً.

وكان هناك توافق آراء بشأن استمرار بطء الإقراض في عام ٢٠١٠، مع ترجيح زيادته في عام ٢٠١١، غير أن الآراء اختلفت بشأن ما سيحدث مستقبلاً بالنسبة لإقراض الكيانات ذات الأسماء الكبيرة. وتوقع معظم المشاركين حدوث تعافٍ بطيء نتيجة أجواء عدم اليقين التي تحيط بمجموعة "دبي العالمية"، وانخفاض نسب التمويل بالدين، ومحدودية نفاذ البنوك إلى مصادر التمويل. وفي حين أقر معظم المشاركين بتأثر الإقراض للكيانات ذات الأسماء الكبيرة بشدة، فقد توقعوا تباطؤ هذا النوع من الإقراض وليس اختفائه كلية. ويتوقع أن يزداد التركيز على الإفصاح والشفافية وإدارة المخاطر مع تحول البنوك لقدر أكبر من الإنفاقية في عملياتها الإقراضية.

وأعرب المشاركون عن آراء مختلفة بشأن فعالية الإجراءات الحكومية لتحقيق استقرار الائتمان. ورأي معظم المحللين أن بعض الإجراءات مثل خفض أسعار الفائدة والاحتياطات الإلزامية واستحداث التأمين على الودائع وضخ السيولة وعمليات الرسملة كانت فعالة. وأعرب آخرون عن قلقهم بشأن افتقار السياسات إلى الأدوات الكافية وشيوع حالة من عدم اليقين في التنظيمات. وعلى سبيل المثال، تنفقر البنوك المركزية إلى القدرة على إجراء عمليات السوق المفتوحة وكذلك أسواق المعاملات بين البنوك. وغالباً ما تنفذ برامج التأمين على الودائع على أساس مخصص، بما يسهم في حالة عدم اليقين التنظيمي والإحجام عن الإقراض. ويتسم تدفق المعلومات والشفافية بالضعف، مع وجود رسائل مختلطة من السياسات مثلما يحدث عند ضخ السيولة وإتباع ذلك بتشديد في معايير الإقراض.

ورأي المحللون أن تنشيط الائتمان عملية مطولة، وأن السياسات لا توجد أمامها سوى خيارات قصيرة الأجل لتعجيل وتيرة هذه العملية. ورأي عدد كبير منهم أنه في ظل غياب الثقة الحالي بين البنوك والمقرضين والقطاع الخاص، لا يوجد أمام الحكومة سوى عدد محدود من أدوات السياسة إلى جانب الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي الكلي وإعطاء دفعة للطلب. وذكروا أن تداعي آثار انتشارية خارجية سيؤثر بشدة على ثقة البنوك والمقرضين. وإضافة إلى ذلك، يعد غياب التمويل المصرفي قضية طويلة الأجل لا يمكن حلها بعمليات ضخ سيولة مؤقتة. ودعا البعض إلى تنفيذ تدابير هيكلية كبيرة مثل استحداث شبكة أمان مالية وتنفيذ أدوات السوق.

وكان هناك توافق آراء كبير بشأن الدور الذي يمكن أن تسهم به أسواق السندات بالعملية المحلية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في خفض اعتماد المنطقة على التمويل المصرفي، غير أن عدداً كبيراً حذر من وعورة هذه الطريق. وبالمقارنة بالمناطق الأخرى، يمثل التمويل بالسندات نسبة صغيرة للغاية من التمويل الكلي كما أن تكلفته أكبر نسبياً، ولذلك توجد حاجة ومجال كبيران لاستحداث أسواق للسندات بالعملية الأجنبية. وفي الوقت نفسه، يتعين التصدي لمشكلات القصور في الإفصاح والتسعير الكافي للمخاطر والإطار والتنظيم المؤسساتيين حتى يمكن تطوير هذه الأسواق بفعالية.

ألف-٤-١: التدفقات الرأسمالية إلى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان: الذهاب إلى ما وراء المصادر التقليدية

تراجعت التدفقات الرأسمالية إلى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان تراجعا حادا مع الأزمة المالية العالمية. وحتى الآن، كان التعافي جزئيا وأضعف بوجه عام من الأسواق الصاعدة الأخرى. وبوجه أعم، يقتضي تنشيط التدفقات الرأسمالية الداخلة بذل جهود من بلدان المنطقة لزيادة جذب رؤوس الأموال الأجنبية ويتطلب زيادة تنويع النظم المالية القائمة على أساس البنوك في المنطقة.

التكيف مع بيئة جديدة للتمويل الخارجي

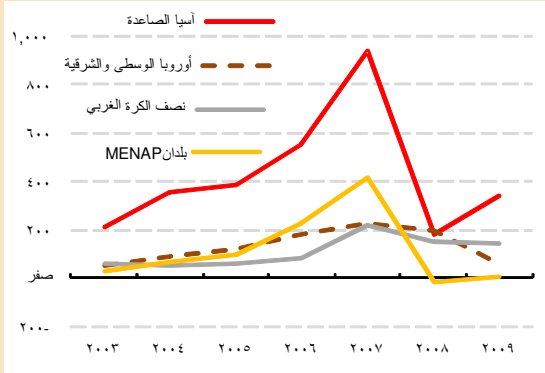
يمثل التعافي غير المتساوي للتدفقات الرأسمالية الدولية تحديا لبلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان. وكانت التدفقات الوافدة إلى المنطقة قد زادت بسرعة في الفترة السابقة على الأزمة المالية العالمية، غير أنها تراجعت بصورة حادة في عام ٢٠٠٨ (الشكل البياني ألف-٤-١). ولا تزال أهم مصادر التدفقات الرأسمالية الداخلة في السابق في المنطقة - التمويل المصرفي في البلدان المصدرة للنفط، والاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان المستوردة له - في مستويات منخفضة ولا يُتوقع أن تتعافى بسرعة. ومن شأن الاستفادة من الارتداد الإيجابي في التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الأسواق الصاعدة المساعدة على حفز الاستثمار في المنطقة في وقت تضيق فيه أوضاع الائتمان المصرفي المحلي. غير أن ذلك يعني بالضرورة تحول المنطقة بدرجة أكبر نحو المجالات التي تركز فيها الارتداد الإيجابي في التدفقات الرأسمالية العالمية، لا سيما أسواق السندات والأسهم، والتحول عن النموذج التقليدي للوساطة المالية والقائم على البنوك.

وتشهد بلدان الخليج منذ أوائل عام ٢٠٠٩ عودة التدفقات الرأسمالية الوافدة إليها في ارتداد إيجابي قوي يدفعه إصدار السندات لا سيما من قطر والإمارات

الشكل البياني ألف-٤-١

الارتفاع الحاد في التدفقات الرأسمالية

(التغير في الاستثمار الأجنبي المباشر، والحافظة، والاستثمارات الأخرى؛ بمليارات الدولارات الأمريكية)



المصدر: صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي.

العربية المتحدة. وقد تيسر ذلك بفضل قوة قطاع الطاقة ووجود قاعدة من الشركات الكبيرة القادرة على التحول من التمويل المصرفي إلى التمويل بالسندات. ويساعد إصدار السندات السيادية هذين البلدين على تطوير الأسواق الرأسمالية وإتاحة مجال المشاركة أمام القطاع الخاص. وفي الوقت نفسه، يُتوقع أن تستفيد المنطقة من زيادة الشفافية والإفصاح.

أما البلدان المستوردة للنفط فلم يكن لها في الغالب نصيب من الارتداد الإيجابي الأخير في التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى الأسواق الصاعدة. وتعتمد هذه البلدان بالدرجة الأولى على الاستثمار الأجنبي المباشر

وتعزيز سيولة الأسواق. ويرتفع نجاح الجهود الحكومية لتطوير الأسواق المالية بضمن وجود إشراف فعال وثقافة الشفافية.

- تحديد أولويات الأساسيات الاقتصادية الكلية القوية، لا سيما في البلدان المدينة، حيث سيساعد ذلك على الحد من المخاطر وخفض فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية وزيادة الطلب على الأصول المحلية. ومن شأن اتخاذ مواقف سليمة على مستوى المالية العامة الحد من مخاطر الائتمان المرتبطة بالأوراق الحكومية والمساعدة على وضع أدوات مالية أخرى.

خطوة إلى الورا: من الانتعاش إلى الركود

كانت التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى منطقة الشرق الأوسط قد ارتفعت في الفترة السابقة على عام ٢٠٠٨ بونيرة سريعة للغاية (الشكل البياني ألف-٤-٢). وتزامنت هذه التدفقات في معظمها مع فترة من أسعار النفط المرتفعة والفوائض الكبيرة في الحساب الجاري، واتجهت إلى بلدان المنطقة المصدرة للنفط، لا سيما المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة، وكان أغلبها في صورة تمويل من بنوك أجنبية. وفي حين راكمت الحكومات احتياطات كبيرة، فقد كانت البنوك والشركات المحلية تقترض بكثافة من الخارج. ونتيجة لذلك، ازدادت التدفقات الداخلة إلى هذه البلدان إلى جانب زيادة أكبر في استثماراتها في الخارج. وبحلول عام ٢٠٠٧، كانت العلامات على حدوث فورة في النشاط الاقتصادي قد بدأت في الظهور، مع ارتفاع التضخم باتجاه الخانتين في عدة دول خليجية، ومع زيادة التدفقات الداخلة للمضاربة على ارتفاع العملة.

ولم تكن قط متلقيا كبيرا لتدفقات الحافظة الدولية بل تبرز بأسواق الأسهم بنطاقها المحدود نسبيا.

وفضلا على ذلك، لم تشهد هذه البلدان كمجموعة قدرا كبيرا من تعافي التدفقات الرأسمالية الداخلة منذ خريف العام الماضي. وبالنظر إلى ضعف آفاق الاستثمار الأجنبي المباشر غير النفطي، وضآلة عدد الشركات الكبيرة التي تملك قدرة الوصول إلى أسواق رأس المال الدولية، يرجح أن تظل التدفقات الداخلة إلى البلدان المستوردة للنفط خافتة لبعض الوقت. إلا أن قيام هذه البلدان باعتماد سياسات تزيد من اجتذاب الاستثمارات الدولية يمكن أن يعجل بوتيرة التعافي ويسهم بمرور الوقت بصورة مهمة في نموها الاقتصادي.

برنامج عمل السياسات لتنشيط التدفقات الرأسمالية الداخلة

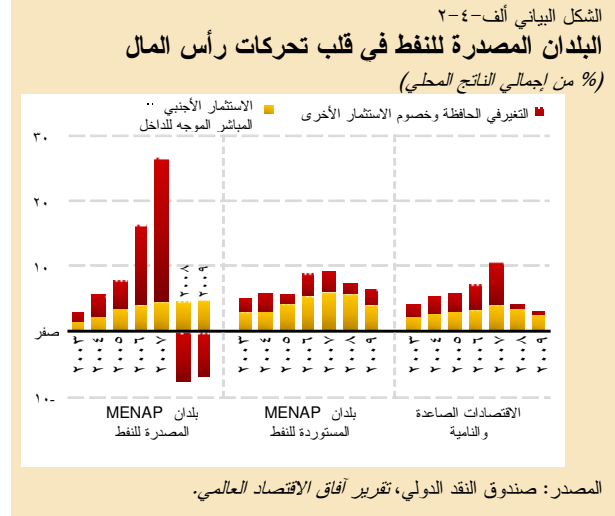
- مواصلة تعزيز التجارة الدولية وروابط التمويل.
- تحسين بيئة العمل بتبسيط التنظيمات وضمن وجود إدارة عامة مرنة من أجل زيادة جاذبية المشروعات المحلية وتيسير الاستثمار.
- خصخصة المشروعات المملوكة للدولة وتشجيع قيد الأسهم في البورصات. فمع نقص الائتمانات المصرفية، تكون أسواق الأسهم هي البديل الرئيسي لتمويل عدد كبير من الشركات. وتستطيع الحكومات تقديم حوافز للشركات المحلية المملوكة لأسر لقيدها في البورصة.
- تشجيع تطوير أسواق السندات. فيمكن أن يساعد إصدار السندات السيادية على تطوير منحني العائد ووضع قاعدة معيارية لتسعير أدوات الدين الأخرى

أكبر بكثير، إذ لم يتراجع في نهاية الأمر إلا بنصف نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي مقابل عام ٢٠٠٧، فيما يُعزى بالدرجة الأولى إلى انخفاض بمقدار نقطتين مؤبتيين للبلدان المستوردة للنفط، غير أنه ظل يمثل نسبة أعلى من إجمالي الناتج المحلي من متوسط البلدان الصاعدة والنامية. وعلى وجه الإجمال، كان تأثير انخفاض التدفقات الرأسمالية الداخلة على الاقتصادات محدودة نسبياً لهذه المنطقة، مع قدرة البلدان المصدرة للنفط على خلق هامش أمان للوقاية من الصدمة عن طريق السحب من الأصول وتقديم تنشيط مالي حكومي كبير عاد بالنفع أيضاً على البلدان المستوردة للنفط.

ارتداد إيجابي جزئي في التدفقات الرأسمالية الداخلة

بدأت التدفقات المالية تنشط في أوائل عام ٢٠٠٩. ومع انخفاض أسعار الفائدة في الاقتصادات المتقدمة وتحسن آفاق النمو، بدأت تدفقات الحافظة إلى الاقتصادات الصاعدة تتعافى بقوة خلال الربع الثاني من عام ٢٠٠٩. وتبعت التدفقات الاستثمارية الداخلة إلى منطقة MENAP كمجموعة الاتجاه العام السعودي المجدد المشاهد في الأسواق الصاعدة، وإن لم يكن إلى الحد الذي أصبحت عنده التدفقات الداخلة مصدر قلق واسع الانتشار، مع استمرار ضعف التدفقات الداخلة إلى معظم البلدان المستوردة للنفط.

وبنهاية عام ٢٠٠٩، عادت الإصدارات الجديدة في الأسواق الرأسمالية الدولية إلى مستويات قريبة من المستويات المرتفعة التي سبق تسجيلها. فقد نمت إصدارات المنطقة الكلية من السندات والقروض والأسهم على مدار العام لتصل إلى ٥٤ مليار دولار



أما البلدان المستوردة للنفط، فلم تزد فيها الاستثمارات إلا بصورة محدودة مقارنة بالبلدان المصدرة له. وكانت التدفقات الرأسمالية تدخل إلى هذه المجموعة من البلدان في صورة استثمار أجنبي مباشر بالدرجة الأولى، تساعدها مجموعة كبيرة من برامج الخصخصة. وكانت أنواع التدفقات الأخرى أصغر ولم ترتفع بنفس قدر ارتفاعها في الأسواق الصاعدة الأخرى، مع بقاء البلدان المستوردة للنفط عموماً على الخطوط الجانبية.

ومع وقوع الأزمة المالية العالمية تراجعت التدفقات الرأسمالية الداخلة بصورة حادة في عام ٢٠٠٨. ودخلت المنطقة، شهدت البلدان المصدرة للنفط حتى الآن التراجع الأكبر، تمشياً مع الزيادة الأكثر حدة في التدفقات الرأسمالية الداخلة إليها في الفترة السابقة على الأزمة. ومع قيام المستثمرين بخفض مراكزهم، تقلص رصيد الاستثمارات الأجنبية بخلاف الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان المصدرة للنفط بنحو ٨% من إجمالي الناتج المحلي، مقابل زيادة أكبر من ٢٠% من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٧ - في تحول أكبر من ذلك الذي شهدته جميع بلدان العالم الصاعدة والنامية إجمالاً. أما الاستثمار الأجنبي المباشر فقد كان صموده

قد أغفل البلدان المستوردة للنفط بدرجة كبيرة. فقد كان إجمالي ما طرحته هذه البلدان مجتمعة لا يزيد على ٥ مليارات دولار أمريكي من السندات الخارجية والقروض والأسهم في عام ٢٠٠٩ - أي أقل من نصف متوسط الإصدارات خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٨، وتمثل ٣ مليارات دولار أمريكي تقريبا من هذه القيمة سندات لبنانية قامت بشرائها بنوك لبنانية بالدرجة الأولى.

إصدار السندات تركز في الدول الخليجية

تمثلت قَطْرَ والإمارات العربية المتحدة وحدهما نحو ٨٥% من إجمالي طرح السندات في المنطقة في عام ٢٠٠٩. وإضافة إلى ذلك، فمع زيادة إصدار الدين السيادي لنحو ٤٥% من المجموع، لم تمثل إصدارات القطاع المالي من السندات (عند أقل من ٢٥% من المجموع) إلا نصف مستواها خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٨. أما بقية الإصدارات فقد كانت مرتبطة بالطاقة في المقام الأول ويدعمها التحول من التمويل بالقروض إلى التمويل بالسندات.

وقد انعكست زيادة تركيز المقرضين من أصحاب المراكز المالية القوية من البلدان المصدرة للنفط ومن

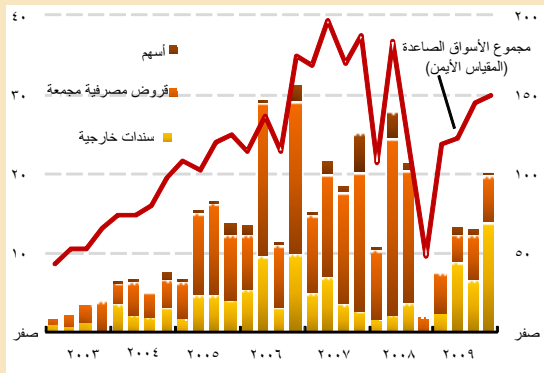
أمريكي في عام ٢٠٠٩، وهو رقم لا يقل كثيرا عن المتوسط المسجل في الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٨ (الشكل البياني ألف-٤-٣). وكانت السندات قد حققت السبق في عام ٢٠٠٩، مع إصدار سندات بقيمة ٣٢ مليار دولار أمريكي مثلت رقما قياسيا للمنطقة ونحو ١٥% من إجمالي إصدارات سندات الأسواق الصاعدة - أي أكثر من حصة المنطقة في إجمالي الناتج المحلي في الأسواق الصاعدة والبالغة نحو ١١%.

ولم يكن الارتداد الإيجابي منتشرا على نطاق واسع. فإصدارات القروض المصرفية المجمع، والتي كانت تمثل دعامة رئيسية في المنطقة فيما سبق، لا تزال في مستويات منخفضة نسبيا - عند ٢٠ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٩ - وتهيمن عليها الإمارات العربية المتحدة. أما إصدارات الأسهم فرغم أنها لم تمثل قط أهمية كبيرة في بلدان MENAP، فقد كانت أقل حيث لم تزد على ملياري دولار أمريكي. وعلى هذا النحو، مثلت الأسهم أقل من ٥% من إجمالي إصدارات المنطقة في عام ٢٠٠٩، فيما يمثل تناقضا حادا مع الأسواق الصاعدة الأخرى، التي ارتفعت حصة الأسهم في مجموع إصداراتها إلى نحو ٣٠% على مدار العام. ويسترعي الانتباه بنفس القدر أن هذا الارتداد الإيجابي

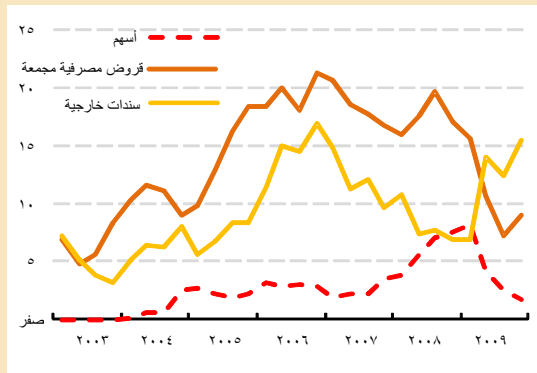
الشكل البياني ألف-٤-٣

الارتداد الإيجابي في الإصدارات الدولية للسندات والقروض والأسهم

(بلدان MENAP، بمليارات الدولارات الأمريكية)



(بلدان MENAP، % من مجموع الأسواق الصاعدة)



مصر من السندات السيادية الخارجية في إبريل ٢٠١٠، وهو أول إصدار لها منذ عام ٢٠٠٧، إلى منهج أكثر انترانا في المستقبل وربما يفتح الباب أمام المزيد من إصدارات سندات الشركات في البلدان المستوردة للنفط في المنطقة.

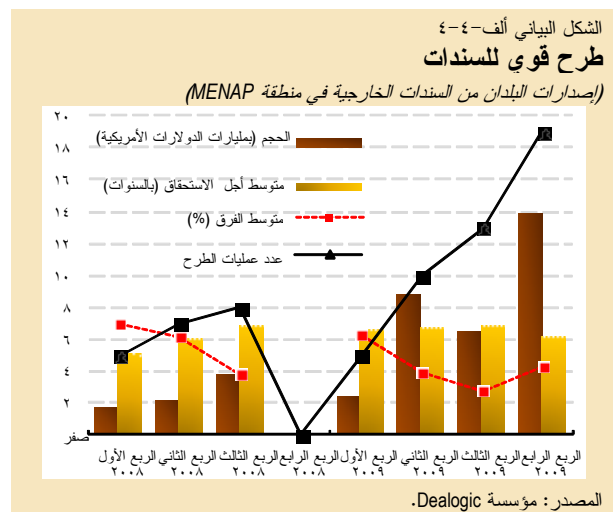
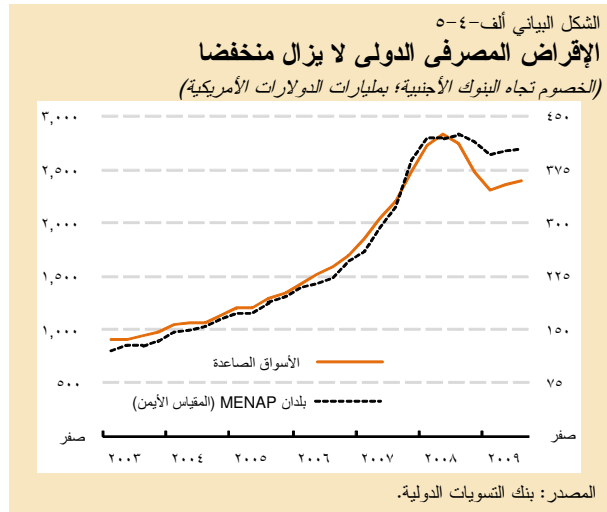
وقد أدى قيام مجموعة "دبي العالمية" في نوفمبر ٢٠٠٩ بإعلان تأجيل سداد الدين إلى خلق حالة من عدم اليقين لكل من المقترضين والمقرضين. وقد دل على ذلك غياب إصدار سندات تقليدي جديد من بلدان مجلس التعاون الخليجي حتى منتصف مارس ٢٠١٠. ولكن مع حدوث عمليات طرح منذ ذلك الحين، ووجود عمليات طرح أخرى قيد الحدوث، يبدو أن هذا الهدوء كان مؤقتاً.

الإقراض المصرفي والاستثمار الأجنبي المباشر غير النفطي لا يزالان في مستويات منخفضة

لا تزال أوضاع الائتمان المصرفي ضيقة. وحتى الآن لم يتعاف الاقتراض من البنوك الأجنبية، التي درج العرف على اعتبارها أهم مصدر للتمويل الخارجي لبلدان MENAP، من هبوط النشاط الاقتصادي في عام

القطاع العام في الشروط الإيجابية التي تضمنتها إصدارات السندات الخارجية الجديدة. فأجل استحقاق إصدار السندات الجديدة لبلدان MENAP يزيد في المتوسط على ٦ سنوات، أي ضعف متوسط إصدارات الأسواق الصاعدة تقريبا (الشكل البياني ألف-٤-٤). وإضافة إلى ذلك، تراجع متوسط الفرق نسبة إلى سعر الفائدة على الدين الحكومي في عملة الإصدار (الدولار الأمريكي بالدرجة الأولى) لأقل من ٣% في الربع الثالث من عام ٢٠٠٩، رغم أن فرادى جهات الإصدار واجهت عموما فروقا أعلى من الفروق التي كانت سائدة في مطلع عام ٢٠٠٨.

وقد أدت الأزمة المالية إلى جعل أسواق رأس المال أكثر تمحيصا، غير أن الأوضاع في سبيلها إلى العودة إلى حالتها الطبيعية. وكان التمويل بالسندات يقتصر بالأساس لفترة زمنية على المقترضين ذوي أعلى جدارة ائتمانية، ولا يزال خيارا للكيانات السيادية أو الشركات الكبرى بالدرجة الأولى. وفي الوقت نفسه تقوم الكيانات السيادية في البلدان المستوردة للنفط التي كانت فيما سبق قادرة على النفاذ إلى أسواق رأس المال الدولية بالاقتراض بصورة متزايدة من المصادر المحلية لما في ذلك من استقرار أكبر. وقد أصبح ذلك أمرا ممكنا نتيجة لتوافر سيولة كبيرة في أسواقها المحلية. ويشير إصدار



المقابل، شهد اقتصاد المملكة العربية السعودية، الأقل اعتماداً على هذين القطاعين، زيادة محدودة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر حيث وصل إلى ٤٣ مليار دولار أمريكي، ووجهت بالدرجة الأولى إلى صناعة تكرير النفط.

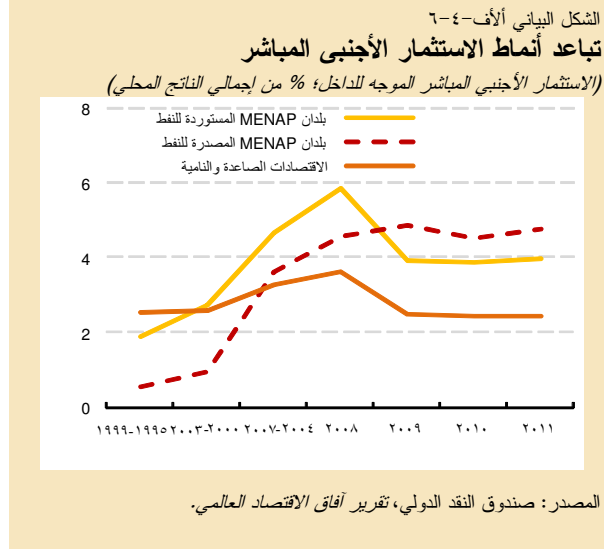
وقد تراجع الاستثمار بين المناطق بصورة حادة. وتم توجيه جزء كبير من الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه للخارج لبلدان MENAP - الذي زاد من مبالغ لا تذكر قبل عام ٢٠٠٤ ليصل إلى نحو ٤٥ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٧ - إلى بلدان أخرى في المنطقة. وعلى سبيل المثال، بلغت حالات الدمج والاستحواذ بين المناطق أكثر من ٧ مليارات دولار أمريكي في عام ٢٠٠٧؛ وأسهم بدور رئيسي في ذلك كل بلدان مجلس التعاون الخليجي المعنية تقريبا، وكذلك صناديق الثروة السيادية والمؤسسات المملوكة للدولة. وقد تحول مسار ذلك الاتجاه العام في عام ٢٠٠٩، مع انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه للخارج إلى أقل من ٢٠ مليار دولار أمريكي وجمود عمليات الدمج والاستحواذ بين المناطق بصورة شبه تامة خلال النصف الأول من العام. ويدل ذلك جزئياً على تزايد الانحياز للاستثمار المحلي: فقد أدت الأزمة المالية العالمية وما ترتب عليها من خسائر إلى جعل صناديق الثروة السيادية أكثر عزوفاً عن المخاطر ودفعت البلدان إلى ترتيب أولوياتها فيما يتعلق بالدعم التي تقدمه لاقتصاداتها ذاتها.

الأوضاع تعود إلى طبيعتها بالتدريج مستقبلاً

بالنسبة للفترة المقبلة، يوحى التعافي الاقتصادي العالمي الجاري بأن التدفقات الرأسمالية ستواصل توسعها. ويرجح أن يؤدي انخفاض أسعار الفائدة في الاقتصادات

٢٠٠٨. وكان تراجع رصيد المنطقة من القروض الأجنبية أقل منه للبلدان الصاعدة والنامية ككل (الشكل البياني ألف-٤-٥)، مما يبيّن جزئياً زيادة حجم هامش الأمان في الأصول الأجنبية. إلا أن زيادة الإقراض المصرفي الخارجي إلى المنطقة، مثلما هي الحال في المناطق الأخرى، كان محدوداً في عام ٢٠٠٩ ويساهم الآن في ببطء تقديم الائتمان المحلي. ويعد ضيق الأوضاع هذا مصدر قلق بوجه خاص للنظم المالية التي تقوم بدرجة كبيرة على البنوك في منطقة MENAP، وخصوصاً في البلدان المستوردة للنفط، حيث لا تصدر السندات إلا بضع شركات فحسب.

ويختلف الاستثمار الأجنبي بين القطاعات، مع تماسك الاستثمار الأجنبي المباشر في صناعة النفط، وانخفاضه في الصناعات الأخرى دون مستويات ما قبل الأزمة. وقد استفادت البلدان المستوردة للنفط خلال العقد الماضي من الزيادات القوية للغاية في الاستثمار الأجنبي المباشر، مع زيادة نسبتها في المتوسط على ٥% من إجمالي الناتج المحلي في عام ٢٠٠٨ (الشكل البياني ألف-٤-٦). وبحلول ذلك الوقت، كانت برامج الخصخصة قد انتهت تدريجياً في معظمها لتفسح المجال أمام الاستثمارات الجديدة. وتمشيا مع ما حدث في الأسواق الصاعدة الأخرى، كان الانخفاض اللاحق في الاستثمار الأجنبي المباشر بالتالي أحد العوامل المهمة وراء التراجع في تكوين رأس المال لدى البلدان المستوردة للنفط. أما بالنسبة للبلدان المصدرة للنفط، فقد تماسك الاستثمار الأجنبي المباشر بصورة أفضل، وإن اختلفت بدرجة كبيرة باختلاف البلدان. فقد تراجعت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الإمارات العربية المتحدة من ١٤ مليار دولار أمريكي في عام ٢٠٠٨ إلى ٤ مليارات دولار أمريكي في عام ٢٠٠٩، مع انتهاء الطفرة في قطاعي التشييد والعقارات. وفي



بتعزيز اقتصادات المنطقة وفتحها إلى زيادة قدرتها على اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية فتستطيع بالتالي دعم التعافي. غير أن التواءم مع تفضيلات المستثمرين الدوليين الأكبر للحفاظ على الأدوات الأخرى يشير أيضا إلى المنافع التي ينطوي عليها تطوير أسواق السندات والأسهم المحلية.

وهناك حاجة إلى مراقبة التدفقات الرأسمالية الداخلة عن كثب، إلى جانب بذل الجهود لجذب الاستثمارات. وفي هذه البيئة الحالية التي ترتفع فيها التدفقات الرأسمالية بصورة حادة إلى الاقتصادات سريعة النمو، توجد مخاطر حدوث فورة في النشاط الاقتصادي وبقاعات في أسعار الأصول. وفي الوقت الحالي، ومع استمرار انخفاض مستويات الائتمان المصرفي، لا تكاد توجد شواهد تشير إلى أن عمليات التقييم في المنطقة قد أصبحت أكبر من اللازم. إلا أن انفجار الفقاعة العقارية في دبي في عام ٢٠٠٨ يسلط الضوء على الخطر المرتبط بالتدفق المفرط لرؤوس الأموال الداخلة. ولتجنب مخاطر التطورات العكسية هذه يتعين توافر تنظيم قوي ومراقبة محكمة للقطاع المالي.

المتقدمة عنها في اقتصادات العالم الأخرى إلى دعم استمرار التدفقات إلى الأسواق الصاعدة. وقد بدأت الآن بضعة اقتصادات في المنطقة تشهد فعليا زيادة في الودائع المصرفية من الخارج أو مشتريات أجنبية لأذون الخزائنة، نتيجة لفروق أسعار الفائدة. وإضافة إلى ذلك، قد يشهد الاستثمار بين المناطق زخما جديدا نتيجة ارتفاع أسعار النفط واتساع فوائض الحساب الجاري في الاقتصادات المصدرة للنفط. ومع تزايد نمو اقتصادات البلدان المستوردة للنفط، يرجح بدرجة أكبر أن تعود كياناتها السيادية إلى دخول الأسواق الدولية.

ويرجح أن تظل بعض المجالات الأساسية، مثل الإقراض المصرفي والاستثمار الأجنبي المباشر غير النفطي، بطيئة نسبيا. ومع استمرار خضوع البنوك على مستوى العالم للضغوط، يرجح أن تطول فترة تعافي الإقراض المصرفي. وإضافة إلى ذلك، وتمشيا مع آفاق الاقتصادات الصاعدة والنامية الأخرى، يُتوقع أن يظل الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان المستوردة للنفط دون مستويات ما قبل الأزمة لعام آخر على الأقل. وبصفة عامة، وبالنظر إلى هشاشة التعافي العالمي، يرجح أن يواصل المستثمرون استهداف الأصول منخفضة المخاطر بالدرجة الأولى وإبداء تفضيل للسندات على الأدوات الأخرى الأقل سيولة.

جذب التدفقات الداخلة، ولكن بحذر

يساعد ارتفاع التدفقات الرأسمالية اقتصادات منطقة MENAP، وينبغي أن يهدف صناع السياسات إلى دعم هذه العملية. وبرغم تركيز التدفقات الرأسمالية الداخلة في منطقة الخليج، فإنها ساعدت على توفير تنشيط مالي كانت هناك حاجة كبيرة إليه في فترة انخفاض فيها نمو الناتج. ويُتوقع أن تؤدي مواصلة الإصلاحات المعنية