

التعلم من دروس الماضي

واجهت الدول الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي الأزمة المالية العالمية من موقع قوة

إنشاء ناطحات سحاب في دبي.

مي خميس وعبد الحق الصنهاجي
May Khamis and Abdelhak Senhadji

تقلبات

أسواق النفط تمثل واقعا معهودا في بلدان الجزيرة العربية. فحين شهدت أسعار النفط فترة طويلة من الانتعاش في سبعينات القرن الماضي فاضت الخزائن العامة بالإيرادات النفطية الوفيرة في دول مجلس التعاون الخليجي، وبلغ الإنفاق الحكومي مستويات مرتفعة، وما لبث واقع الموازنة الميرير أن جاء بمشهد جديد حين آلت أسعار النفط إلى الهبوط.

ومع حلول الأزمة الأخيرة، سجلت أسعار النفط انخفاضا حادا من ذروة قدرها ١٤٤ دولارا للبرميل في منتصف ٢٠٠٨ إلى ٣٤ دولارا في ديسمبر من نفس العام، الأمر الذي يرجع في معظمه إلى انخفاض الطلب العالمي. لكن ما حدث في هذه المرة هو أن الست حكومات الخليجية (راجع الإطار) ادخرت جانبا كبيرا من الإيرادات النفطية التي حققتها أثناء فترة الرواج النفطي من ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٨، فتراكمت لديها احتياطيها كبيرة، وتمكنت من تجميع موارد وفيرة

في صناديق للثروة السيادية. وتوخت هذه البلدان الحرص في إنفاقها، فوجهت استثمارات نحو مشروعات البنية التحتية المادية ورأس المال البشري. وتمكنت بعض البلدان من سداد جانب من ديونها (راجع الشكل ١) - كالمملكة العربية السعودية التي خفضت ديونها إلى ١٣٪ من إجمالي الناتج المحلي مع نهاية ٢٠٠٨ بعد أن كانت قد تجاوزت ١٠٠٪ قبل ذلك بعشر سنوات. ونتيجة لذلك، تمكنت حكومات مجلس التعاون الخليجي من احتواء تأثير أسوأ أزمة يمر بها الاقتصاد العالمي منذ عدة عقود، وإن كانت الاضطرابات الأخيرة قد كشفت عن بعض مواطن الضعف التي تشوب القطاع المالي في المنطقة.

ظهور الاختلالات

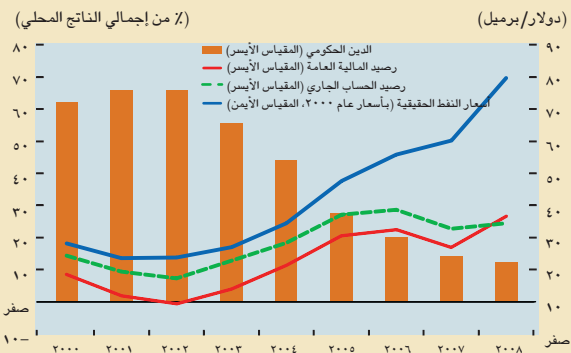
أدى انتعاش أسعار النفط إلى قوة فوائض أرصدة المالية العامة والأرصدة الخارجية في بلدان مجلس التعاون الخليجي. وقد أتاحت هذه الفوائض، لفترة

مجلس التعاون الخليجي

أنشئ مجلس التعاون الخليجي في عام ١٩٨١ بعضوية البحرين والكويت وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة لتعزيز التكامل الاقتصادي والمالي بينها. ويقدر مجموع السكان في هذه البلدان بنحو ٣٨ مليون نسمة - تشمل الوافدين - بناتج محلي إجمالي بلغ ١,١ تريليون دولارا في عام ٢٠٠٨. ويسهم النفط بنحو ٥٩٪ من إجمالي الناتج المحلي للمنطقة و ٨٠٪ من إيرادات المالية العامة والصادرات. وتؤدي المنطقة دورا أساسيا في أسواق النفط، حيث يمثل إنتاجها حوالي ٥٠٪ من إنتاج منظمة البلدان المصدرة للنفط («أوبك») و ٧٠٪ من الطاقة الإنتاجية الزائدة لدى بلدان «أوبك»، منها ٥٨٪ في المملكة العربية السعودية وحدها. وترتبط كل دول المجلس عملاتها بالدولار الأمريكي، باستثناء الكويت. وتمتلك المنطقة عددا من أكبر وأقدم صناديق الثروة السيادية تدار فيها أصول تراوحت قيمتها في نهاية ٢٠٠٨ بين ٦٠٠ مليار دولار وتريليون دولارا، منها ٥٠٠ مليار دولار مجنبة باعتبارها احتياطيها رسمية.

الشكل ١ حصار الانتعاش

زادت قوة ميزان المالية العامة والميزان الخارجي في دول مجلس التعاون الخليجي بفضل انتعاش أسعار النفط في الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٨.



المصادر: السلطات الوطنية، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

ولتعويض أثر الصدمات، استعانت الحكومات باحتياطياتها الدولية الكبيرة للحفاظ على مستوى الإنفاق المرتفع واتخاذ تدابير مالية استثنائية. فبالإضافة إلى عمليات ضخ السيولة التي قامت بها البنوك المركزية والحكومات، قدم كل من الكويت والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة ضمانات على الودائع، كما ضخ قطر والإمارات رؤوس أموال وصلت إلى ٢٪ و ٧,٣٪

تداعيات الأزمة

أثناء فترة الركود العالمي، طالبت الأسواق المالية بعلاوة مخاطر أعلى على الديون السيادية وأسهم رأس المال المتعلقة بدول مجلس التعاون الخليجي، وتراجعت أسعار العقارات في دول الخليج.

التغير في سوق الأسهم (%)	فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان (بنقطة الأساس)	
	الهبوط الأقصى للتغير على مدار الفترة	أثناء الفترة
	تأثير الأزمة قبل أحداث دبي ^١	
البحرين	٩٢	٧١٦
الكويت	غير متاح	غير متاح
عمان	٢٥٢	٤٨٣
قطر	٤٣	٣٧٩
السعودية	٣٠	٣٣٣
دبي	١١٤	٩٤٤
أبوظبي	٤٢	٤٤٦
	تأثير أحداث دبي ^٢	
البحرين	١٧٢	٢٦٠
الكويت	غير متاح	غير متاح
عمان	٢٧٥	٢٧٧
قطر	٩٤	١٢٠
السعودية	٧٤	١٠٧
دبي	٣١٧	٦٣٤
أبوظبي	١٠٠	١٧٥

المصادر: مؤسسة Bloomberg، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي. ملاحظة: مبادلة مخاطر الائتمان (credit default swap) هي عقد من عقود المشتقات المالية يتعهد بالدفع إذا تحقق حدث ائتماني مثل العجز عن السداد. وهو شبه بوثيقة التأمين. أما فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان فهي الفرق بنقطة الأساس (نقطة الأساس هي ١٠٠/١ من النقطة المئوية) بين سعر الفائدة المرجعي (كالمطبق على سندات الخزنة الأمريكية) وسعر الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان. ويمثل هذا الفرق في جوهره علاوة تأمينية. وتزداد هذه العلاوات (الفروق) كلما ازدادت المخاطر المتصورة.
^١ الأول من يونيو ٢٠٠٨ - ٢٢ نوفمبر ٢٠٠٩.
^٢ ٢٣ نوفمبر ٢٠٠٩ - ٢١ يناير ٢٠١٠.

مؤقتة على الأقل، الحيز المالي الضروري لمعالجة التحدي المزودج المتمثل في دعم تنوع النشاط الاقتصادي وتخفيض البطالة مع الحفاظ على الثروة النفطية للأجيال المستقبلية.

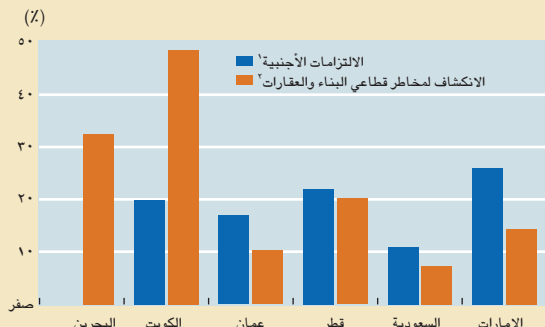
لكن الانتعاش أسفر عن اختلالات داخلية بدأت تتكشف مع بدء ضائقة الائتمان العالمية. فالسيولة الوفيرة حفزت النمو الائتماني والتضخم وارتفاع أسعار الأصول في وجود أدوات تعويضية محدودة على مستوى السياسات نظرا لربط العملة بالدولار الأمريكي. كذلك ارتبط انتعاش الأسعار بارتفاع التمويل بالديون في القطاع المالي وقطاع الشركات (انظر الشكل ٢). واتضحت أوجه الضعف في الميزانيات العمومية مع بدء ضائقة الائتمان العالمية، لا سيما في الإمارات العربية المتحدة والكويت والبحرين، نظرا لروابطها مع أسواق الأسهم العالمية، وتزايد الاعتماد على القروض الأجنبية والانكشاف للقروض العقارية وقروض البناء (انظر الشكل ٣).

رد فعل سريع

ومع سريان التخفيض العالمي لنسب التمويل بالديون وهبوط أسعار النفط وحجم إنتاجه، حدث تراجع ملاحظ في الفوائض الخارجية وفوائض المالية العامة في دول مجلس التعاون الخليجي، واتسعت فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان السيادي، وسجلت أسواق الأسهم والعقارات هبوطا ملموسا (انظر الجدول). ولحق ضرر بالغ بسوق العقارات الإماراتي حيث هبطت القيمة الشهرية للمعاملات العقارية من ذروة قدرها ٣ مليارات دولار تقريبا في مايو ٢٠٠٨ إلى ما لا يزيد على ٢٥٠ مليون دولارا بحلول نوفمبر ٢٠٠٩. وتقلص التمويل الخارجي للقطاع المالي وقطاع الشركات، فمن مشروعات قيد التنفيذ تقدر بنحو ٢,٥ تريليون دولار في نهاية ٢٠٠٨ توقف العمل في مشروعات بقيمة ٥٧٥ مليار دولار تقريبا مع نهاية ٢٠٠٩.

لكن البنوك ظلت تحقق أرباحا وتمكنت من امتصاص هذه الخسائر، وهو ما يرجع في معظمه إلى نسب كفاية رأس المال المرتفعة في معظم البلدان وقت بدء الأزمة. وقد عجزت بضع مؤسسات مالية غير مصرفية وبضع مجموعات تجارية عن السداد بالفعل، لكن ذلك لم يخلف تداعيات نظامية - وذلك لأن الحكومات بادرت باتخاذ إجراءات سريعة لضمان الاستقرار، إلى جانب أسباب أخرى.

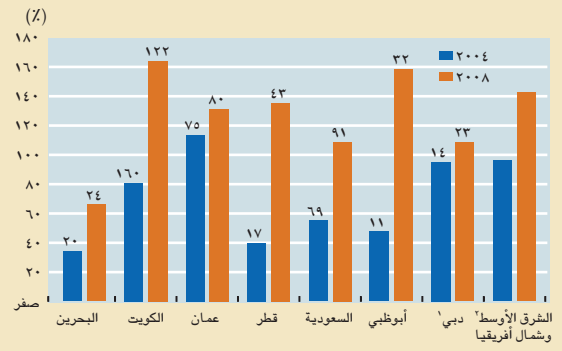
الشكل ٣ زادت جوانب الضعف في القطاع المصرفي ساهم الاقتراض الأجنبي الضخم والانكشاف لمخاطر قطاعي العقارات والبناء في إضعاف الميزانيات العمومية لبعض بنوك دول الخليج.



المصادر: شركة «زاوية»، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي. ملاحظة: الأرقام على رؤوس الأعمدة تشير إلى عدد الشركات.
^١ لا توجد بيانات عن عدد الشركات بالنسبة للشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
^٢ لا تشمل النسبة في حالة دبي أي كيانات مرتبطة بالحكومة لا تكون مسجلة في البورصة. أما الكيانات المرتبطة بالحكومة والمسجلة في البورصة التي تشملها النسبة فهي شركة موانئ دبي العالمية، ودبي فاينانشال، وإعمار، وتمويل.

الشكل ٢ زاد الاقتراض بشدة زادت القروض كنسبة من أسهم رأس المال في بعض شركات مجلس التعاون الخليجي حتى تجاوزت الضعف بين عامي ٢٠٠٤ و ٢٠٠٨.

زادت القروض كنسبة من أسهم رأس المال في بعض شركات مجلس التعاون الخليجي حتى تجاوزت الضعف بين عامي ٢٠٠٤ و ٢٠٠٨.



المصادر: شركة «زاوية»، وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي. ملاحظة: الأرقام على رؤوس الأعمدة تشير إلى عدد الشركات.
^١ لا توجد بيانات عن عدد الشركات بالنسبة للشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
^٢ لا تشمل النسبة في حالة دبي أي كيانات مرتبطة بالحكومة لا تكون مسجلة في البورصة. أما الكيانات المرتبطة بالحكومة والمسجلة في البورصة التي تشملها النسبة فهي شركة موانئ دبي العالمية، ودبي فاينانشال، وإعمار، وتمويل.

العمومية في البنوك (أي مواصلة إثبات الخسائر بوضوح وإعادة رسملة البنوك بصفة فورية) وإعادة هيكلة القطاع غير المصرفي في بعض البلدان. ومما سيساعد على تحديد مدى كفاية الدعم المالي أن يتم إجراء اختبارات لقياس القدرة على تحمل الضغوط ومراجعات دورية على مستوى جودة أصول البنوك. وحيثما أمكن، ينبغي أن تكون إعادة الرسملة قائمة على استثمارات القطاع الخاص للحد من الخطر المعنوي، كما ينبغي للسلطات أن تبدأ في إيقاف ضخ الأموال من القطاع العام بمجرد أن تسمح أوضاع السوق بذلك.

وينبغي أن تعمل السلطات أيضا على تيسير إعادة هيكلة المؤسسات غير المصرفية - لا سيما في الكويت والإمارات العربية المتحدة - عن طريق دعم الكيانات النظامية التي تمتلك مقومات الاستمرار مع تأمين خروج الكيانات التي تفتقر إليها. وسوف يساعد الإعلام الواضح من جانب السلطات على نجاح التنفيذ، والحد من عدم اليقين لدى المستثمرين، وتخفيض المضاربة وتقلب الأسواق.

وعلى المدى المتوسط، سوف يكون من المهم للغاية تحسين الحوكمة والشفافية في قطاع الشركات نظرا لزيادة عزوف المقرضين عن خوض المخاطر، مما يفرض ضغوطا على الكيانات العملاقة والكيانات المرتبطة بالحكومة في دول مجلس التعاون الخليجي تدفعها إلى زيادة الإفصاح.

وينبغي أن تنظر سلطات المنطقة في اتخاذ التدابير التالية:

- انتهاز سياسة للمالية العامة تدعمها مجموعة أدوات احترازية كلية ملائمة للحد من انتقال آثار دورة النفط إلى الاقتصاد، نظرا للحدود التي تقف عندها السياسة النقدية بسبب ربط العملة بالدولار الأمريكي؛

- اعتماد قواعد تنظيمية تشجع رصد المخصصات الحذر لمواجهة خسائر القروض - مثلما فعلت المملكة العربية السعودية، التي كانت تطبق بالفعل سياسات لرصد المخصصات على نحو معاكس للاتجاهات الدورية - وتوفير رأس مال وقائي على مدار الدورة الاقتصادية؛

- فرض التطبيق الفعال لمتطلبات الاحتياطي الإلزامي والحدود الاحترازية على البنوك حتى تتمكن من مواجهة ما قد يحدث من استثناءات للتدفقات الداخلة المضاربة وضغوط النشاط الاقتصادي المحموم؛

- فرض ضريبة على الكسب الرأسمالي تطبق على معاملات العقارات والأسهم؛
- تجنب الرفع المالي المفرط في قطاع الشركات ومراقبة مخاطر انتشار التداعيات من المراكز المالية الخارجية؛
- إقامة أسواق محلية وإقليمية لأدوات الدين بغية تنوع قنوات التمويل بعيدا عن البنوك.

وحتى تحقق حكومات مجلس التعاون الخليجي الهدف الأطول أجلا المتمثل في تنوع اقتصاداتها، ينبغي أن تركز على تيسير النشاط أمام القطاع الخاص. ومن العوامل الأساسية في هذا الصدد تحسين البيئة التنظيمية وإلغاء الروتين. ولن تقتصر ثمار التنوع على توليد فرص العمل، وإنما ستساعد المنطقة أيضا على تحقيق هدفها الجوهري المتمثل في تخفيض الاعتماد على النفط. ■

مي خميس تعمل نائبا لرئيس قسم في إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى بصندوق النقد الدولي وعبد الحق الصنهاجي يشغل منصب رئيس قسم في نفس الإدارة.

من إجمالي الناتج المحلي، على التوالي. وأجازت الكويت قانونا للاستقرار المالي نص على تقديم ضمانات للقطاع المالي بقيمة تجاوزت ٥٪ من إجمالي الناتج المحلي، وأنشأت صناديق لتحقيق الاستقرار في سوق الأسهم بقيمة بلغت ٣.٥٪ من إجمالي الناتج المحلي عن طريق كيانات حكومية متنوعة. واشترت قطر أصولا مصرفية عقارية وسهمية بقيمة وصلت إلى ٦٪ من إجمالي الناتج المحلي. وفي إطار خطة خمسية للاستثمار قيمتها ٤٠٠ مليار دولار، نفذت المملكة العربية السعودية أكبر مجموعة من التدابير المنشطة للاقتصاد (كنسبة من إجمالي الناتج المحلي) مقارنة بكل أعضاء ما يطلق عليه اسم مجموعة العشرين للاقتصادات المتقدمة والصاعدة. وقد ساهمت هذه التدابير في استقرار النظم المالية في دول مجلس التعاون الخليجي وحافظت على النمو، كما كان تأثيرها إيجابيا على البلدان المجاورة وساهمت في تنشيط الطلب العالمي.

دبي تصاب بضائقة الائتمان

بدأت المنطقة في سبيلها إلى تجاوز الأزمة الاقتصادية العالمية بنجاح. لكن الضغوط على الكيانات شبه السيادية شديدة الاعتماد على الرفع المالي في دبي وصلت إلى الذروة في نوفمبر ٢٠٠٩ حين أعلنت شركة دبي العالمية، وهي شركة قابضة مملوكة للحكومة، أنها ستطلب تأجيل سداد ديونها - وبعبارة أخرى، أنها ستفاوض مع دائنيها على اتفاقية لتعديل شروط الائتمان الأصلية وتجنب إجراءات غلق الرهن.

وكانت هذه التطورات نتيجة لسلسلة من الأحداث السابقة. فقد كثفت الكيانات المرتبطة بحكومة دبي عمليات الاقتراض في الفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٨ لتمويل انطلاقة كبيرة في العقارات التجارية والسكنية. وأدت الزيادة الكبيرة في مستويات الرفع المالي إلى فقاعة عقارية انفجرت في منتصف ٢٠٠٨.

وفي ١٤ ديسمبر الماضي، بادرت حكومة أبو ظبي، التي تمتلك أكثر من ٩٥٪ من احتياطيات النفط الإماراتية باعتبارها الأكبر بين السبع إمارات، إلى إنقاذ دبي فقدمت لها قرضا لتغطية بعض التزامات الديون المستحقة على شركة دبي العالمية، ومنها حوالي ٤.٢ مليار دولار في شكل صكوك إسلامية صادرة عن شركة «نخيل» العقارية التابعة لدبي العالمية كان قد حل أجل استحقاقها في ذلك التاريخ. وساعد هذا التدخل على تهدئة الأسواق، لكن أجواء عدم اليقين لم تتبدد بعد في الوقت الذي تُرسم فيه دبي إستراتيجية لوضع قطاع الشركات فيها على مسار قابل للاستمرار.

ونتيجة للتطورات التي شهدتها دبي، ظهرت من جديد الضغوط المؤقتة على أسواق الأسهم في المنطقة، وزادت فروق التأمين على مبادلات مخاطر الائتمان لحكومة دبي وكياناتها. (علما بأن هذه الفروق لم تتأثر إلا بدرجة هامشية بالنسبة لبقية المنطقة). وقد يقع تأثير المصاعب التي تمر بها دبي على بقية بلدان المنطقة بطرق أخرى. فعلى سبيل المثال، يُرجح أن تصبح نظرة الأسواق أقل تفاؤلا تجاه مخاطر الكيانات الخاصة وشبه السيادية، مما قد يرفع تكلفة الاقتراض ويحد من قدرة بعض الكيانات في دول مجلس التعاون الخليجي على النفاذ إلى أسواق رأس المال.

ما الذي ينتظر المنطقة؟

رغم أن أفاق الاقتصاد قصيرة الأجل في مجلس التعاون الخليجي تبدو ملبدة بغيوم الأزمة العالمية والتطورات الأخيرة في دبي، فلا تزال أفاق المدى المتوسط إيجابية على وجه العموم، بدعم من الارتفاع المستمر في أسعار السلع الأولية. ومن المقدر أن يكون نمو إجمالي الناتج المحلي غير النفطي قد سجل حوالي ٢.٨٪ في عام ٢٠٠٩، كما يُتوقع أن يكون الارتداد الإيجابي في النمو الكلي أقوى في عام ٢٠١٠ مقارنة بالاقتصادات المتقدمة.

ومع ذلك فلا يزال أمام صناعات السياسات في مجلس التعاون الخليجي عملا كثيرا يقومون به. وأكثر الأولويات إلحاحا في هذا الصدد هي تنقية الميزانيات

IMF Survey

طالع نشرة صندوق النقد الدولي في الموقع الإلكتروني؛

www.imf.org/imfsurvey