

التطور المالي

في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

ريشي غويال
راندا ساب

سوزان كرين
أحمد مشفق مبارك



صندوق النقد الدولي

Financial Development in the Middle East
and North Africa (Arabic)

التطور المالي
في منطقة الشرق الأوسط
وشمال إفريقيا

ريشي غويال
راندا ساب

سوزان كرين
أحمد مشفق مبارك

© صندوق النقد الدولي ٢٠٠٣

تصميم الغلاف: لويزا منجيفار-مكدونالد
إنتاج: قسم خدمات الوسائط المتعددة بصندوق النقد الدولي

صورة الغلاف: سماسة البورصة المصرية يجرون
آخر معاملة قبل الإقفال بدقائق
© خاصة بوكالة فرانس برس

ورد مقال أكثر إيجازًا حول هذا الموضوع في عدد مارس ٢٠٠٣
من مجلة التمويل والتنمية التي يصدرها صندوق النقد الدولي

ISBN 1-58906-239-6

للحصول على مطبوعات صندوق النقد الدولي
يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C., 20431, U.S.A.
هاتف: (202) 623-7430 فاكس: (202) 623-7201

بريد إلكتروني: publications@imf.org

إنترنت: <http://www.imf.org>



الوقت الذي تنظر فيه بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) (راجع الإطار ١) في السبل الممكنة لتحقيق نمو اقتصادي أسرع وأكثر استدامة، ينبغي أن يتصدر جدول أعمالها مزيد من الإصلاحات في القطاع المالي. وتؤدي السياسات الرامية إلى تحسين أداء القطاع المالي إلى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، وهو رأي تدعمه النظريات والأدلة معاً. فوجود نظام مالي أكثر تطوراً يعزز الكفاءة والنمو بما يحققه من خفض للتكاليف المرتبطة بالمعلومات والمعاملات والمتابعة. وعادة ما تستند الأبحاث في هذا المجال على شريحة كبيرة من البلدان، ولكن الأبحاث التي أجريت بشأن خصوصيات التطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لا تزال قليلة نسبياً.

ونستعرض في هذه الدراسة ما ورد في الأبحاث المتخصصة بشأن التطور المالي والنمو، ونستخلص دروساً عامة مفيدة عن سياسة الاقتصاد الكلي والسياسة المالية. وبعد تقييم تطور القطاع المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، نقترح عدداً من التدابير على صعيد السياسات لتعزيز الأداء في هذا القطاع. واستناداً إلى الأبحاث التي أجراها مؤخراً صندوق النقد الدولي عن بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، نقوم بتقييم تطور القطاع المالي عن طريق وضع مؤشر يغطي ستة جوانب، وهي السياسة النقدية، وتطور القطاع المصرفي، والتنظيم والرقابة، وتطور القطاع المالي غير المصرفي، والانفتاح المالي، والنوعية المؤسسية – كقوة حقوق الدائنين على سبيل المثال. واستناداً إلى مجموعة فرعية من المؤشرات التي تتوفر بيانات

الإطار ١- ما هي بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا؟

تضم منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أفغانستان والجزائر والبحرين وجيبوتي ومصر وجمهورية إيران الإسلامية والعراق والأردن والكويت ولبنان وليبيا وموريتانيا والمغرب وعمان وباكستان وقطر والمملكة العربية السعودية والصومال والسودان والجمهورية العربية السورية وتونس والإمارات العربية المتحدة والصفة الغربية وغزة واليمن. ونظرا لقصور البيانات، نستبعد كلا من دولة أفغانستان الإسلامية والعراق والصومال والصفة الغربية وغزة.

عنها بالنسبة للبلدان خارج منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، نقوم أيضا بتحليل أداء المنطقة على امتداد الفترات الزمنية مقارنة ببضع مناطق أخرى.

وعلى وجه الإجمال، نجد أن القوة النسبية لبلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا كمجموعة تكمن في التنظيم والرقابة بالإضافة إلى الانفتاح المالي. ولكن هذه البلدان تحتاج إلى بذل مزيد من الجهود لتقوية المناخ المؤسسي وتشجيع تطور القطاع المالي غير المصرفي. واستنادا إلى ما استخدمناه من مقاييس، يعتبر أداء المنطقة أفضل من أداء معظم مناطق البلدان النامية الأخرى، لكنه أقل بكثير من البلدان الصناعية وشرق آسيا. غير أن هناك فروقا كبيرة داخل المنطقة من حيث درجة التطور المالي، حيث تتمتع بعض البلدان بقطاعات مالية متطورة بينما لم تحقق بلدان أخرى إلا تقدما محدودا في هذا المجال.

التطور المالي والنمو

يكمن السبب النظري وراء ربط التطور المالي بالنمو في أن النظام المالي المتطور يقوم بعدة وظائف حاسمة لتعزيز فعالية الوساطة من خلال ما يحققه من خفض لتكاليف المعلومات والمعاملات والمتابعة. ويشجع النظام المالي الحديث نشاط الاستثمار من خلال تحديد الفرص الجيدة للعمل التجاري وتمويلها، وتعبئة المدخرات، ومتابعة أداء المديرين، والسماح بتداول المخاطر وتغطيتها وتنويعها، وتيسير تبادل السلع والخدمات. وتؤدي هذه الوظائف إلى

رفع كفاءة توزيع الموارد، وتسريع تراكم رأس المال المادي والبشري، وتعجيل خطى التقدم التكنولوجي، مما يؤدي بدوره إلى تعزيز النمو الاقتصادي.

فما الذي يقود إلى إيجاد قطاع مالي متطور؟ أو بالعكس، ما الذي يعوق تطور القطاع المالي؟ هذه التساؤلات هي المحور الذي تدور حوله دراسات بحثية عديدة ومتزايدة يمكن استخلاص بعض الاستنتاجات العامة منها. وباختصار، هناك اتفاق عام على أهمية استقرار الاقتصاد الكلي لنمو خدمات القطاع المالي. وينبغي للبلدان اعتماد سياسات اقتصادية كلية مناسبة، وتشجيع المنافسة داخل القطاع المالي، ووضع إطار مؤسسي وقانوني قوي وشفاف لأنشطة القطاع المالي. وعلى وجه الخصوص، هناك حاجة لوجود تنظيم ورقابة احترازيين، وإرساء حقوق قوية للدائنين، وإنفاذ العقود.

فما الذي يعوق تطور القطاع المالي؟ غالباً ما تكمن الإجابة في القيود وتشوهات الأسعار التي تفرضها الحكومة على القطاع المالي، والتي يكون الغرض الأساسي منها تمكين الحكومة من استخدام النظام المالي كمصدر للتمويل العام. ومن أمثلة هذه السياسات في البلدان النامية ارتفاع الضرائب التضخمية، وارتفاع نسب الاحتياطي الإلزامي، والائتمان المدعوم أو الموجه، والعقود التواطؤية بين المؤسسات العامة والبنوك، وتقييد الائتمان، ووضع حدود قصوى لأسعار الفائدة على الودائع والقروض (أو معدلات العائد). ويشار إلى هذه العوامل مجتمعة بعبارة "الكبح المالي" (financial repression). وهناك أبحاث عديدة توضح أن مثل هذه السياسات يعمل على إضعاف النمو الاقتصادي. وقد أوضحت بعض الأبحاث أن شدة درجة الكبح المالي تتسبب في انخفاض معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي بما يزيد على نقطة مئوية واحدة سنوياً.

كذلك تؤيد الأبحاث الفرضية القائلة بأن تطور القطاع المالي يعطي دفعة للنمو الاقتصادي. وتشير مجموعة كبيرة من الدراسات إلى أن مستوى التطور المالي المبدئي هو مؤشر جيد للتنبؤ بالمعدلات التالية للنمو الاقتصادي وتراكم رأس المال المادي ونمو الإنتاجية، حتى بعد تحييد عوامل الدخل والتعليم والاستقرار السياسي وتدابير السياسة النقدية والتجارية وسياسة المالية العامة. وتشير بعض الدراسات إلى أن البلدان التي تتمتع بمستويات عالية من التطور المالي تحقق نمواً أسرع من غيرها بمقدار ٠,٧ نقطة مئوية

سنويا. غير أن اتجاه العلاقة السببية لا يكون واضحا في بعض الأحيان، لأن التطور المالي يمكن اعتباره تاليا للنمو أو مقترنا به. فعلى سبيل المثال، يمكن أن يؤدي تحسن تكنولوجيا الاتصالات إلى رفع كفاءة القطاع المالي. وبالمثل، قد ينمو القطاع المالي استشرافا لحدوث نمو اقتصادي حقيقي، أو تنمو الخدمات المالية مع نمو الدخل ومن ثم زيادة الطلب على الخدمات المالية.

وخلاصة القول أن مبلغ علمنا الحالي عن هذه المسألة هو أن تطور القطاع المالي يمكن أن يسهل النمو وأن تأخر القطاع المالي يمكن أن يبطئ وتيرة النمو أو يعوق احتمالات تحقيقه. ولذلك ينبغي لصناع القرار في الحكومة تيسير عملية التطور المالي ومساندتها، مع جعل القضاء على مظاهر الكبح المالي عنصرا أساسيا في مجموعة السياسات التي يطبقونها لحفز النمو الاقتصادي والحفاظ عليه.

قياس التطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

نضع في هذه الدراسة مجموعة مفصلة من مؤشرات التطور المالي لتقدير درجة تطور القطاع المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. وقد اعتمدت الأبحاث حتى الآن اعتمادا كبيرا على بضعة مؤشرات كمية "معيارية"، كنسبة النقود بمعناها الواسع إلى إجمالي الناتج المحلي ونسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي، وذلك في شريحة كبيرة من البلدان. وعلى الرغم من سهولة توفر هذه المقاييس وإمكانية تعديلها لأغراض المقارنات بين المناطق وعبر الفترات الزمنية، فهي لا ترصد بالضرورة التطور المالي بالمعنى المقصود عموما. فتطور القطاع المالي هو مفهوم متعدد الجوانب لا يقتصر على المجملات النقدية وأسعار الفائدة (أو معدلات العائد) وإنما يتضمن أيضا الانفتاح المالي، والتنظيم والرقابة، وأوجه التقدم التكنولوجي، ودرجة المنافسة، والقدرة المؤسسية مثل قوة حقوق الدائنين. ويتألف الهيكل المالي في أي بلد من مجموعة من الأسواق والمنتجات المالية المتنوعة، ويصعب أن نتصور أن بضعة مقاييس يمكن أن تكفي لرصد جميع جوانب التطور المالي ذات الصلة.

وقد تعطي المقاييس الكمية البسيطة صورة مضللة أيضا للتطور المالي. فعلى سبيل المثال، على الرغم من أن ارتفاع نسبة النقود بمعناها الواسع إلى إجمالي الناتج المحلي يرتبط عموما بزيادة السيولة والعمق الماليين، فقد تنخفض النسبة بدلا من أن ترتفع مع تطور النظام المالي، نظرا لتوفر بدائل أكثر للاستثمار في أدوات مالية أطول أجلا أو أقل سيولة. وقد تجاوزت بعض الدراسات السابقة المؤشرات الكمية المعيارية فاستخدمت عدة مقاييس مركبة تجمع بين هيكل السوق والمنتجات المالية والتحرير المالي والمناخ المؤسسي والانفتاح المالي وأدوات السياسة النقدية. وتتيح هذه المقاييس الأكثر تفصيلا وصفا أدق للتطور المالي، كما تضيف مصداقية على مقاييسنا للتطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

جمع البيانات

في ضوء ما تقدم، بدأنا بجمع أكثر من ١٠٠ إحصائية كمية ونوعية تغطي عشرين بلدا في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وقمنا بحصر للاقتصاديين المختصين ببلدان المنطقة في صندوق النقد الدولي بغرض جمع بيانات عن طبيعة المنتجات والمؤسسات المالية في تلك البلدان. ونظّمنا البيانات على أساس ست قضايا تمثل كل منها جانبا مختلفا من جوانب التطور المالي، وهي (١) تطور القطاع النقدي والسياسة النقدية؛ (٢) حجم القطاع المصرفي وهيكله ودرجة كفاءته (بما في ذلك دور الحكومة في هذا القطاع)؛ (٣) نوعية التنظيم والرقابة في القطاع المصرفي؛ (٤) تطور القطاع المالي غير المصرفي؛ (٥) الانفتاح المالي؛ (٦) المناخ المؤسسي.

المنطق الاقتصادي وراء جمع بيانات التطور المالي

يعد فرض القيود على أسعار الفائدة على الودائع والقروض وعلى تخصيص الائتمان من أشكال الكبح المعتادة في النظم المالية غير المتطورة. ويتسبب إجبار البنوك على تقديم ائتمان مدعوم لقطاعات بعينها، أو تحديد حجم ما يخصص من ائتمان، في إحداث تشوهات في سوق الائتمان وتخفيض

مستوى الكفاءة. ومن أهم الأعمال التي يقوم بها الوسطاء الماليون في اقتصاد السوق تحديد أفضل الشركات والمشروعات الاستثمارية الواعدة ومن ثم تخصيص رؤوس الأموال اللازمة لاستخداماتها الأكثر إنتاجية. غير أن القيود على سعر الفائدة والائتمان تتعارض مع هذه الخدمة. ويدرس مبحث القطاع النقدي والسياسة النقدية مدى استخدام الأجهزة التنظيمية لأدوات السياسة النقدية غير المباشرة مقارنة باستخدام القيود المباشرة على أسعار الفائدة وتخصيص الائتمان، كما يضع تقييما لمختلف أنواع الأوراق المالية الحكومية المتوفرة وكيفية توزيعها، ويحاول رصد درجة اعتماد الاقتصاد على النقد.

ويعرض مبحث القطاع المصرفي تطور أسواق البنوك التجارية ومدى سهولة الحصول على الائتمان المصرفي. كذلك يعكس اختيار المتغيرات الافتراض الذي يرجح ارتفاع مستوى الكفاءة في البنوك التجارية العاملة في مناخ تنافسي (يتسم بدرجة أقل من التدخل الحكومي المباشر والتركز السوقي، ويسمح بدخول البنوك الأجنبية). وتؤدي القيود الحكومية على الجهاز المصرفي (كالحدود القصوى لأسعار الفائدة، والمستويات المرتفعة للاحتياطي الإلزامي، وبرامج الائتمان الموجه) إلى كبح التطور المالي.

ونظرا لعدم تجانس المعلومات وما يرتبط بذلك من إخفاقات السوق المتعلقة بمعاملات القطاع المصرفي، فإن التنظيم والرقابة الملائمين في القطاع المصرفي يمثلان جانبا مهما من جوانب تطور القطاع المالي. وينبغي أن تضمن الأجهزة التنظيمية حماية مصالح المودعين، مما يعزز بدوره الثقة في القطاع المصرفي ويسهل عملية الوساطة المالية. وينطوي مبحث التنظيم والرقابة على تقييم أداء البنوك فيما يتعلق بالحد الأدنى القانوني لكفاية رأس المال ومخصصات مواجهة القروض المتعثرة، كما ينطوي على جملة أمور أخرى منها تقييم الشفافية والانفتاح في المناخ التنظيمي. ويأتي هذا العنصر الأخير استجابة لما ورد في بعض الأبحاث مؤخرا من أن شدة التنظيم والرقابة، مع غياب عوامل أساسية أخرى كالمناخ المؤسسي السليم، قد لا تتناسب مع التطور المالي.

وينظر مبحث القطاع المالي غير المصرفي فيما إذا كانت هناك مؤسسات مالية غير مصرفية. وهو يميز أيضا بين البلدان التي تتسم فيها أسواق الأسهم، والرهنات، والسندات، والتأمين والأسواق بين البنوك، بنشاط تعامل كبير والبلدان التي توجد فيها هذه المؤسسات بالاسم فقط.

وفي ظل التوجه العام نحو العولمة وتكامل أسواق رأس المال العالمية، أصبحت درجة انفتاح المؤسسات المالية عنصرا متزايدا الأهمية في التقدم المالي ككل. ويقوم مبحث الانفتاح المالي ما إذا كانت هناك قيود قوية على تداول الأجانب أو المقيمين للأصول المالية أو العملة، وما إذا كان نظام صرف العملة يسير بسلاسة ويخلو نسبيا من مظاهر التدخل. كما هي الحال مع العناصر الأخرى في المؤشر الكلي، فإن الأثر الإيجابي للانفتاح المالي يظهر عندما تتطور الجوانب الأخرى للنظام المالي أيضا.

ويعتبر المناخ القانوني والسياسي الذي يعمل في إطاره النظام المالي من المحددات المهمة لأنواع الخدمات التي يمكن أن تقدمها المؤسسات المالية ومدى جودتها. وفي العديد من البلدان النامية، لا تحبذ البنوك منح قروض إذا كان النظام القضائي غير كفاء، أو كانت الطبقة البيروقراطية والمؤسسات السياسية الفاسدة تقف عائقا أمام استرداد القروض المتعثرة. ويحاول مبحث المناخ المؤسسي الحكم على النوعية المؤسسية ذات الصلة بالنظام المالي.

التطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

يوضح تحليل البيانات مواطن القوة والضعف والاتجاهات السائدة، كما يشير إلى المجالات التي يتعين إصلاحها في المستقبل. ويعتبر أداء بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا معقولا إلى حد كبير في مجالي التنظيم والرقابة والانفتاح المالي، ولكنها تحتاج إلى بذل جهود أكبر لتقوية المناخ المؤسسي وتعزيز تطور القطاع المالي غير المصرفي. وهناك تفاوت بين بلدان المنطقة فيما أحرزته من تقدم في إصلاح القطاع المالي. فنجد في بعض البلدان قطاعات مالية متطورة، لاسيما القطاعات المصرفية، كما هي الحال في بلدان

مجلس التعاون الخليجي (الذي يضم البحرين والكويت وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة) ولبنان والأردن. أما البلدان الأخرى، مثل مصر والمغرب وتونس، فقد حققت تقدما ملحوظا على مدار العقود الثلاثة الماضية. ولكن المنطقة بوجه عام لا يزال أمامها الكثير الذي يتعين القيام به.

وبناء على القضايا المحورية الست، تتلخص أهم النتائج المتعلقة بالمنطقة فيما يلي:

السياسة النقدية: تتحدد أسعار الفائدة (أو معدلات العائد) في المنطقة بحرية في أغلب الحالات، كما تستخدم أدوات غير مباشرة للسياسة النقدية، ويتم إصدار أوراق مالية حكومية. غير أن محدودية التطور في الأسواق الثانوية للأوراق المالية الحكومية أو عدم وجود هذه الأسواق أصلا يقف عائقا أمام استخدام البنوك المركزية لعمليات السوق المفتوحة على نطاق واسع. أضف إلى ذلك أن هناك بضعة بلدان لا تعتمد إطارا شاملا لوضع السياسة النقدية وإدارتها.

القطاع المصرفي: يتسم القطاع المصرفي بالتطور والربحية والكفاءة في بضعة بلدان، مثل كثير من بلدان مجلس التعاون الخليجي. ولكن هذا لا ينطبق على نصف بلدان المنطقة تقريبا. ففي العديد من هذه البلدان، تسيطر على القطاع المصرفي بنوك القطاع العام، حيث تتدخل الحكومة في تخصيص الائتمان وتنتشر الخسائر ومشكلات السيولة وتتسع فروق أسعار الفائدة (أو معدلات العائد). وفي أكثر من نصف بلدان المنطقة، يتسم القطاع المصرفي بارتفاع مستوى تركيز الأصول، حيث تمثل أصول البنوك الثلاثة الكبرى أكثر من ٦٥٪ من الأصول الكلية للبنوك التجارية، ويصعب على البنوك الجديدة دخول السوق. وهناك حاجة ماسة لتنمية مهارات مصرفية ومالية حديثة في أنحاء كثيرة في المنطقة.

التنظيم والرقابة: قام العديد من بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مثل بلدان مجلس التعاون الخليجي والأردن ولبنان والمغرب وتونس، بتعزيز التنظيم والرقابة في القطاع المصرفي، وتطبيق إجراءات حديثة لجمع المعلومات الاحترافية بانتظام، كما أنها تقوم بمهام تفتيش لدى البنوك

وتدقق حساباتها. وقد اتخذت هذه البلدان خطوات لتحقيق معايير لجنة بازل الدولية عن طريق رفع نسب كفاية رأس المال والحد من القروض المتعثرة. غير أنها حققت نجاحا محدودا فحسب في الحد من القروض المتعثرة، ولا تزال هذه القروض تتراوح في معظم البلدان بين ١٠٪ و ٢٠٪ من مجموع القروض.

القطاع المالي غير المصرفي: ينبغي العمل في معظم بلدان المنطقة على زيادة تطور القطاع المالي غير المصرفي الذي يشمل البورصة، وسوق سندات الشركات، وشركات التأمين، وصناديق معاشات التقاعد، وصناديق الاستثمار المشترك - وكلها أسواق تتسم بحجم تداول محدود بعض الشيء، حيثما وجدت. ومن التعقيدات التي تعوق تطور هذه الأسواق القيود القانونية المفروضة على الملكية والحاجة إلى إطار تشريعي واضح وثابت.

الانفتاح المالي: قامت بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بتحرير حساباتها الجارية والرأسمالية بالتدريج. وتوجد قطاعات مالية منفتحة في نصف هذه البلدان تقريبا، وإن كان معظمها لا يزال يفرض قيودا على ملكية الأجانب للأصول وإعادة توطين الإيرادات. وهناك عدد من البلدان لا يزال يحتفظ بأسواق صرف موازية و/أو أسعار متعددة للعملة.

المناخ المؤسسي: تتسم النوعية المؤسسية بالضعف في العديد من بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، بما في ذلك النظام القضائي، والطبقة البيروقراطية، والقانون والنظام، وحقوق الملكية. فعلى سبيل المثال، يخضع النظام القضائي في عدة بلدان للضغوط السياسية وفترات التأخير المطولة، مما يسفر عن ضعف إنفاذ القانون بالنسبة للعقود واسترداد القروض. ويغلب الضعف أيضا على إنفاذ حقوق الملكية، مما يعوق النشاط التجاري والاستثمار ومن ثم النمو.

مقاييس جديدة للتطور المالي

بناء على المجالات المذكورة أعلاه، قمنا بوضع ستة مؤشرات مختلفة ثم تجميعها ضمن مؤشر شامل. وكان كل مؤشر من المؤشرات الستة يتألف من مجموعة تتراوح بين أربعة إلى تسعة مؤشرات مختلفة أتاحت لنا قياس مختلف الجوانب الفرعية لكل مجال. وعلى ذلك، ضم المؤشر الشامل ٣٦ مؤشرا مختلفا،

وكان بمثابة مقياس مركب للتطور المالي. وقمنا بعد ذلك بتصنيف البلدان حسب هذا المؤشر ضمن ثلاث فئات لدرجة التطور المالي، هي الدرجة المرتفعة والدرجة المتوسطة والدرجة المنخفضة.

ولاحساب المؤشر الشامل، حددنا مجموعة من الأوزان الترجيحية لكل من المؤشرات الستة والثلاثين، ولكننا استخدمنا في حساب المؤشر مجموعات مختلفة من الأوزان الترجيحية لضمان قوة الحساب. وثبت لنا أن تقسيم البلدان إلى فئات مرتفعة ومتوسطة ومنخفضة من حيث درجة التطور المالي يصلح مع مختلف نظم الترجيح، وإن حدث تغيير طفيف في الترتيب النسبي للبلدان داخل كل فئة (أنظر الجدول ١).

وفي المتوسط، تفوق أداء البلدان في المستويات العليا من التطور المالي على أداء البلدان الأقل تطوراً في كل من جوانب التطور المالي الستة (أنظر الجدول ٢). غير أن بلدان المنطقة في الثلث الأعلى من مستويات التطور المالي حصلت على درجات مرتفعة للغاية من حيث التنظيم والرقابة والانفتاح المالي، كما سجلت البلدان في الثلث الأوسط من مستويات التطور المالي درجات معقولة أيضاً في هذين المجالين. أما بالنسبة لقوة المناخ المؤسسي والقطاع المالي غير المصرفي، فقد حصلت جميع بلدان المنطقة على درجات ضعيفة (أنظر الشكل البياني ١).

الجدول ١ - الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: مراتب التطور المالي^١

مستوى التطور المالي		
مرتفع	متوسط	منخفض
البحرين	الجزائر	جمهورية إيران الإسلامية
الأردن	جيبوتي	ليبيا
الكويت	مصر	السودان
لبنان	موريتانيا	سوريا
عمان	المغرب	اليمن
قطر	باكستان	
المملكة العربية السعودية	تونس	
الإمارات العربية المتحدة		

^١ على أساس مؤشر للبيانات النوعية والكمية؛ بيانات عام ٢٠٠٠-٢٠٠١؛ الدرجات من صفر إلى ١٠، حيث ١٠ هي أعلى مستويات التطور. وقد تم ترتيب البلدان في كل فئة حسب ترتيب الأبجدية الإنجليزية.

الجدول ٢- الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: مؤشرات التطور المالي المقارنة

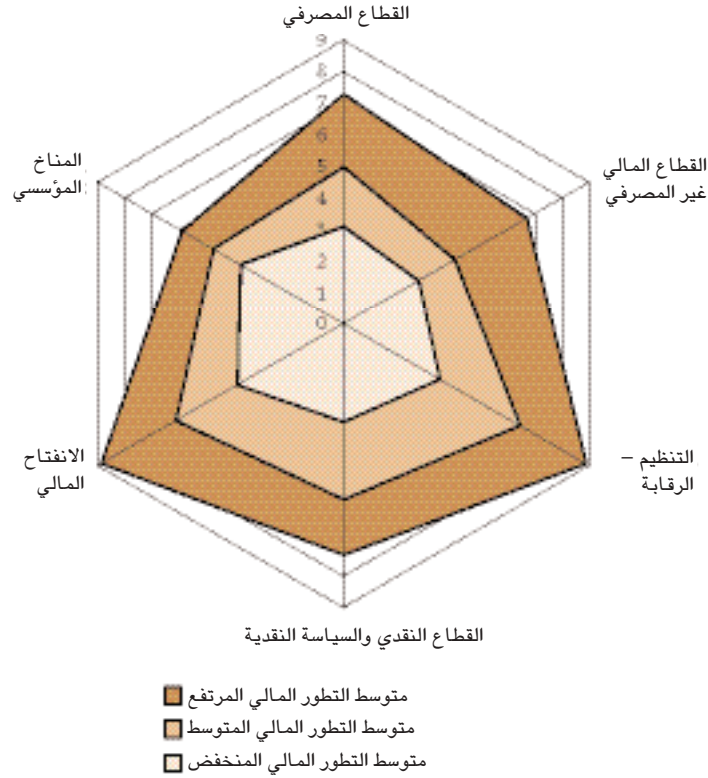
(المؤشر الشامل، المقياس من صفر إلى ١٠، ٢٠٠٠-٢٠٠١)

المؤشر الشامل	القطاع المصرفي	القطاع المالي غير المصرفي	التنظيم والرقابة	القطاع النقدي والسياسة النقدية	الانفتاح المالي	المناخ المؤسسي
متوسط منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	٥,٣	٤,٨	٦,٥	٥,٤	٦,١	٤,٧
مستويات التطور المالي (متوسط الدرجات) ^١						
مرتفع	٧,٣	٦,٧	٨,٩	٧,٣	٨,٩	٥,٩
متوسط	٥,٣	٤,١	٦,٥	٥,٦	٦,١	٤,٨
منخفض	٣,٣	٢,٧	٣,٥	٣,١	٣,٩	٣,٨

^١ تحسب المقاييس الوسيطة على النحو التالي ضمن مقياس كلي يتراوح بين صفر و ١٠ مرتفع: أكثر من ٦، متوسط: من ٤ إلى ٦، منخفض أقل من ٤.



الشكل البياني ١- المؤشر الشامل للتطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مقارنة بين البلدان في مستويات التطور المرتفعة والمتوسطة والمنخفضة، مقياس من صفر إلى ١٠



ومقارنة بالبلدان الأخرى في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، تبين أن البلدان الأكثر تقدماً في مراتب التطور المالي تتسم في الغالب بالخصائص التالية: (١) استخدام أكثر كثافة للأدوات غير المباشرة في السياسة النقدية؛ (٢) حصص ملكية أقل للقطاع العام في المؤسسات المالية؛ (٣) مقدار أقل من التمويل النقدي لعجز المالية العامة أو انعدام مثل هذا التمويل؛ (٤) درجة أعلى من التنظيم والرقابة الاحترازيين؛ (٥) موارد بشرية تتمتع بمؤهلات أفضل، بما في ذلك المهارات الإدارية والمالية؛ (٦) مناخ قانوني أقوى.

ومن الملاحظ أن المؤشرات التي تحاول رصد أبعاد مختلفة لقضية ما من خلال مقياس واحد أو مجموعة صغيرة من المقاييس تنطوي دائماً على

اختيارات للمتغيرات التي يجب استخدامها والأوزان الترجيحية التي يجب إعطاؤها لها. ويضفي هذا بعض التحيز على التحليل، ويمكن أن يؤدي الاختيار المتحيز للمتغيرات والأوزان إلى استنتاجات خاطئة. ويعكس اختيارنا للمتغيرات والأوزان كيفية فهمنا للعوامل المرجح أن تكون مهمة للتمييز بين النظم المالية الأكثر تطورا والأخرى الأقل تطورا، كما يعكس ما نجده عادة في الكتابات المتخصصة. وهو يعكس أيضا القيود المفروضة على المشاهدات التي يمكن قياسها بسهولة. ومن خلال استبدال الأوزان الترجيحية المحددة لكل عنصر، نؤكد أن استنتاجاتنا النوعية ليست حساسة لاختيار أوزان ترجيحية معينة.

منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وبقية العالم

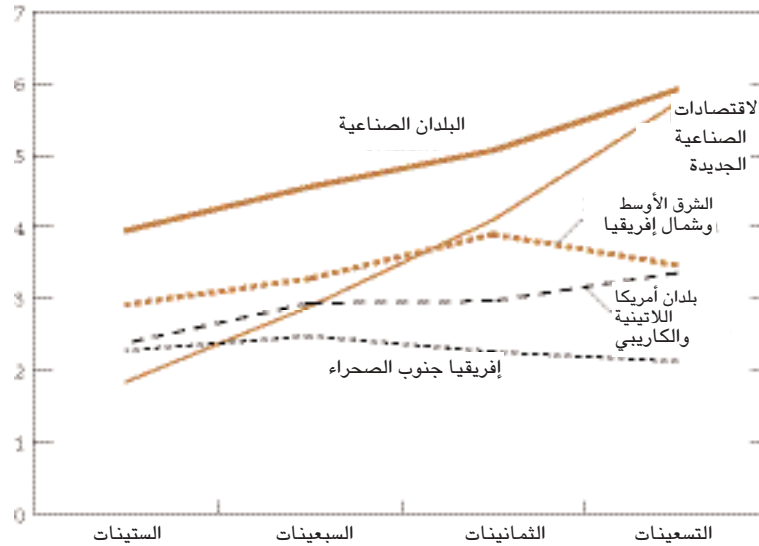
كيف تطورت النظم المالية في بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بمرور الوقت، وما هو وضع المنطقة مقارنة بالمناطق الأخرى؟ نظرا لعدم توفر معلومات مفصلة بالقدر الكافي عن المؤشر الشامل، سواء بالنسبة لبلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا على مدار الوقت أو بالنسبة للبلدان الأخرى، فقد استخدمنا مؤشرا بديلا صممناه استنادا إلى المعلومات الكمية المتوفرة فقط. ويتصل هذا المؤشر بالمؤشر الذي وضعه (Beim and Calomiris (2001) ويستند إلى البيانات الكمية فقط. ولتصميم هذا المؤشر، قمنا بدمج أربعة متغيرات شائعة الاستخدام في الكتابات المتخصصة من خلال طريقة إحصائية يطلق عليها اسم "تحليل المكونات الرئيسية" (Principal Components Analysis). وكانت المتغيرات الأربعة المستخدمة هي نسبة النقود بمعناها الواسع (M2) إلى إجمالي الناتج المحلي، ونسبة أصول بنوك الإيداع النقدي إلى إجمالي أصول البنك المركزي وبنوك الإيداع النقدي، ونسبة الاحتياطات، ونسبة الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص من بنوك الإيداع النقدي إلى إجمالي الناتج المحلي. وتقيس هذه المتغيرات حجم القطاع المالي، وأهمية تقديم البنوك التجارية للقروض ومدى سهولته النسبية، وحجم القروض المقدمة للقطاع الخاص مقارنة بالقطاع العام. ولا يقتصر الهدف من هذا التجميع عبر المتغيرات على رصد مختلف جوانب التطور المالي بمقياس واحد، وإنما يستهدف أيضا تقليل التحيزات أو الأخطاء التي قد تصيب سلسلة بيانات معينة. فضلا على ذلك، فطبقا للممارسة المعتادة المتمثلة في وضع متوسطات للمتغيرات في صورة بيانات

طولية لخمس أو عشر سنوات لتمهيد تقلبات الدورة الاقتصادية والتركيز على الاتجاهات السائدة، قمنا بوضع متوسطات للمتغيرات في صورة بيانات طولية تغطي عشر سنوات للحصول على مشاهدات للسبعينات والثمانينات والتسعينات.

ويلاحظ أن مراتب البلدان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا متقاربة في المؤشرين الشامل والبديل، مما يعطي شيئا من الثقة في استخدام المؤشر البديل لإجراء مقارنات عبر فترات زمنية متعددة وفيما بين المناطق. وإضافة إلى ذلك، يخلص المؤشر البديل إلى مراتب للتطور المالي تشبه المراتب الواردة في أبحاث أخرى.

وطبقا للمؤشر البديل، نجد أن معظم بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا شهدت تطورا ماليا منذ الستينات وحتى الثمانينات. وفي فترة التسعينات استمر التعميق المالي في العديد من البلدان، وإن كان عدم الاستقرار السياسي أو الصراعات في بضعة بلدان منها قد تسبب في تدهور المؤشر (راجع الشكل البياني ٢). ويشير بحثنا إلى أن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في

الشكل البياني ٢- الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وبلدان العالم المقارن بها: المؤشر الكمي للتطور المالي من الستينات إلى التسعينات^١



المصدر: صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية (IFS).
^١ متوسطات العقود؛ المقياس من صفر إلى ١٠.

مرتبة أدنى بكثير من البلدان الصناعية من حيث التطور المالي، ولكنها متفوقة على معظم مناطق البلدان النامية الأخرى. غير أنه من اللافت للنظر أن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أصبحت في مرتبة أدنى بكثير من الاقتصادات الصناعية الجديدة في شرق وجنوب شرق آسيا خلال الثمانينات والتسعينات بعد أن تفوقت عليها بفارق كبير خلال الستينات، وذلك مع زيادة التعميق المالي في تلك البلدان الآسيوية. وباستثناء منطقة إفريقيا جنوب الصحراء، حقق التطور المالي في كل المناطق الأخرى تقدماً أسرع بكثير مما حققته معظم بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. وتعتبر مصر والأردن والمغرب وتونس هي البلدان الوحيدة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي حققت إنجازات مهمة في تطورها المالي منذ الستينات (راجع الإطار ٢ على سبيل المثال). أما في بقية البلدان، فقد تحسن مستوى التطور المالي على مدى العقود الأربعة تحسناً طفيفاً فحسب، أو تدهور في بضع حالات.

وأخيراً ما هي علاقة النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بالتطور المالي؟ لم يصدر سوى القليل من الأبحاث لتحديد مدى إسهام التطور المالي في النمو في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا على وجه الخصوص. ومن المحتمل أن تكون دراسة إسهام التطور المالي في النمو غير النفطية من الجوانب المهمة في هذا الصدد، ولكنها تواجه بعض العقبات بسبب عدم توفر البيانات. وتشير تحليلات الانحدار المبدئية إلى وجود ارتباط موجب بين المتغيرين، حتى بعد تحييد أثر محددات النمو الأخرى. وتعكس هذه النتيجة ما خلصت إليه بقية الكتابات المتخصصة في هذا المجال، لا سيما المتعلقة بدور العوامل الاقتصادية الكلية والمؤسسية في تعزيز التطور المالي والنمو. غير أنه لا يزال يتعين إجراء المزيد من الأبحاث قبل تأكيد صحة النتائج.

الاستنتاجات

قامت بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بإصلاح قطاعاتها المالية على مدى العقود الثلاثة الماضية. ولكن على الرغم مما أحرزته المنطقة من تقدم في هذا الميدان، فقد توارت جهودها أمام سرعة الإصلاح والنمو في أنحاء أخرى من العالم. وإزاء الاتجاه العالمي المتزايد نحو العولمة، أصبح التحدي الذي يواجهه صانعي السياسات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في

الإطار ٢- الأردن: تطورات النظام المالي

حقق الأردن تقدماً ملموساً في القطاعين النقدي والمالي من خلال تنفيذ برنامج شامل للإصلاح والتصحيح الاقتصادي. وكانت نتيجة الإصلاحات إنشاء قطاع مالي متطور، ووضع الأردن ضمن بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي حققت أعلى درجات التطور المالي في كافة المجالات. وتعتبر درجة العمق المالي في الأردن قريبة من أعلى المستويات المسجلة في المنطقة، مقيسة بمؤشر التطور المالي الشامل أو بنسبة النقود بمعناها الواسع إلى إجمالي الناتج المحلي.

وقد بدأت الحكومة الأردنية في أواخر الثمانينات إجراء سلسلة من الإصلاحات في القطاع المالي لتحسين هيكل القطاع ورفع كفاءته. ونتيجة لذلك، تحررت أسعار الفائدة تماماً في أوائل التسعينات. وفي عام ١٩٩٣، توقف البنك المركزي الأردني عن استخدام الأدوات المباشرة للرقابة النقدية بإصدار شهادات إيداع خاصة به لامتصاص السيولة الزائدة. وفي عام ١٩٩٦ ألغى الأردن أشكال الدعم والتسهيلات الائتمانية التفضيلية التي يقدمها البنك المركزي بسعر إعادة الخصم، باستثناء ما يقدم للبنوك المتخصصة الصغيرة التي تمنح الائتمان لقطاعات الزراعة والحرف اليدوية والصادرات. وفي العام نفسه، تم إقرار قانون جديد للاستثمار يسمح بمعاملة المستثمرين المحليين والأجانب على قدم المساواة ويفتح الأسواق المالية بدرجة أكبر أمام المشاركة الأجنبية. وفي عام ١٩٩٧، تمت الموافقة على قانون الأوراق المالية الجديد لتحسين هيكل البورصة. كذلك تم تحرير معاملات الحساب الجاري في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال، وأدوات سوق النقد. وفي عام ١٩٩٨، استحدث البنك المركزي اتفاقاً لإعادة الشراء لليلة واحدة مع البنوك التجارية وتسهيلاً للودائع لليلة واحدة. وفي عام ٢٠٠٠، تمت الموافقة على قانون مصرفي جديد يحمي الودائع ويحد من مخاطر سوق المال ويقي من تركيز القروض ويتضمن مواد بشأن الممارسات المصرفية الجديدة (التجارة الإلكترونية والعمليات المصرفية الإلكترونية) وغسل الأموال. وبالإضافة إلى ذلك، تم استحداث أوراق مالية حكومية من خلال سلسلة من المزادات المنتظمة. وفي عام ٢٠٠١، تم إقرار قانون جديد للدين العام يحظر إعطاء أي تسهيلات ائتمانية مباشرة جديدة للحكومة ويدعو إلى سداد الائتمان المستحق بالتدريج. وقد اتخذ البنك المركزي الأردني مؤخراً تدابير لتجريم أنشطة غسل الأموال ومكافحة تمويل الإرهاب.

وعلى مدار السنين، كانت السياسة النقدية تسترشد بهدف دعم استقرار الأسعار. ويستخدم البنك المركزي بصفة أساسية أدوات غير مباشرة للرقابة النقدية من خلال مزادات لشهادات الإيداع تقام أسبوعياً. وقد نشطت مؤخراً سوق الأوراق المالية الحكومية، ولكن تداول هذه الأوراق في السوق الثانوية لا يزال محدوداً. وفي الآونة الأخيرة، شرعت الحكومة في تطبيق استراتيجية جديدة لزيادة عمق النظام المالي بإصدار سندات خزانة بالدينار الأردني مدتها خمس سنوات على فترات منتظمة، وبعائد جار يتراوح بين ٤٪ و ٥٪.

الإطار ٢ (تابع)

وتتم الوساطة في المدخرات المالية الأردنية من خلال القطاع المصرفي بصفة أساسية. والقطاع المصرفي الأردني مملوك بالكامل للقطاع الخاص، وهو يتسم بالتطور والربحية والكفاءة. وقد بدأت بعض البنوك في تطبيق ممارسات مصرفية حديثة، منها عمليات تسوية الشيكات آلياً واستخدام الأجهزة الممغنطة لتجهيز الشيكات، واستمارات الإبلاغ الموحدة، والشبكات الإلكترونية لنقل البيانات. وفضلاً على ذلك، فقد بدأ العديد من البنوك في استخدام الخدمات المصرفية من بُعد والخدمات المصرفية الإلكترونية. ويمكن للبنوك تقديم القروض والتسهيلات الائتمانية بالعملة الأجنبية للأغراض المتعلقة بالتجارة. وقد بدأت البنوك على نحو متزايد في استحداث منتجات وإصدار سندات شركات جديدة، كما أصبح سوق النقد بين البنوك يقوم بدور بارز في السنوات القليلة الماضية.

ويوجد في الأردن ٢١ بنكاً، منها تسعة بنوك تجارية محلية وبنكان إسلاميان وخمسة بنوك استثمارية وخمسة بنوك أجنبية وخمس مؤسسات إقراض متخصصة تعمل في مجالات الائتمان الزراعي والإسكان والتنمية الريفية والحضرية والصناعة. وتبلغ أصول الجهاز المصرفي ١٤,٢ بليون دينار أردني (٢١٥٪ من إجمالي الناتج المحلي) بالإضافة إلى شبكة واسعة من الفروع يغطي كل منها حوالي ١١ ٠٠٠ نسمة. غير أن أصول الجهاز المصرفي الأردني تتصف بالتركز الشديد، حيث تمتلك أكبر ثلاثة بنوك حوالي ٩٠٪ من إجمالي الأصول. ويسيطر البنك العربي على القطاع بامتلاكه ٦٠٪ من إجمالي الأصول، كما يعد بنك الإسكان ثاني أكبر بنك في الأردن وصاحب أكبر شبكة من الفروع.

ولكن الوساطة المالية التي تتم من خلال الجهاز المصرفي تكون قصيرة الأجل في الغالب. وتسعى البنوك لتوفير آجال الاستحقاق عن طريق القروض قصيرة الأجل، فلا يوجد سوى القليل من قروض الشركات الذي يتجاوز أجل استحقاقه ثلاث سنوات. وعلى ذلك، يكون قسم كبير من أنشطة الإقراض في صورة تمويل للتجارة وائتمان استهلاكي قصيري الأجل. وتدرك السلطات الحاجة إلى مزيد من التعميق المالي. ففي عام ١٩٩٤، تأسست الشركة الأردنية لضمان القروض بهدف تقديم ضمانات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والإسكان لأصحاب الدخل المنخفض والمتوسطة، والحرفيين. وفي عام ١٩٩٦، تأسست الشركة الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري لتشجيع قروض الرهن العقاري طويلة الأجل. وفي نهاية عام ٢٠٠١، ضمنت الشركة الأردنية لضمان القروض ما تصل قيمته إلى حوالي ٠,٣٪ من إجمالي الناتج المحلي، كما بلغت القروض المقدمة من الشركة الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري ٠,٩٪ من إجمالي الناتج المحلي.

وقد ازدادت قوة التنظيم والرقابة الاحترازيين في القطاع المصرفي خلال السنوات الأخيرة. ويفرض البنك المركزي الأردني ضوابط صارمة لمنع البنوك من تكوين مراكز مالية بالنقد الأجنبي تتسم بارتفاع درجة المخاطرة. وقد تم رفع الحد الأدنى الإلزامي المرجح بالمخاطر لكفاية رأس المال إلى ١٢٪ في يونيو ١٩٩٧. وتتمتع كافة البنوك بمستوى جيد من الرسطة، حيث وصل متوسط رأس المال المرجح بالمخاطر إلى ١٧,٥٪ في نهاية عام ٢٠٠٢. وتضع القواعد التنظيمية حدوداً لحجم المعاملات مع مقترض واحد، كما تخضع البنوك لعمليات تدقيق ميدانية سنوية وعمليات تدقيق غير ميدانية متواترة.

الإطار ٢ (تابع)

وهناك تنوع كبير في أنشطة النظام المالي غير المصرفي. ففي عام ٢٠٠٠، كانت هناك ٢٧ شركة تأمين و ٧٦ شركة صرافة مرخصة و ٣٧ شركة استثمارية (بأصول تصل إلى حوالي ٤٪ من إجمالي الناتج المحلي)، وصندوق لمعاشات التقاعد العامة (بأصول لموظفي القطاعين العام والخاص تبلغ نحو ٢١٪ من إجمالي الناتج المحلي). كذلك سوف يسمح قانون الصناديق الاستثمارية الجديد بإنشاء صناديق للاستثمار المشترك تابعة للقطاع الخاص وفقا لشروط ومعايير استثمارية سليمة. ولدى الأردن بورصة أسهم متطورة. وقد ارتفع مؤشر بورصة عمان بمقدار ٣٠٪ تقريبا في عام ٢٠٠١ بفضل الأداء القوي للقطاع المالي والتصديق على اتفاقية التجارة الحرة الثنائية مع الولايات المتحدة الأمريكية. وظل المؤشر بدون تغيير يذكر في عام ٢٠٠٢ على الرغم من التصحيحات الكبيرة التي شهدتها أسواق الأسهم العالمية. وقد بلغت نسبة رسملة البورصة إلى إجمالي الناتج المحلي ٨٠٪ في عام ٢٠٠٢، والعدد الكلي للشركات المقيدة بها ١٥٩ شركة. ولا تزال سوق سندات الشركات غير متطورة نتيجة لعدم وجود سوق ثانوية لهذه الإصدارات. ويتمتع الأردن بمناخ مؤسسي قوي نسبيا. فالبنك المركزي الأردني مستقل عن الحكومة وإطاره المحاسبي يتفق إلى حد كبير مع المعايير المحاسبية الدولية. ويعمل النظام القانوني على تيسير وحماية حقوق الملكية من حيث اكتسابها والتصرف فيها. ويبدو أن نظام الربط الحالي بالدولار الأمريكي قد جاء في صالح الأردن. فقد قبل الأردن في عام ١٩٩٥ التزامات المادة الثامنة من اتفاقية تأسيس صندوق النقد الدولي، وتحررت تماما كل معاملات الحساب الجاري ومعظم معاملات الحساب الرأسمالي. ويجوز حاليا فتح حسابات بالنقد الأجنبي في الداخل والخارج ولا توجد شروط لإعادة توطين إيرادات التصدير. كذلك يسمح بشراء العقارات في حالة وجود معاملة بالمثل. غير أن استثمارات غير المقيمين مقيدة بحد أقصى للتملك يبلغ ٥٠٪ في قطاعات معينة في الاقتصاد. وعلى الرغم من هذا الارتفاع النسبي لمستوى التطور في المنطقة، فلا تزال الحاجة إلى زيادة العمق المالي ملموسة في كل قطاعات الاقتصاد. وبالنسبة للمستهلكين، سوف يؤدي توفير المزيد من قروض الرهن العقاري طويلة الأجل الثابتة أو شبه الثابتة إلى جعل المساكن في متناول عدد أكبر من السكان الذين لا يحصلون على الدعم الحكومي المخصص للإسكان. وبالنسبة للشركات، لا يزال الجانب الأكبر من الاستثمارات طويلة الأجل يُموّل من رأس مال المساهمين أو من خلال التمويل الأجنبي.

سعيهم للتحويل عن سياسات الكبح المالي هو تطبيق سياسات اقتصادية كلية حكيمة، إلى جانب الإصلاحات الهيكلية. وينبغي تكميل هذه التدابير الرامية إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي بتوفير المناخ الهيكلي المواتي للتطور

المالي، وذلك بسبل من بينها الحد من تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان وتعزيز النوعية المؤسسية، ولا سيما بالنسبة للنظام القانوني.

وينبغي تركيز الجهود في المجالات التي يبدو فيها التطور المالي عند أضعف مستوياته. ويعني هذا بالنسبة لبعض البلدان الحد من التدخل الحكومي في النظام المالي بسبل متعددة منها تقليص ملكية القطاع العام للمؤسسات المالية، وتخفيض التمويل النقدي لعجز الميزانية إلى أدنى حد ممكن، وتعزيز المنافسة، واستثمار الموارد البشرية، وتقوية المناخ القانوني.

ويتبين من التجربة أن الثقة في السياسات الاقتصادية تزداد مع تنفيذ صانعي السياسات للإصلاحات المطلوبة والتزامهم بمسار الإصلاح حتى النهاية، مما يحدث تأثيراً إيجابياً على الاستثمار والنمو الاقتصادي والعمالة بمرور الوقت.

المراجع

- Abiad, Abdul, and Ashoka Mody, 2003, "Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?" IMF Working Paper 03/70 (Washington).
- Beim, David O., and Charles W. Calomiris, Charles W., 2001, *Emerging Financial Markets* (New York: McGraw-Hill Irwin).
- Chalk, Nigel, Abdelali Jbili, Volker Treichel, and John Wilson, 1996, "Financial Structure and Reforms," in *Building on Progress: Reform and Growth in the Middle East and North Africa* (Washington: International Monetary Fund).
- Creane, Susan, Rishi Goyal, A. Mushfiq Mobarak, and Randa Sab, 2003a, "Measuring Financial Development in the Middle East and North Africa," (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- , 2003b, "Banking on Development," *Finance & Development*, Vol. 40 (March), pp 26–29.
- Fry, Maxwell J., 1995, *Money, Interest, and Banking in Economic Development* (Baltimore: Johns Hopkins University Press, 2d. ed.).
- Gelbard, Enrique A., and Sergio Pereira Leite, 1999, "Measuring Financial Development in Sub-Saharan Africa," IMF Working Paper 99/105 (Washington: International Monetary Fund).
- Jbili, Abdelali, Vicente Galbis, and Amer Biset, 1997, "Financial Systems and Reform in the Gulf Cooperation Council Countries," (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Khan, Mohsin S., and Abdelhak S. Senhadji, 2000, "Financial Development and Economic Growth: An Overview," IMF Working Paper 00/209 (Washington: International Monetary Fund).
- Levine, Ross, 1997, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2, pp. 688–726.
- Nashashibi, Karim, Mohamad Elhage, and Annalisa Fedelino, 2001, "Financial Liberalization in Arab Countries," in *Macroeconomic Issues and Policies in the Middle East and North Africa*, ed. by Zubair Iqbal (Washington: International Monetary Fund).
- Roubini, Nouriel, and Xavier Sala-i-Martin, 1992, "Financial Repression and Economic Growth," *Journal of Development Economics*, Vol. 39 (MONTH), pp. 5–30.
- Wachtel, Paul, 2001, "Growth and Finance: What Do We Know and How Do We Know It?" *International Finance*, Vol. 4, No. 3, pp. 335–62.