

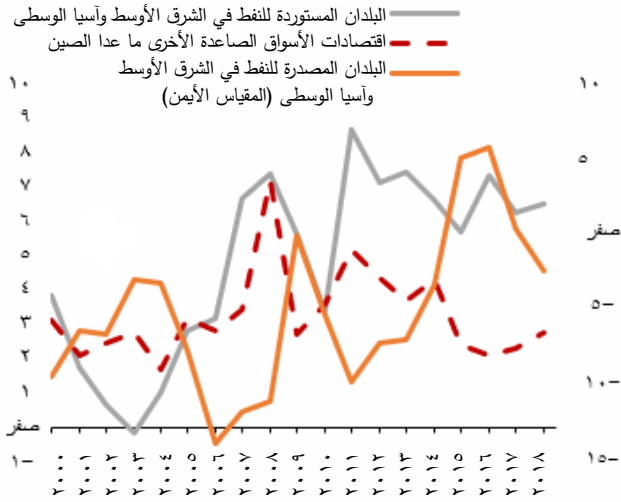
## ٤ - التدفقات الرأسمالية إلى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان (MENAP) ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى (CCA): الفرص والمخاطر\*

الشكل البياني ١-٤

### التدفقات الرأسمالية

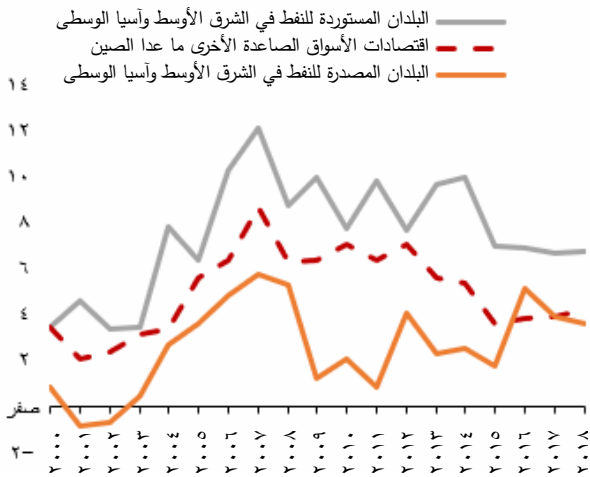
#### ١- صافي التدفقات الرأسمالية

(% من إجمالي الناتج المحلي، الوسيط)



#### ٢- مجموع التدفقات الرأسمالية الوافدة

(% من إجمالي الناتج المحلي، الوسيط)



المصادر: السلطات الوطنية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملحوظة: اقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى = اقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى ما عدا

اقتصادات الأسواق الصاعدة في الشرق الأوسط وآسيا الوسطى.

ظلت التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى بلدان الشرق الأوسط وآسيا الوسطى قوية حتى في ظل تشديد الأوضاع المالية العالمية خلال الفترة ٢٠١٤-٢٠١٦. وقد ساعدت هذه التدفقات في تمويل عجز الحساب الجاري وعجز المالية العامة، مما أتاح زيادة التدرج في تنفيذ التصحيحات على مستوى السياسات. ومع زيادة اندماج المنطقة في الأسواق المالية العالمية، تضاعفت تقريباً تدفقات الحافظة والتدفقات المصرفية على مدار العقد الماضي، بينما تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر بمقدار النصف تقريباً نتيجة تزايد ضعف الأسس الاقتصادية. ويتعين على الحكومات الاستفادة من منافع التدفقات الرأسمالية الوافدة، مع التخفيف من حدة المخاطر الناتجة عن تقلبات الأسواق المالية العالمية، لا سيما الشعور السائد في الأسواق العالمية تجاه المخاطر والذي يمثل مصدر حساسية مضاعفة بالنسبة للمنطقة مقارنة باقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى. ويعني ذلك ضرورة تعزيز الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال تخفيف القيود وتشجيع الاستقرار الاقتصادي الكلي على المدى القريب وزيادة مستويات النمو الممكن على المدى المتوسط. ويمكن المساعدة في احتواء المخاطر الناتجة عن تقلبات التدفقات الرأسمالية من خلال ضمان استدامة المالية العامة، والاستفادة من أدوات السلامة الاحترازية الكلية، والسماح بزيادة مرونة أسعار الصرف حيثما كان ذلك ملائماً. ولا يزال تعميق الأسواق المالية المحلية وتطويرها، لا سيما من خلال تعزيز الأطر القانونية، من أهم الأولويات.

### أنماط التدفقات الرأسمالية المتغيرة تستدعي استجابة على مستوى السياسات

ارتفع وسيط صافي التدفقات الرأسمالية إلى بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان (MENAP) وبلدان منطقة القوقاز وآسيا الوسطى (CCA) منذ الأزمة المالية العالمية. فقد اعتادت البلدان المصدرة للنفط اقتناء الأصول الأجنبية، مما كان يترتب

\* إعداد سيرجيس ساكسونوفس ولين جو، بمساعدة بحثية من أولوريمي أكين-أولوغبادي.

نصيب خمسة بلدان (لبنان والمغرب وباكستان وقطر والمملكة العربية السعودية).<sup>٤</sup>

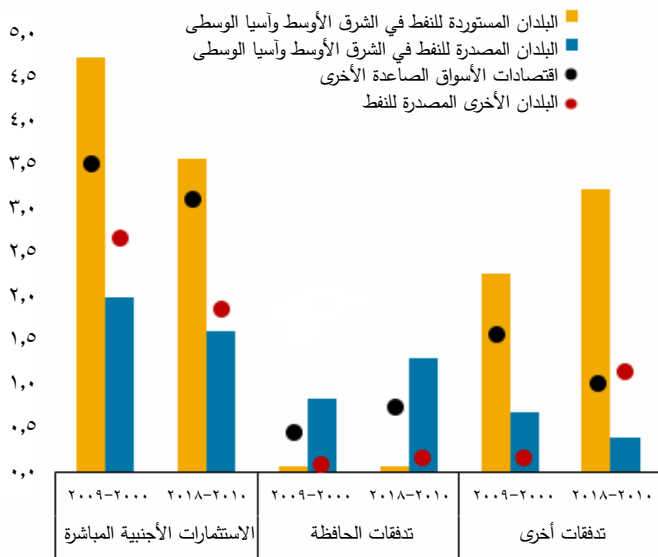
وبينما يمكن لهذه التدفقات الرأسمالية الوافدة تمويل الاستثمار والمساعدة في تعزيز النمو، فإنها تتطوي أيضا على مخاطر على استقرار النظام المالي والاقتصاد الكلي (راجع دراسة IMF 2012). ويركز هذا الفصل على التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى هذه المنطقة ويسعى للتوصل إلى إجابة عن السؤالين التاليين:

- كيف يمكن للمنطقة جذب تدفقات رأسمالية وافدة أكثر استقرارا ودعمًا للنمو؟
- ما الذي يمكن القيام به للتخفيف من حدة المخاطر الناجمة عن تقلبات التدفقات الرأسمالية الوافدة؟

الشكل البياني ٢-٤

### تكوين التدفقات الوافدة

(% من إجمالي الناتج المحلي، متوسط الوسيط بمرور الوقت)



المصادر: السلطات الوطنية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

عليه تدفقات خارجية صافية (الشكل البياني ٤-١، الإطار ٤-١). ولم تتحقق تدفقات رأسمالية وافدة صافية في وسيط البلدان المصدرة للنفط إلا خلال الفترة ٢٠١٧-٢٠١٥ عندما أبطأت هذه البلدان معدل مراكمتها الأصول الأجنبية وأخذت تجتذب التدفقات الوافدة لتمويل عجوزات المالية العامة. وضمنت صلاية التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى البلدان المستوردة للنفط بقاء التدفقات الرأسمالية الصافية موجبة مع ارتفاعها، كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، مقارنة باقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى.<sup>١</sup>

وقد تراجع إجمالي التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى في أعقاب الأزمة المالية العالمية على غرار ما حدث في غيرها من اقتصادات الأسواق الصاعدة النظرية، ولكنها كانت أقل تقلبا خلال فترة تشديد الأوضاع المالية العالمية (راجع دراسة IMF 2016a). وكان التراجع ملحوظا بالقدر الأكبر في البلدان المصدرة للنفط نتيجة انخفاض التدفقات المصرفية والاستثمار الأجنبي المباشر عن المتوسط البالغ ٣,٨% من إجمالي الناتج المحلي في ٢٠٠٣-٢٠٠٨ ليصل إلى متوسط قدره ٢,٦% من إجمالي الناتج المحلي سنويا منذ ٢٠١٢. وبالنسبة للبلدان المستوردة للنفط، لم يكن التراجع ملحوظا إلى حد كبير (من ٨,٣% إلى ٧,٩% من إجمالي الناتج المحلي) مقارنة بالبلدان المصدرة للنفط أو اقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى.

ومن الملاحظ أن إجمالي التدفقات الوافدة إلى المنطقة كان موزعا بالتساوي بين البلدان المستوردة والمصدرة للنفط كما جاء مركزاً نسبياً، حيث حصلت أكبر ثلاثة بلدان في المنطقتين على أكثر قليلا من نصف مجموع التدفقات.<sup>٢</sup> كذلك تغير تكوين التدفقات الوافدة (الشكل البياني ٤-٢)، حيث تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر، وارتفعت تدفقات الحافظة وغيرها من التدفقات (المصرفية). وكان ثلثا هذه الزيادات في تدفقات الحافظة والتدفقات المصرفية الوافدة تقريبا من

<sup>٣</sup> البلدان الثلاثة الكبرى المصدرة للنفط هي كازاخستان والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة؛ والبلدان الثلاثة الكبرى المستوردة للنفط هي مصر ولبنان والمغرب.

<sup>٤</sup> يشار إلى التدفقات الوافدة الأخرى فيما بعد باسم التدفقات المصرفية نظرا لأن ودائع غير المقيمين في البنوك المحلية والقروض التي تحصل عليها الشركات المحلية من البنوك الأجنبية هي على الأرجح التدفقات الأكثر أهمية من حيث حجمها. غير أنه يمكن أن يكون هناك دور أيضا للاقتراض الحكومي وائتمان الموردين المباشر.

<sup>١</sup> يشير مصطلح "التدفقات الرأسمالية الوافدة" إلى صافي تحمل الخصوم الأجنبية، بينما يشير مصطلح "التدفقات الرأسمالية الخارجة" إلى صافي اقتناء الأصول الأجنبية. ويمكن أن يكون هذان البندين سالبين عندما يتجاوز حجم الخصوم المسددة حجم الخصوم المتحمله أو عندما تتجاوز مبيعات الأصول الأجنبية حجم الأصول الأجنبية المقتناة.

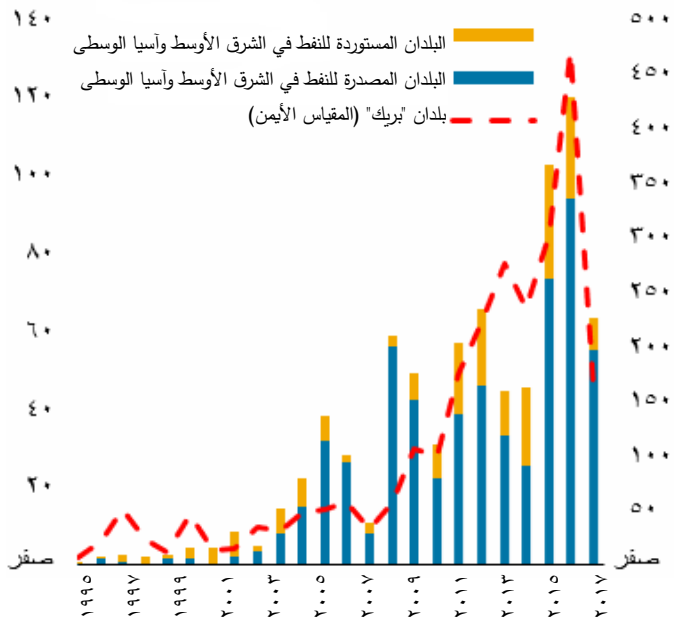
<sup>٢</sup> يستبعد من التحليلات في هذا الفصل كل من جيوتي وليبيا والصومال وسوريا وطاجيكستان بسبب نقص البيانات المتاحة عن التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى هذه البلدان.

المواتية أيضا في تيسير إصدارات سندات الدين الرسمية - وهي من أهم مصادر تدفقات الحافطة الوافدة - غالبا في البلدان المصدرة للنفط، لتبلغ ذروتها في عام ٢٠١٧ (الشكل البياني ٤-٣). وكانت البلدان المصدرة للنفط هي أكبر مصدري سندات اليورو بين اقتصادات الأسواق الصاعدة، حيث اقتضت ٧٤ مليار دولار تقريبا خلال عام ٢٠١٨ وحتى نهاية النصف الأول من عام ٢٠١٩ (حوالي ٢٥% من مجموع الإصدارات الكلية خلال هذه الفترة حسب محلي الأسواق).

الشكل البياني ٤-٣

### مجموع إصدارات الدين

(بمليارات الدولارات الأمريكية)



المصدر: مؤسسة Bloomberg Finance L.P.

ملحوظة: بلدان "بريك" = البرازيل وروسيا والهند والصين.

ولا تزال التدفقات المصرفية الوافدة إلى البلدان المستوردة للنفط أعلى كنسبة من إجمالي الناتج المحلي مقارنة باقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى، مما يعكس هيمنة البنوك على الأسواق المالية المحلية. كذلك يقترن ارتفاع التدفقات المصرفية الوافدة بارتفاع حيازات الخصوم الحكومية لدى البنوك المحلية في البلدان المستوردة للنفط.

## تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر عوضه ارتفاع تدفقات الحافطة والتدفقات المصرفية

تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر عالميا بسبب العائدات المنخفضة وبيئة سياسات الاستثمار الأقل إيجابية.<sup>٥</sup> غير أن بلدان منطقتي MENAP و CCA (لا سيما البلدان المصدرة للنفط التي شهدت تراجعا أكبر مقارنة بالبلدان النظيرة) تأثرت بشكل أكبر، مما يعكس ضعف آفاق النمو والاضطرابات الجغرافية السياسية التي تشهدها المنطقة.

ويوضح الشكل البياني ٤-٢ أن تراجع الاستثمار الأجنبي المباشر عوضه تزايد أهمية تدفقات الحافطة الوافدة (بالنسبة للبلدان المصدرة للنفط) والتدفقات المصرفية (بالنسبة للبلدان المستوردة للنفط).<sup>٦</sup> واتجه جزء كبير من هذه التدفقات الوافدة (ثلثها على الأقل في ٢٠١٨) إلى القطاع الرسمي، مما ساعد في تمويل عجز المالية العامة، ليس فقط في البلدان المستوردة للنفط (مصر ولبنان وباكستان)، ولكن في البلدان المصدرة للنفط أيضا (البحرين وعمان).<sup>٧</sup>

وخلال الفترة بين عامي ٢٠١٦ و ٢٠١٨، بلغت تدفقات الحافطة الوافدة إلى منطقتي MENAP و CCA أعلى مستوياتها - حيث وصلت إلى حوالي ٢٠% من مجموع تدفقات الحافطة الوافدة إلى الأسواق الصاعدة، مقابل ٥% فقط قبل الأزمة المالية العالمية.<sup>٨</sup> وبلغت تدفقات الحافطة الوافدة التراكمية خلال هذه الفترة ١٦٤ مليار دولار أمريكي، تركزت ثلاثة أرباعها تقريبا في مصر وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية، وكان القطاع الرسمي هو مقصد معظم هذه التدفقات في مصر وعمان.

وقد أفادت المنطقة من تراجع أجواء عدم اليقين العالمية (مقيسة بمؤشر بورصة مجلس شيكاغو لعقود الخيار) - الأمر الذي يمثل دافعا مهما لتدفقات الحافطة الوافدة إلى المنطقة (الإطار ٤-٢) - مما وازن تأثير تشديد الأوضاع المالية العالمية. وبوجه عام، ساهمت الأوضاع

<sup>٦</sup> بوجه أعم، زادت كذلك تدفقات الحافطة الوافدة في اقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى، مما يعكس تأثير السياسات النقدية غير التقليدية في الاقتصادات المتقدمة.

<sup>٧</sup> حسب البيانات الصافية المبلغة عن معاملات الحساب المالي للقطاع الحكومي في ميزان المدفوعات.

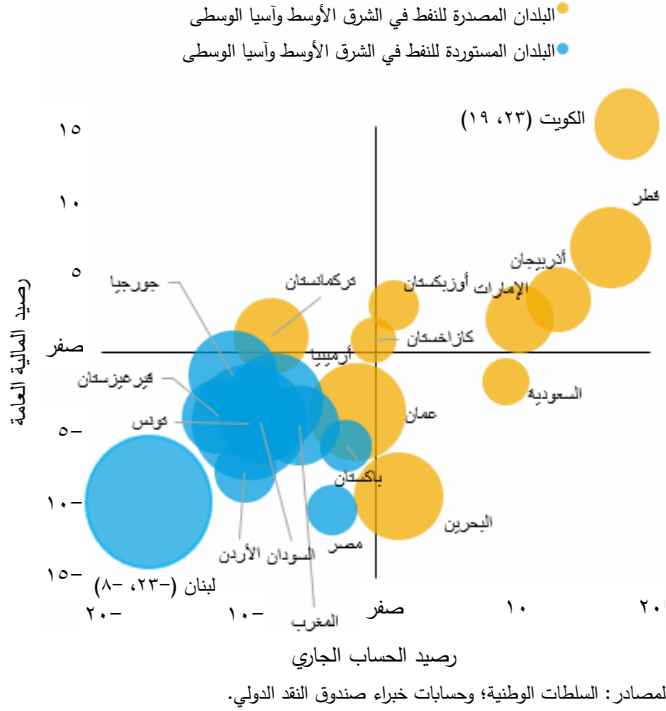
<sup>٨</sup> بالرغم من عدم توافر بيانات تفصيلية عن المنطقة في الغالب، فإن الغالبية العظمى من التدفقات الوافدة هي على الأرجح في هيئة ديون.

<sup>٥</sup> تشير دراسة (2019) UNCTAD إلى أن عام ٢٠١٨ شهد تطبيق ما لا يقل عن ١١٢ إجراء في ٥٥ اقتصادا أثرت على الاستثمار الأجنبي. وقد فرض أكثر من ثلث هذه الإجراءات قيودا أو قواعد تنظيمية جديدة - وهو أكبر عدد خلال العتدين الماضيين. ويتناول الإطار ٤-١ في دراسة (2019a) IMF الدور المحتمل للشركات متعددة الجنسيات في توجيه دفة الاستثمار الأجنبي المباشر.

الشكل البياني ٤-٤

## أرصدة المالية العامة والحساب الجاري، ٢٠١٨-٢٠١٠

(المتوسط، يعكس حجم الفجوات حجم استثمارات الحافظة والاستثمارات الأخرى كنسبة من إجمالي الناتج المحلي)



أما في البلدان التي تمتلك احتياطات وقائية كبيرة، فقد أتاحت التدفقات الرأسمالية الوافدة طريقة موفرة لتمويل العجز. فقد استطاعت هذه البلدان (قطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة) الاقتراض من أسواق رأس المال الدولية بأسعار فائدة منخفضة نسبياً دون الحاجة إلى اللجوء إلى تسهيل أصول أجنبية كان من الممكن أن يكون عائدها أكبر من تكلفة الاقتراض.

### الاعتماد على التدفقات المصرفية وتدفقات الحافظة الوافدة ينطوي على بعض المخاطر

التدفقات الرأسمالية الوافدة قادرة على تحقيق منافع كبيرة للبلدان عن طريق تيسير تمهيد تقلبات الاستهلاك وتتنوع المخاطر، إلى جانب تمويل الاستثمار (راجع IMF 2016b). ويمثل التكوين المتغير للتدفقات الرأسمالية الوافدة عاملاً مهماً نظراً لأن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة لها تأثير أكبر على النمو مقارنة بتدفقات الحافظة الوافدة (راجع دراسة Baharumshah, Slesman, and Devadason 2017).

ويعكس تراجع التدفقات المصرفية إلى البلدان المستوردة للنفط في جانب كبير منه صافي التدفقات الخارجة من البلدان المتأثرة بالعقوبات والصراعات (إيران واليمن). وتشير الشواهد المستمدة من المسوح إلى أن حوالي ثلث بنوك المنطقة شهد تراجعاً في علاقات المراسلة المصرفية (في إطار تخفيف المخاطر) في ظل تشديد الرقابة على إجراءات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب. غير أن الأثر الكلي على التدفقات المصرفية يبدو طفيفاً نظراً لأن معظم البنوك لجأت إلى ترتيبات أخرى تمثلت أساساً في فتح حسابات بديلة أو زيادة حجم المعاملات من خلال الحسابات المتبقية (راجع دراسة Arab Monetary Fund, IMF, and World Bank 2019).

### التدفقات الرأسمالية الوافدة وفرت التمويل لمواجهة زيادة احتياجات الحساب الجاري والمالية العامة

شهدت أرصدة الحساب الجاري تدهوراً حاداً في البلدان المستوردة للنفط على وجه الخصوص - حيث ارتفعت مستويات العجز الوسطى بنسبة ٤,٤ نقطة مئوية من إجمالي الناتج المحلي في الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨، مقارنة بالفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٩، وهو ما يرجع إلى انخفاض المدخرات المصحوب بارتفاع الاستثمار. وتدهورت أرصدة المالية العامة كذلك، لا سيما في البلدان المصدرة للنفط، حيث انخفضت مستويات الأرصدة الوسطى عقب الأزمة خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٨ محققة عجزاً بنسبة ٠,١% من إجمالي الناتج المحلي، مما يرجع لانخفاض أسعار النفط منذ عام ٢٠١٤ وزيادة الإنفاق الحكومي.

وقد تأكدت أهمية التدفقات الرأسمالية الوافدة في تلبية احتياجات تمويل المالية العامة وميزان المدفوعات في البلدان التي لا تمتلك احتياطات وقائية كبيرة. فعلى سبيل المثال، ساعدت تدفقات الحافظة الوافدة في تمويل العجز في مصر عقب تحرير سعر الصرف. واستفادت البلدان المصدرة للنفط أيضاً، مثل البحرين وعمان، حيث ساعدت التدفقات الوافدة في تلبية الاحتياجات التمويلية الحكومية الكبيرة أثناء تنفيذ تدابير الضبط المالي (الشكل البياني ٤-٤). وبدون هذه التدفقات الوافدة، كان الأمر سيستدعي مزيداً من استنزاف الاحتياطات أو اتخاذ تصحيحات أكثر حدة لمعالجة الاختلالات.

كذلك ارتفعت نسبة الدين الخارجي قصير الأجل في بعض البلدان على مدار الأعوام الأربعة الماضية (إلى ٨٣% في لبنان، و٧٧% في الجزائر، و٦٢% في قطر)، مما يشير إلى زيادة محتملة في حجم مواطن الضعف.

وكانت تكلفة زيادة المديونية مرتفعة نسبياً. فعادة ما تكون فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية في منطقة MENAP أعلى مقارنة باقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى ذات التصنيفات السيادية المماثلة، مما قد يعكس تأثير ارتفاع المديونية (لبنان) وفترات عدم الاستقرار الجغرافي السياسي (الشكل البياني ٤-٥).

وكما يتضح في فصل *التطورات العالمية* بهذا التقرير، تعكس الآفاق العالمية تراجع مستويات النمو وتزايد أجواء عدم اليقين، لأسباب منها عدم معالجة الاضطرابات التجارية. ونظراً لأن التدفقات الوافدة إلى المنطقة حساسة للغاية تجاه التغيرات في أجواء عدم اليقين العالمية، يُحتمل تراجع التدفقات الرأسمالية الوافدة أو توقفها. وبالرغم من أن الآثار الاقتصادية المعاكسة قد تكون محدودة في البلدان المصدرة للنفط التي تمتلك احتياطات وقائية كبيرة (مثل قطر والمملكة العربية السعودية)، فإن توقف التدفقات الوافدة قد يؤدي إلى تقادم الآثار السلبية الناجمة عن تراجع أسعار النفط - وهو ما يمثل خطراً أكبر في حالة البلدان المصدرة للنفط - على أرصدة الحساب الجاري والمالية العامة، مما يفرض ضغوطاً على الاحتياطات الوقائية في هذه البلدان. ومن الممكن أن تكون الآثار السلبية كبيرة في البلدان الأخرى التي تمتلك احتياطات وقائية أقل. وفي ظل هذه الآفاق، تزداد الحاجة إلى وضع مجموعة شاملة من السياسات بهدف تنشيط الاستثمار الأجنبي المباشر والتخفيف من حدة المخاطر المحتملة الناتجة عن الاضطرابات المصاحبة للتدفقات الرأسمالية.

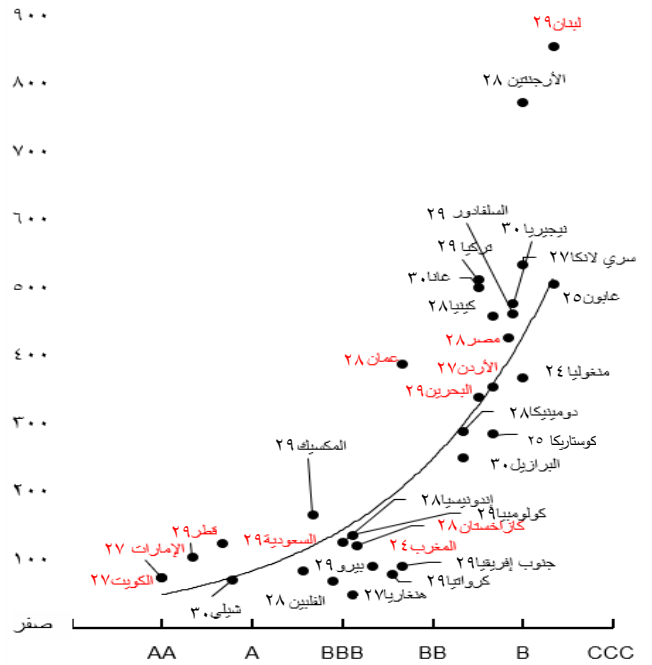
كذلك يفرض ارتفاع تدفقات الحافظة والتدفقات المصرفية مخاطر على الاقتصادات المتلقية نظراً لأنها قد تكون أكثر تقلباً (راجع دراسة Eichengreen, Gupta, and Masetti 2016) من الاستثمار الأجنبي المباشر واحتمال تعرضها للتوقف المفاجئ، وهو أمر مهم نظراً للتأثير المضاعف لتغيرات أجواء عدم اليقين على تدفقات الحافظة الوافدة إلى المنطقة مقارنة باقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى مما يعكس انخفاض درجة الشفافية في الحكومات والشركات (راجع الإطار ٤-٢).

وقد ساهم تزايد التدفقات المصرفية وتدفقات الحافظة في ارتفاع مستويات المديونية الخارجية للقطاعين الخاص والعام في المنطقة. فبالنسبة للبلدان المصدرة للنفط، ارتفع متوسط الدين الخارجي المرجح بإجمالي الناتج المحلي في القطاع الخاص بنسبة ٨,٤% من إجمالي الناتج المحلي في الأعوام الأربعة الأخيرة<sup>٩</sup>. ويعكس ذلك ارتفاع مستوى الديون المصرفية في قطر (لتعويض أثر تراجع ودائع القطاع العام) والمملكة العربية السعودية. وقد ارتفعت مستويات الدين العام بمعدل أسرع في البلدان المستوردة للنفط، لتبلغ أعلى مستوياتها في مصر ولبنان والأردن.

الشكل البياني ٤-٥

### فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية مقابل التصنيف السيادي

(بنقاط الأساس، تتضمن مسميات البيانات سنة الاستحقاق)



المصادر: مؤسسة Bloomberg, L.P.

<sup>٩</sup> حتى إذا كان مركز صافي الأصول الأجنبية لدى الحكومة (والاقتصاد ككل) موجبا، يمكن أن تنشأ مواطن ضعف عن ديون القطاع الخاص، لا سيما في حالة عدم اتساق قيم العملات.

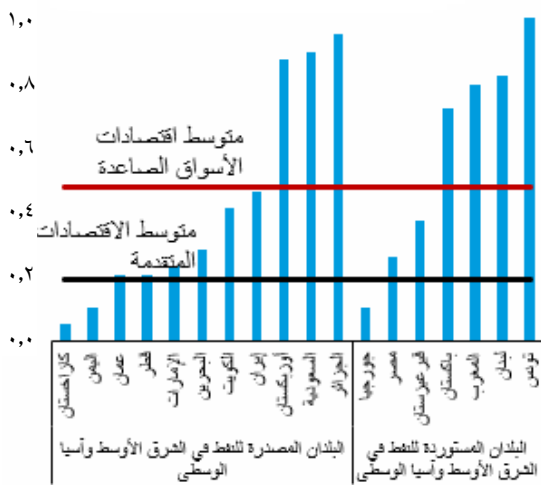
التماسك الاجتماعي (راجع الفصل ٢). وقد ساهم تصحيح السياسات في بلدان مثل مصر في تحسين الأوضاع المحلية، وجذب المزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة، وإن كان من الضروري بذل مزيد من الجهود لتنفيذ الإصلاحات الهيكلية اللازمة لتعزيز النمو على المدى المتوسط (راجع الإطار ٢-١).

الشكل البياني ٤-٧

## انفتاح الحساب الرأسمالي وجودة المؤسسات

١- القيود المفروضة على الحساب الرأسمالي، ٢٠١٧

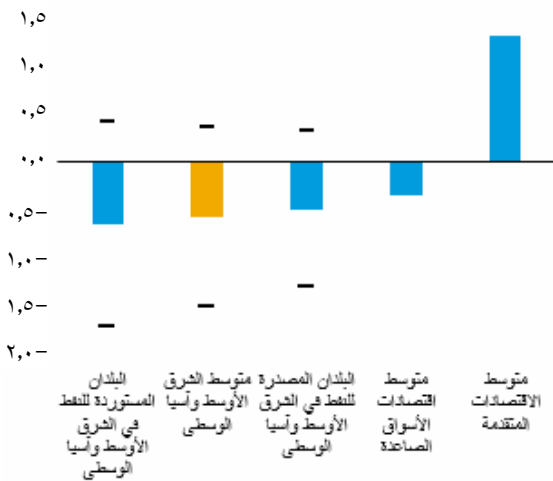
(الأرقام الأعلى تشير إلى مزيد من القيود)



المصادر: التقرير السنوي حول ترتيبات وقيود الصرف؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

## ٢- مكافحة الفساد، ٢٠١٧

(درجات تقديرية، -٢,٥ (ضعيف) إلى ٢,٥ (قوي))



المصادر: مؤشرات الحوكمة العالمية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

١ ينبغي توخي الحرص في استخدام المؤشرات نظرا لأنها مشتقة من بيانات قائمة على تصورات، ولأن التقديرات تعكس الأداء النسبي وليس الأداء المطلق. وتعكس نطاقات التقديرات فترة ثقة بنسبة ٩٠%، بينما تعد فترات الثقة الخاصة بالمجموعات النظرية متدنية للغاية.

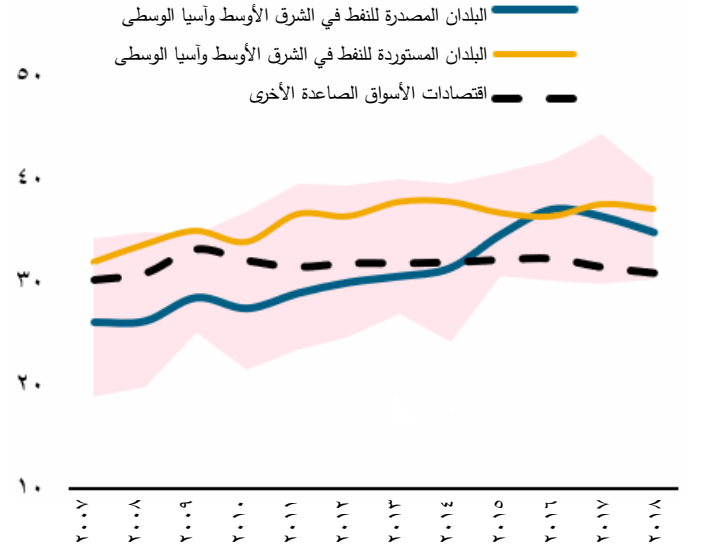
## جذب التدفقات الرأسمالية الوافدة التي تسهم في زيادة النمو

عكس تدفقات الحافظة الوافدة، تتأثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة بالعوامل المحلية أكثر من العوامل العالمية (راجع المرفق ٤-١). وقد شهدت المنطقة تدهور الأوضاع الاقتصادية على مدار العقد الماضي، مع تزايد تباطؤ النمو مقارنة بالبلدان النظيرة، وارتفاع المخاطر الاقتصادية والسياسية بمعدل أسرع (الشكل البياني ٤-٦).

الشكل البياني ٤-٦

المخاطر المركبة<sup>١</sup>

(المتوسط، المؤشر صفر - ٥٠، تزداد المخاطر كلما ارتفعت قيمة المؤشر)



المصادر: المرشد الدولي إلى المخاطر القطرية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملحوظة: المنطقة المظلة تشير إلى نصف المدى الربيعي للمؤشر المركب للمخاطر عبر بلدان الشرق الأوسط وآسيا الوسطى.

ملحوظة: تم تعديل أساس المؤشر المركب للمخاطر ليصبح من صفر إلى ٥٠.

١ ينبغي توخي الحرص في استخدام المؤشر نظرا لأن التقديرات تعكس الأداء النسبي وليس الأداء المطلق. ولا توجد بيانات عن درجة عدم اليقين التي تطوي عليها التقديرات.

ومن الممكن أن يكون تباطؤ النمو وارتفاع المخاطر في المنطقة السبب في حوالي نصف التراجع في معدل الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان المصدرة للنفط عقب الأزمة و ٢٠% من التراجع في البلدان المستوردة للنفط. لذلك فإن أحد المتطلبات الأساسية لتنشيط الاستثمار الأجنبي المباشر يتمثل في إيجاد إطار يتسم بالمصداقية من أجل تعزيز النمو الممكن والحد من المخاطر القطرية. وسيستلزم ذلك الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي الكلي ومواصلة الإصلاحات الهيكلية، إلى جانب تحسين الأوضاع الأمنية في البلدان المتأثرة بالصراعات المسلحة وضمان تحقيق نمو احتوائي للحفاظ على



## تخفيف المخاطر المحتملة

تتمثل أولوية تخفيف المخاطر الناجمة عن تقلبات التدفقات الرأسمالية في معالجة العجز الكبير في المالية العامة والحساب الجاري، وهو ما قد يستلزم إجراء تصحيحات مكلفة في حالة حدوث توقف المفاجئ في التدفقات (راجع دراسة Eichengreen and Gupta 2016). وكما ورد في دراسة (IMF 2012)، يجب أن يكون للسياسات الاقتصادية الكلية دور أساسي في التعامل مع طفرات التدفقات الوافدة. لذلك ينبغي مواصلة جهود الضبط المالي في المنطقة. ومن العوامل المساعدة أيضا في تخفيف المخاطر العمل على تخفيض أسعار الفائدة (عند غياب الضغوط التضخمية) والتدخل لمراكمة الاحتياطيات عند عدم كفايتها. كذلك نجد أن تعزيز أعمال الرقابة والتنظيم في القطاع المالي، بما في ذلك المؤسسات المالية غير المصرفية، واستخدام أدوات السلامة الاحترازية الكلية، يساهمان في ضمان تحقيق الاستقرار المالي وبناء الصلابة أمام تقلبات التدفقات الرأسمالية (راجع دراسة IMF 2017a).

وفي البلدان التي تفرض فيها التدفقات الرأسمالية الوافدة الكبيرة ضغوطا على أسعار الصرف الحقيقية، نجد أن زيادة مرونة أسعار الصرف الاسمية، عندما تدعمها سياسات اقتصادية كلية سليمة، يمكن أن تعمل كأداة لامتناس الصدمات عن طريق التخفيف من تقلبات أسعار الصرف الحقيقية (راجع دراسة Combes, Tidiane, and Plane 2011). فعلى سبيل المثال، شهدت البلدان التي تطبق أسعار صرف أكثر مرونة ارتفاعا محدودا في سعر الصرف الحقيقي خلال طفرة التدفقات الوافدة إلى الأسواق الصاعدة قبل وقوع الأزمة المالية العالمية (راجع IMF 2007). ومن جهة أخرى، قد تتسبب عدم مرونة أسعار الصرف في تفاقم تقلبات التدفقات الرأسمالية - لا سيما في غياب تصحيحات السياسات الاقتصادية الكلية - وتضخيم مواطن الضعف بتشجيع الاقتراض بالعملة الأجنبية (راجع دراسة Magud, Reinhart, and Vesperoni 2014).

وإلى جانب النمو والمخاطر، تعد بلدان منطقتي MENAP و CCA في وضع مماثل عموما للبلدان النظيرة من حيث بعض المحددات الأساسية للاستثمار الأجنبي المباشر (كالتضخم والانفتاح التجاري، مثلا)، ولكنها متأخرة عن تلك البلدان بالنسبة لمحددات أخرى - لا سيما في مجالات السيطرة على الفساد، ورأس المال البشري، والقيود على الحساب الرأسمالي - مع زيادة الفجوات في البلدان المستورة للنفط.

وعلى المدى القريب، يمكن لصناع السياسات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر بإلغاء القيود على الاستثمار وزيادة الفرص الاستثمارية، بفتح قطاع الخدمات أمام المستثمرين، على سبيل المثال (الشكل البياني ٧-٤).<sup>١٠</sup> ومما يعد خطوة على الطريق الصحيح تخفيف القيود المفروضة على سفر المستثمرين الأجانب في أوزبكستان وسماع بعض بلدان مجلس التعاون الخليجي للأجانب بتملك ١٠٠% من مشروعاتهم في عدد أكبر من قطاعات الاقتصاد.

وتعتمد فعالية تدابير تحرير الحساب الرأسمالي على جودة المؤسسات المحلية، بما في ذلك السيطرة على الفساد (راجع دراسة Habib and Zurawicki 2002). ومن الممكن أن تكون تصورات الفساد هي أحد أسباب عدم القدرة على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر بالرغم من تحرير الحسابات الرأسمالية في بعض البلدان. لذلك لا تزال مواصلة تعزيز جودة المؤسسات هي إحدى أولويات الإصلاح.

وعلى المدى الأطول، سيكون من الضروري تقوية المهارات من خلال تحسين مستويات التعليم والتدريب بهدف جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى القطاعات ذات القيمة المضافة الأعلى. وفيما يتعلق بجودة التعليم ووسيط معدل الالتحاق بالجامعات، من الملاحظ أن البلدان المستوردة للنفط متأخرة عن ركب البلدان الأخرى في عينة اقتصادات الأسواق الصاعدة الأوسع نطاقا. وبينما جاء أداء البلدان المصدرة للنفط أفضل، مما يرجع إلى ارتفاع نصيب الفرد من الدخل، فلا يزال هناك متسع لتحسين جودة التعليم (راجع IMF 2018).

<sup>١١</sup> راجع دراسة (Prasad, Monem, and Martinez 2016) للاطلاع على عرض عام عن استخدام سياسات السلامة الاحترازية الكلية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

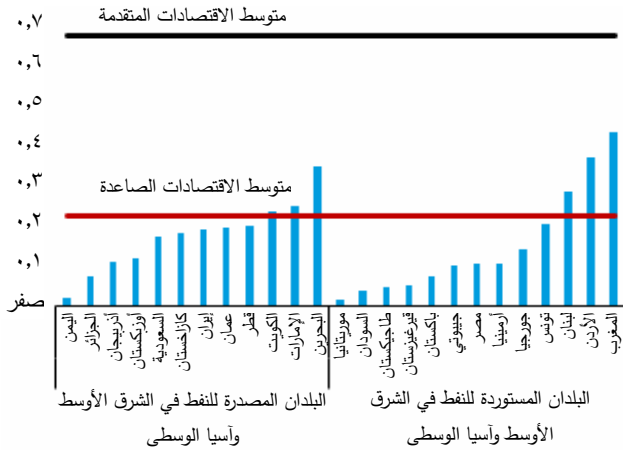
<sup>١٠</sup> لا تتوفر سوى بيانات محدودة عن حجم الانفتاح المالي الفعلي (مقيسا كنسبة حاصل جمع الأصول والخصوم الخارجية إلى إجمالي الناتج المحلي) في بلدان MENAP. وتشير البيانات المتاحة إلى أن ثلاثة من ستة بلدان مصدرة للنفط وأربعة من ١٠ بلدان مستوردة للنفط تجاوزت متوسط اقتصادات الأسواق الصاعدة في ٢٠١٧ أو ٢٠١٨.

الشكل البياني ٤-٨

## تطوير المؤسسات والأسواق المالية

١- عمق المؤسسات المالية، ٢٠١٧

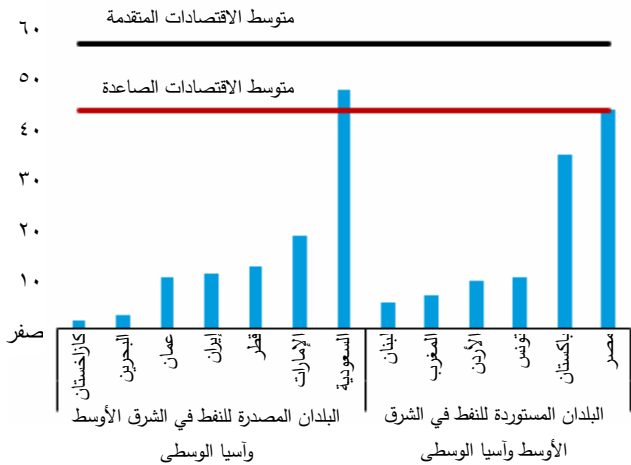
(المؤشر)



المصادر: مؤشر التطور المالي الصادر عن صندوق النقد الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

## ٢- نسبة الأسهم المتداولة في البورصة

(%)



المصادر: البنك الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ومن الممكن أيضا تخفيف أثر تقلبات التدفقات الرأسمالية الوافدة عن طريق تعميق الأسواق المالية المحلية. ففي شيلي، على سبيل المثال، تمثل مؤسسات الاستثمار المحلية حوالي نصف أصول القطاع المالي، وتوفر مصدرا أكثر استقرارا لتمويل المقترضين المحليين. وبالمثل، نجد أن المستثمرين المحليين النشطين في ماليزيا يشترون كميات كبيرة من الأسهم والسندات المحلية لدى لجوء المستثمرين الأجانب إلى تسهيل حيازاتهم - كرد فعل غالبا للاضطرابات العالمية (راجع IMF 2015).

ويختلف عمق المؤسسات المالية في المنطقة ولكن مجال التطوير كبير (الشكل البياني ٤-٨).<sup>١٢</sup> ورغم أن التطور المالي في المتوسط أعلى في البلدان المصدرة للنفط منه في البلدان المستوردة للنفط، فإنه يقل في معظم هذه البلدان عن متوسط اقتصادات الأسواق الصاعدة، كما يقل في كل البلدان عن متوسط الاقتصادات المتقدمة.

وتتمثل الفجوات الأكبر في درجة السيولة السوقية وحجم المؤسسات الاستثمارية المحلية. ورغم ارتفاع رأس المال السوقي في بعض البلدان، فإن حجم التداول في أسواق الأوراق المالية منخفض للغاية مقارنة باقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى - باستثناء المملكة العربية السعودية - مما يرجع إلى ضيق قاعدة المستثمرين في تلك البلدان. وتعكس ضآلة حجم مؤسسات الاستثمار المحلية بدورها هيمنة البنوك على القطاع المالي.<sup>١٣</sup> ويمكن أن يساعد تطوير الأسواق المالية الإقليمية (مثل سوق الأسهم المشتركة في بلدان البلطيق) في توسيع قاعدة المستثمرين.

ويمكن للحكومات تشجيع تطوير الأسواق المالية من خلال تعميق سوق السندات الحكومية وزيادة درجة سيولتها. ويمكن استخدام منحى العائد الحكومي - الذي يتم إنشاؤه بالتدرج في مد آجال استحقاق السندات الحكومية وإصدار سندات بآجال استحقاق متفاوتة بصفة

<sup>١٢</sup> في بلدان مجلس التعاون الخليجي التي تعد أسواقها المالية هي الأعمق على مستوى المنطقة، تمثل أصول المؤسسات الاستثمارية المحلية - التي تتكون من صناديق معاشات التقاعد وصناديق الاستثمار وشركات التأمين - أقل من نصف إجمالي الناتج المحلي. وفي المقابل، تتجاوز أصول المؤسسات الاستثمارية ١٠٠% من إجمالي الناتج المحلي في شيلي وماليزيا.

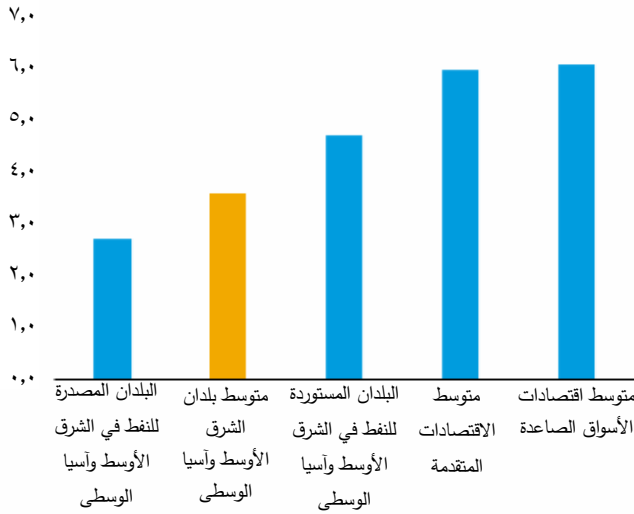
<sup>١٣</sup> يستند المؤشر إلى حجم رأس المال في سوق الأسهم، والأسهم المتداولة، وسندات الدين الدولية الحكومية، ومجموع سندات دين الشركات المالية وغير المالية (راجع دراسة (Svirydenka 2016)).



الشكل البياني ٤-٩

الحوكمة<sup>١</sup>١- قوة الحقوق القانونية<sup>٢</sup>

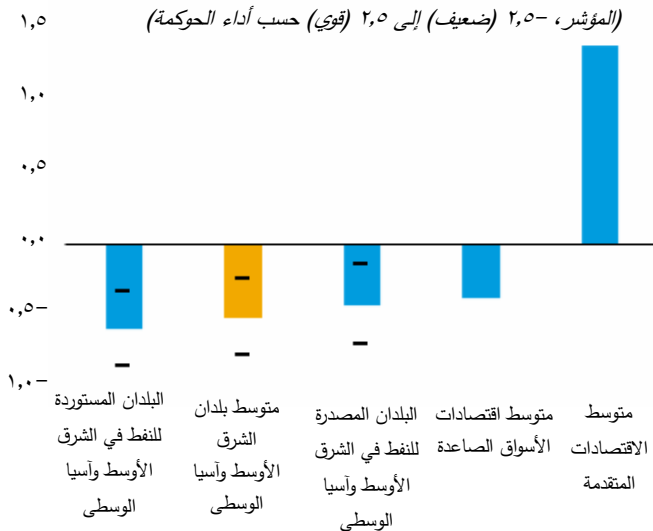
(مؤشر، صفر (أداء ضعيف) إلى ١٢ (أداء قوي) على المقياس، ٢٠١٨)



المصادر: قاعدة بيانات تقرير ممارسة أنشطة الأعمال لدى البنك الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>١</sup> ينبغي توخي الحرص في استخدام المؤشرات نظرا لأنها مشتقة من بيانات قائمة على تصورات، ولأن التقديرات تعكس الأداء النسبي وليس الأداء المطلق.<sup>٢</sup> لا تتوفر بيانات عن فترات الثقة لهذا المؤشر.٢- سيادة القانون<sup>٣</sup>

(المؤشر، -٢,٥ (ضعيف) إلى ٢,٥ (قوي) حسب أداء الحوكمة)



المصادر: مؤشرات الحوكمة العالمية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

<sup>٣</sup> تعكس نطاقات التقديرات فترة ثقة بنسبة ٩٠%، بينما تعد فترات الثقة الخاصة بالمجموعات النظرية متدنية للغاية.

دورية - كمؤشر قياسي لتسعير سندات الشركات (راجع دراسة IMF 2013).

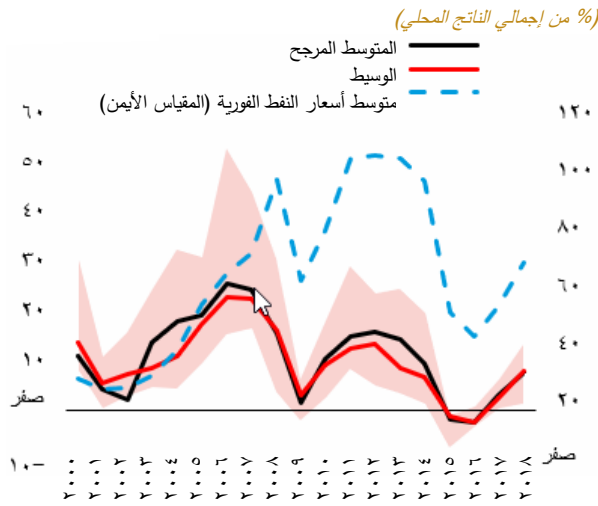
ويعد إدراج بلدان مجلس التعاون الخليجي مؤخرًا في المؤشر العالمي للسندات السيادية خطوة جديرة بالترحيب نظرًا لأنها قد تساعد في توسيع نطاق قاعدة المستثمرين وزيادة السيولة السوقية. غير أن ذلك قد يؤدي أيضًا إلى زيادة التقلبات السوقية نظرًا لأن المستثمرين المرتبطين بمؤشرات معيارية أكثر حساسية تجاه العوامل العالمية (راجع دراسة Cerutti, Classens, and Puy 2015) على غرار الملاحظ في الفترات الأخيرة التي شهدت خروج التدفقات الرأسمالية من الأسواق الصاعدة (راجع دراسة IMF 2019b)، وهو ما يؤكد ضرورة توسيع نطاق قاعدة المستثمرين المحليين.

وتعد سيادة القانون شرطًا أساسيًا لتطوير الأسواق المالية - فتعزيز الحماية القانونية من شأنه التشجيع على زيادة المشاركة في الأسواق، مما يتيح نمو الأسواق المالية تلقائيًا (راجع دراسة Chami, Fullenkamp, and Sharma 2009). لذلك فمن الضروري مواصلة تعزيز النظم القانونية التي تعد متأخرة عن متوسطات البلدان النظيرة (الشكل البياني ٤-٩). وتعد الجهود الأخيرة التي قامت بها البحرين والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة لتحديث قوانين الإفلاس خطوة جديرة بالترحيب. ومن شأن وضع قوانين حول استخدام الضمانات الإضافية أن يساعد على تخفيض تكلفة المعاملات وتيسير الإقراض.

الإطار ٤-١: التدفقات الرأسمالية الخارجة من منطقتي MENAP و CCA<sup>١</sup>

الشكل البياني ٤-١

البلدان المصدرة للنفط في الشرق الأوسط وآسيا الوسطى:  
صافي التدفقات الرأسمالية الخارجة



المصادر: السلطات الوطنية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملحوظة: متوسط أسعار النفط الفورية هو متوسط أسعار خام برنت المملكة المتحدة وفاتح دبي وغرب تكساس الوسيط.

الأصول الأجنبية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق المحلية. لذلك فإن تراجع مراكمة الأصول الأجنبية قد يزيد من مواطن الضعف الناجمة عن تقلبات التدفقات الوافدة. وينطبق ذلك خصوصا على البلدان المستوردة للنفط حيث تكون مراكز الأصول الأجنبية الصافية سالبة.

<sup>١</sup> إعداد سيرجيس ساكسونوفس.

الإطار ٤-٢: محركات تدفقات الحافظة الوافدة - عوامل الدفع<sup>١</sup>

وضعنا نموذجاً تقديرياً لعوامل الجذب والدفع استناداً إلى بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لمجموعة من البلدان تشمل ١١ بلداً من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأفغانستان وباكستان ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى و٢٩ اقتصاداً من اقتصادات الأسواق الصاعدة خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٨. واتساقاً مع دراسة (Eichengreen, Gupta, and Masetti 2018)، توصلنا إلى أن تدفقات الحافظة الوافدة تحركها في الغالب عوامل الدفع العالمية - مؤشر تقلب بورصة شيكاغو لعقود الخيار الذي يعكس أجواء عدم اليقين العالمية، وسعر الفائدة الأمريكي الحقيقي (مؤشر بديل للأوضاع المالية العالمية). غير أن تأثير عوامل الجذب يختلف في بلدان منطقتي MENAP و CCA عنه في اقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى. فتدفقات الحافظة الواردة إلى المنطقة يقع عليها تأثير مضاعف تقريباً نتيجة التغيرات في أجواء عدم اليقين العالمية مقارنة بالبلدان الأخرى. ويمكن عزو ذلك إلى ضعف مستوى الشفافية نسبياً في الحكومات والشركات بالمنطقة، مما يؤدي إلى زيادة التدفقات الخارجة أثناء الأزمات (راجع دراسة Gaston Gelos and Wei 2005).

الجدول ٤-٢-١: تأثير عوامل الدفع على تدفقات الحافظة الوافدة/إجمالي الناتج المحلي، ١٩٩٠-٢٠١٨

(٢/)	(١/)	
منطقة MENAP ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى	اقتصادات الأسواق الصاعدة	
٠٠١,٢٦٧-	٠٠٠,٥٩٢-	لوغاريتم مؤشر تقلب بورصة شيكاغو لعقود الخيار
(٠,٥١٨)	(٠,٣١٩)	سعر الفائدة الأمريكي الحقيقي
٨٠,٧١٣-	٠٠٠,١٤٥-	لوغاريتم سعر النفط الحقيقي
(٠,٥٢٨)	(٠,٠٥١)	لوغاريتم مؤشر تقلب بورصة شيكاغو لعقود الخيار * متغير صوري لمنطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى
٠٠,٧٦٥	٠١,٢٩٨-	سعر الفائدة الأمريكي الحقيقي * متغير صوري لمنطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى
(٠,٣٨٠)	(٠,٦٩٨)	سعر الفائدة الأمريكي الحقيقي * لوغاريتم سعر النفط الحقيقي
٨٠,٢١١	٠٠,١٩٢	
(٠,١٣١)	(٠,٠٧٢)	

المصدر: حسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

١/ تتضمن جميع الانحدارات نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي المتأخر، والمؤشر المركب المتأخر للمخاطر، ومتغيرات صورية للأزمة المالية العالمية، وآثار قطرية ثابتة.

٢/ الأخطاء المعيارية الثابتة المجمع على مستوى البلدان تظهر بين أقواس.

p\*\*\* &lt; 0.01, p\*\* &lt; 0.05, p\* &lt; 0.1, p^ &lt; 0.2

وتوصلنا أيضاً إلى أن تدفقات الحافظة الوافدة إلى المنطقة تعتمد على أسعار النفط. أولاً، أسعار النفط المرتفعة تؤدي إلى زيادة تدفقات الحافظة الوافدة إلى المنطقة من خلال تحسين نمط مخاطرها على الأرجح. ثانياً، أسعار النفط المرتفعة تخفف أثر الأوضاع المالية العالمية. وقد يرجع ذلك لأن بعض التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى بلدان المنطقتين هي تدفقات إقليمية - أي تدفقات من البلدان المصدرة للنفط التي تتأثر أوضاع السيولة بها أكثر بأسعار النفط منها بالسياسة النقدية الأمريكية (راجع دراسة IMF 2017b). فعلى سبيل المثال، يشير المسح المنسق

لاستثمارات الحافظة إلى أن ثلثي خصوم الحافظة على الأقل في البحرين هي في حيازة اقتصادات أخرى في منطقة مجلس التعاون الخليجي.

١ إعداد لين جو.

- Arab Monetary Fund, IMF, and World Bank. 2019. “Correspondent Banking Relationships (CBRs) in Arab Countries.” Abu Dhabi.
- Baharumshah, A. Z., L. Slesman, and E. S. Devadason. 2017. “Types of Foreign Capital Inflows and Economic Growth: New Evidence on Role of Financial Markets.” *Journal of International Development* 29: 768–89
- Cerutti, E. M., S. Claessens, and D. Puy. 2015. “Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals.” IMF Working Paper No. 15/127, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Chami, R., C. Fullenkamp, and S. Sharma. 2009. “A Framework for Financial Market Development.” IMF Working Paper No. 09/156, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Combes, J. L., T. Kinda, and P. Plane. 2011. “Capital Flows, Exchange Rate Flexibility, and the Real Exchange Rate.” IMF Working Paper No. 11/9, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Eichengreen, B., and P. Gupta. 2016. “Managing Sudden Stops.” Policy Research Working Paper 7639, World Bank, Washington, DC.
- Eichengreen, B., P. Gupta, and O. Masetti. 2018. “Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?” *Asian Economic Papers* 17(1): 22–41.
- Gaston Gelos, R., and S.-J. Wei. 2005. “Transparency and International Portfolio Holdings.” *Journal of Finance* 60 (6): 2987–3020
- Habib, M., and L. Zurawicki. 2002. “Corruption and Foreign Direct Investment.” *Journal of International Business Studies* 33 (2): 291–307
- International Monetary Fund (IMF). 2007. *World Economic Outlook*. Washington, DC, October.
- . 2012. “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View.” IMF Policy Paper, Washington, DC.
- . 2013. “Local Currency Bond Markets—A Diagnostic Framework.” Washington, DC.
- . 2016a. *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.
- . 2016b. “Capital Flows—Review of Experience with the Institutional View.” IMF Policy Paper, Washington, DC.

———. 2017a. “Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: The Role of Macroprudential Policies.” IMF Policy Paper, Washington, DC.

———. 2017b. “Strengthening Liquidity Management Frameworks in Support of Stability and Growth in the GCC.” IMF Policy Paper, Washington, DC.

———. 2018. “Trade and Foreign Investment—Keys to Diversification and Growth in the GCC.” IMF Policy Paper, Washington, DC.

———. 2019a. *World Economic Outlook* Washington, DC, October.

———. 2019b. *Global Financial Stability Report*. Washington, DC, April.

Kyobe, A., and others. 2015. “Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets.” Staff Discussion Note, Washington, DC.

Magud, N. E., C. M. Reinhart, and E. R. Vesperoni. 2014. “Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility and Credit Booms.” *Review of Development Economics* 18 (3): 415–30.

Prasad, A., H. A. Monem, and P. G. Martinez. 2016. “Macroprudential Policy and Financial Stability in the Arab Region.” IMF Working Paper No. 16/98, Washington, DC.

Svirydzhenka, K. 2016. “Introducing a New Broad-based Index of Financial Development.” IMF Working Paper No. 16/5, Washington, DC.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2019. *World Investment Report: 2019*. New York.