

قنوات انتقال الأزمة المالية العالمية إلى اقتصاد المملكة العربية السعودية

أحمد عبد الكريم المحيميد ، أيمن محمد إبراهيم هندي
قسم الاقتصاد، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك سعود، الرياض

(قدم لنشر في ١/٢٥/١٤٣٣هـ؛ وقبل للنشر في ٦/٢٢/١٤٣٥هـ)

كلمات البحث: الأزمة المالية العالمية، قنوات انتقال أثر الأزمات، الاقتصاد السعودي
ملخص البحث. تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر قنوات انتقال الأزمة المالية العالمية إلى اقتصاد المملكة العربية السعودية، فطبقاً للدراسات في هذا المجال، فإن الأزمة العالمية قد تنتقل من خلال التجارة أو التمويل الدوليين. وقد اعتمدت الدراسة على نموذج الجاذبية " Gravity Model " وهو من النماذج الحديثة؛ حيث يشرح العلاقة بين تدفق التجارة بين دولتين والحجم الاقتصادي، وكذلك العلاقة بين تدفق التجارة بين دولتين والمسافة بينهما. وقد تم تعميم النموذج على الظاهرة محل القياس بإضافة التدفقات المالية المرصودة بميزان المدفوعات معدلة بفروق معدلات الفائدة بين المملكة العربية السعودية وتسع دول تمثل نحو ٧٠٪ من تجارة المملكة الخارجية. وقد تم اختبار النموذج باستخدام تحليل الانحدار للبيانات المدججة (Panel data) نموذج الأثر الثابت. وتشير نتائج القياس إلى أن التجارة الخارجية أهم قناة لانتقال الأثار الخاصة بالأزمة المالية إلى اقتصاد المملكة، وإلى عدم معنوية قناة التمويل وحركات رؤوس الأموال، كما تشير نتائج الأثر الفردي إلى وجود تميز كبير في دور كل من كوريا والولايات المتحدة الأمريكية واليابان والصين في انتقال الأثر إلى المملكة العربية السعودية.

مقدمة

مع ظهور الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨م تدهورت معدلات نمو الاقتصاد العالمي لسنوات متتالية وشددت الدول المتقدمة من إجراءات التقشف المالي ومعايير الإقراض، مما أدى إلى ارتفاع حجم الديون في القطاع العائلي. وقد دعم هذا الاتجاه التحول بالأسواق الصاعدة من الإنفاق على الواردات من الدول المتقدمة إلى الطلب المحلي، وهو ما عزز من فوائض موازينها التجارية، وعلى حساب الدول المتقدمة، ليضيف لمشكلات القطاع المالي بالأخيرة أبعاداً جديدة.^(١)

وتعود جذور الأزمة الحالية إلى أزمة الرهون العقارية التي بدأت تداعياتها نهاية العام ٢٠٠٧م، حيث يتفق العديد من الاقتصاديين على أنها الأزمة الاقتصادية الأخطر منذ أزمة الكساد الكبير في ١٩٢٩م، نظراً لما خلفته من خسائر جسيمة في معظم القطاعات الإنتاجية العالمية. كما يعتقد بعض الاقتصاديين أنها ليست أزمة مالية عالمية- كما هو شائع في تعريفها- ولكنها أزمة اقتصادية عامة، فعلى الرغم من أنها بدأت بالأسواق والمؤسسات المالية، إلا أنها امتدت إلى كافة القطاعات والأنشطة الاقتصادية عالمياً لتسبب انحساراً في مستويات النشاط الاقتصادي، ولتطور ذلك الانحسار إلى ركود تنتقل عدواه من دولة إلى أخرى.

وكانت تداعيات انتقال الأزمة عالمياً إلى التجارة الدولية من خلال قناتين رئيسيتين؛ الأولى عبر الطلب الخارجي، وهو ما أدى لتدهور الصادرات، والثانية عبر تمويل التجارة. فبالنسبة للقناة الأولى تدهورت

التجارة الدولية ليس بسبب تدهور شروط الإقراض وانخفاض حجم الائتمان الموجه للتجارة الدولية فحسب، بل بسبب انخفاض الطلب الكلي عالمياً، حيث إنه يمكن ملاحظة أن الانكماش في حجم التجارة العالمية لم يكن على مستوى القطاع النفطي فقط، بل انتقلت آثاره إلى عدد كبير من المواد الأولية والمدخلات الوسيطة وعلى مستوى إنتاج وتداول الخدمات عالمياً. ومن المؤشرات المهمة لتدهور التجارة العالمية الانهيار الحاد في مؤشر نولون للشحن البحري، فبعد أن تضاعفت تكاليف النقل والشحن، وارتفع مؤشر نولون الشحن من (١, ١٥٠) نقطة في يناير ٢٠٠٣م إلى مستوى (١١, ٥٠٠) نقطة تقريباً في يناير ٢٠٠٨م، انهار في يوليو ٢٠٠٩م ليصل إلى (٣, ١٥٠).^(٢)

وتأثر اقتصاد المملكة العربية السعودية-باعتباره أحد اقتصادات مجموعة العشرين- بالأزمة الاقتصادية العالمية، وذلك بسبب ارتباطاتها التجارية عالمياً، وبسبب سعر الصرف سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة. ورغم تمتع المملكة العربية السعودية بمناعة اقتصادية كبيرة بسبب الفوائض المالية الضخمة والاحتياطيات الكبيرة التي جمعتها خلال الطفرة الثانية في أسعار النفط (٢٠٠٣-٢٠٠٧م) ونجاحها في توظيفها في أصول محافظة،^(٣) إلا أنه من المهم التعرف على قنوات انتقال تلك الأزمة لاقتصاد المملكة العربية السعودية، ودرجة التأثير بتلك الأزمات إن وجدت، ويرجع ذلك إلى الامتدادات الزمنية الحالية للأزمة، والاحتمالات الخاصة بتطورها في المدى المنظور.

(٢) The Baltic Exchange Dry Index

(٣) أو بالتعبير الشائع الأصول غير السامة Non-toxic Assets

(١) <http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/index.shtml>

الأحداث أزمات العملة والأزمات المالية، وقد يضاف إليها أحداث عالمية أخرى مثل تقلبات أسعار صرف العملات. وقد حظيت جميعها بالكثير من الاهتمام على المستويين: النظري والتطبيقي، ولعل أول تجربة لانتقال الأزمات من بلد الأزمة الى بلد آخر هي أزمة النظام النقدي الأوروبي EMS في عام ١٩٨٢م حيث تأثرت معظم دول النظام النقدي الأوروبي بأزمات دول العملات الأضعف - آنذاك - كإيطاليا وإسبانيا. ومن أشهر الأمثلة على الأزمات المالية وأزمات العملة أزمة المكسيك في ١٩٩٤م المعروفة باسم "Tequila Crisis"، والتي امتدت تداعياتها إلى دول أمريكا اللاتينية، والأزمة المالية في جنوب شرق آسيا يوليو ١٩٩٧م والتي بدأت في تايلاند، وامتدت إلى معظم دول جنوب شرق آسيا، والأزمة الروسية في ١٩٩٨م. وقد أعادت للأذهان مرة أخرى التطورات الأخيرة في ٢٠٠٨م دور القطاع المالي في انتقال عدوى الأزمات المالية، مع اختلاف واضح، وهو دور البنوك الكبير في الأزمة المالية العالمية الحالية مقارنة بدور الأسواق المالية سواء في أزمة الكساد الكبير ١٩٢٩م أو في أزمة جنوب شرق آسيا يوليو ١٩٩٧م، حيث أدى انهيار المؤسسات المالية الكبرى إلى خلق أزمة ثقة امتدت إلى مؤسسات أخرى قد لا ترتبط بها، وإلى تراجع الحركة الاقتصادية في ذلك البلد، ثم تنتقل الى أسواق مالية في دول أخرى وهكذا. وتحدث قدي (٢٠٠٩) عن أثر الأزمة المالية على مستوى الاقتصاد الأمريكي والدول النامية، حيث إنه عند دخول الاقتصاد الأمريكي في ركود وانكماش انخفضت القوى الاستهلاكية، وإنفاق الشركات والنشاط الإسكاني.

ولتحقيق ذلك رُتبت الدراسة علي النحو التالي؛ فبعد المقدمة السابقة تم تخصيص الجزء التالي لاستعراض الإطار النظري، وأما الجزء الذي يليه فيستعرض أهم مؤشرات انتقال الأزمة إلى اقتصاد المملكة، في حين يستعرض الجزء الأخير من الدراسة النموذج المناسب للقياس، ثم تأتي النتائج، وأخيراً الخاتمة.

الإطار النظري

تقدم الدراسات الاقتصادية مصطلحات عدة لانتقال الأزمات من دولة لأخرى، فعلى سبيل المثال يفرق Masson, (1999) بين مصطلح العدوى "contagion" ومصطلح انتقال الأثر "spillover"، ومصطلح الهبوب الجماعي "monsoonal". فالعدوى تحدث لأي اقتصاد بغض النظر عن توافر العوامل الداخلية والخارجية للإصابة، أما انتقال الأثر فيجب أن تتوافر مقوماته مثل التجارة والروابط المالية بين الدول، وأما الهبوب الجماعي "monsoonal" فيقصد به ظهور الأزمة واتساعها لسبب خارجي واحد مثل سياسات الدول الصناعية التي تصيب الاقتصادات الناشئة بآثار عامة متشابهة.^(٤)

وبغض النظر عن الفروق الاصطلاحية؛ فقد شهد الاقتصاد العالمي الكثير من عدوى الأزمات الاقتصادية، والمقصود هنا صدمات خارجية قادمة من اقتصادات ذات صلة أو أحداث تؤثر على معظم أو جميع البلدان في العالم في نفس الوقت، وتشمل هذه

(٤) Kaminsky, Reinhart and Vegh (2003) تعرف العدوى كما يلي "an episode in which there are significant immediate effects in a number of countries following an event".

فبالنظر لمعدلات التجارة - بين دول جنوب شرق آسيا التي ضربتها أزمة يوليو ١٩٩٧م - نجد أنها لم تكن كبيرة على الإطلاق، إلا أن تخفيض قيم أحد العملات بالمنطقة دفع الدول المتنافسة لتخفيضات مماثلة للحفاظ على قدراتها التصديرية، وهو ما انتهى بهروب جماعي لرؤوس الأموال وتدهور حاد في أسعار عملات تلك الدول.

وتناول (Owyang and Chiodo 2002) دور المحيط الجغرافي في اتساع آثار الصدمات الخارجية للحروب وتقلبات أسعار النفط، كذلك تناول دور الاتحادات التجارية والتكتلات الاقتصادية بين دول منطقة جغرافية معينة في انتقال الأزمات. أما العربي، نبيل صلاح والسيد محمد السريتي (٢٠١١) فيتفقان على أهمية انتشار تأثير الأزمة المالية التي انطلقت من الاقتصاديات الغربية إلى الدول النامية، وتوقف درجة هذا التأثير على مستوى التبادل التجاري، وحجم الاستثمار الأجنبي.

وعند دراسة تأثير الأزمة على الاقتصاد المصري تم استخدام تحليل الارتباط بطريقة النافذة المتحركة (Moving Window Correlation) في تأكيد ارتباط الدورة الاقتصادية في مصر مع كل من الإتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية، وقد أظهرت نتائج التحليل أن الإختلالات في حالة الاقتصاد المصري خلال الفترة التي مرت من الأزمة لا يمكن عزوها مباشرة إلى العلاقات التجارية والمالية مع الإتحاد الأوروبي والولايات المتحدة، بل هي حالة موروثه من أوضاع الاقتصاد المصري قبل فترة الأزمة، أو أنها انتقلت عبر وسائل غير مباشرة مثل نقص تحويلات العاملين بالخارج، وضعف النشاط السياحي.

أما على مستوى الدول النامية، فقد صاحب الركود الأمريكي انخفاضاً في معدلات النمو للنتائج المحلي الإجمالي في معظم الدول المرتبطة باقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية. وانتقلت آثار الأزمة من خلال قناتي الضوابط التجارية والروابط بين الأسواق المالية، إلا أنه من حسن الحظ لهذه الدول النامية أن أسواقها المالية ليست متطورة بالقدر الكافي من حيث المنتجات المتداولة فيها، فهي لم تصل بعد إلى التعامل بالمشتقات المالية والمضاربات عليها، مما قلل من تأثير الأزمة المالية عليها. وركزت العديد من الدراسات وبشكل كامل على الآثار الخاصة بحركات رؤوس الأموال، فعلى سبيل المثال أسس (Diebold and Yilmaz 2009) مؤشراً لانتقال عدوى أثر التقلبات لأسواق الأسهم التسعة عشر الأهم عالمياً، وقد أسماه مؤشر انتقال الأثر "spillover index" حيث يوجد تباين كبير بين مقياسي العائد والتقلبات بهذا المؤشر، ووسع Steven W. et., al, (2010) في المؤشر السابق ليتضمن كلاً من أسواق الذهب والأسهم والسندات في مقياس واحد. وحدد (Mishkin 1995, 1996) أربع قنوات لانتقال أثر السياسات النقدية من دولة لأخرى وهي: سعر الفائدة، وأسعار الاصول، والائتمان المصرفي وسعر الصرف. كما تضمنت الأجيال الثلاثة لنظريات تفسير أزمات العملة عدداً من قنوات انتقال الأزمات من دولة لأخرى، فعلى سبيل المثال قدم الجيل الثاني التجارة والمحيط الجغرافي كقناتين لانتقال الأزمات. وقد أوضح Kaminsky and Reinhart (2000) في معرض شرح آلية انتقال الأثر من خلال التجارة أنه ليس من الضروري ارتفاع مستويات التجارة البينية ليزيد أثر انتقال العدوى بين الدول،

والتكنولوجيا المتقدمة، وذلك بسبب انحسار الأسواق أمام المنتجات اللبنانية بالداخل والخارج.

المؤشرات الاقتصادية للمملكة العربية السعودية خلال الأزمة

ألقت الأزمة المالية العالمية بظلالها على سوق النفط العالمي الذي شهد انكماشاً ملحوظاً، حيث اقترب سعره قبل الأزمة المالية العالمية من مستوى ١٥٠ دولاراً، ومع تداعيات الأزمة وانتشار الركود الاقتصادي عالمياً تنامت معدلات البطالة في العديد من دول العالم، وانخفض الطلب على السلع والخدمات، وتبعه انخفاض الطلب على النفط، باعتباره من أهم مدخلات الإنتاج، حيث بلغ الإنخفاض في أسعاره نحو ٥٠٪ من سعر البرميل، وتأثرت سوق النفط بالأزمة المالية العالمية سواء من جانب الطلب (الاستهلاك) أو من جانب العرض (الإنتاج)، حيث إنخفضت السيولة الناشئة من جراء الأزمة المالية والذي عمل بدوره على انخفاض الطلب على النفط، كما تشددت البنوك ومؤسسات التمويل في منح الائتمان سواء للشركات أو الأفراد، وهو ما ترتب عليه نقص الاستثمارات وانخفاض الاستهلاك، مما أدى تلقائياً إلى انخفاض الطلب على النفط، كما تأثر الطلب على النفط نتيجة اتجاه الأفراد نحو الادخار خاصة الطبقة المتوسطة، لمواجهة التوقعات غير المواتية من جراء هذه الأزمة، وهو ما أثر على الاستهلاك، ومن ثم تباطؤ الاقتصاد في جميع القطاعات وعلى رأسها قطاع النفط والقطاعات الاقتصادية المرتبطة به، ومن ثم انخفاض الطلب على النفط ومشتقاته. ومن جانب العرض انخفضت الاستثمارات النفطية في جميع

ويوضح العرابي (٢٠١٠) أن المصارف الإسلامية في مختلف أنحاء العالم لم تكن بمنأى عن تداعيات الأزمة المالية، فقد تأثرت على غرار نظيرتها التقليدية، إلا أن تأثيرها كان أقل بصورة مباشرة وغير مباشرة. فالمصارف التي تأثرت بطريقة مباشرة هي تلك المصارف التي كان لها استثمارات في البورصة العالمية عن طريق المحافظ الاستثمارية الدولية أو صناديق الاستثمار الدولي. أما المصارف الإسلامية التي تأثرت بطريقة غير مباشرة فهي تلك المصارف التي كانت تعاملتها في قطاعات اقتصادية مختلفة في التنمية للدول المرتبطة بها والتي كان تأثيرها محدوداً، وأن هذه المصارف لم تتعرض لصعوبات مالية أو إفلاس استدعى تدخلاً من المصارف المركزية. وتوصلت الدراسة إلى أن المصارف الإسلامية كانت أكثر استعداداً لمجابهة تداعيات الأزمة المالية من المصارف التقليدية، خصوصاً وأنها تبدو أكثر ربحية وأقل إنكشافاً على المخاطر من المصارف التقليدية.

ويؤكد لبكي (٢٠٠٩) على أن الأزمة المالية العالمية كانت مضرّة جداً بالاقتصاد اللبناني، حيث ارتفعت معها معدلات البطالة وانخفض الدخل وزادت من التفاوت الاجتماعي، حيث انخفضت الصادرات الصناعية بنسبة ٢٣,٥٪ والواردات بنسبة ١٣,٣٪، وهو ما يعكس تخوف الصناعيين من الإفراط في توسيع طاقتهم الإنتاجية. كذلك تراجع قطاع البناء والبنى التحتية بنسب متفاوتة وصلت إلى ١٢,٦٪، كما تراجع مؤشر أسعار الاستهلاك بنسبة ٩,٣٣٪ عام ٢٠٠٨م، وتراجع كذلك عدد القروض الموجهة إلى القطاعات الصناعية والزراعية والإنتاج الحيواني والسياحة

الدول الأخرى التي لا ترتبط بالدولار. ومن بين الآثار النفسية التي ترتبت على الأزمة فقدان الثقة بالنسبة للقطاع العائلي ومن ثم تراجع الإنفاق الاستهلاكي والإستثمري والذي وُلدَّ الهلع والخوف الذي سيطر على المستثمرين، وجعلهم يبحثون عن ملاذ آمن لاستثماراتهم، وسيادة نزعة القطيع وتجنب المخاطرة.

ومن الملاحظ أن المملكة العربية السعودية قد دخلت الأزمة وهي في وضع اقتصادي ومالي أفضل من بقية الدول الأخرى الشبيهة ذات الإنفتاح والدخل المرتفع، حيث إن لديها مصارف ومؤسسات مالية قوية، كما نجحت في توظيف الثروة المتراكمة لديها من خلال فوائض الميزانيات السابقة في احتياطات تم إستثمارها في أصول محافظة^(٦). وعليه فإنه يمكن القول بأن المملكة لم تتأثر بشكل مباشر بالأزمة المالية العالمية، فلا توجد انهيارات في النظام المصرفي أو المؤسسات المالية، غير أن هناك آثاراً غير المباشرة وعملت بصورة أساسية من خلال قناة تأثير الركود في الطلب العالمي وتراجع الإيرادات النفطية، وتراجع ربحية المؤسسات والبنوك المحلية، مع اهتزاز الثقة، وتشدد الائتمان^(٧) وكما يوضح جدول رقم (١) نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بمتوسط يبلغ ٥٪ سنوياً خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧م، متجاوزاً المعدلات التي حققها في عقد التسعينات والتي كانت نسبتها ٥,٢٪، أما في ٢٠٠٨م فقد سجل معدل النمو ٥,٤٪، يدفعه في ذلك نمو الإنفاق العائلي والإنفاق الإستثمري اللذين استمرا

(٦) أظهرت الإحصائيات أن موجودات مؤسسة النقد من الاحتياطات الخارجية قد ارتفعت في الربع الثالث من عام ٢٠٠٨م إلى ما يربو على ٦,١ تريليون ريال سعودي.

(٧) IMF(2009).

مراحل الصناعة من استكشاف، وإنتاج، ونقل، وتكرير، وتوزيع، وإن اختلف هذا الأمر من دولة لأخرى.

ومع ضعف الطلب العالمي على النفط تأثرت حصيلة المملكة العربية السعودية من الصرف الأجنبي، وتراجعت حصيلة الصادرات بصفة أساسية، كما انخفضت أسعار الأصول المحلية وتراجع الإستثمار، وهو ما ظهرت معه بوادر تباطؤ الاقتصاد السعودي، حيث تمثل الإيرادات النفطية ٧٠٪ من مجموع الإيرادات الكلية للمملكة، كما أن انخفاض أصول وثروات الأفراد والشركات، واهتزاز الأوضاع في بعض المؤسسات المالية والمصرفية المحلية، وإنخفاض تدفقات الإستثمار الأجنبي غير المباشر، والشح في السيولة الذي عاناه النظام البنكي بسبب عوامل محلية، قد تسبب في تخوف البنوك من الإقراض، فاضطرت السلطات النقدية إلى اللجوء لاستخدام فوائضها المالية لتأمين النظام المصرفي وحماية سعر الصرف، وهو ما أدى إلى فقدان جزء من الاحتياطات الأجنبية^(٥).

ومن النتائج على الصعيد المالي كذلك إنخفاض أرباح الشركات السعودية بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها بسبب الأزمة، وانخفاض أسعار أسهم الشركات في أسواق المال حيث أصبحت تلك الأسعار لا تعكس أساسيات الربحية والأداء المعتادة في الفترة الماضية. وقد أدى إنخفاض الدولار إلى تدهور أسعار السلع الأساسية المقومة به، وتراجع الإستثمارات الأجنبية المباشرة إلى زيادة تكلفة الواردات والمواد المرتبطة بها إلى الداخل، وبالتالي لإرتفاع المنافسة من

(٥) Deanship Of Scientific Research, (2010).

إلا أنه وخلال الأزمة تراجع معدل نمو الاقتصاد السعودي، كما تراجع إيرادات التجارة الدولية، والموازن الفرعية لميزان مدفوعات المملكة مقارنة بالفترة السابقة على الأزمة، وتدهورت أسعار الأصول كالعقارات، وتدهور مؤشر السوق المالية، وانخفضت تدفقات استثمارات المحافظ Portfolio capital flows، وظهرت بوادر شح السيولة credit squeeze بسبب تخوف البنوك من الإقراض.

حتى النصف الأول من ذلك العام، غير أن معدلات النمو لعام ٢٠٠٩م قد تراجعت بحدة بسبب الأزمة المالية العالمية والركود الاقتصادي؛ ليرتفع بـ ١,٠٪ فقط بالأسعار الحقيقية؛ ليتعافى في العام ٢٠١٠م، ويرتفع معدل النمو الحقيقي بـ ١,٤٪، وتستمر عام ٢٠١١م في الارتفاع بنحو ٢,٨٪ تقريباً، مدفوعاً بزيادة الإنفاق الفعلي عن المخطط في ميزانية العام ٢٠١١م بنسبة ٤٠٪ حيث لم يعد - في تلك الظروف - سوى الاستثمار الحكومي سبيلاً لتحقيق التنمية المستدامة،

الجدول رقم (١): مؤشرات كلية مختارة لاقتصاد المملكة العربية السعودية (ملايين الريالات)

٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	
٩٤١,٧٨٥	٧٢١,١٠٩	١,١٧٥,٤٨٢	٨٧٤,٤٠٣	٧٩١,٣٣٩	٢٩٠,٥٥٣	الصادرات
٨٠٦,٨٠٩	٦١١,٤٩٠	١,٠٥٣,٨٦٠	٧٦٩,٩٣٥	٧٠٥,٨١١		نفط
٤٠٠,٧٣٦	٣٥٨,٢٩٠	٤٣١,٧٥٣	٣٣٨,٠٨٨	٢٦١,٤٠٢	١١٣,٢٤٠	الواردات
٢٥٠,٣٢٠	٨٥,٣٦٨	٤٩٦,٢٠٨	٣٤٩,٩٨٥	٣٧١,٠٠٠	٥٣,٦٨٩	الحساب الجاري
١,٦٧٩,١٠٩	١,٤١٢,٥٩٥	١,٧٨٦,١٤٣	١,٤٤٢,٥٧٢	١,٣٣٥,٥٨١	٧٠٦,٦٥٧	الناتج المحلي الإجمالي
٪١٤,٩	٪٠٤,٦	٪٢٧,٨	٪٢٤,٣	٪٢٧,٨	٪٧,٥	نسبة فائض الحساب الجاري للناتج المحلي الإجمالي
٩٨,٤٠٠	١١١,٢٠٠	٤١,٥٠٠	٤٢,٥٠٠	٧٠,٦٠٠		صافي الأصول الأجنبية لدى مؤسسة النقد

المصدر: التقرير السنوي السابع والأربعون، مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما) (٢٠١١م).

بشكل ملحوظ من عام ٢٠٠٥م إلى عام ٢٠٠٨م، إلا أنها إنخفضت بواقع ١٧٪ في عام ٢٠٠٩م، ثم ارتفعت بواقع ١١,٨٪ في عام ٢٠١٠م. وقد كانت آثار الأزمة واضحة على هذين المكونين حيث يمكن ملاحظة أن الحساب الجاري تأثر بشكل

ويوضح الجدول رقم (١) بعض المؤشرات الكلية لاقتصاد المملكة العربية السعودية، حيث يمكن ملاحظة أن الصادرات كانت تنمو بواقع ٤,٤٪ بين عامي ٢٠٠٧م و ٢٠٠٨م، إلا أنها في عام ٢٠٠٩م إنخفضت بواقع ٣٨,٦٪، أما الواردات فقد نمت

٦١٠, ١٣٤ مليون ريال سعودي، ثم لترتفع مرة أخرى في ٢٠١١م لتصل إلى ٥٦٨, ١٧٦ مليون ريال سعودي أي بزيادة نسبتها ٣١٪. وعلى الرغم من أن إقتصاد المملكة العربية السعودية لا يعتمد على تدفقات رأس المال الأجنبي، إلا أن إستثمارات أجنبية قد سجلت زيادة ملحوظة خلال الأعوام الثلاثة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠٠٨م، ومع الأزمة المالية والاقتصادية تراجع الإستثمار الأجنبي خلال العامين ٢٠٠٩ و ٢٠١٠م من ١٤٣ مليون دولار لنحو ١٣٣ مليون دولار.^(٨)

ويؤكد الخبراء أن ميزان المدفوعات الخاص بالمملكة العربية السعودية لم يتأثر كثيراً بسبب استمرار إنتعاش الإستثمار الأجنبي المباشر، وعودة بعض رؤوس الأموال السعودية الخارجية تحوفاً من إنبيارات البنوك بالخارج، إضافة إلى محدودية العجز في الحساب الجاري خلال فترة الأزمة المالية. ومن ناحية أخرى شهد مؤشر سوق الأسهم حركة تصحيحية قوية بنهاية عام ٢٠٠٨م، حيث تراجع مؤشر تاسي (Tasi) بحدة وبنسبة ٥٧٪ إلى ٧٩١, ٤ نقطة، بينما تراجع رأسمال السوق إلى ٩١٥ بليون ريال سعودي بنهاية ٢٠٠٨م، وهي من مظاهر فقدان وتدهور الثروة عقب الأزمة.

ومع تداعيات الأزمة المالية العالمية بات قطاع التمويل بالمملكة يعاني من تداعياتها، ولذلك بادرت مؤسسة النقد العربي السعودي في ٢٠٠٨م إلى تبني سياسة نقدية توسعية للتخفيف من تداعيات تدهور السيولة، وذلك من خلال عدد من الإجراءات، مثل خفض متطلبات الاحتياطي القانوني من ١٣٪ إلى ١٠٪ وهو التخفيض الأول منذ عام ١٩٨٠م، وكان الغرض

ملحوظ بعد الأزمة أي في عام ٢٠٠٩م؛ لينخفض إلى ٣٦, ٨٥ مليار ريال سعودي مقارنة بعام ٢٠٠٨م الذي كان ٢, ٤٩٦ مليار ريال سعودي، مما يعني أن الحساب الجاري قد انخفض بواقع ١, ٨٤٪ بسبب تلك الأزمة المالية في نهاية عام ٢٠٠٨م. إن آثار الأزمة المالية كانت واضحة من خلال تدهور نمو الناتج المحلي الإجمالي الذي انخفض في عام ٢٠٠٩م بواقع ٢٠٪ مقارنة بالسنة السابقة، إلا أنه عاود الارتفاع عام ٢٠١٠م بواقع ١٨٪، ولكن لم يتمكن من التعافي تماماً في نهاية السنة، مدعوماً بزيادة الإنفاق الفعلي المخطط من الميزانية الحكومية.

كما أسهم النمو المطرد في إيرادات النفط في تحقيق فوائض ضخمة خلال السنوات القليلة السابقة، حيث بلغ فائض الحساب الجاري ما نسبته ٨, ٢٧٪ من الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠٠٨م، غير أنه وبترجع أسعار النفط تراجع نمو الصادرات والواردات بصورة ملحوظة في العام ٢٠٠٩م، وذلك بمعدل يبلغ ٧, ٣٨٪ للصادرات، وبنسبة ١, ١٧٪ للواردات مقارنة بعام ٢٠٠٨م، ألا أنهما عادا للارتفاع في عام ٢٠١٠م وبنسب جيدة خاصة الصادرات التي نمت بواقع ٦, ٣٠٪، أما الواردات فقد نمت بواقع ٨, ١١٪، ولذلك إنخفض فائض الحساب الجاري في العام ٢٠٠٩م بنسبة كبيرة تبلغ ١, ٨٤٪، ويرجع السبب في ذلك إلى تراجع أسعار النفط خلال العام ٢٠٠٩م، وهو العام التالي لوقوع الأزمة المالية على الرغم من ارتفاع أسعار النفط إلى مشارف ٨٠ دولاراً في نهاية العام.

وعلى أية حال عاودت حصيلة صادرات المملكة العربية السعودية ارتفاعها في ٢٠١٠م؛ لتصل إلى

السعودي تفيد بأن نسبة ما أنفق لا يزيد عن ٢١٪ فقط خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٥م، وتزايدت النسبة إلى ٦٦٪ عام ٢٠٠٦م، غير أنها تراجع عام ٢٠٠٨م إلى ٤٧٪، وقد بلغ صافي قيمة الأصول الخارجية للمملكة في نهاية عام ٢٠١١م نحو ١٥٦٦ بليون ريال سعودي مقارنة بنحو ١٦٥٢ بليون ريال سعودي في عام ٢٠١٠م. كما أن صافي موجودات المملكة من العملات الأجنبية كانت نحو ١٤, ٤٤٥ بليون دولار في ٢٠١٠م؛ لترتفع إلى نحو ٠٩, ٥٤١ بليون دولار في عام ٢٠١١م؛ لتتخفف إلى نحو ٢, ٤١١ بليون دولار في إبريل من عام ٢٠١٢م، مسجلة بذلك انخفاضاً قدره (٧, ١٧٪). ورغم التأثيرات السابقة لكل من مؤشرات التجارة والتمويل خلال فترة الأزمة المالية العالمية إلا أنه من المفيد إجراء التحليل القياسي ومعرفة أثر قنوات انتقال الأزمة إلى المملكة العربية السعودية للتأكد من العلاقة بشكل أدق.

النموذج والقياس

في إطار نظرية ميزان المدفوعات يمثل الحساب الجاري وحساب رأس المال القناتين الرئيسيتين لانتقال آثار الأزمة المالية العالمية إلى المملكة، كما أن مراجعة الدراسات السابقة كذلك تشير إلى نفس القناتين تقريباً، وهما التجارة والتمويل الدولي، وعليه يعتمد بناء النموذج القياسي على إيجاد المتغيرات المناسبة للتعبير عنهما، ورغم اعتماد عدد كبير من الدراسات في قياس دور قنوات انتقال آثار الأزمات على أسلوب متجه الانحدار الذاتي (VAR)^(١٠)، إلا أن هذه الدراسة حاولت تقديم نموذج جديد مشتق مما يعرف بنموذج

من وراء ذلك زيادة قدرة البنوك على خلق الائتمان، كما تم تخفيض سعر فائدة الإقراض الأساسي المسمى بسعر إعادة الشراء من ٥, ٥٪ إلى ٥, ٥٪؛ ليصل بعد ذلك إلى نحو ٢٪ في ٢٠٠٩م.

ورغم أن البنوك السعودية قد عانت جراء الأزمة، إلا أن أداءها كان أفضل من بنوك ومؤسسات عالمية تعرضت للإفلاس والانهيار في الولايات المتحدة وأوروبا، وتفيد بيانات ٢٠٠٨م أن صافي الأرباح الإجمالية للبنوك المحلية الأحد عشر تراجعت بنسبة ٢, ١٤٪ إلى حوالي ٢٦ بليون ريال سعودي، ويعزى الأمر إلى حدوث خسائر في محافظ استثمار البنوك في ظل الإنكشاف لمنتجات الاستثمار المهيكلة Structured Investment products في الأسواق العالمية، وعلى الرغم من ذلك فإن دخل البنوك قد ارتفع بنسبة ٦, ١٢٪ إلى ٤, ٣٨ بليون ريال سعودي في العام ٢٠٠٨م يقوده في ذلك النمو القوي في قروض الأعمال، وارتفعت الأصول بنسبة ٢٢٪ إلى ١٢٦٠ بليون ريال سعودي. ولذلك ظلت نسب الأرباح جيدة بمعدل العائد على متوسط الأصول (Return on Average Asset (ROAA (٣, ٢٪)، ومعدل العائد على متوسط الأسهم Return on Average Equity (ROAE) (١٧, ٦٪).

وتتمتع البنوك السعودية بمستويات عالية من الرسملة حيث تبلغ نسبة كفاءة رأس المال Tier One Capital Adequacy Ratio حوالي ٩, ١٤٪، وهو ما يفوق المعدل الموصي به من قبل اتفاقية بازل ٢ (Basel-2) والمحدد بنسبة ٨٪^(٩). ورغم توافر احتياطات صرف أجنبي كبيرة بالمملكة، فإن بيانات مؤسسة النقد العربي

(٩) التقرير السنوي السابع والأربعون، مؤسسة النقد العربي السعودي (ساما)، ٢٠١١م.

(١٠) مثل Kim,S. (2001) و Kim,S. et al. (2004)

Rev: الاحتياطات الخارجية: وسوف يعتمد على بيانات مجموع "الاحتياطات ناقص الذهب TOTAL RESERVES MINUS GOLD". ويمثل بنود الصرف الأجنبي وموقف الاحتياطي في صندوق النقد الدولي، وقيمة الموجودات بالدولار الأمريكي من حقوق السحب الخاصة بالسلطات النقدية.

GDP: يعبر عن الناتج المحلي الحقيقي للمملكة وللدول التسع السابقة مقوماً بالدولار، فمع تغير قيمة الناتج المحلي الإجمالي في النموذج يتوقع تغير الاحتياطات الخارجية.

Dist: وتعبر عن المسافة بين الرياض عاصمة المملكة وعواصم الدول مقاسة بالكيلومتر، وقد تم الحصول عليها من موقع globefeed^(١٣)، ومن المتوقع أن تقل تكاليف النقل كلما زاد القرب الجغرافي، وبالتالي تزيد الصادرات والواردات والعكس صحيح.

Trade: بيانات التجارة الثنائية التي تتمثل في صافي الحساب الجاري (CURRENT ACCOUNT, N.I.E) للدولار.

CAP: يمثل تدفقات رؤوس الأموال: وسوف يعتمد في تقديره على مجموع صافي تدفقات الاستثمار المباشر، وصافي استثمار المحافظ بميزان المدفوعات.

R: معدل الفائدة: وقد استخدم معدل الخصم، أو معدل الفائدة قصيرة الأجل (MONEY MARKET RATE) طبقاً للمتاح لكل دولة.

الجاذبية» Gravity Model^(١١)، ويشرح هذا النموذج بشكله الأصلي العلاقة الطردية بين تدفق التجارة بين دولتين والحجم الاقتصادي مقيساً بالناتج المحلي الإجمالي والعلاقة العكسية بين تدفق التجارة بين دولتين والمسافة بينهما^(١٢)، وعليه فإن تعميم النموذج السابق على الظاهرة محل القياس يتطلب إضافة التدفقات المالية المرصودة بميزان المدفوعات معدلة بفروق معدلات الفائدة، وجعل هذا الأخير متغيراً تقريبياً لتكلفة المعاملات.

ويهدف القياس إلى اختبار المعادلة التالية:

$$Rev_{ij} * Rev_{ji} = \beta_0 + \beta_1 \left[\frac{GDP_{ij} * GDP_{ji}}{Dist} \right] + \beta_2 Trade_{ij} + \beta_3 \left[\frac{CAP_{ij} * CAP_{ji}}{R_{ij} - R_{ji}} \right] + U_{ij}$$

حيث ترمز (i) للمملكة العربية السعودية، بينما (j)

لأية دولة من الدول التسع ذات النصيب الأكبر في تجارة المملكة الخارجية وهي على الترتيب: الاتحاد الأوروبي (٢، ١٥٪)، وتمثله ألمانيا وبريطانيا وفرنسا وإيطاليا، والولايات المتحدة الأمريكية (١، ١٣٪)، والصين (٨، ١٢٪)، واليابان (٢، ١٢٪)، وكوريا الجنوبية (١، ٩٪)، والهند (٢، ٧٪)، وذلك طبقاً لإحصاءات ٢٠١٠م، حيث تمثل هذه الدول التسع مجتمعة نحو ٧٠٪ من إجمالي تجارة المملكة الخارجية، ويغطي القياس الفترة (t) من الربع الأول من عام ٢٠٠٦م إلى الربع الرابع لعام ٢٠١٠م، وهي تلك التي شهدت أحداثاً وتدابير الأزمة المالية العالمية، وتم الحصول على البيانات من عدة مصادر مثل الإحصاءات المالية الدولية IFS لصندوق النقد الدولي، وإحصاءات التجارة العالمية، أما باقي متغيرات النموذج فهي كما يلي:

(١١) قدمه Tinbergen عام ١٩٦٢م (انظر، Penh، ص ٤، ٢٠٠٨)

(١٢) طبقاً للنموذج: المسافة بين الدول متغير تقريبي لتكلفة النقل.

(١٣) http://distancecalculator.globefeed.com/Country_Distance_Calculator.asp

وبناءً على تقديرات نموذج الأثر العشوائي تم إجراء اختبار هوسمان التوصيفي Hausman Specifications) أو اختبار الأثر العشوائي للبيانات المقطعية «Test cross-section random effects» بما يمكن من إختيار الأسلوب الأكثر تطابقاً مع البيانات؛ ما إذا كان نموذج الأثر العشوائي أو الثابت، حيث أظهرت النتائج أن قيمة (C²) باحتمال تحقق الخطأ من النوع الثاني مساوية للصفر، لذلك رفض فرض العدم، وقبل الفرض البديل أن النموذج يجب أن يكون ذا أثر ثابت. ويتميز نموذج الأثر الثابت بقدرته على معرفة سلوك كل دولة من الدول التسع على حدة من خلال جعل معلمة القاطع (β_0) تتفاوت من دولة الى أخرى مع بقاء معاملات الميل (β_k) ثابتة لكل الدول التسع، أي تتضح حالة عدم التجانس في التباين بين الدول، وعليه فإن النموذج القياسي للأثر الثابت يكون بالصيغة التالية:

$$Y_{ijt} = \beta_{0(i)} + \sum_{k=1}^{k=3} \beta_k x_{k(ij)} + \varepsilon_{ijt}$$

حيث: $\text{var}(\varepsilon_{ijt}) = \sigma^2$ و $E(\varepsilon_{ijt}) = 0$ و $Y_{ijt} = \text{Rev}_{ijt} * \text{Rev}_{ijt}$ و $x_{k(ij)}$ = التغيرات المفسرة

ويعتمد نموذج الأثر الثابت في تقدير معلمات النموذج على استخدام متغيرات صورية dummy لتجنب حالة التعدد الخطي التام، وبعد ذلك يتم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الصورية Least Squares dummy Variable، وبعد إضافة المتغيرات الصورية للمعادلة السابقة تصبح كما يلي:

$$Y_{ijt} = \sum_{k=1}^{k=3} \beta_k x_{k(ij)} + \sum_{d=1}^9 \beta_d D_d + \varepsilon_{ijt}$$

ويوضح الجدول رقم (٢) نتائج اختبار نموذج الأثر الثابت Fixed Effect Model بكامل متغيراته .

وتقوم المنهجية على اختبار معنوية دور كل من الناتج والتجارة وحركات رؤوس الأموال في إنتقال أثر الأزمة المالية من الدول التسع الشركاء الأهم لاقتصاد المملكة على التغير في مستوى الاحتياطيات الكلية، وذلك باستخدام تحليل الانحدار للبيانات المدجة Panel data ، والذي يميز هذا النوع من البيانات بالمقارنة ببيانات السلاسل الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها بالعديد من المزايا، لعل من أهمها^(١٤): إمكانية التحكم في عدم تجانس التباين الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو حالة السلاسل الزمنية، كما تعطي البيانات كفاءة أفضل وزيادة في درجات الحرية، وكذلك أقل تعددية خطية بين المتغيرات، وأخيراً تتضمن محتوى معلوماتيا أكبر؛ بسبب إشتهاها على نوعي البيانات: المقطعية والزمنية، وهو ما يعطي نتائج أكثر صدقية، ويمكن الإعتماد عليها، كما يعد النموذج مناسباً بسبب قصر الفترة الزمنية (نحو ٤٠ مشاهدة فقط لكل متغير في كل دولة، بالإضافة للمملكة^(١٥)) ونظراً لكون المشاهدات المقطعية مقاسة لنفس الفترات الزمنية يعرف هذا النوع بالبيانات المدجة المتوازنة .Balanced Panel Data

(Blatagi, 2005) (١٤)

(١٥) هناك عجز في البيانات ربع السنوية لبعض المتغيرات، ولذلك تم الاعتماد على أسلوب الاستيفاء Interpolation لاستنتاج هذه البيانات اعتماداً على البيانات السنوية وهي كما يلي: السعودية: الناتج المحلي

الصين: صافي الاستثمار المباشر ورصيد استثمار المحافظ وسعر الفائدة وصافي الحساب الرأسمالي.

فرنسا: صافي الاستثمار المباشر ورصيد استثمار المحافظ.
الهند: إجمالي الاحتياطيات وصافي الحساب الرأسمالي.

جدول رقم (٢). نتائج النموذج بكامل المتغيرات

المتغير	المعلمة	الخطأ المعياري	t المحسوبة	p-value احتمال تحقق الخطأ من النوع الثاني
C	1.75E+11	3.60E+10	4.866527	0.0000
GDP	-.5983482	4073718.	-1.468801	0.1438
Trade	1090.102	277.6179	3.926628	0.0001
CAP	-137196.4	112531.0	-1.219188	0.2245
الأثر الثابت:				
- مع كوريا الجنوبية:			5.89E+10	
- مع الولايات المتحدة الأمريكية:			9.41E+11	
- مع الهند:			-1.55E+11	
- مع اليابان:			4.35E+11	
- مع بريطانيا			-1.57E+11	
- مع ألمانيا:			-1.57E+11	
- مع فرنسا:			-1.60E+11	
- مع إيطاليا:			-1.87E+11	
- مع الصين:			4.63E+11	
R-squared	51.97379	F-statistic	0.772884	
Adjusted R-squared	0.000000	Prob(F-statistic)	0.758014	
S.E. of regression	53.92636	Akaike info criterion	1.20E+11	
Log likelihood	0.176735	Durbin-Watson stat	-4841.372	

واليابان والصين في انتقال الأثر إلى المملكة، وبحدف المتغيرات غير المعنوية من المعادلة لم تختلف النتائج كثيراً عما هي عليه في النموذج الموسع، لا من ناحية القوة التفسيرية للنموذج ككل، ولا قيمة المعلمة لمتغير التجارة، ولا من ناحية الدول الأكثر تأثيراً في المملكة، وإن اختلفت إشارات الأثر الفردي للولايات المتحدة الأمريكية وكوريا كما هو موضح بالجدول رقم (٣).

حيث تشير النتائج إلى ضعف واضح في المعنوية الإحصائية لمتغيرات الناتج المحلي وتدفعات رؤوس الأموال خلال الأزمة المالية العالمية، ويبدو أن قناة التجارة هي الوحيدة التي تشرح التقلبات في الإحتياطيات الإجمالية المشتركة للدول التسع مع المملكة، كما يشير الأثر الفردي إلى وجود تميز كبير في دور كل من كوريا والولايات المتحدة الأمريكية

الجدول رقم (٣). نتائج النموذج بالمتغيرات المفسر

المتغير	المعلمة	الخطأ المعياري	t المحسوبة	p-value احتمال تحقق الخطأ من النوع الثاني
C	1.22E+11	9.38E+09	13.01578	0.0000
Trade	1062.593	278.1288	3.820508	0.0002
الأثر الثابت:				
		- مع كوريا الجنوبية:		
		-4.12E+10		
		- مع الولايات المتحدة الأمريكية:		
		-9.41E+10		
		- مع الهند:		
		-1.14E+11		
		- مع اليابان:		
		2.10E+11		
		- مع بريطانيا		
		-1.05E+11		
		- مع ألمانيا:		
		-1.05E+11		
		- مع فرنسا:		
		-1.09E+11		
		- مع إيطاليا:		
		-1.23E+11		
		- مع الصين:		
		4.81E+11		
R-squared	0.768021	F-statistic	62.53612	
Adjusted R-squared	0.755740	Prob (F-statistic)	0.000000	
S.E. of regression	1.21E+11	Akaike info criterion ⁵³	53.92533	
Log likelihood	-4843.279	Durbin-Watson stat	0.143386	

ولا يخفي أن التقديرات في حالة النموذج بجميع متغيراته قد تعاني من الارتباط المتعدد إضافة إلى الارتباط الذاتي بسبب طبيعة توصيف النموذج، فمتغير الاحتياطات يعبر عن الاحتياطات المشتركة بين المملكة والدول التسع؛ وكذلك الحال بالنسبة لمتغير الناتج المحلي المشترك والتجارة الدولية المشتركة ومتغير تدفقات رؤوس الأموال المشتركة. وقد تم اختبار إضافة فترات إبطاء المتغيرات المستقلة إلى

وتعد قيمة ($Adj R^2 = 0.5$) مناسبة لسببين: الأول: أنها ليست مرتفعة بما قد يعكس وجود إنحدار زائف. والثاني: في ظل غياب المتغيرات الأساسية لدالة الإحتياطات كما تشير دراسات عديدة مثل: Ogren, A., (2004), Baek, S., & Choi, C., (2003)، وهذه المتغيرات هي الناتج المحلي، والميل المتوسط للإستيراد، وحجم الواردات، ومقياس عدم إستقرار حصيلة الصادرات والتي لم يحويها النموذج.

الدولية، وتدهورت أسعار الأصول كالعقارات، وتدهور مؤشر السوق المالية، وانخفضت تدفقات إستثمارات المحافظ، وقيد الإئتمان المصرفي بسبب تخوف البنوك من الإقراض، وتدهورت الإحتياطيات الخارجية للمملكة. ورغم تدهور مؤشرات التجارة والتمويل خلال فترة الأزمة المالية العالمية، إلا أن إجراء التحليل القياسي كان من الأهمية بمكان للوصول لمعرفة أدق لطبيعة قنوات إنتقال الأثر إلى المملكة.

وقد اعتمدت الدراسة على تعميم نموذج الجاذبية ” Gravity Model ” بإضافة التدفقات المالية المرصودة بميزان المدفوعات مقومة بفروق معدلات الفائدة بين المملكة وتسع دول تمثل نحو ٧٠٪ من تجارة المملكة الخارجية إلى المتغيرات الأصلية للنموذج، وهي التجارة والحجم الاقتصادي، وقد تم إختبار النموذج باستخدام تحليل الانحدار للبيانات المدجة المتوازنة Balanced Panel Data، وبناءً على تقديرات نموذج الأثر العشوائي واختبار هوسمان قبل الفرض البديل أن النموذج يجب أن يكون ذا أثر ثابت.

تشير نتائج القياس إلى أن قناة التجارة هي الوحيدة التي تشرح التقلبات في الإحتياطيات الإجمالية المشتركة للدول التسع مع المملكة، كما تشير إلى عدم معنوية كلٍ من الناتج المحلي وتدفقات رؤوس الأموال لانتقال أثر الأزمة المالية إلى المملكة. وأخيراً تشير النتائج إلى وجود دور أكبر لأربع دول في انتقال الأثر إلى المملكة وهذه الدول على الترتيب هي: الولايات المتحدة الأمريكية، والصين، وكوريا، واليابان. ويمثل التنوع السلعي وعدم التركيز الجغرافي في تجارة المملكة الخارجية التوصية الأساسية لهذه الورقة، حيث يفيد التنوع في تقليل مخاطر التقلبات الحادة في سوق النفط، كما أن زيادة توزيع تجارة المملكة عالمياً تفيد في تقليل الأثار السلبية لتركز تجارتها الخارجية في عدد محدود من الدول.

النموذج ولم تتعدل النتائج عن شكلها الحالي، ولذلك استقر التحليل على إعتبار قناة التجارة القناة الوحيدة لانتقال الأثر للأزمة المالية لاقتصاد المملكة، والنتيجة تتفق- إلى حد بعيد- مع واقع المملكة من ناحيتين؛ الأولى: أن ربط العملة أفقد فروق معدلات الفائدة- إن وجدت- أية قيمة معنوية لحركات رؤوس الأموال، كما أن التعاملات في السوق المالية السعودية مقتصرة على المواطنين والمقيمين، وبذلك تبقى قناة التجارة المرشح الأهم لانتقال أثر الأزمات المالية إلى اقتصاد المملكة، كما انتهت النتائج إلى أنه في ظل تدهور سعر صرف الدولار؛ ارتفعت قيمة واردات المملكة، هذا بالإضافة إلى التقلبات السعرية الكبيرة التي انتابت الاقتصاد العالمي خلال السنوات الخمس الأخيرة لفترة القياس.

النتائج

مع استمرار تدهور معدلات نمو الاقتصاد العالمي خلال عام ٢٠١٢م، وإستمرار إجراءات التقشف المالي وتشديد معايير الإقراض في الدول المتقدمة، تبدو أهمية تحديد قنوات انتقال الأزمات المالية إلى اقتصاد المملكة العربية السعودية، حيث إنها أحد إقتصادات مجموعة العشرين والمؤثرة عالمياً، ولذلك فهي ذات ارتباطات تجارية قوية عالمياً. لقد ألفت الأزمة المالية العالمية بظلالها على سوق النفط العالمي، حيث انخفضت أسعار النفط بشكل حاد لنحو نصف السعر قبل الأزمة، ومع تداعيات الأزمة وانتشار الركود الإقتصادي عالمياً تنامت معدلات البطالة في العديد من دول العالم، وانخفض الطلب على السلع والخدمات، وتبعه انخفاض الطلب على النفط الذي يمثل ما يفوق ٨٠٪ من صادرات المملكة، ولذلك تراجع معدل نمو الاقتصاد السعودي، وتراجعت إيرادات التجارة

Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria,” in Agenor, P.R., Miller, M., Vines, D. and Weber, A. (eds), The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequences, Cambridge University Press, Cambridge, UK.

Michael T., & Abigail C., (2002). “Duration dependence in monetary policy: international evidence,” 2002-021, Federal Reserve Working Papers...

Mishkin, F., (1995). “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy”, NBER Working Papers, No. 5464.

Mishkin, F., (1996) “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”. Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, No. 4. (Autumn, 1995), 3–10.

Penh, P., (2008), « Gravity Models: Theoretical Foundations and related estimation Issues», ARTNet Capacity Building Workshop for Trade Research, Cambodia. June 2

Ogren, A., (2003), “Reserves, Money Supply and prices: The International Adjustment Mechanism in Sweden under the Silver and Gold Standards, Working paper Series in Economics and Finance, No. 544, Stockholm School of Economics.

Owyang, M., & Abigail Chiodo, (2002), “ Duration Dependence In Monetary Policy: International Evidence”, Working Papers 2002-021, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Steven W., Robert Johnson, and Luc Soenen, (2010) “Spillover Effects Among Gold, Stocks, And Bonds”, Journal of CENTRUM Cathedra, Vol. 3, No. 2, September 2010

The Saudi Arabian Monetary Agency, Annual Report, Different Issues. ,(Arabic)

The Saudi Arabian Monetary Agency. Quarterly Statistical Bulletin, Different Issues. ,(Arabic)

UNCTAD (2009a) , World Investment Report.

UNCTAD (2009b) , «Transnational Corporations, Agricultural Production and Development”. Geneva.

United Nations, (2012), The Status and Prospects of the World Economy,(Arabic) Online: :http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/index.shtml

قائمة المراجع

Back, , S., & Choi, C.,(2004)), “The Exchange rate Regimes and International Reserves”, The Korean Economic Association, Vol. 24, No. 1.

Blatagi, B., (2005), “Econometric Analysis of Panel Data”, 3rd ed., John Wiley & Sons, Ltd, West Sussex.

Deanship Of Scientific Research, (2010), “Assessment Of The Economic And Social Effects Of The Global Financial Crisis On The Kingdom”, King Saud University.

Diebold, F., & Yilmaz, K. (2009). “Measuring financial asset return and volatility spillovers, with application to global equity markets”. The Economic Journal, 119, 158-171.

IMF, (2009), “World Economic Outlook; Crisis and Recovery”. April.

Kaminsky, G. and C. Reinhart, (2000) “On Crises, Contagion, and Confusion”, Journal Of International Economics, June ٢٠٠٠.

Kaminsky, G, C. Reinhart and C. Vegh (2003), “The Holy Trinity of Financial Contagion”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 4, pp. 51–74

Kim S., (2001), “ International transmission of U.S. monetary policy shocks: Evidence from VAR’s”, Article provided by Elsevier in its journal, Journal of Monetary Economics. Vol. 48, Issue 2 (October).

Kim S., Sunghyun H. Kim, and Yunjong W., (2004), “Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization: The Case of Korea”, Review of Development Economics Volume 8, Issue 4, pages 624–639, November 2004

Labaki, P., (2009) , “The Global Economic Crisis And Its Implications For Lebanon And How To Deal With Those Repercussions”. Arab Economic Research Journal, No. 47, pp. 127-154. ,(Arabic)

Masson, P. (1999) “Contagion: Monsoonal Effects,

Channels of Spillovers Effects of Financial Crises to the Saudi Economy

Dr. Ahmed ALMohimeed

Dr. Ayman M. Hendy

Associate Professoer

Associate Professoer

college of Business Administvation

(Received 25 / 2 / 1433 H, Accepted for Publication 22 / 6/ 1435 H)

ABSTRACT. The objective of this study is to investigate the transmission channels of the global financial crisis to the economy of the Saudi Arabia. Review of studies shows that global financial crisis has transmitted through international trade and finance. The current account and the capital account of the Balance of Payment are the major channels of transmitted effects of the global financial crisis to the Kingdom. The study has adopted a new model derived from the "Gravity Model ". This model explains the relationship between trade and economic size as measured by gross domestic product in one hand, and the relationship between trade and distance between two countries on the other hand. The implementation of this model to the phenomenon under investigation augments the model using capital flows adjusted by interest rates differentials between the Kingdom and major trade partners. Those are accounted for almost 70% of the Kingdom foreign trade. The model was tested using Panel data analysis; Fixed versus random effect model. Results show that foreign trade is the channel of transmission of the financial crisis to the Kingdom. The capital movements channel is not significant and the individual influences of trade partners come from Korea, United States, Japan, and China. The study recommended that there must be a diversification in the direction of exporting and importing goods and services in order to reduce risk of inconsistency of financial crises.