

٣ - تقوية النمو من خلال التطور المالي^١

تواجه بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى (CCA) مهمة ملحة ولكنها صعبة تتمثل في تعزيز الاستثمار في القطاع الخاص وتنويع الاقتصاد لتقوية النمو واستدامته. وبالتالي، فإن تنويع الاقتصادات وتحقيق التحول الاقتصادي سوف يتطلبان قطاعات مالية قوية وديناميكية لضمان توافر التمويل الكافي للقطاع الخاص. ومع ذلك، لا يزال التطور المالي غير مكتمل في العديد من هذه البلدان. ففي البلدان غير الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي تحديداً، تكون الأسواق المالية غير متطورة، كما واجه التطور المالي معوقات بسبب وجود تاريخ من عدم الاستقرار النقدي وأوجه ضعف طويلة الأمد في الأطر القانونية. وقد تراجعت كفاءة الأسواق المالية في الاقتصادات الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي خلال العقد الماضي. وفي معظم بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى، يبرز دور الحكومات الكبير في القطاع المالي باعتباره عائقاً رئيسياً أمام التطور المالي، وذلك بسبب انتشار البنوك المملوكة للدولة وتزايد نسبة الائتمان المستخدم في تمويل دين القطاع العام. وفي هذا الصدد، فإن الإصلاحات التي تستهدف تسهيل المنافسة في الأجهزة المصرفية، من خلال الحد من دور الدولة وخفض الحواجز أمام دخول السوق وتخفيف قيود الحسابات الرأسمالية، من المتوقع أن تؤدي إلى زيادة الائتمان الحقيقي المقدم للقطاع الخاص بنسبة تتجاوز ٥٪، وزيادة نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بنحو ٢٪ بعد خمس سنوات. وبالإضافة إلى ذلك، ينبغي أن تهدف الإصلاحات إلى توسيع دور الأسواق المالية من خلال تشجيع مشاركة المؤسسات الاستثمارية بشكل أقوى، وإنشاء أسواق قوية للسندات الحكومية، وزيادة التكامل المالي من خلال تعزيز مشاركة غير المقيمين. وبوجه أعم، تعد تقوية الأطر الاقتصادية الكلية والمؤسسية شرطاً أساسياً لتعزيز التطور المالي والنمو، وينبغي أن تهدف سياسات القطاع المالي إلى توسيع قنوات التمويل المتاحة للقطاع الخاص.

٣-١ لا يزال التطور المالي غير مكتمل

على مدى العقدين الماضيين، شهدت بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى تحسينات في التطور المالي^٢. واقترنت هذه التحسينات بالتنمية الاقتصادية، وكان لها دور بالغ الأهمية في تعزيز النمو الشامل (الإطار ٣-١). فخلال تسعينات القرن الماضي، كانت هناك زيادة ملحوظة في وتيرة الإصلاحات المالية، بما يتماشى عموماً مع التقدم الذي شهدته الأسواق الصاعدة الكبرى في المناطق الأخرى (الشكل البياني ٣-١، اللوحة ١). ومع ذلك، تباين التقدم المحرز في مجال التطور المالي عبر المناطق، حيث شهدت منطقة القوقاز وآسيا الوسطى مكاسب محدودة في حين عانت منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من الركود، وخاصة في أعقاب الأزمة المالية العالمية وثورات الربيع العربي (الشكل البياني ٣-١، اللوحة ٢).^٣ وعلاوة على ذلك، فقد تباطأت وتيرة الإصلاح، ولا يزال هناك مجال للتحسين، بما في ذلك تحرير أسعار الفائدة (مصر والمغرب وعمان وباكستان)، وتوسيع ملكية القطاع الخاص في القطاع المصرفي (الجزائر ومصر ودول مجلس التعاون الخليجي والمغرب وتونس)، وتطوير أسواق رأس المال.^٤

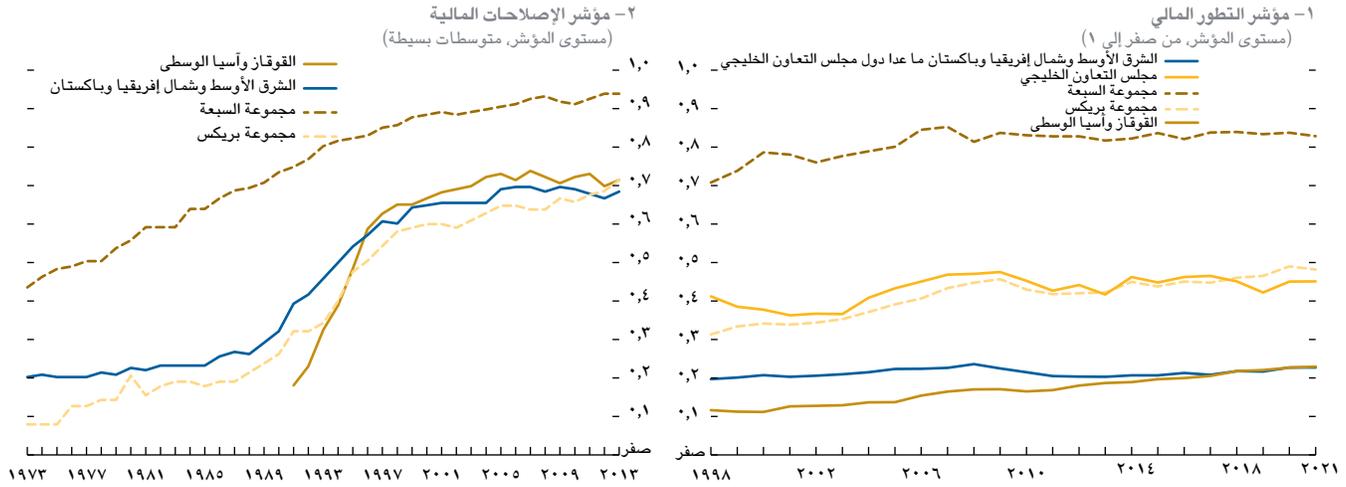
^١ هذا الفصل من إعداد ويل أبل، وأبوستولوس أبوستولو، وفيجدان بورانوفو، وسيد وحيد حساني، وتروي ماثيسون (رئيساً مشاركاً)، وهيلا مرابط، وسالم نيتشي، وتوماس بيونتيك (رئيساً مشاركاً)، وبلال تابتي، وسوي سوفييتا فيلكومار.

^٢ لأغراض العرض، فإن أي إشارة إلى الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في النص الأساسي تتضمن باكستان أيضاً.

^٣ يمكن الاطلاع على تفاصيل مؤشرات التطور المالي الصادرة عن صندوق النقد الدولي والمستخدم في هذا الفصل على الرابط: <https://data.imf.org/?sk=f8032e80-b36c-43b1-ac26-493c5b1cd33b>. ويتألف مؤشر من التطور المالي الكلي في كل بلد من مؤشرات تتعلق بالمؤسسات المالية والأسواق المالية. وتشمل المؤسسات المالية البنوك وشركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد وصناديق الاستثمار المشترك وغيرها من المؤسسات المالية غير المصرفية. وتشمل الأسواق المالية أسواق الأسهم والسندات. ويتألف كل مكون فرعي من ثلاثة مؤشرات فرعية تغطي عمق المؤسسات والأسواق والقدرة على الوصول إليهما وكفاءتهما.

^٤ استناداً إلى دراسة Omori (2022)، تغطي قاعدة البيانات المحدثة سبعة أبعاد للإصلاحات المالية، هي: ضوابط الائتمان والاحتياطي الإلزامي، وتحرير أسعار الفائدة، ودخول القطاع المصرفي، وخصخصة البنوك، وتحرير الحساب المالي، وأسواق الأوراق المالية، والرقابة على القطاع المصرفي.

الشكل البياني ٣-١: منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى: الإصلاحات المالية والتطور المالي



المصادر: قاعدة بيانات الإصلاحات المالية (Omori 2022)؛ وصندوق النقد الدولي، مؤشر التطور المالي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: بالنسبة للوحة ١، تتم تغطية دولتين فقط من دول مجلس التعاون الخليجي (المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة) في قاعدة بيانات الإصلاحات المالية ويتم إدراجهما في مجمل منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وباكستان. مجموعة بريكس = البرازيل وروسيا والهند والصين وجنوب إفريقيا.

وبالنظر إلى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى، نجد أن السمات الرئيسية التي تبرز هي التواجد القوي للدولة في الأجهزة المصرفية وأسواق رأس المال الأقل عمقا مقارنة بأجزاء أخرى من العالم. كذلك تُظهر منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا رابطة قوية بين الكيانات السيادية والبنوك وبين الكيانات السيادية وأسواق رأس المال، حيث يحصل القطاع العام على حصة كبيرة نسبيا من الائتمان المقدم من القطاع المصرفي، وهو ما قد يؤدي إلى مزاحمة القطاع الخاص في الحصول على القروض. وتشكل الشركات المملوكة للدولة أيضا حصة كبيرة في القيمة السوقية للشركات والتداول في أسواق رأس المال. وتفسر هذه السمات جزئيا حصول المنطقة على درجات عالية نسبيا في كفاءة مؤسساتها المالية ودرجات منخفضة في أسواق رأس المال (الشكل البياني ٣-٢، اللوحة ٤). وتحديدا، رغم أن مستويات الربحية المرتفعة في البنوك تساهم في درجات الكفاءة المرتفعة للمؤسسات المالية، فإن ذلك قد يرجع جزئيا إلى ارتفاع فروق أسعار الفائدة على الإقراض مما يعكس مستويات المنافسة المنخفضة عبر منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى (الشكل البياني ٣-٢، اللوحة ١). وبالإضافة إلى ذلك، من المرجح أن ترجع السيولة المنخفضة في أسواق سندات الدين والأسهم إلى عدم وجود تنوع كاف بين الشركات المدرجة وعدم تطور المؤسسات الاستثمارية بالقدر الكافي. وقد أدت هذه العوامل إلى قصر المشاركة على مجموعة مركزة من المستثمرين^٦.

وتوضح بعض جوانب التطور المالي زيادة التباين بين المناطق.

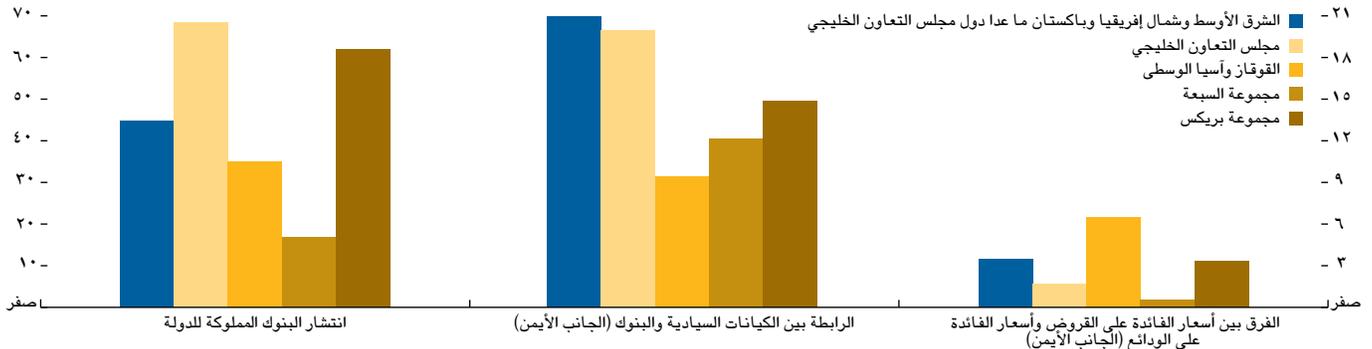
يبدو التطور المالي في دول مجلس التعاون الخليجي أفضل مقارنة بمعظم البلدان الأخرى في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى. ومع ذلك، عند المقارنة باقتصادات ذات مستويات ماثلة من نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي في مناطق أخرى في العالم، فإن دول مجلس التعاون الخليجي غالبا ما تتأخر عن الركب، وخاصة من حيث تطور المؤسسات المالية

^٥ تنتشر البنوك المملوكة للدولة إلى حد كبير في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. وتعرف ملكية الدولة بأنها حصة الأغلبية (أكثر من ٥٠٪) في الأصول المملوكة للمساهمين المصنفين باعتبارهم «الحكومة، بما في ذلك الهيئات الحكومية والبلديات وصناديق الثروة السيادية» على النحو الموثق في مجموعة بيانات «Fitch Ratings Pro». ورغم أن البنوك المملوكة لصناديق الثروة السيادية، وخاصة في دول مجلس التعاون الخليجي، قد تعمل وفق مبادئ أكثر توجهها نحو السوق وتخضع لتدخل سياسي أقل من تلك التي تسيطر عليها الحكومة المركزية بشكل مباشر، فإن «طبيعة هيكل الملكية ذاتها تميز هذه المؤسسات عن الشركات الخاصة، حيث إنها قد لا تسعى بالضرورة إلى تحقيق هدف تعظيم الأرباح في حين أن الدعم من الحكومة قد يمنحها وضعًا متفردًا في السوق» كما ورد في الإطار ٣ من تقرير صندوق النقد الدولي (٢٠٢٤).

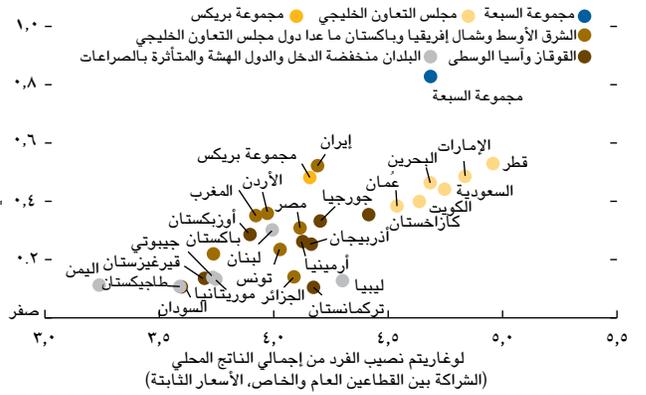
^٦ بالنسبة للمؤسسات المالية، تشمل مؤشرات العمق حجم ائتمان القطاع الخاص، وأصول صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار المشترك كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، وأقساط التأمين على الحياة وغير الحياة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، وتشمل مؤشرات النفاذ نسبة فروع البنوك وماكينات الصراف الآلي لكل ألف شخص بالغ، كما تشمل مؤشرات الكفاءة هامش الفائدة الصافية، وهي الفرق بين أسعار الفائدة على القروض وأسعار الفائدة على الودائع، ونسبة الدخل من غير الفائدة إلى الدخل الكلي، ونسبة التكاليف الإدارية إلى مجموع الأصول، ومقاييس الربحية (العائد على الأصول والعائد على حصص الملكية). وبالنسبة للأسواق المالية، تشمل مؤشرات العمق حجم سوق الأسهم، وحجم الأسهم المتداولة، وحجم سندات الدين الدولية الصادرة عن الحكومة، ونسبة الشركات المالية وغير المالية إلى إجمالي الناتج المحلي، وتشمل مؤشرات النفاذ نسبة القيمة السوقية للشركات بخلاف أكبر عشر شركات، والعدد الإجمالي لمصدري سندات الدين، كما تشمل مؤشرات الكفاءة حجم التداول في سوق الأوراق المالية (نسبة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية).

الشكل البياني ٣-٢: هيكل القطاع المصرفي والتطور المالي

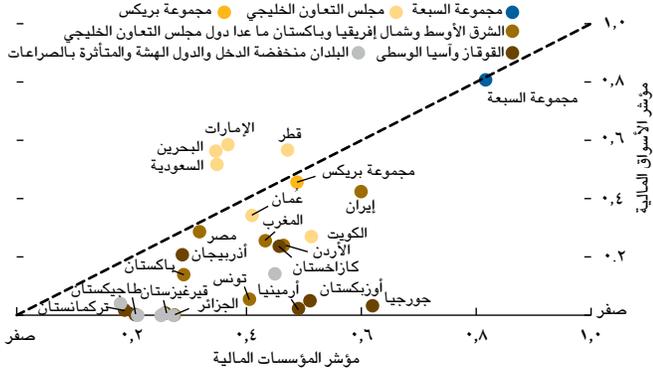
١- انتشار ملكية الدولة للبنوك، والرابطة بين الكيانات السيادية والبنوك، والربحية (٪، قيم الوسيط، ٢٠٢٢)



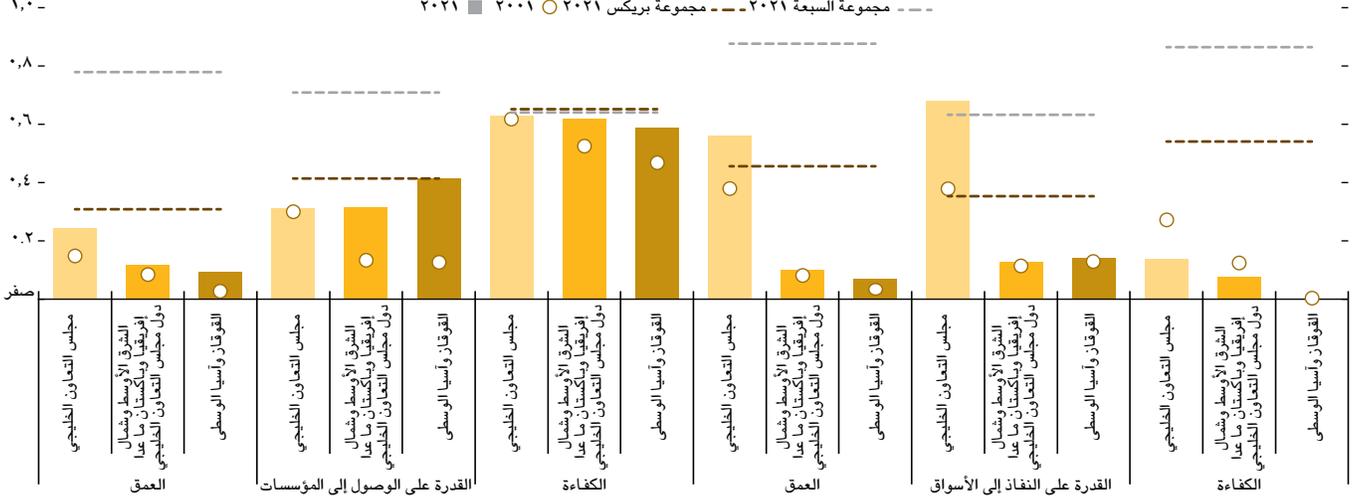
٢- التطور المالي ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، ٢٠٢١ (المؤشر، من صفر إلى ١، والنسبة)



٣- تطور المؤسسات المالية والأسواق المالية، ٢٠٢١ (المؤشر، من صفر إلى ١)



٤- تطور المؤسسات المالية والأسواق المالية حسب المنطقة (المؤشر، من صفر إلى ١)



المصادر: منصة Fitch Connect؛ وصندوق النقد الدولي، مؤشر التطور المالي؛ وصندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ والبنك الدولي، مؤشرات التنمية العالمية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: بالنسبة للوحتين ١ و٤، تشمل منطقة القوقاز وآسيا الوسطى ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وآسيا الوسطى (ما عدا دول مجلس التعاون الخليجي) البلدان منخفضة الدخل والدول الهشة والمتأثرة بالصراعات. ويعرف انتشار البنوك المملوكة للدولة بأنه أصول البنوك المملوكة للدولة كنسبة من مجموع الأصول المصرفية. وتعريف الرابطة بين الكيانات السيادية والبنوك بأنها الائتمان المقدم للقطاع العام (الحكومات المركزية والمحلية إلى جانب المؤسسات المملوكة للدولة، وتستبعد المطالبات المستحقة على البنك المركزي) كنسبة من مجموع الأصول المصرفية. ويعرف الفرق بين أسعار الفائدة على القروض وأسعار الفائدة على الودائع، الذي يستخدم كمؤشر بديل لربحية البنوك، بأنه متوسط الفروق بين أسعار الفائدة على القروض وأسعار الفائدة على الودائع على مدى خمس سنوات؛ وبالنسبة لمجموعة السبعة، يمثل الربحية مؤشر بديل هو الفرق بين أسعار الفائدة قصيرة الأجل وعائدات السندات طويلة الأجل.

(الشكل البياني ٣-٢، اللوحتان ٢ و٣). وعلاوة على ذلك، رغم ارتفاع درجة عمق الأسواق المالية والقدرة على الوصول إليها في دول مجلس التعاون الخليجي في المتوسط، فقد تراجعت كفاءة هذه الأسواق على مدار العقد الماضي حيث أدى انخفاض حجم التداول في سوق الأوراق المالية وارتفاع الفروق بين أسعار الشراء والبيع إلى عرقلة التداول في السوق الثانوية للأسهم في بعض البلدان (الشكل البياني ٣-٢، اللوحة ٤). وقد أدى هذا التراجع في كفاءة السوق، إلى جانب تباطؤ التقدم في مقاييس القدرة على الوصول إلى المؤسسات المالية، إلى ركود التطور المالي في دول مجلس التعاون الخليجي منذ الأزمة المالية العالمية. ومع ذلك، ورغم عدم قياسها بشكل مباشر باستخدام مؤشرات القدرة على الوصول إلى الخدمات المالية، فإن أوجه التقدم التكنولوجي، بما في ذلك المدفوعات عبر الأجهزة المحمولة، ومنصات التمويل التشاركي، والتكنولوجيا المالية، قد أتاحت سبلا جديدة للإقراض والإدخار وعززت الشمول المالي في دول مجلس التعاون الخليجي، وخاصة بالنسبة للنساء والشباب.^٧

■ في بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا غير الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي، لا تزال الأنظمة المالية تعتمد بكثافة على البنوك. وبصفة عامة، تكون مستويات تطور المؤسسات المالية في هذه البلدان أعلى بكثير من مستويات تطور الأسواق، إلا أنها تظل دون مستويات تطورها في الأسواق الصاعدة العالمية الكبرى (الشكل البياني ٣-٢، اللوحة ٣). ويتسق ذلك مع ملاحظة أن الأنظمة القائمة على العلاقات (أي عبر الوساطة المالية من خلال البنوك) غالباً ما تكون أكثر انتشاراً في المراحل الأولى من التطور المالي.^٨ وعلاوة على ذلك، فإن عمق المؤسسات المالية في بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا غير الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي منخفض نسبياً، حيث تقوم المؤسسات المالية غير المصرفية (صناديق التقاعد، وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار المشترك) بدور صغير نسبياً في الأنظمة المالية في المنطقة (الشكل البياني ٣-٢، اللوحة ٤).

■ بصفة عامة، تُظهر القطاعات المصرفية في بلدان القوقاز وآسيا الوسطى تراجع انتشار ملكية الدولة، رغم أن نفوذ الدولة يبدو أنه يمتد إلى ما هو أبعد من الملكية المباشرة للبنوك.^٩ وعلاوة على ذلك، تكون ربحية البنوك أعلى بصفة عامة (الشكل البياني ٣-٢، اللوحة ١)، وقد تم دعمها مؤخراً من خلال تدفقات رأس المال القوية الوافدة من روسيا.^{١٠} وبصفة عامة، تكون مستويات تطور المؤسسات المالية أعلى بكثير من مستويات تطور الأسواق المالية عبر جميع بلدان القوقاز وآسيا الوسطى، وهو ما يتسق مع الأنظمة المالية التي تهيمن عليها البنوك إلى حد كبير (الشكل البياني ٣-٢، اللوحة ٣). وعلاوة على ذلك، شهد العقدان الماضيان تحسناً محدوداً ولكنه مطرد في مستوى تطور المؤسسات المالية، والتي شهدت زيادة توافر الخدمات المصرفية (الشكل البياني ٣-٢، اللوحة ٤). ورغم أن ذلك لا ينعكس بشكل مباشر في المؤشرات التي جرت مناقشتها في هذا الفصل، تجدر الإشارة إلى أن منطقة القوقاز وآسيا الوسطى تشهد أيضاً مستويات مرتفعة نسبياً من الدولة، مما يعوق التطور المالي على الأرجح (دراسة Chakir and others 2022).

٣-٢ العوامل الهيكلية الرئيسية تؤثر سلباً على التطور المالي

يساعد عدد قليل من العوائق الرئيسية في تفسير الفجوات في التطور المالي عبر البلدان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وباكستان ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى على مدى العقدين الماضيين. وتشير الأبحاث والأدلة التجريبية السابقة إلى أنه رغم أن بعض العوامل مثل الاستقرار الاقتصادي الكلي والحوكمة الفعالة يمكن أن تدعم التطور المالي، فهناك عوامل أخرى يمكن أن تعوق التقدم، منها البصمة الكبيرة نسبياً للدولة في القطاع المالي والاعتماد البالغ على السلع الأساسية.^{١١} وبالتالي، يعاني العديد من البلدان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وباكستان ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى من قصور في واحد أو أكثر من الأبعاد التي تسهل التطور المالي (الجدول ٣-١).

■ في بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى غير الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي، واجه التطور المالي عقبات رئيسية تمثلت في تاريخ من عدم الاستقرار النقدي، وتدخل ملحوظ من الدولة في القطاعات المصرفية، وضعف نسبي في الأنظمة القانونية. وعلاوة على ذلك، يؤدي الافتقار إلى نظام قوي لحقوق الملكية وحقوق الدائنين إلى الحد من المنافسة، والحد من

^٧ يؤدي التوسع الذي شهدته مؤخراً شركات التكنولوجيا المالية والخدمات المصرفية عبر الأجهزة المحمولة إلى إحداث تغيير في مشهد التطور المالي (دراسة Sahay and others 2020). ومع ذلك، فإن هذه التطورات جديدة نسبياً، كما أن عدم وجود بيانات كافية وقابلة للمقارنة عبر البلدان يحول دون إدراجها في مؤشر التطور المالي (دراسة Svirydzhenka 2016).

^٨ يمكن أن تتمتع الأنظمة القائمة على البنوك بميزة نسبية في الحد من احتكاكات السوق المقترنة بالمعلومات غير المتسقة والأنظمة القانونية غير المتطورة (دراسة Rajan and Zingales 2001).

^٩ على سبيل المثال، فإن التأثير السياسي على سلوك المؤسسات المالية الخاصة قد يشكل عائقاً أمام التطور المالي في المنطقة. وتخلص دراسة Poghosyan (2022) إلى أن الحد من دور الدولة في الأنظمة المالية في منطقة القوقاز وآسيا الوسطى يمكن أن يؤدي إلى زيادة كفاءة الوساطة المالية، مما يؤدي بالتالي إلى تعزيز التطور المالي. وهناك جانب آخر لبصمة الدولة على القطاع وهو انتشار الإقراض الموجه والمدعوم، كما يرد في الإطار ١ من تقرير صندوق النقد الدولي (2023a).

^{١٠} راجع الفصل الثالث من عدد أكتوبر/تشرين الأول ٢٠٢٣ من تقرير آفاق الاقتصاد الإقليمي لمنطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى.

^{١١} بالنسبة لبلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، تخلص دراسة Farazi, Feyen, and Rocha (2013) إلى أن البنوك المملوكة للدولة تحقق ربحية أقل ولديها مستويات أعلى من القروض المتعثرة مقارنة بالبنوك الخاصة. وقد تم التوصل إلى نتائج مماثلة في باكستان (دراسة Bonaccorsi di Patti and Hardy 2005)، وأمريكا اللاتينية (دراسة Micco, Panizza, and Yanez 2007)، والصين (دراسة Berger, Hasan, and Zhou 2009)، وجنوب آسيا وجنوب شرق آسيا (دراسة Williams and Nguyen 2005، ودراسة Micco, Panizza, and Yanez 2007، ودراسة Cornett and others 2010). راجع المرفق ١ المتاح على شبكة الإنترنت للاطلاع على ملخص للأدبيات الاقتصادية العديدة المتعلقة بالتطور المالي.

الجدول ٣-١: العوامل الرئيسية التي يركز عليها التطور المالي

(تمثل الألوان مزجاً من مدى الانحراف عن وسيط العينة الكاملة (اللون الأبيض) وعلامة مُعامل التأثير. ويشير اللون الأحمر إلى انحراف عن وسيط العينة يضر بالتطور المالي، ويشير اللون الأخضر إلى العكس.)

المجموعات	الاستقرار النقدي	سيادة القانون	نسبة الائتمان المقدم للقطاع العام	انكشاف الاقتصاد لمخاطر الموارد الطبيعية	دور البنوك المملوكة للدولة
القوقاز وآسيا الوسطى					
مجلس التعاون الخليجي					
الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ما عدا دول مجلس التعاون الخليجي					
الاقتصادات المتقدمة					
الأسواق الصاعدة					

اتجاه التأثير الكبير على التطور المالي

+ + - - -

المصادر: مؤشر حرية الإنسان الصادر عن معهد فريزر؛ والإحصاءات المالية الدولية الصادرة عن صندوق النقد الدولي؛ ومؤشرات التنمية الصادرة عن البنك الدولي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملحوظة: تشير الصفوف الخمسة العلوية من الجدول إلى وضع المناطق على أساس العوامل الرئيسية المؤثرة على التطور المالي. ويوضح الصف السفلي اتجاه التأثير، متى كان كبيراً، على التطور المالي لكل عامل مقدّر باستخدام اندحار السلاسل الزمنية المقطعية بناء على بيانات تغطي ٢١ بلداً من بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى وتمتد من عام ٢٠٠٤ إلى عام ٢٠٢١ (راجع المرفق ٣ المتاح على شبكة الإنترنت).

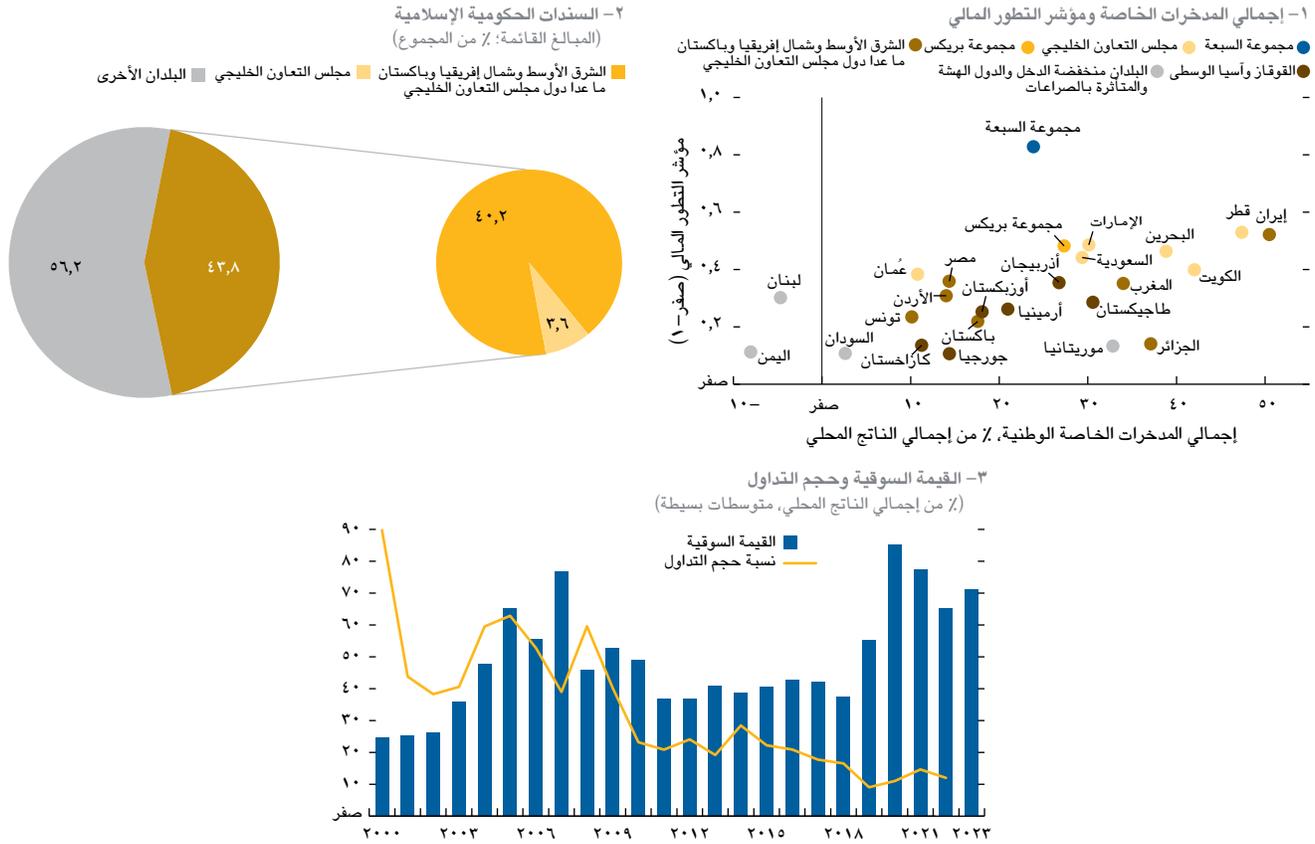
اهتمام المستثمرين، وزيادة تكاليف التمويل (Teodoru and Akepanidtoworn 2022; Giginishvili and others 2023). وفي الوقت نفسه، تتعرض الأنظمة المصرفية في العديد من بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا غير الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي لمستويات عالية نسبياً من الانكشاف لمخاطر الائتمان السيادي. ويمكن أن تؤدي هذه الرابطة بين الكيانات السيادية والبنوك (حيث تحتفظ البنوك بكميات كبيرة من ديون القطاع العام) إلى مزاحمة الائتمان المقدم للقطاع الخاص.

■ في دول مجلس التعاون الخليجي، يفرض القطاع العام أيضاً نفوذاً قوياً على الأنظمة المالية. وغالباً ما تشكل الديون السيادية نسبة كبيرة من أصول القطاع المصرفي، رغم أن ديون القطاع العام لا تزال منخفضة نسبياً في المنطقة (باستثناء البحرين). ورغم أن الشركات المملوكة للدولة (بما في ذلك البنوك) عادة ما يكون لها تواجد مكثف في أسواق رأس المال. وبالإضافة إلى ذلك، قد يؤدي اعتماد نسبة كبيرة من إجمالي الناتج المحلي على قطاع النفط إلى تقويض التطور المالي في بعض البلدان حيث يتم استثمار الأرباح في الخارج على الأرجح (Beck and Poelhekke 2023). وعلاوة على ذلك، فإن الاعتماد الكبير على متحصلات النقد الأجنبي المرتبطة بالنفط قد يؤدي أيضاً إلى زيادة تقلبات السيولة وزيادة المخاطر في القطاعات المصرفية المحلية.

يمكن أن تساعد تعبئة المزيد من مصادر المدخرات في إتاحة المزيد من خيارات التمويل لاستثمارات القطاع الخاص وتقديم المزيد من الدعم للتطور المالي (الشكل البياني ٣-٣، اللوحة ١). ويتطلب ذلك أن تعالج الاقتصادات الصاعدة المعوقات الرئيسية التي تحول دون تطوير أسواق رأس المال للانتقال من الأنظمة المالية التي تهيمن عليها البنوك إلى أنظمة مالية أكثر تنوعاً. ومن الخطوات بالغة الأهمية في هذا الاتجاه إنشاء سوق للسندات الحكومية المحلية توفر أصولاً خالية من المخاطر وسعر فائدة مقابل يعكس ذلك (دراسة Chami, Fullenkamp, and Sharma 2010). ومع ذلك، نجد أن تحديات مثل إصدارات السندات غير المنتظمة، وخاصة ذات آجال الاستحقاق الأطول، وغياب التداول في السوق الثانوية، والمعوقات أمام مشاركة غير المقيمين قد أعاققت تطوير أسواق السندات الحكومية وسندات الشركات المحلية في العديد من اقتصادات منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى.^{١٢} وعلاوة على ذلك، ورغم أن التمويل الإسلامي يشكل مصدراً مهماً للتمويل في بعض بلدان المنطقة، فإنه يتركز في الأساس في البنوك الإسلامية، حيث يتم إصدار الصكوك (السندات الإسلامية) على نحو غير منتظم (الشكل البياني ٣-٣، اللوحة ٢). وعلى الجانب الإيجابي، زاد التمويل

^{١٢} بالإضافة إلى ذلك، يمكن للمؤسسات الاستثمارية مثل شركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد أن تقوم أيضاً بدور مهم في تقديم الخدمات المالية للاधार طويل الأجل وتقاسم المخاطر باعتبارها جهات راسخة تستثمر في الديون الأطول أجلاً. ورغم أن تقييم مشاركة هذه الجهات يمثل تحدياً بسبب البيانات المحدودة، فمن المرجح أن يكون هناك مجال كبير لتعزيز وتوسيع نطاق هذه القطاعات (دراسة Poghosyan 2022).

الشكل البياني ٣-٣: منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى: المدخرات الخاصة، والديون الإسلامية،



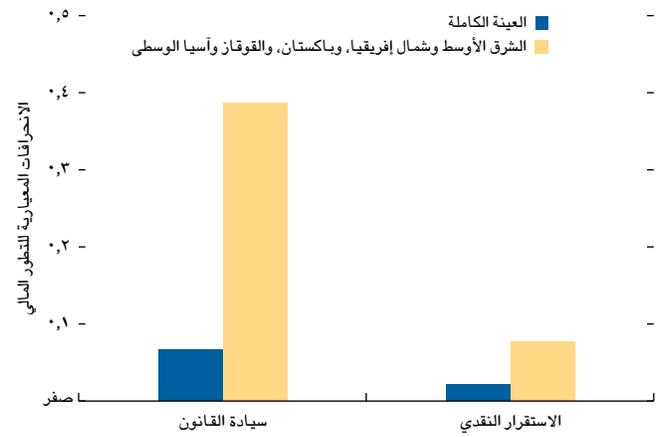
المصادر: مؤسسة Bloomberg L.P؛ وصندوق النقد الدولي، مؤشر التطور المالي؛ وصندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ والبنك الدولي، مؤشرات التنمية العالمية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.
ملحوظة: تتضمن اللوحة ٣ البيانات المتاحة عن بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى. مجموعة بريكس = البرازيل وروسيا والهند والصين وجنوب إفريقيا.

بالأسهم على مدى السنوات القليلة الماضية إلى جانب النمو في القيمة السوقية وانتعاش عمليات الطرح العام الأولي، وخاصة في دول مجلس التعاون الخليجي. ومع ذلك، تعطلت مشاركة المستثمرين بسبب استمرار المستويات المنخفضة للسيولة والتداول، والتي تركزت في الأساس على أسهم الشركات المالية والمؤسسات المملوكة للدولة (الشكل البياني ٣-٣، اللوحة ٣).

٣-٣ يمكن للإصلاحات أن تحفز التطور المالي والنمو

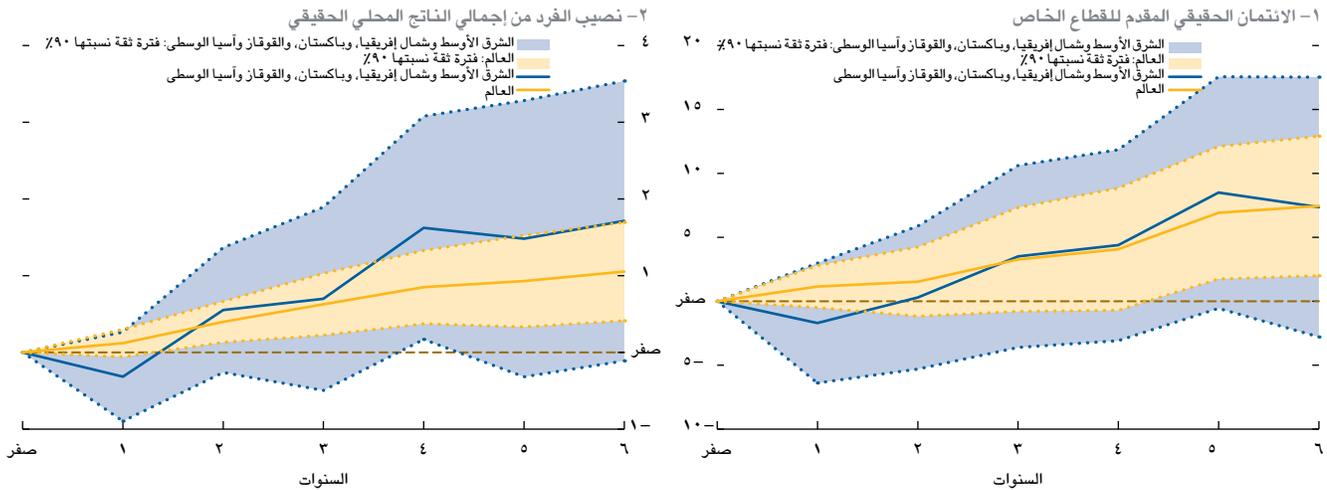
كان التطور المالي في معظم بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى محدودا بسبب عدم الاستقرار النقدي في الماضي، وأوجه الضعف طويلة الأمد في الأطر القانونية، والبصمة الكبيرة للدولة في القطاعات المالية. ومن الثابت أن تحسين الاستقرار الاقتصادي الكلي وسيادة القانون من الأولويات الأساسية لزيادة النمو في بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى (راجع الفصل الثاني وعدد أكتوبر/تشرين الأول ٢٠٢٣ من تقرير آفاق الاقتصاد الإقليمي لمنطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى). فتشير التقديرات التجريبية إلى أن تحسين الأطر الاقتصادية الكلية والقانونية يعد شرطا غاية في الأهمية لتعزيز التطور المالي، حيث يمكن أن تكون المكاسب أكثر وضوحا في بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى مقارنة بالمناطق الأخرى في العالم (الشكل البياني ٣-٤). وعلاوة على ذلك، يمكن مضاعفة هذه المكاسب من خلال تنفيذ حزمة من إصلاحات القطاع المالي الرامية إلى تخفيف العقبات الرئيسية الأخرى أمام التطور المالي.

الشكل البياني ٣-٤: تأثير سيادة القانون والاستقرار النقدي على التطور المالي (تقديرات معاملات السلاسل الزمنية المقطعية)



المصادر: مؤشر الحرية الاقتصادية؛ ومعهد فريزر؛ وصندوق النقد الدولي، مؤشر التطور المالي؛ والبنك الدولي، مؤشرات الحوكمة العالمية. ملحوظة: يتم توحيد المتغيرات قبل التقدير. وجميع تقديرات المعاملات دالة إحصائياً عند مستوى ١٪. وسيادة القانون من مؤشرات الحوكمة العالمية، وتقيس التصورات بشأن مدى ثقة الكلاء في قواعد المجتمع، والاستقرار النقدي هو مزيج من مؤشرات الحرية الاقتصادية الصادرة عن معهد فريزر التي تقيس مستوى التضخم وتقلبته. راجع المزيد من التفاصيل في المرفق ٣ المتاح على شبكة الإنترنت.

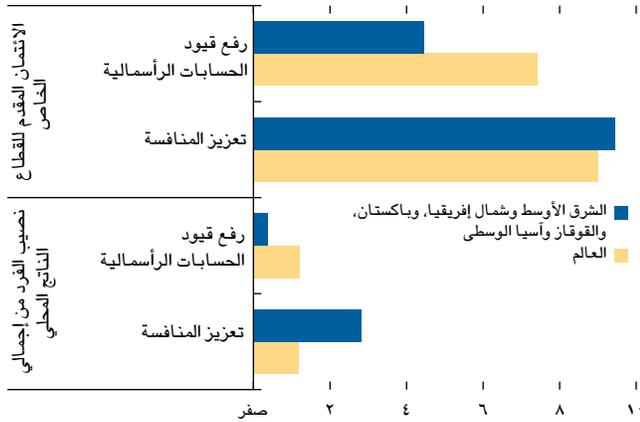
الشكل البياني ٣-٥: تأثير حزمة إصلاحات القطاع المالي (%)



المصادر: قاعدة بيانات الأزمات المصرفية (دراسة (Laeven and Valencia, 2020)؛ وقاعدة بيانات "Brookings, External Wealth of Nations Database" (دراسة (Lane and Milesi-Ferretti, 2018)؛ وقاعدة بيانات الإصلاحات المالية (دراسة (Omori, 2022)؛ وصندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات الإحصاءات المالية الدولية؛ وصندوق النقد الدولي، وقاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي. ملحوظة: تُستخدم طريقة التوقعات المحلية في تقييم تأثير الإصلاحات المالية. ويُفترض تطبيق حزمة من الإصلاحات المالية في السنة الأولى. وتعرف حزمة الإصلاحات هذه بأنها مجموع التغيرات في سياسة القطاع المالي بين عامين على مستوى الأبعاد التالية: (١) خصخصة البنوك، (٢) دخول القطاع المصرفي، و(٣) معاملات الحساب المالي، استناداً إلى قاعدة بيانات الإصلاحات المالية (راجع المرفق ٣ المتاح على شبكة الإنترنت).

^{١٣} تستند التقديرات التجريبية إلى طريقة التوقعات المحلية التي أعدتها دراسة (Jordà (2005) وقاعدة بيانات الإصلاحات المالية التي حدثتها دراسة (Omori (2022). وتنتشر قيود الحسابات الرأسمالية في العديد من بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (غير الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي) ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى (راجع IMF 2023b). ومن شأن إزالة هذه القيود أن تدعم التوزيع الكفء لرأس المال وتعزز دخول كيانات جديدة إلى السوق.

الشكل البياني ٣-٦: تأثير إصلاحات محددة في القطاع المالي على مدى خمس سنوات (%)



المصادر: قاعدة بيانات الأزمات المصرفية (دراسة Laeven and Valencia, 2020) وقاعدة بيانات "Brookings, External Wealth of Nations Database" (دراسة Lane and Milesi-Ferretti, 2018)، وقاعدة بيانات الإصلاحات المالية (دراسة Omori, 2022)، وصندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات الإحصاءات المالية الدولية؛ وصندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

ملحوظة: يمثل "رفع قيود الحسابات الرأسمالية" مؤشر بديل هو التغير السنوي في مؤشر معاملات الحساب المالي، في حين يتم رصد "تعزيز المنافسة" من خلال مجموع التغيرات بين عامين في مؤشري الخصخصة ودخول القطاع المصرفي استناداً إلى قاعدة بيانات الإصلاحات المالية (راجع المرفق ٣ المتاح على شبكة الإنترنت). ويعد تأثير إصلاحات القطاع المالي على مستوى العالم على مدى خمس سنوات دالاً إحصائياً عند مستوى ١٠٪. وبالنسبة لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى، يعد تأثير حزمة إصلاحات القطاع المالي وإصلاحات المنافسة دالاً عند مستوى ٢٥٪.

٣-٤ السياسات التي تستهدف تعزيز استدامة التطور المالي والنمو

رغم توسع الأنظمة المالية وتنوعها في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى، لا يزال هناك مجال كبير لمزيد من التحسينات. وينبغي أن يكون من أهم أهداف السياسة تحسين فرص الحصول على التمويل، وخاصة بالنسبة للشرائح التي لا تحصل على الخدمات الكافية. وتتضمن الإجراءات المحددة لتعزيز التطور المالي ما يلي:

- يوصى صناع السياسات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى بمعالجة مواطن الضعف المصاحبة للرابطة بين الكيانات السيادية والبنوك مع التشجيع على زيادة ملكية القطاع الخاص في الأجهزة المصرفية. ويمكن أن تشمل التدابير قصيرة الأجل ما يلي: (١) إجراء اختبارات قدرة البنوك على تحمل الضغوط لقياس المخاطر الناجمة عن تلك الرابطة، و(٢) بناء هوامش الأمان وتقديم صلاحيات واضحة ومحددة بدقة للبنوك المملوكة للدولة، و(٣) تصميم أدوات رقابية، مثل اختبارات القدرة على تحمل الضغوط، تناسب أنماط المخاطر المحددة في البنوك لتعزيز صلابتها.^{١٤} وينبغي أن تركز الاستراتيجيات متوسطة الأجل على إصلاحات القطاع المصرفي التي تعمل على الحد من حواجز الدخل، وتعزيز المعايير الاحترازية، وتشجيع التوصل إلى حلول التكنولوجيا المالية والتحول الرقمي لتعزيز الشمول المالي للشركات التي تعمل خارج الجهاز المصرفي التقليدي (دراسة Vera-Martin and others 2019).

- في دول مجلس التعاون الخليجي، ينبغي أن تواصل سياسات القطاع المالي التركيز على التخفيف من المخاطر المالية الكلية، على سبيل المثال المتعلقة بزيادة مشاركة المؤسسات المالية غير المصرفية والتحول الرقمي. وينبغي أن تهدف الإجراءات أيضاً إلى مواصلة تطوير الأسواق المالية، وخاصة لتحسين كفاءة السوق. وتحديدًا، يمكن تعزيز الكفاءة من خلال تشجيع زيادة مشاركة المؤسسات الاستثمارية، مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين، وزيادة التكامل المالي من خلال جذب قاعدة أوسع من المستثمرين، وتعزيز مشاركة غير المقيمين. وعلاوة على ذلك، يمكن دعم تحقيق مزيج أوسع من المستثمرين من خلال تعزيز حوكمة الشركات، والحد من القيود على ملكية الأجانب في أسواق رأس المال، وتعزيز حماية المستثمرين. وبالتالي، من شأن هذه الإصلاحات أن تسهل إيجاد المزيد من مصادر التمويل المختلفة للمشروعات لضمان التنوع المطلوب (دراسة Catalan, Impavido, and Musalem 2000). ومع ذلك، سيتعين على السلطات تقييم المفاضلات المتعلقة بمشاركة المستثمرين غير المقيمين لأنهم قد يكونون أكثر حساسية لأوضاع الأسواق العالمية ويتسببون في تفاقم تقلبات الأسواق المحلية. ويمكن استكمال هذه الجهود عن طريق تعزيز التكنولوجيا المالية، بما في ذلك التمويل التشاركي، والإقراض التجاري بين النظراء، والإقراض على أساس الفواتير (دراسة Lukonga 2018). وقد أحرزت دول مجلس التعاون الخليجي تقدماً في العديد من مبادرات التحول الرقمي والتكنولوجيا المالية، بما في ذلك إنشاء المختبرات التنظيمية، وإصدار تراخيص البنوك الرقمية (المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة)، وإنشاء مراكز التكنولوجيا المالية. كذلك تبحث دول مجلس التعاون الخليجي بفعالية في إصدار عملات رقمية صادرة عن البنوك المركزية. ومع ذلك، هناك ما يدعو إلى اتباع منهج حذر، بما في ذلك تحليل التكلفة والعائد بدقة واستكشاف المخاطر المرتبطة بالاستقرار المالي. وأخيراً، ينبغي لسلطات البلدان أن تواصل تطبيق مزيج من الأطر التنظيمية على مستوى الأنشطة والكيانات بما يتناسب مع حجم شركات التكنولوجيا المالية وطبيعتها المعقدة ونمط مخاطرها.

^{١٤} راجع دراسة Adams and others (2022) للاطلاع على المزيد من التفاصيل حول السياسات المقترحة بشأن البنوك المملوكة للدولة.

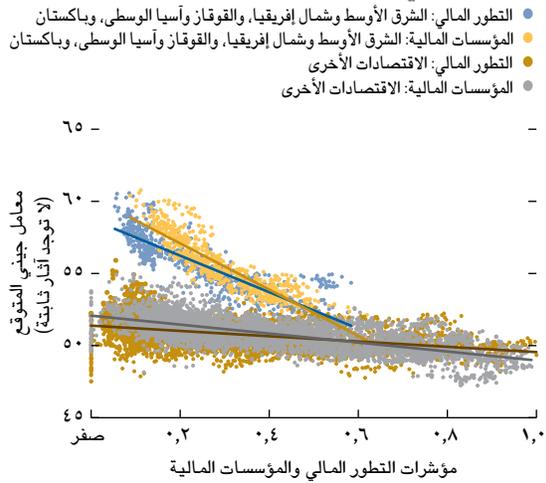
- ستستفيد بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى غير الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي من تطوير الأسواق لتنوع قواعد المستثمرين لديها وموازنة أنظمتها المالية. وتعتمد هذه الاقتصادات إلى حد كبير على الأنظمة المالية التي تتمحور حول البنوك. وبالتالي، تشمل الاستراتيجيات الرئيسية تطوير أسواق السندات الحكومية، وجعل القواعد المنظمة لأسواق رأس المال متسقة مع المعايير الدولية، وتحديث البنية التحتية لأسواق رأس المال (عدد أكتوبر/تشرين الأول ٢٠١٨ من تقرير الاستقرار المالي العالمي). ويعد إنشاء أسواق قوية للسندات الحكومية أمراً بالغ الأهمية لوضع معيار لأسعار الفائدة على القروض المقدمة للقطاع الخاص، وتسهيل وضع سياسة نقدية فعالة، والمساعدة في إدارة السيولة (IMF-WB 2021). ويعد جعل القواعد المنظمة لأسواق رأس المال متسقة مع المعايير الدولية وتحديث البنية التحتية لأسواق رأس المال خطوتين حيويتين لجذب الاستثمار الأجنبي وتسهيل سيولة التداول بكفاءة. وعلاوة على ذلك، يعد تعزيز نمو المؤسسات المالية غير المصرفية من خلال تعزيز التنظيم والرقابة، وتقوية إدارة المخاطر من خلال تطوير سجلات الائتمان عنصرين غاية في الأهمية لضمان استقرار القطاع المالي (عدد إبريل/نيسان ٢٠٢٣ من تقرير الاستقرار المالي العالمي).
- تعد إدارة المخاطر والتحديات الناشئة بفعالية أمراً بالغ الأهمية لضمان الاستقرار المالي في ظل التطور المالي الجاري. فعلى سبيل المثال، للاستفادة من منافع التدفقات المتزايدة عبر الحدود مع تخفيف المخاطر المصاحبة لها، يعد المزيج المناسب من السياسات المالية الكلية أمراً بالغ الأهمية وقد يشمل التدخل في سوق الصرف الأجنبي، وتدابير السلامة الاحترازية الكلية، والتدابير المتعلقة بالتدفقات الرأسمالية (دراسة Garcia Pascual, Singh, and Surti 2021). وسيتعين أيضاً تحديث الأطر التنظيمية والرقابية لتتسق مع أهداف التطور المالي التي حددتها السلطات (Sinha 2012; Zhu, Zhang, and Zhang 2023). وفي هذا السياق، من الضروري توفير العديد من آليات الحماية الأساسية، منها ما يلي: (١) القيام بإشراف رقابي مكثف تتوافر له الموارد المناسبة، و(٢) تحفيز إدارة المخاطر بشكل أقوى، وخاصة مع زيادة مشاركة المؤسسات المالية غير المصرفية، و(٣) تنفيذ قواعد تنظيمية احترازية كافية وشاملة (مثل أدوات إدارة رأس المال والسيولة)، و(٤) سد فجوات البيانات لتسهيل تقييم المخاطر على النحو الملائم وفي الوقت المناسب من جانب المشاركين في السوق والسلطات الرقابية. وعلاوة على ذلك، يجب أن يتطور تطبيق أدوات سياسة السلامة الاحترازية الكلية بالتزامن مع التطور المالي لمواجهة المخاطر النظامية المحتملة.

الإطار ٣-١: سد الفجوة: كيف يخفف التطور المالي من حدة عدم المساواة

يمكن أن يعالج التطور المالي فجوات الدخل والثروة الواضحة التي لوحظت في بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى (Blancher and others 2019). ويضطلع التطور المالي بدور بالغ الأهمية في تعزيز النمو من خلال تحسين توزيع الموارد، وزيادة الاستثمار، وتشجيع الابتكار (Sahay and others 2015). وبالإضافة إلى ذلك، يؤثر التطور المالي على عدم المساواة بطرق متعددة، وخاصة من خلال تحسين حصول شريحة أوسع من السكان على التمويل. فعلى سبيل المثال، قامت مؤسسات التمويل الأصغر في مصر وكازاخستان والمغرب بمساعدة الناس في المجتمعات التي لا تحصل على الخدمات الكافية على بدء مشروعاتهم، وبالتالي الحد من الفقر وعدم المساواة. وقد أدت الخدمات المالية الرقمية (بما في ذلك الخدمات المصرفية عبر الأجهزة المحمولة) في أذربيجان ومصر وجورجيا والأردن إلى توسيع فرص الحصول على التمويل، وخاصة في المناطق الريفية.

ويمكن لتأثير التطور المالي على عدم المساواة أن يعمل في اتجاهين. فمن ناحية، يمكن أن يحد من عدم المساواة من خلال منح المواطنين الأقل ثراء فرصاً أفضل للحصول على الخدمات المصرفية، والائتمان، وفرص الاستثمار، وتمكينهم من بدء مشروعاتهم، والاستثمار في التعليم، وتحسين دخولهم، وبالتالي تضيق فجوة الدخل (انخفاض في معامل جيني). ومن الناحية الأخرى، يمكن أن يؤدي إلى زيادة عدم المساواة إذا كان الأثرياء، الذين غالباً ما يتمتعون بفرص أفضل للحصول على هذه الخدمات المالية وفرص الاستثمار، يستفيدون بشكل أكبر، وبالتالي توسيع فجوة الدخل (زيادة في معامل جيني).

الشكل البياني ٣-١-١ في الإطار: عدم المساواة والتطور المالي



المصادر: صندوق النقد الدولي، مؤشر التطور المالي؛ وصندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وقاعدة بيانات عدم المساواة العالمية؛ وحسابات خبراء صندوق النقد الدولي.

وتشير النتائج التجريبية إلى أن تعزيز التطور المالي، وخاصة في المؤسسات المالية، يحد من عدم المساواة في الدخل في بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى. وعلى وجه الخصوص، تشهد هذه البلدان انخفاضاً أسرع في عدم المساواة مع التقدم في التطور المالي مقارنة ببقية العالم (الشكل البياني ٣-١-١ في الإطار)، حيث يعمل القطاع المالي الأكثر تطوراً على تحسين القدرة على الإقراض، وزيادة دخل الفقراء أكثر من غيرهم ويحد من الفقر وعدم المساواة بفعالية أكبر، بما يتسق مع الأدبيات الاقتصادية الحالية التي توضح أن البلدان التي تتسم بدرجات أعلى من عدم المساواة تستفيد بدرجة أكبر من التطور المالي. وتؤكد هذه النتائج على أهمية تعزيز التطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ومنطقة القوقاز وآسيا الوسطى.

إعداد أبوستولوس أبوستولو، وسيد وحيد حساني، وسالم نيتشي، وبلال تابتي.

المراجع

- Adams, Mark, Hanife Yesim Aydin, Hee Kyong Chon, Anastasiia Morozova, and Ebru Sonbul Iskender. 2022. "Regulating, Supervising, and Handling Distress in Public Banks." IMF Departmental Paper 22/010, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt, and Ross Levine. 2004. "Finance, Inequality, and Poverty: Cross-Country Evidence." Policy Research Working Paper 3338, World Bank, Washington, DC.
- Beck, Thorsten, and Steven Poelhekke. 2023. "Follow the Money: Does the Financial Sector Intermediate Natural Resource Windfalls?" *Journal of International Money and Finance* 130: 102769.
- Berger, Allen N., Iftekhar Hasan, and Mingming Zhou. 2009. "Bank Ownership and Efficiency in China: What Will Happen in the World's Largest Nation?" *Journal of Banking & Finance* 33 (1): 113-30.
- Blancher, Nicolas R., Maximiliano Appendino, Aidyn Bibolov, Armand Fouejieu, Jiawei Li, Anta Ndoye, Alexandra Panagiotakopoulou, Wei Shi, and Tetyana Sydorenko. 2019. "Financial Inclusion of Small and Medium-Sized Enterprises in the Middle East and Central Asia." IMF Departmental Paper 19/02, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Bonaccorsi di Patti, Emilia, and Daniel C. Hardy. 2005. "Financial Sector Liberalization, Bank Privatization, and Efficiency: Evidence from Pakistan." *Journal of Banking and Finance* 29 (8-9): 2381-406.
- Catalan, Mario, Gregorio Impavido, and Alberto R. Musalem. 2000. "Contractual Savings or Stock Market Development: Which Leads?" *Journal of Contextual Economics-Schmollers Jahrbuch* 3: 445-87.
- Chakir, Selim, Maria Atamanchuk, Mazin Al Riyami, Nia Sharashidze, and Nathalie Reyes. 2022. "Reducing Dollarization in the Caucasus and Central Asia." IMF Working Paper 22/154, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Chami, Ralph, Connel Fullenkamp, and Sunil Sharma. 2010. "A Framework for Financial Market Development." *Journal of Economic Policy Reform* 13 (2): 107-35.
- Cornett, Marcia Millon, Lin Guo, Shahriar Khaksari, and Hassan Tehranian. 2010. "The Impact of State Ownership on Performance Differences in Privately-owned versus State-owned Banks: An International Comparison." *Journal of Financial Intermediation* 19 (1): 74-94.
- Farazi, Subika, Erik Feyen, and Roberto Rocha. 2013. "Bank Ownership and Performance in the Middle East and North Africa Region." *Review of Middle East Economics and Finance* 9 (2): 159-96.
- Garcia Pascual, Antonio, Ranjit Singh, and Jay Surti. 2021. "Investment Funds and Financial Stability: Policy Considerations." IMF Departmental Paper 2021/018, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Gigineishvili, Nikoloz, Iulia Ruxandra Teodoru, Narek Karapetyan, Yulia Ustyugova, Jean van Houtte, Jiri Jonas, Wei Shi, and others. 2023. "Paving the Way to More Resilient, Inclusive, and Greener Economies in the Caucasus and Central Asia." IMF Departmental Paper 2023/004, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF). 2023a. "Kazakhstan: 2023 Article IV Consultation—Press Release; and Staff Report." IMF Country Report 2024/046, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF). 2023b. "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 022." Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, Washington, DC.

- International Monetary Fund (IMF). 2024. "Saudi Arabia: 2024 Article IV Consultation—Press Release; and Staff Report." IMF Country Report 2024/280, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF) and World Bank. 2021. "Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets." Analytical Notes 2021/001, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Jordà, Òscar. 2005. "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections." *American Economic Review* 95 (1): 161–82.
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia. 2020. "Systemic Banking Crises Database II." *IMF Economic Review* 68: 307–61.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2018. "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis." *IMF Economic Review* 66: 189–222.
- Lukonga, Inutu. 2018. "Fintech, Inclusive Growth and Cyber Risks: Focus on the MENAP and CCA Regions." IMF Working Paper 2018/201, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Micco, Alejandro, Ugo Panizza, and Monica Yanez. 2007. "Bank Ownership and Performance. Does Politics Matter?" *Journal of Banking & Finance* 31 (1): 219–41.
- Omori, Sawa. 2022. "Introducing the Revised and Updated Financial Reform Database." *Journal of Financial Regulation* 8 (2): 230–40.
- Poghosyan, Tigran. 2022. "Financial Development and Growth in the Caucasus and Central Asia." IMF Working Paper 2022/134, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 2001. "The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms." *American Economic Review* 91 (2): 206–11.
- Sahay, Ratna, Martin Cihak, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas, Diana Ayala Pena, Ran Bi, Yuan Gao, and others. 2015. "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets." IMF Staff Discussion Note 15/08, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Sahay, Ratna, Ulric Eriksson von Allmen, Amina Lahreche, Purva Khera, Sumiko Ogawa, Majid Bazarbash, and Kimberly Beaton. 2020. "The Promise of Fintech: Financial Inclusion in the Post COVID-19 Era." IMF Departmental Paper 2020/009. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Sinha, Anand. 2012. "Financial Sector Regulation and Implications for Growth." BIS Papers, No 62.
- Svirydzhenka, Katsiaryna. 2016. "Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development." IMF Working Paper No. 2016/005, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Teodoru, Iulia Ruxandra, and Klakow Akepanidaworn. 2022. "Managing Financial Sector Risks from the COVID-19 Crisis in the Caucasus and Central Asia." IMF Departmental Paper 2022/005, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Vera-Martin, Mercedes, Dominique Fayad, Rayah Al-Farah, Sergejs Saksonovs, Wei Shi, and Fang Yang. 2019. "Promoting Inclusive Growth in the Caucasus and Central Asia." IMF Departmental Paper 2019/008. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Williams, Jonathan, and Nghia Nguyen. 2005. "Financial Liberalization, Crisis, and Restructuring: A Comparative Study of Bank Performance and Bank Governance in South East Asia." *Journal of Banking & Finance* 29 (8–9): 2119–54.
- Zhu, Chaowei, Fan Zhang, and Yuling Zhang. 2023. "Revisiting Financial Opening and Financial Development: A Regulation Heterogeneity Perspective." *Economic Analysis and Policy* 80: 181–97.