

# التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية

### نظرة عامة

اتسمت السياسات النقدية في الدول العربية خلال عام 2011 بالاستمرار في نهجها التوسعي بهدف حفز الائتمان المصرفي ودفع النشاط الاقتصادي الذي تأثر سلباً بتراجع مستويات الطلب المحلي والخارجي في عدد من الدول. وقد غلب على السياسة النقدية الحذر حيث نمت السيولة المحلية في معظم الدول العربية بمعدلات أقل من تلك المسجلة عام 2010. واستخدمت البنوك المركزية العربية عدداً من أدوات السياسة النقدية غير المباشرة لإدارة السيولة، والتي تباينت اتجاهاتها بشكل كبير من دولة إلى دولة أخرى خلال العام. ففي حين شهدت الدول العربية النفطية زيادة في مستويات السيولة نتيجة ارتفاع المتحصلات النفطية، شهدت بعض الدول العربية الأخرى وخاصة دول "التحولات السياسية" أزمات في السيولة المحلية. وعلى ضوء هذه التطورات تدخلت البنوك المركزية في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط لامتناس فائض السيولة للحفاظ على استقرار سياسة سعر الصرف، في حين اضطرت البنوك المركزية في دول التحولات السياسية إلى التدخل المستمر لتعزيز مستويات السيولة.

وفيما يتعلق بالعوامل المؤثرة على السيولة المحلية، فقد تصدر صافي الموجودات الأجنبية تلك العوامل من حيث مساهمته في إحداث تغييرات في السيولة المحلية في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط نتيجة لارتفاع أسعار النفط خلال العام، في حين كانت الزيادة المسجلة في السيولة المحلية في باقي الدول العربية وخاصة دول "التحولات السياسية" مدفوعةً بشكل رئيسي بالتوسع في صافي الائتمان المحلي الموجه للقطاع الحكومي لتوفير الموارد المالية اللازمة لسد العجز في الموازنات العامة.

أما على صعيد القطاع المصرفي، فإن المؤشرات تظهر تأثيراً محدوداً للمصارف العربية بالأحداث والتطورات التي شهدتها بعض الدول العربية وكذلك بتداعيات أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، وإن اختلف الأمر فيما بين هذه المصارف. فقد كان أداء القطاع المصرفي متفاوتاً مع ميل للتحسن النسبي، كما تظهره مؤشرات هذا القطاع عن عام 2011 بالمقارنة مع مثيلاتها في العام السابق. فقد سجلت معدلات نمو الودائع والتسهيلات الائتمانية للقطاع الخاص تحسناً عما كانت عليه في العام السابق، كذلك تحسنت مؤشرات الربحية لأغلب المصارف العربية عن هذا العام. وقد انعكس ذلك في نمو إجمالي القواعد الرأسمالية للمصارف العربية بنسبة 6.9 في المائة عن عام 2011. إلا أنه ومع ذلك

فإن هذه المؤشرات والنسب، لا تزال دون مستوياتها المسجلة قبل الأزمة المالية العالمية. ومن جانب آخر، تواصل انكماش نشاط المصارف العالمية والقروض المصرفية عبر الحدود في الدول العربية كما هو حال معظم الدول النامية. وهو ما انعكس في تراجع إجمالي الخصوم الأجنبية للمصارف العربية.

أما على صعيد أسواق المال العربية، فقد شهدت أغلب هذه الأسواق اضطرابات عديدة في عام 2011، متأثرة بالأحداث السياسية التي شهدتها عدد من دول المنطقة، حيث أنهت البورصات العربية العام على خسارة إجمالية بلغت 103 مليار دولار (10.3 في المائة من قيمتها السوقية). كما استمر التراجع في استثمارات الأجانب في البورصات العربية وللعام الرابع على التوالي. فبعد أن شهد الربع الأخير من عام 2010 معاودة التحسن في تعاملات الأجانب لأول مرة منذ الأزمة المالية العالمية، جاءت التطورات والأحداث العالمية والإقليمية خلال عام 2011 لتعكس هذا الاتجاه وتسجل تعاملات الأجانب كمحصلة لمجموع البورصات العربية صافي بيع عن هذا العام. كذلك انكماش نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم خلال عام 2011، لتسجل أدنى مستوى لها منذ عام 2002. وقد تزامن التراجع في الإصدارات الأولية من الأسهم خلال عام 2011 مع تراجع مماثل في إصدارات سندات الشركات. وقد قابل هذا التراجع جهود كبيرة من السلطات الإشرافية لضمان استقرار الأسواق وتوفير الحماية للمستثمرين.

## التطورات النقدية

### السياسة النقدية

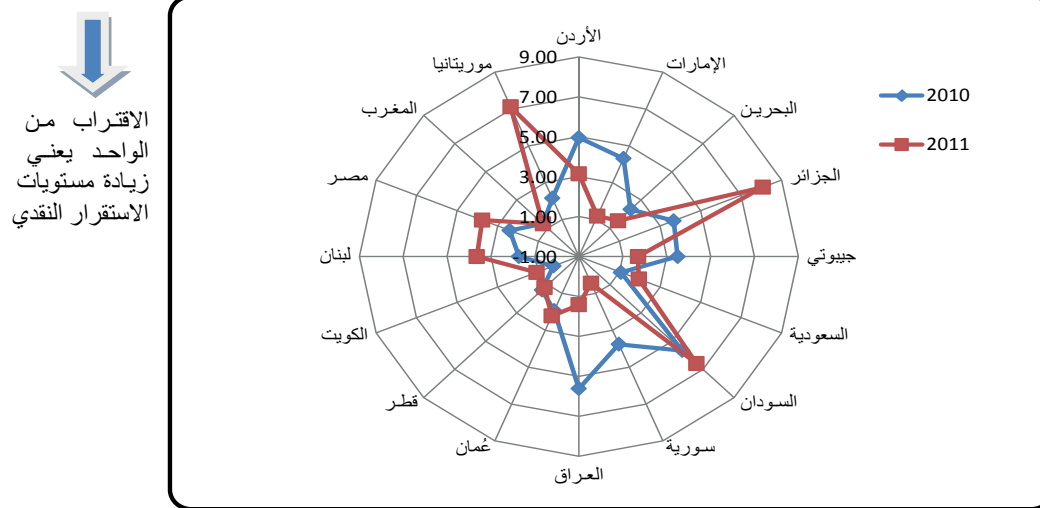
استمر النهج التوسعي للسياسة النقدية في غالبية الدول العربية خلال عام 2011 بهدف دفع النشاط الاقتصادي وحفز الائتمان المصرفي. فقد تأثرت معدلات النمو الاقتصادي سلباً بتباطؤ معدلات نمو الطلب الخارجي نتيجة تراجع معدلات النمو في الاقتصادات المتقدمة والدول الأوروبية الشريك التجاري الأبرز لعدد من الدول العربية، وبترجع مستويات الطلب المحلي نتيجة ظروف عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي التي شهدتها بعض دول المنطقة.

وعلى ضوء ما سبق، حرصت معظم البنوك المركزية العربية على تبني بيئة نقدية محفزة للنمو الاقتصادي. وساعد على ذلك تحرك معدلات التضخم في مستويات مقبولة دون مستوى الخمسة بالمائة في عدد كبير من الدول. وقد تبنت معظم البنوك المركزية العربية سياسات نقدية توسعية خلال العام استناداً إلى عدد من المؤشرات السعيرية والكمية التي تهتم برصد وضعية السياسة النقدية Monetary Policy Stance. فبالرجوع إلى مؤشر التغيرات في أسعار الفائدة الرسمية للسياسة النقدية يتضح اتجاه معظم البنوك المركزية العربية إلى تيسير السياسة النقدية من خلال الإبقاء على أسعار الفائدة المنخفضة التي تم تبنيها مسبقاً أو خفض أسعار الفائدة لحفز النمو الاقتصادي بما يتلاءم مع متطلبات النمو الاقتصادي. وفي المقابل اتجه عدد محدود من الدول العربية (ثلاث دول عربية وهي مصر والأردن وسورية) إلى تقييد

السياسة النقدية على ضوء ظروف عدم الاستقرار التي تأثرت بها هذه الدول بشكل مباشر أو غير مباشر والتي أثرت على توجهات السياسة النقدية في هذه البلدان. حيث عانت هذه الدول من نقص الموارد الداخلية والخارجية على ضوء تزايد فجوة الموارد الداخلية والخارجية (عجز الموازنة العامة وعجز ميزان المدفوعات) بما أثر سلباً على مستويات السيولة المحلية. وقد اضطرت البنوك المركزية بهذه الدول للتدخل لتعزيز مستويات السيولة والدفاع عن العملات المحلية من خلال رفع أسعار الفائدة بعد تضاؤل هامش السياسات المتاحة للتدخل من خلال السحب من الاحتياطيات الأجنبية.

أما بالاستناد إلى بعض المؤشرات الكمية الخاصة برصد وضعية السياسة النقدية، ومن أهمها مؤشر معامل الاستقرار النقدي<sup>(1)</sup>، يتضح أن تسع دول عربية من أصل ست عشرة دولة عربية توافرت لها بيانات لهذا المؤشر خلال عام 2011، قد استمرت في تبني سياسات نقدية توسعية بهدف توفير الائتمان وحفز النمو الاقتصادي، وهي: الأردن والجزائر وجيبوتي والسعودية وعمان ولبنان ومصر وموريتانيا والسودان، حيث زادت معدلات نمو السيولة بتلك الدول بمعدلات تفوق معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. في المقابل اقتربت ست دول عربية أخرى وهي: الإمارات وقطر والكويت والمغرب والبحرين والعراق من تحقيق الاستقرار النقدي بمعامل يقترب من الواحد الصحيح، وهو ما يعني حرص السلطات النقدية بتلك الدول على إدارة التوسع النقدي بما يتلاءم بشكل كبير مع معدلات النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي للحد من الضغوط التضخمية، في حين تبنت سورية سياسات نقدية انكماشية، الشكل (1).

الشكل (1): معامل الاستقرار النقدي لبعض الدول العربية  
الفترة 2010 و2011



الاقتراب من  
الواحد يعني  
زيادة مستويات  
الاستقرار النقدي

المصدر: محسوب استناداً إلى بيانات الملحق (1/7)، والجدول رقم (1) من الفصل الثاني من هذا التقرير.

(1) يستند هذا المعامل إلى معادلة كمية النقود للاقتصادي أرفنج فيشر، ويستخدم في العديد من الدراسات للوقوف على وضعية السياسة النقدية Monetary Policy Stance بافتراض ثبات سرعة دوران النقود في الأجل القصير. ويتم حساب هذا المعدل بقسمة معدل نمو السيولة المحلية على معدل نمو الناتج الحقيقي. وتشير قيم المعامل القريبة من الواحد إلى الاستقرار النقدي وانتفاء الضغوط التضخمية، فيما تشير القيمة التي تفوق الواحد بهامش كبير إلى سياسات نقدية توسعية تعمل على زيادة الضغوط التضخمية الناتجة عن التوسع النقدي، وتشير القيم الأقل من الواحد إلى سياسات نقدية انكماشية تسهم في خفض الضغوط التضخمية الناتجة عن التوسع النقدي.

### أدوات السياسة النقدية

استخدمت البنوك المركزية العربية عدداً من أدوات السياسة النقدية غير المباشرة لإدارة السيولة خلال عام 2011. حيث استخدمت بعض الدول سياسة الاحتياطي الإلزامي لحفز السيولة المحلية (تونس واليمن، وسورية)، فيما استخدمت دول أخرى عمليات السوق المفتوحة من خلال التعاملات على سندات وأذون الخزانة مثل مصر، والأردن، ولبنان، وليبيا، وقطر والكويت، والعراق للتأثير على مستويات السيولة المحلية وأسعار الفائدة قصيرة الأجل وفقاً لمتطلبات الظروف الاقتصادية.

في المقابل، لجأت دول عربية أخرى إلى تسهيلات الإيداع والإقراض (نوافذ الفائدة Corridor System) للتأثير على أسعار الفائدة قصيرة الأجل للحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار وإدارة السيولة (مصر، قطر، البحرين، الأردن، السودان). واستخدمت دول أخرى تسهيلات مقيضة العملات للحفاظ على استقرار سياسة سعر الصرف (مثل دول مجلس التعاون، العراق، سورية، الأردن). من جهة أخرى اعتمدت بعض البنوك المركزية العربية وخاصة دول مجلس التعاون على الإجراءات الاحترازية (Prudential Regulations) مثل نسب كفاية رأس المال، والسيولة ونسبة القروض إلى الموارد المالية المستقرة، والحد الأقصى للقروض الشخصية، والحد الأقصى للتركيزات الائتمانية لإدارة السيولة النقدية وضمان الاستقرار المالي. وقد تزايد اعتماد الكثير من الدول العربية خلال عام 2011 على أداة شهادات وتسهيلات الإيداع وخاصة فيما يتعلق بالدول التي تواجه مصاريفها فائضاً هيكلياً في السيولة، حيث تم استخدام شهادات وتسهيلات الإيداع من قبل عدد من البنوك المركزية العربية، مثل الكويت وعمان والبحرين وقطر لسحب فائض السيولة من الجهاز المصرفي. في المقابل لجأت البنوك المركزية في بعض الدول العربية الأخرى التي عانت من نقص السيولة، وهي مصر وتونس واليمن والمغرب، إلى الاستخدام المنتظم لعمليات إعادة الشراء Repo لتوفير السيولة اللازمة للجهاز المصرفي.

من جهة أخرى اهتم عدد من البنوك المركزية العربية بتطوير أدوات إدارة السيولة النقدية بما يتلاءم مع الشريعة الإسلامية واستخدمت الإصدارات الحكومية من الصكوك إلى جانب أذون وسندات الخزانة للتأثير على السيولة المحلية (قطر، وعمان، والبحرين). ففي البحرين قام المصرف المركزي خلال العام بإصدار صكوك بقيمة 750 مليون دولار بهدف تنويع أدوات إدارة السياسة النقدية وتطوير منحى للعائد على إصدارات الدين الحكومية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بما يساهم في تطوير الإصدارات من أدوات الدين الخاص. أما في قطر فقد بلغت قيمة إصدارات صكوك مصرف قطر المركزي نحو 10 مليار ريال قطري بنهاية عام 2011. ويتجه البنك حالياً للسماح بتداول تلك الصكوك في سوق الأوراق المالية خلال الفترة المقبلة، وهو ما يتوقع على ضوءه نشاط ملحوظ لسوق الأوراق المالية عام 2012.

### أسعار الفائدة الرسمية

لجأ عدد من البنوك المركزية العربية والتي تتبنى نظاماً ثابتة لأسعار الصرف إلى خفض أسعار الفائدة بما يتراوح بين 0.25 نقطة و0.75 نقطة، بما يتماشى مع الخفض المسجل في أسعار الفائدة الأمريكية، وخاصة بالنسبة للدول العربية

التي يرتفع فيها الهامش بين أسعار الفائدة المحلية والفائدة على الدولار. ففي قطر قام المصرف المركزي بخفض أسعار فائدة تسهيلات الإيداع مرتين خلال عام 2011 لتتخفف من 1.5 بالمائة إلى 0.75 نقطة لتقليل الفارق بين سعر الفائدة في سوق النقد القطري وسعر الفائدة الأمريكية بهدف كبح التدفقات المالية قصيرة الأجل الهادفة للمضاربة والتي تدفقت من خلال البنوك التجارية للاستفادة من فارق أسعار الفائدة. وقد نتج عن هذه التدفقات ظهور عدد من التحديات على صعيد السياسة النقدية في عام 2011، الإطار رقم (1).

### الإطار (1)

#### أثر ارتفاع الهامش بين أسعار الفائدة المحلية والأمريكية على إدارة السياسة النقدية في قطر

تستهدف السياسة النقدية في قطر الحفاظ على استقرار سياسة سعر الصرف الثابت للريال القطري مقابل الدولار. ويستخدم مصرف قطر المركزي إلى جانب أداة الاحتياطي الإلزامي تسهيلات الإيداع والإقراض (نوافذ الفائدة) في سوق النقود لإدارة السيولة. وفي ضوء سياسة سعر الصرف الثابت، ترتبط التغيرات في أسعار الفائدة في سوق النقد القطري، مع سعر الفائدة المقابل على الدولار الأمريكي والمتمثل في فائدة الأموال الفيدرالية ولكن مع وجود هامش لصالح أسعار الفائدة في قطر لاحتواء الضغوط التضخمية ورفع مستويات جودة الائتمان، وخفض الديون غير الموظفة. وقد واجهت السياسة النقدية في قطر تحديات خلال عامي 2010 و 2011 بسبب ارتفاع الهامش بين أسعار الفائدة على تسهيلات الإيداع للمصرف المركزي وسعر الفائدة للأموال الفيدرالية الأمريكية. ففي بداية عام 2010 بلغ سعر فائدة تسهيلات الإيداع 2 بالمائة في حين بلغ سعر فائدة الأموال الفيدرالية 0.18 بالمائة. وأدى الفارق الكبير بين سعري الفائدة المحلية والأجنبية، إلى تدفق رؤوس أموال قصيرة الأجل للبنوك القطرية للاستفادة من الفارق في سعر الفائدة بين العملتين، من خلال قيام البنوك ببيع الدولار الأمريكي مقابل الريال القطري وإيداع الأموال المتحصلة في تسهيلات نوافذ الإيداع للمصرف المركزي.

وعمل هذا الفارق على زيادة مستويات الطلب على الريال القطري وضاعف من احتياطيات البنك المركزي من النقد الأجنبي خلال الفترة أبريل 2008-ديسمبر 2010 ، وزاد من حجم تعاملات نافذة تسهيلات الإيداع لدى المصرف المركزي من 26 مليار ريال في بداية عام 2010 لتصل إلى أعلى مستوياتها بنهاية العام مسجلة 69 مليار ريال. ولمواجهة هذا الأمر لجأ البنك المركزي ولضمان كفاءة عمليات إدارة السياسة النقدية إلى عدد من الآليات خلال عامي 2010 و 2011 تمثلت في :

- خفض أسعار الفائدة على شهادات الإيداع ثلاث مرات خلال عامي 2010 و 2011 لتصل إلى 0.75 بالمائة.
- وضع سقف لعمليات شراء شهادات الإيداع وتسهيلات الإيداع لدى البنك المركزي المستحقة لفائدة بما لا يفوق 100 بالمائة من إجمالي الاحتياطيات القانونية، بحيث تمثل أي زيادة عن هذا المستوى وديعة غير مستحقة لفائدة.
- تطوير إطار تنظيمي أكثر كفاءة لإدارة السيولة يستند إلى إصدار الأوراق المالية الحكومية بالقدر الكافي لتطوير سوق الأوراق المالية الحكومية وبناء منحى للعائد يساعد على نشاط إصدارات الدين الخاصة. وقد تم في هذا الصدد وقف إصدار شهادات الإيداع واستبدالها بأذون الخزنة، وإصدار سندات حكومية بقيمة 13.7 مليار دولار للمساهمة في امتصاص فائض السيولة.

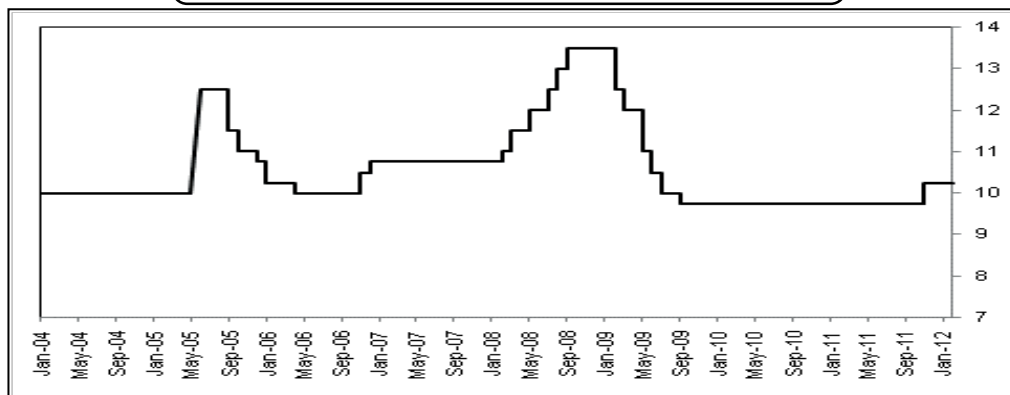
وقد ساهمت هذه السياسات في خفض التعاملات على تسهيلات إيداع المصرف المركزي بنهاية عام 2011 إلى 5.6 مليار ريال، وقللت بشكل كبير من حجم التدخلات المطلوبة للحفاظ على سياسة سعر الصرف، إلا أنها أثرت في المقابل وبشكل كبير على الاحتياطيات من النقد الأجنبي نتيجة خروج جانب كبير من هذه التدفقات للخارج بما أدى إلى تراجع ملحوظ في احتياطيات النقد الأجنبي، ومن ثم صافي الأصول الأجنبية بالجهاز المصرفي خلال عام 2011.

في المقابل لجأت بعض الدول العربية الأخرى التي تثبت قيمة عملاتها مقابل الدولار (الأردن) أو مقابل وحدات حقوق السحب الخاصة (سورية) أو نظماً مرنة للصرف (مصر) والتي تأثرت بظروف عدم الاستقرار في المنطقة إلى تقييد السياسة النقدية. وقامت هذه الدول برفع أسعار الفائدة الرسمية<sup>(2)</sup> خلال عام 2011 كخطوة استهدفت تعزيز الودائع بالعملة المحلية لتوفير السيولة اللازمة بالجهاز المصرفي وتقليل معدلات الدولار. ومن ثم التخفيف من حدة الضغوط التي تواجه العملات المحلية وتدفع بها نحو الانخفاض على خلفية ظروف عدم الاستقرار التي تأثرت بها هذه الدول سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وخاصة بعد تراجع المتحصلات الخارجية لهذه الدول واحتياجاتها من النقد الأجنبي. وقد تراوح الارتفاع المسجل في أسعار الفائدة ما بين 0.25 نقطة مئوية في الأردن، ونقطة مئوية واحدة في مصر، ونقطتين مئويتين في سورية.

ففي الأردن قام البنك المركزي خلال عام 2011 برفع أسعار الفائدة على أدوات سياسته النقدية بمقدار 25 نقطة أساس، وذلك بهدف احتواء الضغوط التضخمية والحفاظ على تنافسية الأوراق المالية بالدينار الأردني لتعزيز أركان الاستقرار النقدي والمساهمة في إعادة التوازن الداخلي والخارجي.

وفي مصر قام البنك المركزي بنهاية عام 2011 ولأول مرة منذ عام 2008 برفع أسعار فائدة الإيداع لليلة واحدة بنحو مائة نقطة ليصل إلى 9.25 نقطة ورفع سعر الإقراض لليلة واحدة وسعر اتفاقات إعادة الشراء بنحو 50 نقطة ليصل إلى 10.25 بالمائة و9.75 بالمائة على التوالي، إضافة إلى رفع سعر الخصم بنحو مائة نقطة مئوية ليصل إلى 9.50 بالمائة، في خطوة تستهدف زيادة قيمة الودائع بالجنيه المصري لتوفير السيولة اللازمة للبنوك وتعزيز قيمة العملة المحلية، إضافة إلى رغبة السلطات النقدية في تقييد السياسة النقدية بهدف خفض معدلات التضخم الشكل (2).

الشكل (2): قرارات لجنة السياسة النقدية - البنك المركزي المصري  
(سعر فائدة البنك المركزي للإقراض لليلة واحدة 2011-2004)



المصدر: بيزنس مونيتور.

(2) وذلك باستثناء سورية حيث لم يقم البنك المركزي برفع أسعار الفائدة الرسمية وإنما وجه البنوك التجارية إلى رفع أسعار فائدة الإيداع.

وفي سورية، تدخل البنك المركزي وألزم المصارف برفع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية بنقطين مؤبطين لتصل إلى ما يتراوح بين 9-11 بالمائة مقارنة بما يتراوح بين 7-9 في المائة مسبقاً بهدف جذب الودائع بالعملة المحلية كما قام برفع أسعار الفائدة على الودائع بالعملات الأجنبية في محاولة لتوفير النقد الأجنبي للحيلولة دون حدوث تراجع كبير في سعر صرف الليرة السورية.

أما فيما يتعلق ببعض الدول العربية الأخرى التي تتبنى نظاماً مرناً لأسعار الصرف، فقد قام البنك المركزي التونسي بخفض سعر الخصم من 4 بالمائة إلى 3.5 بالمائة بهدف حفز النمو الاقتصادي وتنشيط عمليات منح الائتمان وزيادة مستويات السيولة المحلية في أعقاب التراجع الكبير في المتحصلات من النقد الأجنبي خلال عام 2011. أما في المغرب فقد أبقى البنك المركزي على سعر الفائدة الرئيسي عند مستوى 3.25 في المائة على ضوء اتساق معدلات التضخم المسجلة مع توقعات معدلات التضخم على المدى الطويل، وتحرك مؤشر التضخم الأساسي في مستويات معتدلة لا تتعد 2 بالمائة والتوقعات بارتفاع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى ما يقرب من الخمسة بالمائة.

## السيولة المحلية والعوامل المؤثرة عليها

### السيولة المحلية

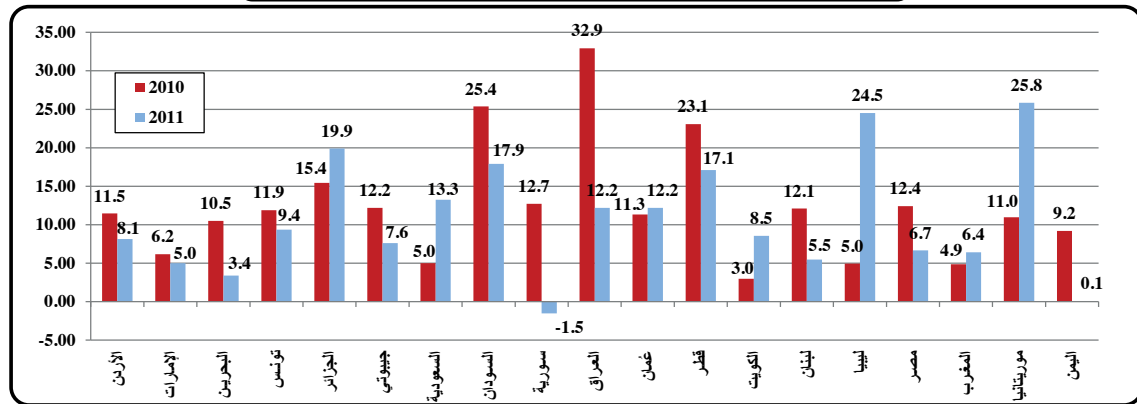
اتسمت السياسة النقدية المطبقة خلال عام 2011 بالتوسع الحذر حيث نمت السيولة المحلية بمعدلات أقل من تلك المسجلة في عام 2010 في معظم الدول العربية، فعلى مستوى الدول العربية كمجموعة، نمت السيولة بمعدل 11.10 بالمائة خلال عام 2011 بارتفاع طفيف مقارنة بمعدل النمو المسجل عام 2010 والبالغ 10.89 في المائة.

وقد نمت السيولة المحلية بمعدلات أقل من تلك المسجلة في عام 2010 في ثلاث عشرة دولة عربية، بما يعكس تراجع معدلات النشاط الاقتصادي، وتراجع معدلات نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص في بعض الدول العربية. وسجلت الإمارات أدنى تراجع في معدلات نمو السيولة المحلية بين الدول العربية مع انخفاض معدل نمو السيولة من 6.18 بالمائة عام 2010 إلى 5.01 بالمائة عام 2011، في حين سجلت العراق أعلى معدل تراجع في نمو السيولة مع انخفاض معدل نمو السيولة المحلية إلى 12.18 بالمائة عام 2011 مقارنة بنحو 32.93 بالمائة في عام 2010 في خطوة تعكس جهود السلطات النقدية لاحتواء الضغوط التضخمية الناتجة عن تسارع معدلات نمو السيولة المحلية خلال السنوات السابقة.

في المقابل نمت معدلات السيولة في سبع دول عربية بمعدلات أعلى من نظيرتها المسجلة عام 2010. وقد سجلت كل من موريتانيا وليبيا والسعودية أعلى معدلات لنمو السيولة بين الدول العربية، حيث سجلت ليبيا ارتفاعاً في معدل نمو السيولة المحلية من 4.96 بالمائة عام 2010 إلى 24.51 بالمائة عام 2011، بما يعكس الإجراءات التي اتخذها البنك المركزي لتعزيز السيولة خلال فترة عدم الاستقرار السياسي التي شهدتها البلاد، في حين ارتفع معدل نمو السيولة المحلية في موريتانيا من 10.97 بالمائة عام 2010 إلى 25.84 بالمائة عام 2011 بفعل الزيادة الكبيرة المسجلة في

صافي الأصول الأجنبية خلال العام. كذلك ارتفع معدل نمو السيولة المحلية في السعودية من 5 بالمائة عام 2010 إلى 13.25 بالمائة عام 2011، وهو ما يعزى إلى الزيادة المسجلة في صافي الأصول الأجنبية وارتفاع القروض والتسهيلات الائتمانية للقطاع الخاص نتيجة التوسع في عمليات منح الائتمان لتمويل المشروعات الجديدة في إطار حزم الإنفاق التوسعية التي تم إقرارها بالمملكة خلال عامي 2010 و2011، الملحق (1/7) والشكل (3).

الشكل (3) : تطور معدلات نمو السيولة المحلية (M2) في بعض الدول العربية 2010 و2011



بيانات السعودية تمثل M3.  
المصدر: الملحق (1/7).

ويلاحظ تباين اتجاهات السيولة المحلية بشكل كبير بين الدول العربية خلال العام. ففي الدول التي تتبنى نظاماً ثابتاً لأسعار الصرف مقابل الدولار أو سلة من العملات أو وحدات السحب الخاصة والتي تضم معظم الدول العربية المصدرة للنفط، فقد شهد عدد من هذه الدول فائضاً في مستويات السيولة نتيجة الزيادة الكبيرة في صافي الأصول الأجنبية، ولذا تدخلت البنوك المركزية لتلك الدول خلال العام لسحب السيولة الزائدة للحفاظ على الاستقرار النقدي.

ففي الكويت ارتفعت ودائع البنوك المحلية لأجل لدى بنك الكويت المركزي ارتفاعاً ملحوظاً بنسبة 38.9 في المائة لتصل إلى نحو 1908.5 مليون دينار كويتي في نهاية عام 2011، مقابل 1373.7 مليون دينار في نهاية عام 2010. كذلك ارتفعت قيمة مقتنيات البنوك المحلية من سندات البنك المركزي بنسبة 15.6 في المائة لتصل إلى نحو 1553 مليون دينار كويتي في نهاية عام 2011، مقابل 1344 مليون دينار في نهاية عام 2010. وفي عُمان قام البنك المركزي خلال عام 2011 برفع سعر الفائدة على شهادات إيداع البنك المركزي من 0.039 نقطة مئوية إلى 0.10 نقطة مئوية بهدف جذب البنوك لشراء شهادات الإيداع ومن ثم امتصاص السيولة المصرفية. وقد أدت هذه الخطوة إلى زيادة حجم حيازة البنوك من شهادات الإيداع بنسبة 70 بالمائة. وفي العراق، استخدم البنك المركزي، نافذة تسهيلات الإيداع القائمة لمدة سبعة أيام لامتناس فائض السيولة في السوق بفائدة بلغت 4 بالمائة. وسجل رصيد تسهيلات الإيداع نمواً بنسبة 37 بالمائة خلال الربع الثالث من العام، فيما لم يتقدم أي من المصارف الحكومية أو الخاصة بطلبات للحصول على تسهيلات للإقراض من البنك المركزي نتيجة توفر السيولة في القطاع المصرفي. واستمر البنك خلال العام في استخدام عمليات السوق المفتوحة لامتناس فائض السيولة.



وعلى النقيض مما سبق، عانت مجموعة الدول العربية التي شهدت تحولات سياسية، والتي يتبنى بعضها نظاماً مرنة لأسعار الصرف (مصر، وتونس، واليمن) ويتبنى بعضها الآخر نظاماً ثابتة لأسعار الصرف مقابل وحدات حقوق السحب الخاصة (سورية وليبيا) أزمات تتعلق بنقص السيولة خلال العام نتيجة عجز الموارد الداخلية والخارجية (العجز الثنائي). وتدخلت البنوك المركزية لتلك الدول لضخ السيولة بشكل منتظم لمواجهة الزيادة في مستويات الطلب على النقد الأجنبي ومنع انهيار العملات المحلية، الإطار رقم (2).

## الإطار (2)

### دول "التحولات السياسية" تواجه ضغوط نقص السيولة المحلية خلال عام 2011

تعرضت مجموعة الدول العربية التي شهدت تحولات سياسية خلال عام 2011 لضغوط حادة على صعيد السياسة النقدية حيث عانت من مشاكل تتعلق بنقص السيولة على خلفية ظروف عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي التي شهدتها، واتجاه الأفراد لسحب الودائع المصرفية. وإزاء هذه التطورات تدخلت البنوك المركزية بعدد من الآليات التي استهدفت ضخ السيولة في الأسواق وتعزيز الثقة في الجهاز المصرفي.

ففي تونس، اتجه البنك المركزي التونسي خلال العام وعلى ضوء تراجع معدلات النشاط الاقتصادي والمتحصلات من النقد الأجنبي نتيجة ظروف عدم الاستقرار السياسي التي شهدتها البلاد وتأثر النشاط الاقتصادي سلباً بتباطؤ معدلات النمو في دول الاتحاد الأوروبي إلى خفض الاحتياطي الإلزامي أكثر من مرة لينخفض من 4.5 بالمائة إلى نحو 2 بالمائة. كذلك اعتمد البنك المركزي خلال العام عدة تدابير لتعويض نقص السيولة المصرفية، حيث تدخل البنك المركزي بمعدل وسطي لضخ السيولة في السوق بلغ نحو 3.17 مليون و3.6 مليون دينار تونسي يومياً خلال الربعين الثاني والثالث من عام 2011 على التوالي، وقام بخفض أسعار الفائدة لحث البنوك على منح الائتمان.

وفي مصر، وعلى ضوء التطورات السياسية التي شهدتها البلاد والتي انعكست على موقف السيولة المتاحة بالبنوك قرر البنك المركزي بدايةً من الربع الأول من عام 2011 البدء في إجراءات إعادة شراء Repo بشكل منتظم ضمن الإطار التشغيلي للسياسة النقدية لتوفير السيولة اللازمة للوحدات المصرفية التي تواجه ضغوطاً في موقف السيولة. وقام بزيادة كميات النقد المصدر لمواجهة عمليات السحب من ودائع العملاء خلال فترة عدم الاستقرار.

من جهته، قام مصرف سورية المركزي، ومع اتجاه الأفراد إلى سحب الودائع من البنوك وزيادة مستويات الطلب على العملات الأجنبية واكتنازها في البيوت إلى خفض الاحتياطي الإلزامي على الودائع من 10 بالمائة إلى 5 بالمائة بهدف مواجهة عملية السحب من الودائع وتعزيز مستويات السيولة المصرفية. وفي ليبيا تأثرت أوضاع السيولة المحلية بشكل سلبي بتراجع إيرادات الصادرات النفطية وعمليات السحب الكبير من الأرصدة وتدفق رؤوس الأموال للخارج وعدم تمكن البنك المركزي من سحب من أرصدة الاحتياطي التي تم تجميدها. ومن ثم فقد لجأ البنك إلى الاستعانة ببعض الأرصدة النقدية المتاحة لديه لضخ كميات كبيرة من السيولة لتلبية متطلبات السوق.

وفي اليمن، شهدت البنوك أزمة في السيولة خلال الأشهر الأولى لاندلاع ظروف عدم الاستقرار السياسي تمثلت في تعرض البنوك لسحوبات واسعة النطاق من المودعين جراء تخوفهم من تبعات ظروف عدم الاستقرار السياسي. وقد دعت هذه الظروف البنك المركزي إلى التدخل، وضخ السيولة في السوق لمواجهة السحوبات سواء بالريال اليمني أو بالعملات الصعبة، وخفض الاحتياطي الإلزامي على الودائع بالعملة الأجنبية من 20 إلى 10 في المائة والسحب من الاحتياطيات لتعزيز السيولة، الأمر الذي عمل على وقف عمليات سحب الودائع، وساهم في دعم السيولة.

### مكونات السيولة المحلية

تشير البيانات المتعلقة بمكونات السيولة المحلية بالنسبة للدول العربية كمجموعة خلال عام 2011 إلى ارتفاع الأهمية النسبية لكتلة النقود (العملة المتداولة ووسائل الدفع الجارية) بنحو 2.17 نقطة مئوية لتمثل نحو 48.40 بالمائة من إجمالي السيولة المحلية مقابل تراجع الأهمية النسبية لكتلة أشباه النقود (الودائع غير الجارية، والودائع الآجلة والودائع بالعملة الأجنبية) من 53.77 بالمائة إلى 51.93 بالمائة. وعلى مستوى الدول العربية فرادى يلاحظ استمرار ارتفاع الأهمية النسبية الكبيرة لكتلة أشباه النقود في بعض الدول العربية التي تتسم بتطور القطاع المالي وتطور وسائل الدفع مثل لبنان والكويت ومصر وقطر والأردن وعمان والإمارات والبحرين حيث تساهم أشباه النقود بنسبة تفوق 65 بالمائة من مكونات السيولة المحلية في تلك الدول.

من جانب آخر، انعكست ظروف عدم الاستقرار في بعض الدول العربية على تراجع الأهمية النسبية لكتلة أشباه النقود بشكل ملحوظ في بعض الدول التي شهدت ظروف عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي خلال العام مع اتجاه الأفراد إلى تسهيل جزء من الودائع المصرفية والاحتفاظ بأرصدة سائلة تحسباً لأية ظروف طارئة. فعلى سبيل المثال تراجع الأهمية النسبية لكتلة أشباه النقود في اليمن من 65.32 بالمائة في عام 2010 إلى 56.22 في عام 2011 في حين تراجعت أهميتها النسبية في تونس من 63.34 بالمائة في عام 2010 إلى 59.66 بالمائة في عام 2011، الملحق (2/7).

وقد لوحظ بشكل عام ارتفاع الأهمية النسبية لكتلة النقود مقارنة بكتلة أشباه النقود في معظم الدول العربية حيث زادت أهميتها النسبية بنسب تراوحت ما بين 0.07 نقطة مئوية في لبنان و9.10 نقطة مئوية في اليمن، في حين استقرت الأهمية النسبية لكتلة النقود في دولة عربية واحدة وهي جيبوتي. في المقابل ارتفعت الأهمية النسبية لكتلة أشباه النقود في دولة عربية واحدة وهي عمان مع زيادة أهميتها النسبية بنحو 1.64 نقطة مئوية خلال العام.

### العوامل المؤثرة في السيولة المحلية

**صافي الموجودات الأجنبية،** سجل صافي الأصول الأجنبية ارتفاعاً خلال عام 2011 في تسع دول عربية تمثلت معظمها في الدول العربية المصدر للنفط متأثراً بالارتفاع المسجل في الأسعار العالمية للنفط خلال العام، وهو ما انعكس على تحقيق غالبية هذه الدول لفوائض في ميزان المدفوعات الكلي، مما أدى إلى ارتفاع مساهمة صافي الموجودات الأجنبية كمصدر للتوسع في السيولة المحلية في الدول العربية كمجموعة من 7.3 بالمائة في عام 2010 إلى 10.3 بالمائة في عام 2011.

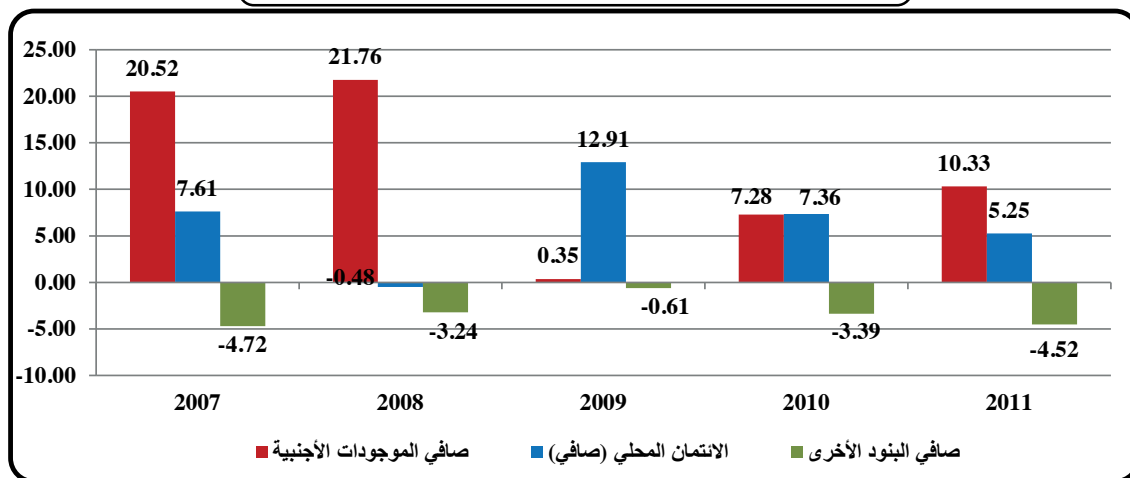
وقد انعكست الزيادة المسجلة في صافي الأصول الأجنبية بشكل كبير على معدلات نمو السيولة المحلية في عدد من الدول العربية. وقد سجلت موريتانيا أعلى ارتفاع في صافي الأصول الأجنبية خلال العام بنسبة 679.60 بالمائة نتيجة تحسن الوضع الخارجي بشكل ملحوظ نتيجة تدفقات المساعدات الخارجية وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للاستثمار في قطاع الصناعات الاستخراجية وهو ما ساهم في زيادة معدل نمو السيولة المحلية خلال العام ليصل إلى 26 بالمائة. كذلك ساهم ارتفاع معدل نمو صافي الأصول الأجنبية في السعودية والكويت بنسبة 22.31 بالمائة و20.23 بالمائة على

التوالي في زيادة معدلات نمو السيولة المحلية. في المقابل سجلت قطر أعلى معدل تراجع في صافي الأصول الأجنبية حيث انخفض بنسبة 72.49 بالمائة خلال العام نتيجة التطورات المشار إليها في الإطار رقم (1)، وهو ما عمل على تراجع معدلات نمو السيولة المحلية من 23 في المائة في عام 2010 إلى 17 في المائة في عام 2011، الملحق (3/7).

**صافي الائتمان المحلي**، تراجعت مساهمة صافي الائتمان المحلي كمصدر للتوسع في السيولة في الدول العربية كمجموعة من 7.4 بالمائة عام 2010 إلى 5.3 بالمائة عام 2011 وذلك في ظل تراجع مساهمة معدلات نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص في بعض الدول العربية نتيجة السياسات الائتمانية المتحفظة لعدد من البنوك العربية وحرصها على تقوية قواعدها الرأسمالية وتعزيز قدرتها على مواجهة المخاطر وانخفاض معدلات الطلب على الائتمان الخاص. في المقابل خفف النمو المحقق في صافي الائتمان الممنوح للحكومة في عدد من الدول العربية من أثر تراجع معدلات نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص على صافي الائتمان المحلي في تلك الدول. حيث شهدت بعض الدول العربية زيادة كبيرة في معدلات الائتمان الممنوح للحكومة سواءً لتوفير الموارد اللازمة للوفاء بمتطلبات زيادة الإنفاق العام لتحقيق الاستقرار السياسي والاقتصادي (دول التحولات السياسية)، أو لتمويل بعض مشروعات الشركات التابعة للقطاع الحكومي أو هيكله جانباً من مديونياتها.

وعلى مستوى الدول العربية فرادى، فقد تراجع الأثر التوسعي لصافي الائتمان المحلي في تسع دول عربية (البحرين وتونس وجيبوتي والسودان وسورية وعمان والكويت ولبنان وموريتانيا). في حين زاد الأثر التوسعي لصافي الائتمان المحلي في سبع دول أخرى (الأردن والإمارات والجزائر وقطر ومصر والمغرب واليمن). وتصدرت قطر هذه الدول العربية من حيث الزيادة الكبيرة المسجلة في الأثر التوسعي لصافي الائتمان المحلي والذي ارتفعت مساهمته في التغيير في السيولة المحلية من 25.9 بالمائة عام 2010 إلى 45.1 بالمائة نتيجة ارتفاع إجمالي القروض والتسهيلات الائتمانية بنسبة 44 بالمائة خلال العام لتمويل الاستثمارات اللازمة لتنفيذ بعض مشروعات البنية الأساسية في القطاعين النفطي وغير النفطي، الملحق (4/7) والشكل (4).

الشكل (4): مساهمة العوامل المؤثرة على التغيير في السيولة المحلية (نقطة مئوية) 2011-2007



المصدر: الملحق رقم (4/7).

في المقابل تحول الأثر التوسعي لصادفي الائتمان المحلي إلى أثر انكماشى في السعودية بشكل أساسي نتيجة لتراجع صافي الائتمان المحلي الموجه للحكومة مع الزيادات الكبيرة المسجلة في الودائع الحكومية نتيجة الفوائض النفطية. في حين تحول الأثر الانكماشى لصادفي الائتمان المحلي إلى أثر توسعي في ليبيا نتيجة زيادة الائتمان الموجه للحكومة وذلك لتعويض الأثر الانكماشى في السيولة الناتج عن تراجع الائتمان الممنوح للقطاع الخاص.

**صافي البنود الأخرى**، استمرت الآثار الانكماشية لهذا البند في غالبية الدول العربية خلال عام 2011 باستثناء جيبوتي ولبنان والعراق، والتي كان لصادفي تحركات هذا البند آثاراً توسعية على السيولة المحلية. وتجدر الإشارة إلى أن هذا البند يتضمن جميع العناصر في ميزانية السلطات النقدية والميزانية الموحدة للمصارف التجاري التي يتم تناولها ضمن البنود المتعلقة بالأصول والخصوم الأجنبية والائتمان المحلي والإجماليات النقدية. ويشمل ذلك رأس المال والاحتياطيات، بما في ذلك المقابل لتخصيصات حقوق السحب الخاصة، والأصول الثابتة والأصول والخصوم الأخرى غير المصنفة والحسابات المعقفة والحسابات تحت التسوية وكذلك تعديلات التقييم.

### التطورات المصرفية

كان أداء القطاع المصرفي العربي عن عام 2011 متفاوتاً نسبياً. فمن جانب تأثرت بعض المصارف العربية من تداعيات الأحداث التي شهدتها بعض الدول العربية وخاصة لدى تلك الدول التي عرفت اضطرابات فيها. كما تأثرت المصارف العربية أيضاً بتداعيات أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو وانعكاساتها على القطاع المصرفي، وإن كان ذلك بشكل محدود طال تلك المصارف العربية ذات الإنكشافات الكبيرة نسبياً على القطاع المصرفي الأوروبي. إلا أن ما عوض عنه، متانة القواعد الرأسمالية لأغلب هذه المصارف العربية مما قلل من الآثار السلبية لهذه التداعيات، الإطار رقم (3).

وبالرغم من ذلك فإن المؤشرات المجمع للقطاع المصرفي العربي عن عام 2011، كانت أفضل نسبياً من مثيلاتها عن العام السابق. فقد ارتفعت التسهيلات الائتمانية المقدمة للقطاع الخاص بالمقارنة كما كانت عليه من العام السابق، وإن كانت نسبة النمو في هذه التسهيلات لا تزال أقل من نسبة النمو المسجلة للتمويل المقدم للقطاع العام، وهو الأمر الذي برز منذ الأزمة المالية العالمية. كذلك واصلت الودائع هذا العام نموها النسبي. كما تحسنت مؤشرات الربحية لدى معظم المصارف العربية وذلك على الرغم من ارتفاع مخصصات القروض المتعثرة لدى العديد منها، باستثناء تلك المصارف التي عرفت دولها اضطرابات خلال العام. وفي المقابل، واصلت الخصوم الأجنبية للمصارف العربية تراجعها خلال عام 2011 عاكسة تواصل انكماش نشاط المصارف العالمية في الدول النامية ومنها الدول العربية وهو الأمر الملاحظ منذ بداية الأزمة المالية العالمية وتعزز بشكل واضح خلال عام 2011.

وينبغي الإشارة إلى أن هذا التحسن النسبي في نسب الودائع والائتمان والربحية خلال عام 2011 بالمقارنة مع العام السابق 2010، إلا أن هذه المؤشرات لا تزال بعيدة عن النسب المحققة خلال سنوات ما قبل الأزمة المالية العالمية.

وكما تجدر الإشارة إلى أن التحسن النسبي في المؤشرات المجمعّة للمصارف العربية خلال عام 2011، يعود بوجه خاص إلى التحسن في أداء مصارف دول مجلس التعاون الخليجي وتحديدًا قطر والسعودية وعمان وبعض مصارف الإمارات، بالإضافة إلى الأردن ولبنان. فقد استفادت المصارف في دول مجلس التعاون الخليجي من زيادة الإنفاق الحكومي، وتوسع المشروعات الاستثمارية، وتحسن مستويات الدخل المتاح للإنفاق في عدد منها.

ومن جانب آخر، واصلت السلطات الإشرافية الرقابية في الدول العربية خلال عام 2011 جهودها الرامية للإستعداد لتطبيق معايير الرقابة الدولية الجديدة وزيادة مستويات قدرة القطاعات المصرفية العربية على مقاومة الصدمات. كذلك بذلت المصارف المركزية العربية جهوداً لدعم الاستقرار المالي خلال هذا العام.

وبالإضافة إلى ذلك، حظي عام 2011 باهتمام السلطات بمسائل تحسين فرص الوصول إلى التمويل والخدمات المالية والمصرفية، وهو الأمر الذي أكدت الأحداث والتطورات الأخيرة على أهميته في معالجة مشاكل البطالة وتحسين شمولية النمو الاقتصادي لجميع فئات المجتمع. وقد انعكس ذلك باهتمام ملحوظ على صعيد مواصلة تطوير البنية التحتية للقطاع المصرفي وتحديدًا نظم الاستعلام الائتماني ونظم الإقراض المضمون ونظم حقوق الدائنين، بالإضافة إلى نظم الدفع والتسوية.

### الإطار (3)

#### الانعكاسات المصرفية لأزمة الديون السيادية الأوروبية على القطاع المصرفي العربي

تأثرت الأوضاع المصرفية العالمية خلال عام 2011 بتداعيات أزمة الديون السيادية الأوروبية والتي امتد تأثيرها خارج منطقة اليورو ليشمل القطاعات المصرفية في العديد من الدول المتقدمة والنامية. وقد تأثرت البنوك الأوروبية بشكل حاد بهذه الأزمة، وهو ما انعكس في تدهور محفظة الأصول لديها، وتراجع مستويات السيولة وعمليات منح الائتمان، مما أثر على قدرة البنوك الأوروبية على الحصول على الموارد الإقراضية وخاصة مع اتجاه المودعين إلى سحب الودائع في العديد من دول منطقة اليورو. وقد نتج عن هذه التطورات تراجع أسعار الأصول المصرفية المصدرة باليورو مقابل الأصول المصرفية المصدرة بالعملة الأخرى، وتوقف عدد من البنوك الأمريكية عن التعامل في سوق النقد بدول منطقة اليورو، بما أدى إلى ارتفاع أسعار فائدة الإقراض قصير الأجل بشكل ملحوظ لتصل إلى أعلى مستوياتها المسجلة في عام 2008 وارتفاع هامش عمليات مبادلة مخاطر العملات الأجنبية. كما اضطرت البنوك الأوروبية على ضوء ارتفاع تكلفة التمويل إلى تنفيذ عمليات واسعة لتخفيض الديون (Deleveraging) للوفاء بمتطلبات رأس المال الجديدة التي ألزمت بها البنوك الأوروبية من خلال دعم القواعد الرأسمالية عن طريق إصدار أسهم قابلة للتحويل وتحويل جزء من الأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال، والاتجاه إلى بيع كميات كبيرة من الأصول وخاصة فيما يتعلق بالأصول مرتفعة المخاطر.

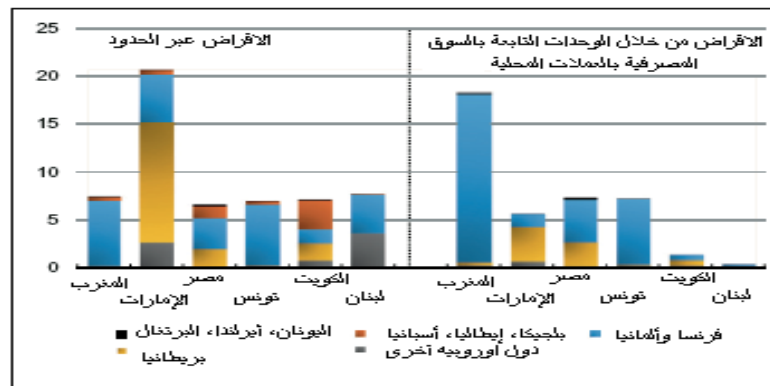
وقد ساهم إقرار البنك المركزي الأوروبي للتسهيل التمويلي متوسط الأجل الأول في نهاية عام 2011 بقيمة 489 مليار يورو لتعزيز السيولة المصرفية في البنوك الأوروبية بفائدة منخفضة للغاية وبضمانات أقل صرامة من تلك التي اعتادت البنوك المركزية الأوروبية قبولها من قبل الأزمة، في تحسن أوضاع البنوك الأوروبية بشكل ملحوظ. فقد ساعد هذا التسهيل على توفير الموارد الإقراضية للعديد من البنوك الأوروبية وعمل على خفض تكلفة التمويل وساهم في عودة المستثمرين لأسواق الدين طويلة الأجل وزاد من مستويات تعاملات البنوك الأمريكية في أسواق النقد الأوروبية.

هذا، وقد مثل اتجاه البنوك الأوروبية بشكل عام نحو خفض الائتمان عبر الحدود وإلى بيع جانباً من أصولها خارج منطقة اليورو القناة التي تم من خلالها انتقال أثر أزمة الديون السيادية الأوروبية إلى عدد كبير من القطاعات المصرفية عبر العالم والتي تأثرت إضافة لذلك بتراجع معدلات النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة وتراجع معدلات التبادل التجاري. فوفقاً لبيانات بنك التسويات الدولية تراجع معدل نمو الائتمان الممنوح عبر الحدود إلى 1.9 بالمائة فقط خلال الربع الثالث من عام 2011 (بما يمثل أدنى مستوى له منذ الربع الرابع من عام 2009). وجاءت هذه الزيادة المحدودة كمحصلة لزيادة عمليات الائتمان ما بين البنوك بنسبة 4.2 بالمائة وتراجع الائتمان الممنوح عبر الحدود للقطاعات غير المصرفية بالاقتران مع الارتفاع والنامية بما في ذلك الدول العربية. كما تأثرت كذلك القروض المصرفية المجمعة التي تشارك فيها المصارف الأوروبية في المنطقة العربية.

وقد عملت هذه الأزمة على تقييد مستويات التدفقات الرأسمالية إلى الدول العربية، وخاصة تلك التي لم تتعافي بعد من تأثير الأزمة المالية العالمية. ويتباين بشكل كبير التأثير المتوقع لأزمة الديون السيادية الأوروبية على قطاع المصارف العربية وفقاً لعدد من العوامل. فمن المتوقع أن تتأثر الدول العربية المستوردة للنفط بشكل أكبر من هذه الأزمة مقارنة بالدول العربية المصدرة للنفط، نظراً لاعتماد حكومات هذه الدول على سوق الائتمان المحلي في تمويل عجوزات الموازنة وخاصة في مصر والمغرب وسوريا، وهو ما يتوقع على ضوءه تأثر مستويات الائتمان الممنوح للقطاع الخاص في ظل الانكماش المتوقع للتدفقات الرأسمالية العالمية الناتج عن أزمة الديون السيادية الأوروبية.

من جانب آخر، من المتوقع أن تتأثر قطاعات المصارف العربية ذات مستويات الانكشاف الأكبر على البنوك الأوروبية بتلك الأزمة (سواء من خلال التواجد المصرفي لفروع هذه البنوك بأسواق هذه الدول أو من خلال تراجع مستويات الائتمان الممنوح عبر الحدود إليها). فهناك تواجد قوي للفروع المصرفية التابعة لبعض المصارف الأوروبية في كل من المغرب وتونس ومصر والإمارات. فعلى سبيل المثال تُمثل نسبة تعاملات فروع المصارف الأوروبية العاملة في المغرب نحو 17 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي. من جهة أخرى تمثل عمليات الائتمان عبر الحدود ما يتراوح بين 5-7 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي لبعض الدول العربية، فيما تصل في بعض الدول العربية مثل الإمارات إلى نحو 20 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي. وعلى الرغم من انكشاف بعض الدول العربية على المصارف الأوروبية، إلا أن الجزء الأكبر من التواجد المصرفي و القروض المستحقة على الدول العربية لبنوك أوروبية هي لبنوك الدول التي لم تتأثر كثيراً بأزمة الديون السيادية مثل بريطانيا، فرنسا وألمانيا وهو ما يقلل من مخاطر التداعيات المحتملة للأزمة على قطاع المصارف في معظم الدول العربية.

الشكل (1)  
تواجد البنوك الأوروبية ببعض الدول العربية (نسبة من الناتج المحلي الإجمالي)  
مارس 2011



المصدر: لجنة التسويات الدولية، تقديرات صندوق النقد الدولي.

## تطور الودائع المصرفية

شهدت الودائع المصرفية للدول العربية كمجموعة، نمواً خلال عام 2011 وبنسبة تزيد عن تلك المحققة في العام السابق. وتظهر البيانات من واقع الميزانيات المجمعة للمصارف التجارية العربية، ارتفاع إجمالي الودائع المصرفية لدى المصارف العربية المقومة بالدولار بنسبة 7.7 في المائة لتصل إلى حوالي 1460 مليار دولار في نهاية عام 2011، مقارنة مع نسبة نمو بلغت نحو 6.8 في المائة خلال العام الماضي. ويلاحظ في هذا الصدد، ارتفاع نسب نمو الودائع في أغلب الدول النفطية مع التوسعات الاستثمارية والزيادات في الأجور والمعاشات والإعانات. وفي المقابل، هناك تراجع في هذه النسب لدى الدول غير النفطية وخاصة تلك الدول التي تعرضت لظروف عدم الاستقرار.

هذا وقد ارتفعت الودائع المصرفية (بالعملات المحلية) لدى المصارف في كل الدول العربية باستثناء اليمن وسورية وجيبوتي، والتي شهدت فيها هذه الودائع تراجعاً بنسب 11.2 في المائة و 7.4 في المائة و 5.3 في المائة على التوالي. في المقابل سجل حجم الودائع المصرفية بالعملات المحلية أعلى ارتفاع في قطر وموريتانيا حيث ارتفعت بنسبة 24.1 في كل منهما. كما سجلت تلك الودائع نمواً في مصارف كل من عمان والجزائر والسعودية وليبيا بنسب 16.2 و 12.1 و 10.2 في المائة على الترتيب. وفي المقابل، سجلت المصارف في كل من الأردن والإمارات والبحرين وتونس والسودان والكويت ولبنان ومصر والمغرب معدلات نمو في الودائع المصرفية (بالعملات المحلية) بنسب أقل من 10 في المائة في عام 2011، الملحق (6/7).

وبخصوص الأهمية النسبية للودائع المصرفية، فقد استأثرت الودائع (والمقومة بالدولار) لدى المصارف التجارية في السعودية بأعلى حصة من إجمالي الودائع المصرفية لدى المصارف العربية المقومة بالدولار في نهاية عام 2011، حيث بلغت قيمتها نحو 294.3 مليار دولار شكلت حوالي 20 في المائة من إجمالي الودائع المصرفية العربية، تلتها مصارف الإمارات بنحو 17.8 في المائة، ثم مصارف مصر بنحو 11.12 في المائة.

وعلى صعيد أهمية إجمالي الودائع المصرفية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية كمجموعة، فإنه وبالنظر لكون معدل نمو الودائع جاء أقل من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لمجموع الدول العربية بالأسعار الجارية خلال عام 2011، فقد انخفضت أهمية الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي، لتصل في نهاية العام إلى نحو 62 في المائة. وعلى صعيد الدول العربية فرادى، تظهر البيانات أن نسبة الودائع المصرفية مقومة بالعملة المحلية ومنسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بالعملة المحلية، لا تزال أعلاها في لبنان عند 241 في المائة، وكانت مرتفعة لدى كل من ليبيا والأردن لتبلغ نحو 136 في المائة و 106 في المائة على التوالي. كما تجاوزت 50 في المائة لدى البحرين والمغرب وجيبوتي والإمارات ومصر والكويت وتونس وقطر. وفي المقابل، بلغت هذه النسبة أدناها لدى كل من السودان وموريتانيا واليمن، حيث تراوحت بين قرابة 15 في المائة و 23 في المائة.

هذا، وقد كانت نسبة نمو الودائع للقطاع الخاص في الدول العربية كمجموعة، قريبة من معدل نمو الودائع الإجمالية، حيث أظهرت البيانات ارتفاعها بنحو 8.0 في المائة ليصل إجمالي هذه الودائع إلى نحو 1323.2 مليار دولار في نهاية عام 2011 مقارنة مع 1225.3 مليار دولار في نهاية العام السابق. وقد ارتفعت قيمة الودائع الادخارية والأجلة بنحو 3.6 في المائة خلال عام 2011 لتصل إلى ما قيمته 837.2 مليار دولار. فيما ارتفعت الودائع الجارية بنحو 16.4 في المائة خلال 2011 لتصل إلى ما قيمته 486 مليار دولار، الجدول رقم (1).

الجدول رقم (1)  
تطور الودائع لدى المصارف العربية  
لعامي 2010 و2011

(مليون دولار)					
السنة	الودائع الادخارية والأجلة للقطاع الخاص	الودائع الجارية للقطاع الخاص	الودائع الإجمالية للقطاع الخاص	الودائع الإجمالية	الودائع الإجمالية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)
2010	808,011	417,377	1,225,388	1,355,274	68
2011	837,401	486,019	1,323,420	1,459,539	62
نسبة التغير (%)	3.6	16.4	8.0	7.7	

المصدر: الملحق (6/7).

## النشاط الإقراضي

شهد النشاط الإقراضي للمصارف العربية بعض التحسن خلال عام 2011، وهو الأمر الذي كان قد بدأه العام السابق. فقد بلغ الرصيد القائم للتسهيلات الائتمانية للمصارف العربية كمجموعة بنهاية العام 2011 نحو 1,392 مليار دولار، محققاً نمواً بلغت نسبته نحو 10.4 في المائة مقارنة مع نسبة نمو 7.4 في المائة عن عام 2010. إلا أن نسبة النمو هذه لا تزال أقل من النسب ما قبل الأزمة، والتي وصلت ذروتها خلال عام 2008 بنحو 29 في المائة. ويعزى ذلك إلى استمرار المصارف في تحفظها في منح الائتمان في العديد من الدول في ضوء تشديد القواعد الاحترازية والحاجة لتعزيز مستويات السيولة ورأس المال، بالإضافة إلى تراجع مستويات الطلب على الائتمان الخاص، الملحق (7/7).

هذا، وقد شهد رصيد التسهيلات الائتمانية المقدمة من قبل المصارف (بالعملات المحلية) نمواً في جميع الدول العربية خلال عام 2011، باستثناء اليمن وليبيا. وسجلت قطر أعلى نسبة ارتفاع في التسهيلات الائتمانية بنسبة 44.0 في المائة بين الدول العربية. كما ارتفع هذا الرصيد في كل من العراق وعمان ومصر والجزائر والأردن بنسب 39.4 و20.1 و16.8 و16.5 و15.5 في المائة على التوالي. وارتفع أيضاً في تونس والسودان والمغرب والبحرين بنسب تراوحت بين 10.0 و15.0 في المائة. وفي المقابل، شهد هذا الرصيد ارتفاعاً بنسبة تقل عن 10 في المائة في كل من الإمارات والسعودية والكويت وسورية ولبنان وجيبوتي وموريتانيا. وبمقارنة هذا النمو في التسهيلات الائتمانية مع مثيله المسجل



العام الماضي يتضح ارتفاع معدلات نمو التسهيلات الائتمانية في 9 دول عربية مقارنة بعام 2010. في حين سجلت معدلات نمو التسهيلات الائتمانية تراجعاً مقارنة بالمستويات المسجلة العام الماضي في 11 دولة عربية أخرى وتحديداً تلك الدول التي عانت من اضطرابات خلال العام.

ومن الملاحظ وللعام الثالث على التوالي، أن نسبة النمو في الائتمان المقدم من قبل المصارف العربية للقطاع الخاص كانت بالمحصلة أقل من نسبة نمو الائتمان المصرفي للقطاع العام. مما يعكس بشكل واضح تأثير القيود والقرارات الصادرة من قبل السلطات النقدية العربية في ضبط التوسع لهذا الائتمان من جهة، وتوجه البنوك للإقراض قليل المخاطر من جهة أخرى من خلال إقراض الحكومة وشركات القطاع العام، على ضوء تزايد احتياجات هذا القطاع. حيث تشير البيانات إلى أن رصيد إجمالي القروض والتسهيلات المقدمة للقطاع الخاص من قبل المصارف العربية، قد ارتفع بنسبة 8.7 في المائة خلال عام 2011، ليصل إلى نحو 991 مليار دولار في نهايته، وقد شكل ما نسبته 71 في المائة من إجمالي رصيد القروض والتسهيلات المقدمة من قبل المصارف العربية، في حين ارتفع رصيد إجمالي القروض والتسهيلات للقطاع العام بنسبة 14.9 في المائة ليصل إلى نحو 401 مليار دولار في نهاية العام نفسه، أي ما نسبته 29 في المائة من إجمالي رصيد القروض والتسهيلات المقدمة للاقتصادات العربية، الملحق (8/7) والجدول رقم (2).

الجدول رقم (2)  
القروض والتسهيلات الائتمانية المقدمة من قبل المصارف التجارية العربية  
لعامي 2010 و 2011

السنة	رصيد إجمالي الائتمان المقدم للاقتصادات العربية	رصيد إجمالي الائتمان المقدم للقطاع العام	رصيد إجمالي الائتمان المقدم للقطاع الخاص	نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان (%)	نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص إلى إجمالي الودائع (%)	نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)
2010	1,260,619	349,068	911,551	72	67	45
2011	1,391,995	400,988	991,007	71	68	42
نسبة التغير (%)	10.4	14.9	8.7			

المصدر: الملحقان (7/7) و(8/7).

ومن جانب آخر، يظهر الاستقرار في الإقراض المصرفي للقطاع الخاص من خلال تقارب نسبة الائتمان المقدم لهذا القطاع إلى إجمالي الودائع خلال العامين 2010 و 2011، (67 في المائة و68 في المائة على التوالي). ويرجع ذلك إلى أن نسبة النمو في الائتمان المقدم للقطاع الخاص خلال عام 2011، كانت قريبة نسبياً من نسبة النمو في إجمالي الودائع. وبسبب التحسن في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية لمجموع الدول العربية والذي فاق معدل النمو المحقق للائتمان المقدم للقطاع الخاص لعام 2011، انخفضت نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية كمجموعة، حيث بلغت هذه النسبة نحو 42 في المائة في نهاية عام 2011.

## القواعد الرأسمالية

تواصل تحسن القواعد الرأسمالية للمصارف العربية خلال عام 2011. ويعكس ذلك، اهتمام السلطات النقدية والمصارف نفسها على تدعيم رؤوس أموالها بشكل دائم. ومع ذلك تظهر البيانات أن ارتفاع إجمالي القاعدة الرأسمالية للمصارف العربية بنهاية عام 2011 جاء بنسبة نقل عن نسب الارتفاع المحققة خلال عامي 2010 و 2009. حيث بلغت نسبة الارتفاع نحو 6.9 في المائة مقارنة مع 9.7 في المائة خلال عام 2010 و 22.8 في المائة للعام 2009. حيث وصل هذا الإجمالي إلى حوالي 270 مليار دولار في نهاية عام 2011. وقد ارتفعت القاعدة الرأسمالية لكافة المصارف التجارية العربية باستثناء مصارف كل من مصر وليبيا وعمان. وقد سجلت المصارف في كل من جيبوتي وقطر والعراق أعلى معدل زيادة بنسبة 47.6 و 39.7 و 32.7 في المائة على التوالي. تلتها المصارف في كل من لبنان و موريتانيا والسودان بنسبة زيادة بلغت 16.3 و 18.7 و 20.8 في المائة على التوالي. وقلت هذه النسبة عن 10 في المائة في كل من الأردن والإمارات وتونس والبحرين والمغرب والكويت واليمن والسعودية وسورية، الملحق (9/7).

وبخصوص الأهمية النسبية، لا تزال حصة القاعدة الرأسمالية مقومة بالدولار لدى المصارف في الإمارات هي الأكبر في إجمالي القواعد الرأسمالية لدى المصارف العربية، حيث بلغ حجمها نحو 76.5 مليار دولار وشكلت نحو 28.24 في المائة من إجمالي القواعد الرأسمالية للمصارف العربية، تلتها مصارف السعودية بنحو 18.7 في المائة، ثم مصارف قطر ومصر بحوالي 9.0 في المائة لكل منهما. وتشكل القواعد الرأسمالية لمصارف الإمارات والسعودية ومصر والكويت وقطر كمجموعة نحو 73 في المائة من إجمالي رساميل المصارف التجارية العربية.

## مؤشرات السلامة المصرفية

شهدت معدلات كفاية رأس المال في غالبية الدول العربية في العام 2011، استقراراً نسبياً مقارنة بمستوياتها المسجلة في العام الماضي والتي لا تزال أعلى من الحدود الدنيا المطلوبة وفقاً لمقررات بازل. فقد تراوحت نسب كفاية رأس المال في مصارف الدول العربية التي توافرت لها بيانات عن عام 2011 ما بين 10.0 في المائة في موريتانيا و 25.8 في المائة في اليمن.

وفيما يتعلق بنسبة القروض غير المنتظمة (المتعثرة) إلى إجمالي القروض، شهدت هذه النسبة أيضاً استقراراً بصورة عامة في العام 2011، بعد أن سجلت ارتفاعات ملموسة خلال العام 2009 على اثر الأزمة المالية. حيث بلغت هذه النسبة أدنى مستوى لدى المصارف القطرية والسعودية والبحرينية بنسب 2.0 و 3.0 و 4.0 في المائة على التوالي، بينما سجلت أعلى نسبة لدى المصارف في اليمن والسودان وتونس بنسب 21.2 في المائة و 20.0 في المائة و 15.0 في المائة على التوالي، وذلك وفقاً للبيانات المتوفرة عن هذا العام، الجدول رقم (3).

الجدول رقم (3)  
بعض مؤشرات أداء القطاع المصرفي للدول العربية لعامي 2010 و2011  
(نسب مئوية)

الدولة	معدل كفاية رأس المال		القروض المتعثرة إلى الإجمالي		مخصصات القروض المتعثرة إلى إجمالي القروض المتعثرة	
	2011	2010	2011	2010	2011	2010
الأردن	18.2	20.3	8.5	8.2	56.3	52.4
الإمارات	20.8	20.8	8.0	...	76.0	...
البحرين	19.6	20.8	4.0	...	60.0	...
تونس	12.6	...	15.0	...	60.0	...
السعودية	17.1	17.1	3.0	3.0	116.0	89.8
السودان	...	10.0	20.0	14.0	...	25.8
سورية	...	17.0	...	5.0	...	23.0
عمان	15.5	16.0	3.3	4.0	104.0	...
الكويت	20.4	21.3	8.5	-	70.0	-
قطر	16.1	16.1	2.0	2.0	95.0	85.1
لبنان	...	13.3	...	4.3	...	62.0
ليبيا	17.3	17.3	17.5	17.2	94.6	85.0
مصر*	16.0	16.3	11.0	13.6	93.6	92.5
المغرب	...	12.3	...	4.8	...	70.0
موريتانيا	10.0	10.0	28.0	28.5	91.0	88.0
اليمن	25.8	20.2	21.2	15.0	74.2	64.4

المصدر: المصارف المركزية العربية.  
\* عام مالي.

وتطبيقاً لسياسة تدعيم المخصصات المتعلقة بالقروض غير المنتظمة الذي تتبعه معظم المصارف العربية، فقد شهدت نسبة مخصصات القروض إلى إجمالي القروض غير المنتظمة، ارتفاعاً ملموساً في مصارف عدد من الدول العربية، أهمها السعودية وقطر. وتصل هذه النسبة أقصاها في كل من السعودية وعمان وقطر ومصر بنسب 116.0 في المائة و104.0 في المائة و95.0 في المائة و93.6 في المائة على التوالي. بينما تنخفض هذه النسبة في البحرين و تونس إلى 60 في المائة، وفي الأردن إلى نحو 56.3 في المائة.

### مؤشرات الربحية

تظهر البيانات المتوفرة عن المصارف العربية نمو صافي أرباح هذه المصارف في اغلب الدول العربية خلال عام 2011، وللعام الثاني على التوالي، بعد أن كانت قد شهدت هذه الأرباح تراجعاً ملحوظاً خلال عام 2009، وذلك بسبب الارتفاع الملموس في مخصصات القروض غير المنتظمة آنذاك. هذا باستثناء مصارف سورية ومصر وليبيا والكويت واليمن التي شهدت أرباحها الصافية عن عام 2011 تراجعاً. فقد ارتفعت صافي أرباح المصارف في قطر والإمارات بشكل ملحوظ وبنسب زادت عن 18 في المائة. كما ارتفعت أرباح المصارف في كل من الأردن والسودان والمغرب بنسبة 6.4 في المائة و4.3 في المائة و0.5 في المائة على التوالي. كما نمت الأرباح الصافية للمصارف الموريتانية بشكل ملحوظ خلال عام 2011.

وفيما يتعلق بمعدل العائد على حقوق المساهمين، فقد بقيت هذه المعدلات قريبة من مثيلاتها المسجلة عن العام السابق. هذا ووصل هذا المعدل أعلاه لدى مصارف السودان، حيث بلغ نحو 27.8 في المائة، تليها مصارف كل من قطر والمغرب ومصر بنسب 18.6 في المائة و15.0 في المائة و14.3 في المائة على التوالي. كذلك كانت معدلات العائد على الأصول مماثلة تقريباً لمثيلاتها عن العام السابق. وقد وصلت أعلاها لدى مصارف السودان وموريتانيا وقطر هذا العام، الجدول رقم (4).

#### الجدول رقم (4)

#### بعض مؤشرات أداء القطاع المصرفي العربي عن عامي 2010 و2011

الدولة	صافي أرباح المصارف ( مليون دولار أمريكي )		نسبة النمو في الأرباح (%)	معدل العائد على الأصول (%) لعام 2011	معدل العائد على حقوق المساهمين لعام 2011 (%)
	2011	2010			
الأردن	549	516	6.4	1.1	8.4
السودان	725	695	4.3	4.2	27.8
سورية	171	519	-67.0	1.2	12.3
الكويت	1733	1939	-10.6	1.1	7.9
قطر	4471	3654	22.4	2.7	18.6
مصر	1758	1969	-10.7	1.0	14.3
المغرب	1167	1161	0.5	1.3	15.0
الإمارات	7241	6114	18.4	-	-
ليبيا	308	558	-44.8	0.5	8.2
موريتانيا	33	6	450.0	3.0	10.0
اليمن	120	124	-5.7	1.5	14.2

المصدر: المصارف المركزية العربية.

#### التطورات التشريعية والرقابية

واصلت السلطات الإشرافية الرقابية في الدول العربية خلال عام 2011 جهودها الرامية للاستعداد لتطبيق معايير الرقابة الدولية الجديدة وزيادة مستويات قدرة القطاعات المصرفية العربية على مقاومة الصدمات. وقد تم في هذا الإطار، اتخاذ الإجراءات اللازمة لتطبيق المعايير الرقابية الصادرة عن لجنة بازل III. وتشمل هذه الحزمة من الضوابط الخاصة بتحسين جودة رأس المال، وضوابط الرفع المالي، وتعزيز معايير السيولة التي تستهدف إدارة مخاطر السيولة وتعزيز درجة الاستقرار في الموارد المالية بما يتناسب مع هيكل الاستخدامات، بالإضافة إلى المعايير التي تستهدف إجراءات الرقابة الكلية لمواجهة المخاطر النظامية.

وقد تباينت وتنوعت بشكل كبير جهود البنوك المركزية العربية لدعم الاستقرار المالي خلال عام 2011. حيث ركزت بعض البنوك على تعزيز آليات الرقابة الداخلية في قطاع المصارف بما يساعد على تقليل مستويات المخاطر وتعزيز مناعة الجهاز المصرفي. في المقابل اتجهت بنوك مركزية أخرى إلى تفعيل دور مجالس الإدارات لتطبيق معايير الحوكمة الرشيدة وتقليل مستويات المخاطر.

وفي الأردن، وحرصاً من البنك المركزي على تحقيق مزيداً من الشفافية في تعامل المصارف مع عملائها ، والتقليل من مخاطر العمل المصرفي، تم التأكيد على ضرورة قيام المصارف بعمل نشرات توضيحية حول ما هية واستخدامات كل من البطاقات الائتمانية والمصرفية المختلفة. كذلك إتباع مبدأ الشفافية فيما يخص تسعير العمولات والرسوم المستوفاة على هذه البطاقات.

وبالنسبة للإمارات، قام المصرف المركزي بالتأكيد على أهمية الشفافية في التعامل فيما بين المصارف والمؤسسات المالية الأخرى مع عملائها، مما له الأثر الكبير في تحسين واستمرارية العلاقة بين الطرفين. كذلك اهتم المصرف المركزي بسلامة العمل المصرفي و بضرورة إفصاح المصارف عن المؤهلات والخبرات التي يتمتع بها أعضاء مجلس الإدارة.

وفي البحرين، قام المصرف المركزي بإصدار توجيهات جديدة في فصل مخاطر الائتمان تتعلق بعمليات التملك والاستثمارات الرئيسية من قبل البنوك المرخصة محلياً وذلك تماشياً مع المتطلبات الواردة في المبدأ الخامس من المبادئ الأساسية للرقابة المصرفية الفعالة الصادرة عن لجنة بازل 2. كما أصدر المصرف توجيهات قواعد جديدة عن التعرض المؤقت لاستثمارات البنوك على أصول تعزز توريقها أو طرحها للمستثمرين وذلك لتقليل مخاطر التركزات. كذلك أقدم المصرف المركزي خلال عام 2011 على تحديث متطلبات الحوكمة للقطاع المصرفي والمالي حسب الميثاق الصادر عن وزارة الصناعة والتجارة. كما قام بإصدار نظام حماية الودائع وحسابات الاستثمار المطلقة والذي يشمل تطوير النظام الحالي لحماية الودائع واستبداله بنظام جديد يعتمد على الدفع المسبق حيث يتماشى مع الأنظمة المعمول بها عالمياً.

وبالإضافة إلى ذلك أصدر البنك المركزي توجيهات لإجراءات التعامل مع شكاوي العملاء وذلك لضمان توفير حماية كافية للعملاء وتعزيز الثقة في مكانة المملكة. كما قام بإصدار توجيهات للحد من مخاطر الاحتيال أو إساءة استخدام بطاقات الائتمان وبطاقات الخصم.

وفي تونس، وفي سعيه لتدعيم قواعد الحوكمة لدى المصارف، قام البنك المركزي بإصدار قرار يهدف إلى تفعيل دور مجلس إدارة المصرف في قيادته للمؤسسة، كذلك خلق لجان منبثقة عن مجلس الإدارة لتيسير أعماله ووضع آلية للتفاعل بين هذه اللجان ومجلس الإدارة.

وفي السعودية، أصدرت مؤسسة النقد العربي السعودي عدة تعاميم خلال عام 2011 شملت على مواضيع أهمها الدعامة 3 حول متطلبات الإفصاح المتعلقة بالمكافآت، وخطط المؤسسة لتنفيذ بازل II و بازل III. كما صدر تعميم متعلق بمسودة مشروع قواعد اختبارات الضغط. ولم تغفل المؤسسة موضوع السيولة، فقد أصدرت تعميم بشأن مراقبة مخاطر السيولة من خلال إطار عمل بازل III بشأن الحد الأدنى لمعايير نسب السيولة. كما صدرت تعاميم بخصوص مراقبة التكتلات المالية و تعميم بخصوص معاملة تمويل التجارة بموجب إطار عمل بازل لرأس المال.

وفي سورية، ومن أهم التطورات الرقابية قيام المصرف المركزي بتعديل معايير الملائمة لوظيفة مراقب الامتثال في المصارف، إلى جانب وضع ضوابط للمصارف الإسلامية على صعيد عمليات إجازة الخدمات. كما قام المصرف بتعديل نسب التركزات الائتمانية.

وفي عمان، سمح بتأسيس المصارف الإسلامية، كما تم السماح للمصارف التقليدية بتقديم الخدمات المصرفية الإسلامية وذلك بعد الحصول على موافقة البنك المركزي. ويجري العمل على تطوير الإطار القانوني والرقابي اللازم لتطوير العمل المصرفي الإسلامي.

وفي فلسطين، ومن أبرز التطورات تم إصدار تعليمات تفرض على المصارف إنشاء حساب احتياطي للتقلبات الدورية، وذلك لمواجهة ارتفاع المخاطر المحيطة بالعمل المصرفي والأزمات الاقتصادية العالمية. من جانب آخر، قامت سلطة النقد الفلسطينية بإصدار تعليمات جديدة تعطي عملاء المصارف و مؤسسات الإقراض الحق بالاستعلام والاعتراض على تصنيفاتهم الائتمانية. كما قامت سلطة النقد بإصدار تعليمات اختبارات فحص التحمل والتي تستند إلى المعايير الدولية المستخدمة في هذا المجال.

وفي الكويت، أصدر البنك المركزي خلال عام 2011 عدد من قرارات تضمنت عدداً من الأمور مثل التأكيد على إسناد عملية تقييم الأصول العقارية المقدمة كضمان للتمويل إلى جهات محايدة وبصفة سنوية على الأقل، وألا يتم التقييم بمعرفة الإدارة المختصة بذات المصرف. من جانب آخر، تم إجراء تعديل على نسبة محفظة التسهيلات الائتمانية إلى الودائع البالغة 85 في المائة، بحيث تم إضافة بنود جديدة لمصادر التمويل لتشمل مجموعة السندات (الصكوك) المصدرة وشهادات الإيداع المصدرة وغيرها من الإيداعات. وبالإضافة إلى ذلك، تم إلزام البنوك وشركات التمويل بإنشاء وحدة شكاوي لتلقى شكاوي العملاء والأفراد ووضع آلية للتعامل مع هذه الشكاوي.

وفي قطر، قام البنك المركزي بمنع البنوك التقليدية من تقديم خدمات مصرفية إسلامية، بهدف فصل عمل البنوك التقليدية عن العمل المصرفي الإسلامي، وحصر تقديم الخدمات المصرفية الإسلامية من قبل المؤسسات المصرفية الإسلامية فقط. وقد استدعى ذلك قيام الجهات المختصة بتطوير إطار قانوني مستقل لتنظيم العمل المصرفي الإسلامي.

وفي لبنان، اتجه مصرف لبنان لتشديد الرقابة على البنوك التي تتعامل بالمشترقات المالية والأدوات الهيكلية وأوجه الاستثمار عالية المخاطر وتطبيق مجموعة من الآليات التي تحول دون إفلاس أي مصرف. كما وجه بتطبيق متطلبات الرسملة وفق بازل III وتعزيز مستوى الرسملة لدى المصارف بحيث يتوجب عليها التقيد التدريجي حتى نهاية عام 2015 بنسبة ملاءة إجمالية لا تقل عن 12 في المائة. كما وجه بتدعيم قواعد الإدارة المصرفية الرشيدة من خلال إصدار تشريعات طلبت من المصارف تعزيز مجالس إدارتها بالعدد الكافي من الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين، وتأليف اللجان المتخصصة اللازمة بما فيها لجنتي التدقيق والمخاطر، وتعزيز دورها. كذلك ألزم المصارف بتطبيق المعيار رقم 9 (IFRS) ابتداءً من عام 2011. كما صدرت عدة أنظمة تناولت متطلبات الإفصاح وفقاً للمعيار الدولي رقم 7

(IFRS7). كما تمت مراجعة وتطوير آلية تصنيف الديون والمعايير المتبعة للتصنيف بما يتماشى مع المعايير. وأخيراً تمت مراجعة وتطوير الحدود المسموحة للتسليف إلى عميل واحد وفي دولة واحدة وفي مجموعة من الدول العالية المخاطر.

وفي مصر، ونظراً للظروف الاستثنائية التي مرت بها، قام البنك المركزي باتخاذ عدد من القرارات والإجراءات بهدف مساندة الجهاز المصرفي على احتواء الظروف التي مرت بها البلاد، وقد شمل ذلك وضع خطة لمراجعة التسهيلات الائتمانية والضمانات المقدمة لكل عميل، مع الأخذ بعين الاعتبار ظروف الأزمة وتأثيرها على قدرة العميل على السداد. كما شملت هذه القرارات قطاع السياحة الذي تأثر كثيراً من الأزمة، حيث تم تأجيل الأقساط المستحقة بحد أقصى ستة أشهر مع عدم احتساب فوائد تأخير على الأقساط المؤجلة، وقيام البنوك بإجراء اختبارات التحمل ( Stress Testing) على مستوى قطاعات النشاط وعلى مستوى المحفظة الائتمانية على حد سواء. كما تم وضع ضوابط لتركز توظيفات البنوك لدى الدول والمؤسسات المالية في الخارج. وفي سياق آخر، صدرت تعليمات خاصة بحيث تلتزم البنوك بوضع وتطوير نظم الحوكمة لديها وفقاً لتلك التعليمات.

وفي موريتانيا، واصل البنك المركزي جهوده الرامية إلى استقرار النظام المالي وتحديثه. فبالإضافة إلى الجهود المتواصلة من أجل زيادة رؤوس أموال البنوك، قام البنك المركزي بإصدار قانون جديد لتحصيل الديون المصرفية. كما قام بسن عدة نصوص تتعلق بالرقابة الداخلية، والإدارة المؤقتة لمؤسسات القرض، والعناصر المرجعية وإجراءات تنظيم التدقيق الخارجي للبنوك. وفي نفس السياق، تم توقيع اتفاقية بين البنك المركزي الموريتاني ومجموعة البنك الإسلامي للتنمية تهدف إلى خلق إطار قانوني للمراقبة والإشراف على البنوك الإسلامية في موريتانيا.

## التطورات في أسواق المال العربية

شهدت غالبية أسواق المال العربية اضطرابات حادة خلال عام 2011. فعلى الرغم من أن هذه الأسواق كانت قد افتتحت الأسابيع الأولى من عام 2011 على ارتفاعات، واصلت من خلالها تعافيتها الذي بدأته خلال النصف الثاني من العام 2010 بعد فترة طويلة من الانخفاض، إلا أن هذا التحسن ما لبث أن توقف مع اندلاع الاضطرابات في مصر في 25 يناير 2011. فقد تراجع مؤشرات البورصات العربية بشكل ملحوظ ومتسارع عاكسة مخاوف المستثمرين من تداعيات هذه الأحداث. فقد خسرت هذه البورصات مجتمعة ما قيمته نحو 141 مليار دولار (قرابة 14 في المائة من قيمتها السوقية) وذلك خلال خمسة أسابيع فقط، من الفترة الممتدة من 25 يناير إلى 4 مارس 2011.

وقد دفعت هذه التطورات العديد من السلطات العربية لاتخاذ بعض الإجراءات سعياً وراء استقرار أسواقها المالية، وهو الأمر الذي ترافق مع تدخل صناديق الاستثمار المحلية في بعض البورصات العربية الكبيرة. وقد ساهم ذلك في استعادة البورصات العربية جزءاً من خسائرها السابقة. فقد تحسنت مؤشرات بعض هذه البورصات، فيما تقلصت حدة التراجعات في مؤشرات البورصات الأخرى، لتتكشف خسائر هذه البورصات مع نهاية الربع الأول إلى نحو 25 مليار

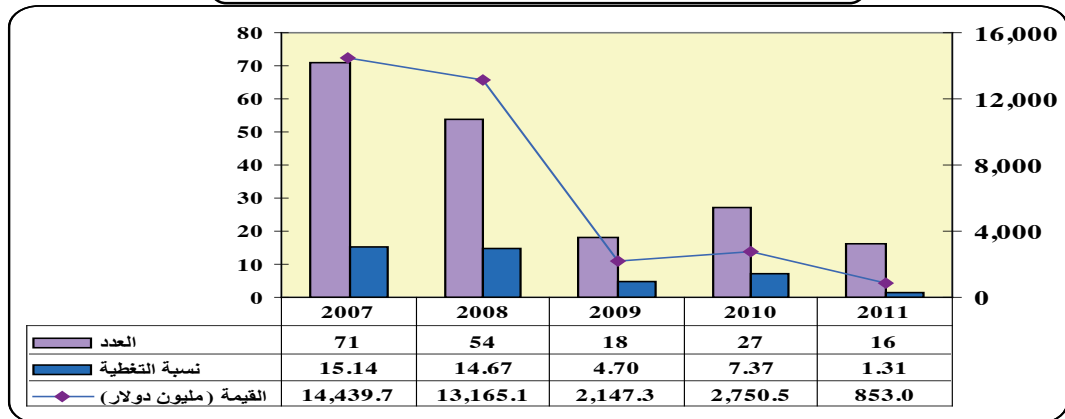
دولار فقط. وقد استمر الاستقرار النسبي خلال الربع الثاني، حيث شهدت مؤشرات البورصات العربية انخفاضات نسبية محدودة، وذلك باستثناء تلك البورصات التي عرفت دولها اضطرابات سياسية. وقد عزز من هذا الاستقرار النسبي، ارتفاع تقديرات النمو الاقتصادي لأغلب الدول العربية وخاصة النفطية منها، مستفيدة بذلك من تحسن أسعار النفط.

ومن ثم جاء تفاقم أزمة مديونيات منطقة اليورو ابتداءً من الصيف الذي استمر لنهاية العام وما صاحبه من تداعيات انعكست سلباً على آفاق الاقتصاد العالمي وثقة المستثمرين، لتشهد البورصات العالمية والأسواق الناشئة تراجعاً كبيراً. وقد تأثرت البورصات العربية، وخاصة تلك الأكثر ارتباطاً بالأسواق العالمية بهذه التطورات، لتعاود مؤشرات أسعارها مجدداً بالانخفاض. إلا أن هذا الانخفاض في مؤشرات أسعار البورصات العربية خلال النصف الثاني من عام 2011، كان أقل نسبياً من الانخفاضات التي عرفتتها أغلب مؤشرات البورصات العالمية والناشئة خلال تلك الفترة، حيث كانت تلك البورصات أكثر تأثراً بتداعيات أزمة المديونية الأوروبية.

### أسواق الإصدارات الأولية

تراجع نشاط الإصدارات الأولية العربية من الأسهم خلال العام 2011، بعد أن كان قد شهد تحسناً ملموساً خلال العام الماضي مقارنة مع العام 2009. حيث بلغ عدد الإصدارات الجديدة خلال هذا العام (لا تشمل زيادات رأس المال)، 16 إصداراً فقط بقيمة إجمالية وصلت إلى 853 مليون دولار، مقابل 27 إصداراً بقيمة بلغت 2750.5 مليون دولار عن عام 2010. ويمثل حجم إصدارات عام 2011 الأدنى لمجموع الأسواق العربية خلال قرابة عقد من الزمن.

الشكل (5): تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في الدول العربية (2007-2011)



المصدر: التقرير السنوي لأداء أسواق المال العربية - صندوق النقد العربي.

ولم يقتصر التراجع في عام 2011 على عدد وحجم الإصدارات، بل كذلك فيما يتعلق بنسب التغطية التي انخفضت لتعكس بذلك انكماش السيولة المتاحة في هذه الأسواق وثقة المستثمرين. فقد بلغت نسبة التغطية في المتوسط لمجموع



إصدارات عام 2011 حوالي 1.31 مرة فقط مقابل 7.37 مرة كمتوسط لمجموع إصدارات عام 2010. ويذكر أن هذا المتوسط كان قد بلغ نحو 15.14 مرة عن عام 2007، مع تدافع المصارف آنذاك لتقديم تسهيلات ائتمانية واسعة للمشاركة في الاكتتابات الأولية، الملحق (10/7) والشكل (5).

هذا وقد توزعت الإصدارات الجديدة خلال عام 2011، بين خمسة إصدارات في السعودية، وأربعة إصدارات في المغرب وثلاثة إصدارات في الإمارات، وإصداراً واحداً في كل من الأردن وتونس وعمان وسورية. وكان أكبر إصدارات هذا العام، الإصدار الأولي لشركة إشراق العقارية في الإمارات بقيمة بلغت نحو 229 مليون دولار (55 في المائة من رأس المال) يليها إصدار شركة أسمنت حائل في السعودية بقيمة قاربت 131 مليون دولار (50 في المائة من رأس المال).

والجدير بالملاحظة فيما يتعلق بالقطاعات الاقتصادية لهذه الإصدارات الأولية خلال عام 2011، تصدر قطاع الصناعة بخمسة إصدارات مقابل أربعة إصدارات للقطاع المالي. وهذه هي أول مرة على الإطلاق تتجاوز فيها إصدارات قطاع معين إصدارات القطاع المالي، الذي يهيمن على أسواق المال العربية. فقد بلغ عدد الإصدارات الأولية للشركات المالية خلال السنوات الخمس السابقة (2006-2010) 87 إصداراً من أصل 218 إصداراً إجمالي الإصدارات خلال هذه الفترة (نحو 40 في المائة منها).

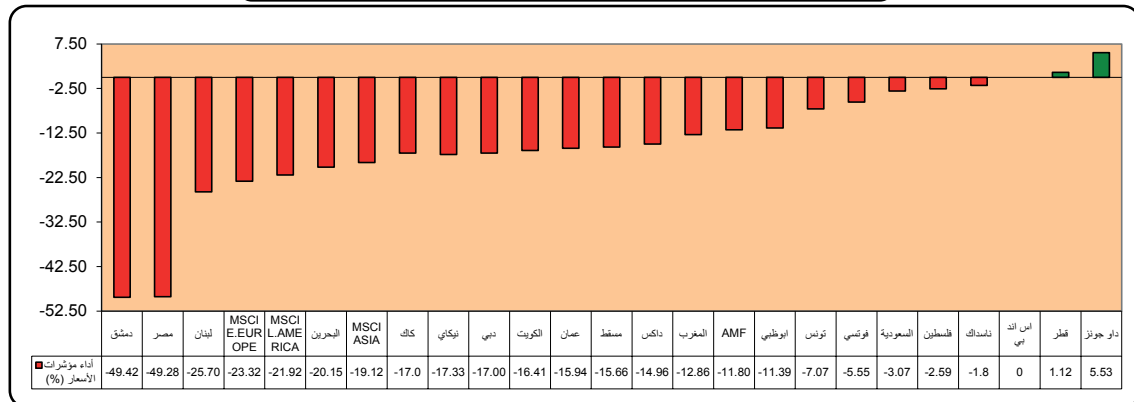
### أداء الأسواق ومؤشرات الأسعار

تراجعت القيمة السوقية الإجمالية لمجموع البورصات العربية في عام 2011 بنحو 10.3 في المائة لتبلغ نحو 894 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2011، لتخسر بذلك هذه البورصات ما مقداره حوالي 103 مليار دولار من قيمتها السوقية. وإذا ما تم استبعاد القيمة السوقية للشركات الجديدة التي تم إدراجها في البورصات العربية خلال عام 2011 والبالغ عددها 16 شركة فإن الخسارة في القيمة السوقية خلال عام 2011 لمجموع البورصات العربية ستكون أكبر، بطبيعة الحال. أما على صعيد الأسواق العربية فرادى، فقد كانت سوق دمشق للأوراق المالية والبورصة المصرية أكثر البورصات العربية تراجعاً في القيمة السوقية خلال 2011، حيث خسرت هاتين السوقين نحو 50.3 في المائة و42.1 في المائة من قيمتهما السوقية على التوالي، وهو ما يعكس الاضطرابات والأحداث التي شهدتها كل من سورية ومصر خلال العام نفسه. كما خسرت كل من بورصة بيروت وسوق البحرين نحو 18.9 في المائة و17.3 في المائة من القيمة السوقية على التوالي في عام 2011، وكذلك سجلت بقية الأسواق خسائر تراوحت بين 9 في المائة (بورصة تونس) وقرابة 4 في المائة (السوق المالية السعودية) من قيمتها السوقية. أما بورصة الدوحة وسوق فلسطين، فكانتا البورصتين الوحيدتين اللتين استطاعتا أن تحققاً أداء جيداً نسبياً، حيث ارتفعت القيمة السوقية لبورصة الدوحة بنحو 1.6 في المائة. وارتبط ذلك بالأداء المتميز للاقتصاد القطري خلال العام نفسه، في ظل التوسع الكبير في المشروعات الاستثمارية والتوقعات المستقبلية للاقتصاد القطري، حيث تشير التقديرات أن الاقتصاد القطري سجل معدل نمو حقيقي ملحوظ بلغ

نحو 19 في المائة في عام 2011. بينما جاء تحسن القيمة السوقية لسوق فلسطين نتيجة إدراج أسهم سبعة شركات في هذه السوق خلال عام 2011 وارتفعت القيمة السوقية بنسبة 13.5 في المائة، الملحق (11/7).

وعكس أداء مؤشرات الأسعار المحلية للبورصات العربية هذه التطورات حيث تراجعت مؤشرات أسعار ثلاث عشرة بورصة، بينما ارتفع مؤشر بورصة واحدة فقط هي بورصة الدوحة وبنحو 1.1 في المائة (الأفضل للعام الثاني على التوالي). فقد تراجعت مؤشرات أسعار كل من بورصة فلسطين والسوق المالية السعودية والبورصة التونسية بنحو 2.6 في المائة و3.1 في المائة و7.6 في المائة على التوالي. وتراجعت مؤشرات أسعار بورصات كل من أبوظبي والدار البيضاء ومسقط وعمّان والكويت ودبي والبحرين وبيروت بنسب تراوحت بين 11.4 في المائة و25.7 في المائة. وكان أعلى تراجع في مؤشرات الأسعار من نصيب كل من البورصة المصرية وسوق دمشق، حيث قاربت مستويات التراجع في مؤشرات أسعارهما نحو 50 في المائة عام 2011، الملحق (12/7) والشكل (6).

الشكل (6): أداء مؤشرات الأسعار المحلية للبورصات العربية بالمقارنة مع الأسواق العالمية والناشئة لعام 2011



المصدر: التقرير السنوي لأداء أسواق المال العربية – صندوق النقد العربي.

وقد أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي والذي يقيس أداء البورصات العربية مجتمعة هذه التراجعات، حيث انخفض خلال عام 2011 بنحو 11.8 في المائة. ومع ذلك فإنه وعند مقارنة أداء البورصات العربية مجتمعة مع أداء البورصات العالمية والناشئة كما يعكسها المؤشر المركب للصندوق، كان أداء البورصات العربية أفضل نسبياً من أداء الأسواق الناشئة. كما كان أفضل كذلك من أداء أغلب البورصات العالمية وتحديداً اليابانية والفرنسية والألمانية، وذلك باستثناء البورصات الأمريكية والبورصة البريطانية، وفقاً للتغير في مؤشرات أسعار هذه الأسواق والبورصات.

وتجدر الإشارة إلى أن معاملات الارتباط لمؤشرات البورصات العربية بالأسواق العالمية، استمرت بالتزايد خلال عام 2011 وهو الأمر الذي لوحظ على البورصات العربية منذ الأزمة المالية العالمية حيث بدأت تتماشى حركة مؤشرات

أسعارها مع مؤشرات الأسواق العالمية والناشئة بخلاف الوضع قبل الأزمة. وعلى الصعيد الفردي بين مؤشرات أسعار البورصات العربية، سجلت مؤشرات أسعار السوق المالية السعودية وسوق دبي المالي معدلات ارتباط مرتفعة نسبياً بأغلب مؤشرات الأسعار العالمية.

هذا ومن جانب آخر، شهدت بعض البورصات العربية تقلبات مرتفعة في حركة مؤشرات أسعارها خلال عام 2011 بالمقارنة بالأعوام السابقة، وذلك انعكاساً للتطورات السياسية التي شهدتها المنطقة العربية. ووصلت نسبة التقلب، مقاسة بالانحراف المعياري للتغير في مؤشر الأسعار، أعلاها لدى البورصة المصرية بنسبة 31.1 في المائة، يليها سوق دبي المالي بنسبة 17.8 في المائة، فبورصة تونس بنسبة 15 في المائة. وفي المقابل كانت بورصات عمان والكويت والبحرين الأقل تقلباً هذا العام.

### نشاط التداول ومؤشرات السيولة

استمرت ظاهرة شح السيولة ملازمة للأسواق العربية خلال عام 2011، وهو ما يرتبط بهيمنة المستثمرين الأفراد الذين لا يزالون يستحوذون على الجزء الأعظم من تداولات هذه الأسواق. وبالرغم من أن حجم التداول الإجمالي لمجموع البورصات العربية قد شهد ارتفاعاً نسبياً خلال العام بالمقارنة مع عام 2010، إلا أن هذا الارتفاع النسبي قد نتج فقط عن التحسن في السيولة لدى السوق المالية السعودية وبدرجة أقل لدى البورصة القطرية، مع دخول بعض صناديق الاستثمار، في حين كان هناك تراجع واضح في نشاط التداول لدى الأسواق والبورصات العربية الأخرى.

فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع البورصات العربية خلال عام 2011 حوالي 393.4 مليار دولار، أي أعلى بنحو 3.2 في المائة مقارنة مع القيمة المماثلة عن عام 2010، إلا أنها أقل بشكل واضح من حجم التداول التي عرفته هذه الأسواق خلال الفترة 2005-2009. فقد شهدت اثني عشر بورصة تراجعاً ملحوظاً في أحجام التداول فيها خلال عام 2011 مقارنة مع العام السابق. هذا وتظهر البيانات، تراجع أحجام التداول في بورصات كل من بيروت والكويت ومصر ودبي وعمان بنسب كبيرة تراوحت بين قرابة 50 في المائة و70 في المائة في المائة خلال عام 2011. كما تراجعت هذه الأحجام في بورصات أبوظبي والبحرين والدار البيضاء ومسقط وفلسطين وتونس بنسب تقل عن 50 في المائة. في المقابل، ارتفعت أحجام التداول كما سبقت الإشارة في السوق المالية السعودية بشكل كبير وبنحو 45 في المائة لتبلغ 293.0 مليار دولار بنهاية عام 2011 مقارنة مع العام السابق، وما نسبته 77.2 في المائة من إجمالي أحجام التداول في البورصات العربية مجتمعة. كما ارتفع حجم التداول في بورصة قطر في نفس الفترة بنحو 20 في المائة ليصل إلى 21.3 مليار دولار، الملحق (13/7).

أما معدل الدوران الأسهم لمجموع البورصات العربية فقد ارتفع من حوالي 38 في المائة في عام 2010 إلى 44 في المائة في عام 2011. وباستبعاد السوق المالية السعودية، فإن معدل دوران بقية الأسواق مجتمعة يكون قد انخفض وللعام الخامس على التوالي ليصل إلى 15.6 في المائة، وهو أدنى مستوى لهذه الأسواق خلال عدد من السنوات.

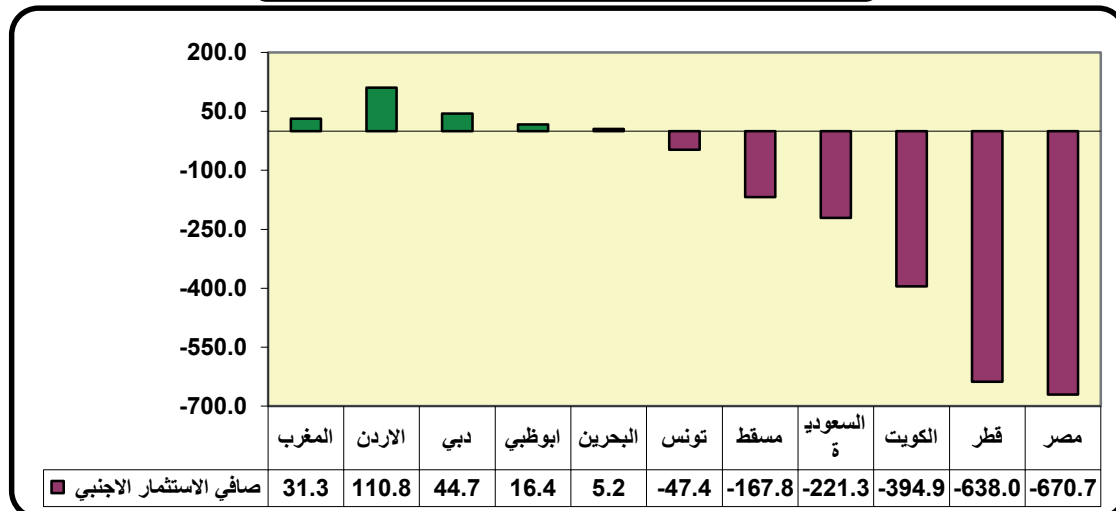
أما من حيث نشاط الأسواق بشكل فردي، فكما سبقت الإشارة استمرت السوق المالية السعودية في أن تكون السوق الأنشط عربيا بمعدل دوران للأسهم بلغ 86.5 في المائة، تلاها البورصة المصرية بنحو 50.2 في المائة، ثم كل من سوق الكويت ودبي بنحو 20.7 و17.8 في المائة على التوالي، فيما كانت سوقي بيروت والبحرين الأقل نشاطا هذا العام بمعدل دوران 5 و1.7 في المائة على التوالي.

### تطور الاستثمار الأجنبي

سجل الاستثمار الأجنبي لمجموع البورصات العربية خلال عام 2011 صافي تدفق سالب (صافي بيع)، حيث تجاوزت مبيعات الأجانب (بما فيهم العرب) مشترياتهم في هذه البورصات. وقد بلغ إجمالي مشتريات الأجانب في البورصات العربية 31,810 مليون دولار في عام 2011، أي ما نسبته 8.1 في المائة من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام نفسه، في حين بلغت مبيعاتهم حوالي 33,745 مليون دولار أي ما نسبته 8.6 في المائة من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. لتكون بذلك حصيلة الاستثمار الأجنبي لمجموع البورصات العربية صافي بيع بقيمة حوالي 1934 مليون دولار لعام 2011. وبالمحصلة بلغت قيمة تداولات الأجانب ما نسبته 8.3 من إجمالي قيمة التداول لمجموع الأسواق العربية خلال العام ذاته، الملحق (13/7).

وفيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي في البورصات العربية فرادى، فإنه وبينما سجل هذا الاستثمار صافي بيع لدى كل من سوق مسقط للأوراق المالية والسوق المالية السعودية والبورصة المصرية وبورصة تونس وسوق الكويت للأوراق المالية وبورصة قطر، سجل هذا الاستثمار صافي شراء وإن كان بنسب طفيفة لدى كل من بورصة الدار البيضاء وعمان وسوقي أبوظبي ودبي وسوق البحرين. وكانت البورصة المصرية الأكثر تراجعاً على صعيد الاستثمار الأجنبي خلال عام 2011 بالمقارنة مع عام 2010. فقد بلغت مشتريات الأجانب بما فيهم العرب نحو 6,861 مليون دولار، في حين وصلت مبيعاتهم إلى نحو 7,532 مليون دولار، ليسجل الاستثمار الأجنبي في مصر صافي بيع بنحو 671 مليون دولار، مقابل صافي شراء عن العام السابق 2010 بلغ نحو 1,409 مليون دولار، الشكل (7).

الشكل (7): صافي تعاملات الأجانب خلال عام 2011 (مليون دولار)

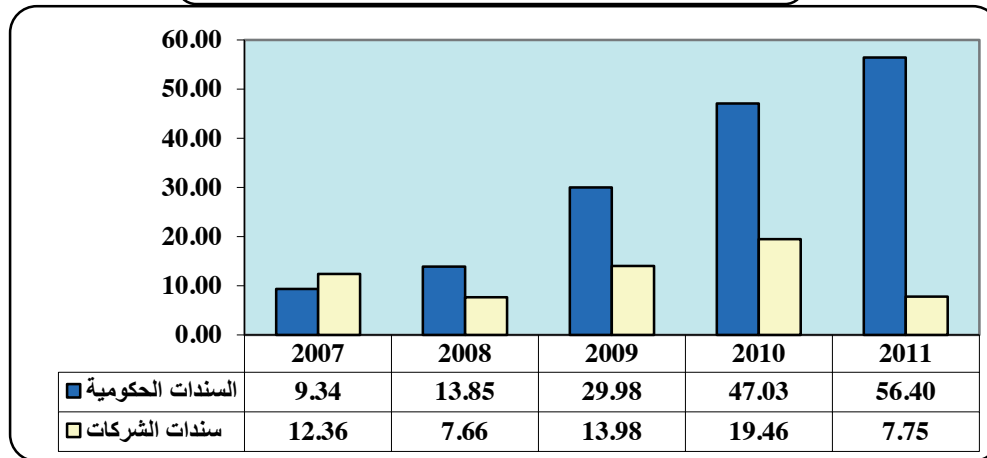


المصدر: التقرير السنوي لأداء أسواق المال العربية - صندوق النقد العربي.

## نشاط أسواق السندات

تراجع نشاط إصدارات سندات الشركات في الدول العربية خلال عام 2011. فقد بلغ عدد الإصدارات الجديدة من سندات الشركات 26 إصداراً بقيمة إجمالية وصلت إلى 7.75 مليار دولار خلال هذا العام، مقابل 52 إصداراً من هذه السندات بقيمة 19.46 مليار دولار خلال عام 2010. وكانت الشركات الإماراتية هي الأكثر نشاطاً في هذا الصدد، حيث وصل عدد الإصدارات الإماراتية إلى 15 إصداراً مقابل أربعة إصدارات في المغرب وثلاثة إصدارات في الكويت وإصداران في سلطنة عمان وإصداراً واحداً في كل من فلسطين والسعودية. وقد توزعت إصدارات سندات الشركات الست والعشرين خلال عام 2011 بين 16 إصداراً لسندات دولية بعملة أجنبية (بقيمة إجمالية 6171.1 مليون دولار)، و10 إصدارات محلية بعملة وطنية (بقيمة إجمالية 1576.7 مليون دولار)، الشكل (8).

الشكل (8): تطور حجم إصدارات السندات في الدول العربية خلال الفترة 2007-2011 (مليار دولار)



المصدر: التقرير السنوي لأداء أسواق المال العربية - صندوق النقد العربي.

وقد توزعت الإصدارات بعملة أجنبية بين 11 إصداراً بالدولار الأمريكي وإصداران إثنان بالفرنك السويسري وإصداراً واحداً بكل من اليورو والين الياباني ودولار هونغ كونغ. هذا وكان الإصدار الأكبر دولياً خلال هذا العام، إصدار سندات آبار (يورو) بقيمة 1619 مليون دولار خلال شهر مايو، تلاها إصدار طيران الإمارات بقيمة واحد مليار دولار. فيما كان إصدار شركة الدار العقارية الأكبر بين الإصدارات بالعملة الوطنية بنحو 762.3 مليون دولار (2800 مليون درهم). أما من حيث الاستحقاق، فكان إصدار بنك ابوظبي الوطني الأول بالين الياباني بقيمة 130 مليون دولار خلال شهر يونيو، والثاني بالدولار الأمريكي بقيمة 20 مليون دولار خلال شهر سبتمبر 2011، هما الأطول استحقاقاً (15 و25 سنة على التوالي).

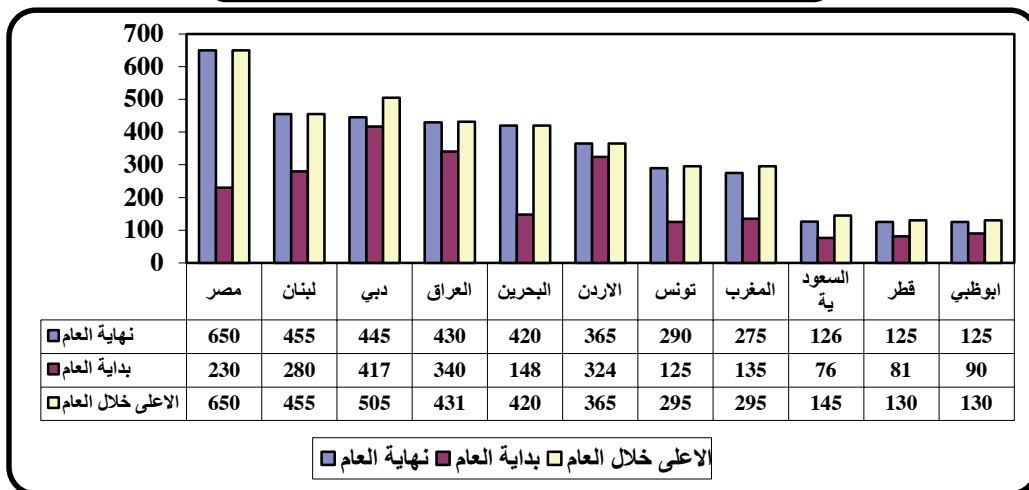
ومن جانب آخر، ارتفعت قيمة الإصدارات من السندات السيادية وشبه الحكومية خلال عام 2011، لتصل إلى حوالي 56.4 مليار دولار، مقابل قيمة بلغت 47.0 مليار دولار خلال عام 2010، وذلك على الرغم من التراجع الكبير في قيمة

الإصدارات من السندات الحكومية المصرية من نحو 91.5 مليار جنيه خلال عام 2010 إلى نحو 36.3 مليار جنيه خلال عام 2011. إلا أن الانخفاض في الإصدارات المصرية خلال عام 2011، قابله ارتفاع في الإصدارات السيادية القطرية خلال العام نفسه بقيمة إجمالية 9.7 مليار دولار. وقد توزعت الإصدارات القطرية بين ثلاثة إصدارات بالدولار الأمريكي لوزارة المالية خلال شهر نوفمبر بقيمة إجمالية بلغت 5000 مليون دولار، وإصداراً واحداً لمصرف قطر المركزي بالريال القطري بقيمة 4667.8 مليون دولار (17000 مليون ريال قطري) خلال شهر يناير 2011. وكان الإصدار الحكومي لوزارة المالية القطرية بقيمة واحد مليار دولار في نوفمبر 2011، هو الأطول استحقاق 30 سنة، تلاه إصدار الحكومة اللبنانية في يونيو 2011 بقيمة 1540 مليون دولار (استحقاق 12 سنة)، فيما كان إصدار سندات شركة الاستثمار البترولية الدولية بقيمة 750 مليون دولار خلال شهر نوفمبر، هو الأطول بالنسبة للسندات شبه الحكومية (استحقاق 30 سنة).

وبالمحصلة، بلغ إجمالي عدد الإصدارات من السندات الحكومية وشبه الحكومية والشركات للدول العربية خلال عام 2011، 147 إصداراً بقيمة إجمالية 64.2 مليار دولار خلال عام 2011، مقابل 122 إصداراً بقيمة 66.5 مليار دولار خلال عام 2010. وبذلك يصل الرصيد القائم من السندات العربية إلى حوالي 242.5 مليار دولار في نهاية عام 2011.

كذلك وفي السياق نفسه انعكست الأحداث التي شهدتها المنطقة العربية خلال عام 2011، في ارتفاع مخاطر علاوة مخاطر الائتمان للدول العربية (Credit Default Swap). والملاحظ أن حركة هذه الهوامش خلال العام، جاءت مطابقة لأداء مؤشرات أسعار البورصات العربية. فقد ارتفعت هذه الهوامش لجميع الدول العربية المتوفرة عنها بيانات، على أثر تداعيات الأحداث في مصر في 25 يناير، ثم عادت واستقرت مع انخفاض نسبي خلال الفترة (مارس - أغسطس) 2011، ثم ما لبثت وعاودت الارتفاع منذ أغسطس وحتى نهاية العام، على أثر تداعيات أزمة الديون في منطقة اليورو وأثارها على الاقتصاد العالمي، إلى جانب تطورات أحداث المنطقة العربية، الشكل (9).

الشكل (9): علاوة مخاطر الائتمان لبعض الدول العربية خلال عام 2011 (نقطة أساس)



المصدر: التقرير السنوي لأداء أسواق المال العربية - صندوق النقد العربي.

وكانت أكثر الارتفاعات في هذه الهوامش للدول العربية التي شهدت أحداثاً، مثل تونس ومصر والبحرين، بالإضافة إلى دول أخرى مثل لبنان والمغرب. فقد ارتفعت علاوة مخاطر الائتمان بالنسبة للسندات المصرية استحقاق خمس سنوات من 230 نقطة أساس مع بداية عام 2011 إلى 650 نقطة أساس مع نهاية العام نفسه، فيما ارتفعت هذه الهوامش ولنفس فترة الاستحقاق من 148 نقطة أساس إلى 420 نقطة أساس بالنسبة للبحرين، ومن 125 نقطة أساس إلى 295 نقطة أساس بالنسبة لتونس لنفس الفترة المذكورة.

### نشاط أسواق الصكوك

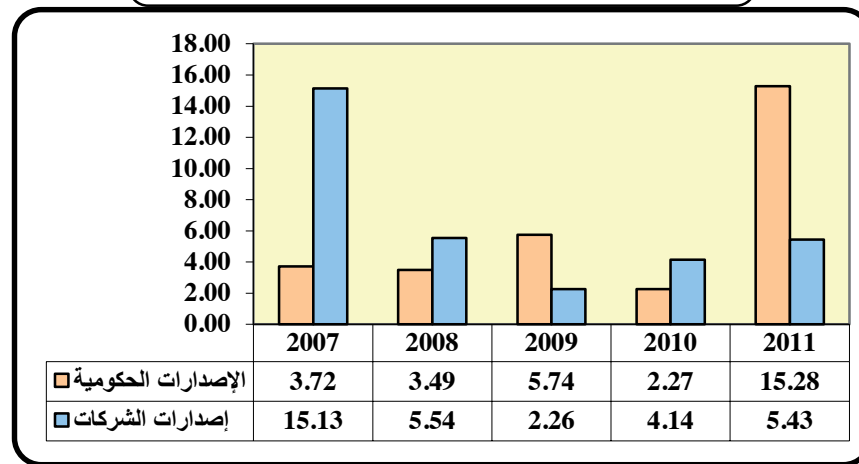
في مقابل تراجع إصدارات السندات العربية، شهد عام 2011 تحسناً ملحوظاً في نشاط إصدارات الصكوك العربية، وذلك بعد ثلاث سنوات متواصلة من الانخفاض. فقد ارتفع العدد الإجمالي لإصدارات صكوك الشركات العربية خلال عام 2011 إلى 13 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت حوالي 5.43 مليار دولار، وذلك مقابل سبعة إصدارات بقيمة إجمالية وصلت إلى 4.14 مليار دولار عن عام 2010. وقد وزعت هذه الإصدارات بين ستة إصدارات لشركات إماراتية وأربعة لشركات سعودية وإصداراً واحداً لشركات في الأردن والكويت وقطر.

وكانت جميع الإصدارات في الإمارات وقطر إصدارات دولية بالدولار الأمريكي، في حين كانت بقية الإصدارات في السعودية والأردن والكويت إصدارات محلية بعملات وطنية. وكان الإصدار الأكبر هو إصدار صكوك المشاركة لشركة "أرامكو" السعودية بالريال السعودي والذي بلغ نحو واحد مليار دولار خلال شهر سبتمبر 2011، يليه إصدار صكوك الوكالة لبنك الخليج الأول بالدولار الأمريكي والذي بلغ 650 مليون دولار خلال شهر يوليو 2011. وكان إصدار صكوك "أرامكو" الأطول من حيث الاستحقاق 14 سنة، يليه إصدار صكوك المضاربة لبنك الجزيرة في السعودية بفترة استحقاق عشر سنوات، ثم إصدار شركة الراجحي للاسمنت في السعودية استحقاق سبع سنوات.

كذلك ارتفعت الإصدارات الحكومية وشبه الحكومية من الصكوك خلال عام 2011. فقد ارتفع العدد الإجمالي لإصدارات الصكوك الحكومية العربية خلال عام 2011، ليصل إلى 33 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت حوالي 15.28 مليار دولار، مقابل 26 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت 2.27 مليار دولار خلال عام 2010. ويعود الارتفاع الكبير في قيمة الإصدارات خلال عام 2011 إلى الإصدار الكبير لمصرف قطر المركزي بالريال القطري في بداية العام بقيمة إجمالية بلغت حوالي 9061 مليون دولار. وتتوزع هذه الإصدارات للصكوك الحكومية، بين 27 إصداراً في البحرين (26 منها لمصرف البحرين المركزي) وإصداران اثنان في الكويت لمؤسسة الخليج للاستثمار وإصداراً واحداً في كل من الإمارات وقطر بالإضافة إلى اليمن، حيث اصدر البنك المركزي اليمني صكوكاً لأول مرة. وبالإضافة إلى ذلك كان هناك إصداراً واحداً لبنك التنمية الإسلامي ومقره السعودية. هذا وكانت جميع إصدارات هذه الصكوك هي إصدارات محلية بالعملات الوطنية، باستثناء خمس إصدارات بعملات أجنبية. ومن أكبر الإصدارات حجماً بالإضافة إلى صكوك مصرف قطر المركزي، صكوك نخيل لحكومة دبي بقيمة إجمالية نحو 1034 مليون دولار في شهر أغسطس،

والإصدار الدولي لصكوك الإجارة لمصرف البحرين المركزي بقيمة 750 مليون دولار، وإصدار بقيمة (250 مليون) لصكوك الوكالة بالاستثمار لبنك التنمية الإسلامي. ووفقاً لذلك، بلغ إجمالي الإصدارات في المنطقة العربية من الصكوك الحكومية وصكوك الشركات خلال عام 2011، 46 إصداراً بقيمة إجمالية 20.71 مليار دولار مقابل 33 إصداراً بقيمة إجمالية 6.41 مليار دولار خلال عام 2010، الشكل (10).

الشكل (10): تطور حجم إصدارات الصكوك في الدول العربية خلال الفترة 2011-2007 (مليار دولار)



المصدر: التقرير السنوي لأداء أسواق المال العربية - صندوق النقد العربي.

### التطورات التنظيمية والتشريعية

سعت السلطات في الدول العربية التي تعرضت إلى اضطرابات وأحداث سياسية خلال عام 2011 إلى اتخاذ الإجراءات اللازمة لتأمين استقرار أسواقها وحماية المستثمرين. وقد شملت هذه الإجراءات، إيقاف التداول لأيام ووضع ضوابط للتداول للحد من انخفاض الأسعار. وفي المقابل واصلت بعض البورصات العربية الأخرى جهودها خلال عام 2011، لتطوير تشريعاتها وأنظمتها بما يؤهلها للارتقاء إلى مرتبة أسواق ناشئة ودخول المؤشرات العالمية. وقد شمل ذلك تعديل بعض التشريعات وتطوير إجراءات وأنظمة التداول والمقاصة والتسوية. وبالإضافة إلى ذلك، واصلت هيئات الأوراق المالية في أغلب الدول العربية خلال عام 2011، مساعيها لزيادة التوعية بمفاهيم ومتطلبات الحوكمة السليمة.

فعلى صعيد التطورات في الأردن، وبهدف تطوير إجراءات التنظيم والإشراف على أعمال شركات الوساطة المالية، فقد أصدرت هيئة الأوراق المالية تعميماً خلال عام 2011 لشركات الوساطة المالية تلزم فيه هذه الشركات بتزويد الهيئة بالملاءات المالية بشكل إلكتروني بدلاً من الورقي. ومن جانبها، قامت بورصة عمان بتعديل بعض مواد تعليمات إدراج الأوراق المالية ومنها إيقاف الشركات الراغبة بتخفيض رأس مالها عن التداول اعتباراً من تاريخ إبلاغ البورصة بقرار



الموافقة على التخفيض، بالإضافة إلى إلغاء إدراج أسهم الشركات قيد التصفية الإجبارية أو الاحتياطية وتلك الشركات التي تبقى موقوفة عن التداول لمدة تزيد على عامين. كذلك تم خلال عام 2011 إقرار تعليمات بخصوص مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب لدى بورصة عمان.

أما على صعيد التطورات في الإمارات، فقد شهد عام 2011 مواصلة هيئة الأوراق المالية السلع بالتعاون مع سوقي أبوظبي ودبي جهود تحسين كفاءة هذه الأسواق وتطوير التشريعات والأنظمة المرتبطة بها، بما يساعد كذلك على انضمام السوقيين إلى المؤشرات العالمية للأسواق الناشئة. ومن أبرز هذه التطورات، تطبيق آلية التسوية القائمة على الدفع مقابل التسليم (DVP)، بما يحد من مخاطر التسوية. كما أقرت الهيئة على إدخال تعديلات على نظام التداول والمقاصة والتسويات ونقل الملكية وحفظ الأوراق المالية، وعلى نظام الوسيط وعلى نظام عمل السوق، وذلك فيما يتعلق بآلية توزيع الأرباح، حيث أصبح توزيع الأرباح عبر الحسابات المصرفية اختيارياً وليس إلزامياً. ومن التطورات المهمة خلال عام 2011، البدء بتطبيق الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية للشركات المدرجة باستخدام البرمجة للتقارير المالية (XBRL) وذلك ابتداءً من أفضاحات الربع الرابع لعام 2011. وسيساعد هذا الإفصاح على تحسين كفاءة تحليل البيانات والمعلومات المالية.

وفي إطار تطوير التشريعات، نشرت الهيئة مسودات لعدد من الأنظمة واللوائح الجديدة شملت نظام صانع السوق الذي يخصص لوظيفة صانع السوق ويحدد التزاماته ومسؤولياته، وتعليمات إقراض الأوراق المالية واقتراضها التي تحدد شروط التقدم كوسيط لهذه العمليات وشروط الدخول في هذا النوع واشتراطات الإفصاح المرتبطة بها، بالإضافة إلى تعليمات بيع الأوراق المالية على المكشوف، وأخيراً تعليمات جديدة بشأن توفير السيولة المرتبطة بوظيفة صانع السوق. ويفترض أن تصدر هذه الأنظمة واللوائح خلال عام 2012، إلى جانب نظام صناديق الاستثمار ونظام إدارة الاستثمار.

وعلى صعيد بورصة البحرين، كان من أبرز تطورات عام 2011 البدء بتطوير هوية مؤسسية جديدة لبورصة البحرين تعكس تحول البورصة لشركة مساهمة تعمل من منظور تجاري. كذلك ومن جانب آخر، أعدت البورصة ورقة استشارية خاصة بمجلد قواعد السوق والتي سيتم تطبيقها على جميع الشركات المدرجة في البورصة والأعضاء والأطراف ذات العلاقة. ويتضمن هذا المجلد كافة التعليمات المتعلقة بالأعضاء وقواعد الترخيص والاعتماد والتداول والمقاصة وعمليات السوق. ويفترض أن يصدر هذا المجلد خلال عام 2012 إلى جانب مجلد آخر يتناول شروط الإدراج وقواعد التسويات والحفظ المركزي.

وفيما يتعلق ببورصة تونس، وانعكاساً للتطورات التي شهدتها تونس في بداية العام، أقرت السلطات على إيقاف التداول في البورصة لعدة أيام، لتعاود البورصة افتتاحها في 7 مارس ضمن ضوابط معينة لضمان استقرار السوق. كذلك كانت هيئة السوق المالية التونسية وانعكاساً لتداعيات الأوضاع، قد أقرت على إيقاف التداول بأسهم عدد من الشركات، كما أقرت على تعيين مراقبين من هيئة الخبراء المحاسبين لإدارة بعض من هذه الشركات، وذلك لحماية المستثمرين فيها.

وعلى صعيد السوق المالية السعودية، أقدمت الهيئة خلال العام على اتخاذ العديد من الخطوات لتعزيز قواعد حماية المستثمرين ورفع كفاءة السوق، فقد تم إصدار لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية التي تنظم إجراءات الترافع والتقاضي في منازعات الأوراق المالية. كما أقدمت على تعديل قواعد مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب في معاملات الأوراق المالية. كذلك أعلنت الهيئة، على إلزامية تطبيق الفقرة ب من المادة العاشرة من لائحة حوكمة الشركات المدرجة والمتعلقة بضوابط الرقابة الداخلية والإشراف عليها، بحيث تصبح إلزامية ابتداءً من 2012/1/1. ويتعين على جميع الشركات تزويد الهيئة بسياسات مكتوبة حول هذه الضوابط.

كما واصلت الهيئة جهودها للتوعية. فإلى جانب حلقات العمل العديدة التي نظمتها حول حوكمة الشركات، أصدرت خلال العام دليل إرشادي لتوعية وتفعيل دور المساهمين في الجمعيات العامة. كذلك تم خلال عام 2011 افتتاح مركز اختبارات التأهيل للعاملين في مجال الأوراق المالية. وأخيراً تم خلال عام 2011، إطلاق منظومة خدمات تداولاتي الإلكترونية للاستعلام عن ملكية الأوراق المالية وتوزيع الأرباح والتصويت الإلكتروني.

وفي سورية وانعكاساً للتطورات والأحداث التي تشهدها البلاد، تم إصدار تعليمات تحدد الحد الأعلى لارتفاع قيمة الورقة المالية والحد الأدنى لقيمة انخفاضها. كما تم اعتماد إجراءات الترخيص لفروع ومكاتب التمثيل التابعة لشركات الخدمات والوساطة المالية، كما تم إصدار تعليمات تجزئة الأسهم ودمجها، وتعليمات شراء الشركات المساهمة للأسهم الصادرة عنها. كذلك تم أيضاً اعتماد نظام تداول وإدراج الشركات المساهمة المغلقة الخاصة، وتحديد عدد الأسهم المطلوبة للتأثير على السعر المرجعي، وتحديد قيمة الكفالة المصرفية بالنسبة لشركات الخدمات والوساطة المالية.

وفي سلطنة عُمان، تم تعديل عمولة التداول التي يتقاضاها الوسيط من العميل، كما تم منح مجموعة من الحوافز للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية التي تبادر إلى الاندماج قبل نهاية عام 2011. أيضاً تم اعتماد العمل بحسابات التمويل المضمون وفق ضوابط معينة، كما تم الترخيص للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية الراغبة في مزاوله نشاط التمويل المضمون. من جانب آخر، ويهدف تطوير المنظومة التشريعية والرقابية لقطاع سوق رأس المال، فقد قامت الهيئة العامة لسوق المال بإصدار ضوابط منظمة لعمليات التفويض الخاصة بحضور الجمعيات العامة لشركات المساهمة العامة والتصويت على قراراتها.

وفي فلسطين، ومن أهم التطورات التشريعية تم إصدار قرار بخصوص قواعد وإجراءات التعامل على شهادات الإيداع الدولية مقابل الأوراق المالية المدرجة في بورصة فلسطين. كما تم إصدار تعليمات لترخيص وظيفة أمين الإصدار بهدف تطوير خدمات الوساطة المالية وسوق الإصدارات الأولية.

وفيما يتعلق ببورصة قطر، أقدمت هيئة قطر للأسواق المالية خلال عام 2011 على إعداد مسودة لمشروع نظام طرح وإدراج الأوراق المالية للشركات المتوسطة والصغيرة، والإشراف عليها، يقدر أن يدخل حيز التطبيق خلال عام

2012. ويهدف هذا النظام إلى تشجيع هذه الشركات ودعم تطورها، وبذلك تكون بورصة قطر البورصة العربية الثانية بعد البورصة المصرية التي تنشأ سوق لهذه الشركات. ومن جهة أخرى، قامت الهيئة أيضاً خلال عام 2011 بإصدار نظام طرح وإدراج الأوراق المالية في السوق الثانية. ويساعد هذا النظام الشركات التي لا تتوفر فيها المتطلبات الكاملة للإدراج لدخول السوق. وكانت الهيئة قد أقدمت في بداية عام 2011 على تعديل فترة التداول ووحدات المزايدة السعرية. وعلى صعيد البورصة، تم خلال عام 2011، التطبيق الكامل لنظام الدفع مقابل التسليم (DVP). ويأتي ذلك في إطار جهود البورصة للارتقاء إلى مرتبة أسواق ناشئة.

وفي الكويت، حفل عام 2011 بإصدار العديد من القرارات والتعاميم، وذلك مع مباشرة هيئة الأسواق المالية الكويتية نشاطها الفعلي. وكان من أهمها: جدول الرسوم الخاص بهيئة أسواق المال، ونظام الإدراج في بورصة الأوراق المالية، ونظام قيد مراقبي الحسابات في السجل الخاص لدى الهيئة. كما تم إصدار قرارات بشأن متطلبات الأشخاص المرخص لهم، وإصدار قرار بشأن اعتماد المعايير المحاسبية الدولية لدى الهيئة. كما تم إصدار تعليمات بخصوص زيادة أو تخفيض رأس المال للشركات المساهمة أو إصدار أوراق مالية.

وعلى صعيد البورصة المصرية، وبعد توقف لعدة أسابيع بسبب تداعيات التطورات السياسية، تمت معاودة العمل في البورصة ضمن ضوابط شملت تقليل ساعات التداول في البورصة إلى ثلاث ساعات، وإلغاء الجلسة الاستكشافية، وتخفيض الحدود السعرية للأسهم المقيدة في بورصة النيل إلى 5 في المائة يومياً، واستحداث حد سعري جديد على مؤشر أي جي اكس 100 بحيث يتم إيقاف التداول في البورصة لمدة نصف ساعة إذا حدث تغير في قيمة المؤشر يساوي 5.0 في المائة. كما تم إيقاف العمل بآليات البيع والشراء خلال ذات الجلسة ووقف العمل باليات الشراء بالهامش وحظر الشراء مقابل المديونية. وتم لاحقاً معاودة ساعات التداول في البورصة إلى معدلها الطبيعي اعتباراً من 3 أبريل 2011.

من جانب آخر، تم خلال عام 2011 إقرار الضوابط الخاصة لإصدار السندات على دفعات لتمويل احتياجات قصيرة الأجل، كما تمت الموافقة المبدئية على مشروع تعديل اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 بشأن تنظيم إصدار وتداول الصكوك. كما صدر قرار بشأن قواعد قيد الأوراق المالية المصدرة من الشركات الصغيرة والمتوسطة، وتم تعديل بعض الأحكام بشأن نشاط تداول الأسهم في ذات الجلسة. كذلك تم سن أحكام منظمة لقيد فروع التسويق والتسجيل لشركات السمسرة في الأوراق المالية بسجل الهيئة. كما صدرت بعض التعديلات في قواعد قيد واستمرار قيد و شطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية.

ومن التطورات التنظيمية في المغرب خلال عام 2011، قيام السلطات بتحديد الإجراءات التنفيذية لعمليات إعادة شراء الشركات المساهمة لأسهمها في البورصة. وتهدف تلك الإجراءات للمساعدة في تنظيم وتنشيط السوق.