

# التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية

### نظرة عامة

سجلت وتيرة التوسع النقدي تباطؤاً ملحوظاً في عدد من الدول العربية بما يعكس عدة عوامل من أهمها التراجع الكبير المسجل في صافي الأصول الأجنبية الذي كان له آثاراً انكماشية على معدل نمو السيولة المحلية في عدد من الدول العربية، إضافة إلى تأثير تباطؤ معدلات نمو صافي الائتمان المحلي سواءً نتيجة استمرار تباطؤ معدلات نمو الائتمان الموجه للقطاع الخاص أو نتيجة لتواصل إصلاحات المالية العامة التي تستهدف احتواء العجزات في الموازنة ومن ثم خفض معدلات نمو الائتمان الموجه للقطاع الحكومي.

واصلت البنوك المركزية ومؤسسات النقد العربية خلال عام 2014 استخدامها لأدوات السياسة النقدية غير المباشرة لإدارة السيولة المحلية وتحقيق المستهدفات النهائية للسياسة النقدية، التي يأتي على رأسها تحقيق الاستقرار السعري وحفز معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق الاستقرار المالي. ففي هذا الإطار استمرت تدخلات المصارف المركزية الهادفة لامتصاص فائض السيولة في بعض الدول العربية خاصة تلك التي تتبني نظاماً ثابتة للصرف وإن خفت وتيرتها بشكل كبير في عدد من البلدان، فيما تواصلت التأثيرات الناتجة عن نقص السيولة المحلية في بلدان عربية أخرى واستدعت تدخل البنوك المركزية بهذه الدول بشكل دوري لتعزيز وتطوير آليات جديدة لدعم السيولة. كذلك عملت المصارف العربية على تطوير الأطر التشغيلية للسياسة النقدية من خلال عدة آليات من أبرزها تطوير أسواق تعاملات ما بين البنوك لزيادة مستويات كفاءة قنوات انتقال أثر السياسة النقدية للنشاط الاقتصادي، إضافة إلى اتجاه بعضها لاستحداث أطر لإدارة السيولة المحلية والتنبؤ بها بالتنسيق مع وزارات المالية لرفع مستويات كفاءة السياسة النقدية، إلى جانب تطوير أدوات نقدية جديدة تساعد البنوك المركزية ومؤسسات النقد العربية على إدارة السيولة في المصارف الإسلامية وذلك بما يعكس تنامي أنشطة الصيرفة الإسلامية في بعض الدول العربية.

أما من حيث العوامل المؤثرة على السيولة المحلية، فقد شهدت أوضاع السيولة المحلية في الدول العربية كمجموعة تغيراً كبيراً خلال العام مع حدوث تحول ملموس في مساهمة العوامل المؤثرة على السيولة المحلية على ضوء التراجع الكبير الذي شهده صافي الأصول الأجنبية كمصدر للتوسع في السيولة المحلية بما يعكس جزئياً انخفاض المتحصلات من النقد الأجنبي نتيجة تراجع عائدات تصدير النفط الذي شهدت أسعاره انخفاضاً خلال النصف الثاني من عام 2014. في المقابل ارتفعت بشكل ملموس مساهمة صافي الائتمان المحلي والذي تصدر العوامل المؤثرة على السيولة المحلية في غالبية الدول العربية بما فيها بعض الدول العربية المصدرة للنفط.

أما على صعيد القطاع المصرفي، فقد استمر الأداء الإيجابي لهذا القطاع. فقد شهدت التسهيلات الائتمانية المقدمة للقطاع الخاص، نمواً بنسبة تفوق النسبة المحققة في العام الماضي، فيما سجلت الودائع الإجمالية نمواً ولكن بنسبة تقل عن تلك المحققة في العام الماضي. كذلك تحسنت مؤشرات الربحية لأغلب المصارف العربية لهذا العام. وفيما يتعلق بأهم التطورات التشريعية والتنظيمية، واصلت السلطات الإشرافية والرقابية في الدول العربية خلال عام 2014، جهودها لتحديث وتطوير منظومة القوانين والقرارات والتعليمات بما ينسجم مع التطورات الدولية، واتخاذ إجراءات لتطبيق معايير بازل الجديدة وخاصة فيما يتعلق بمخاطر السيولة ونظم وقواعد الحوكمة. كذلك أولت المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية مزيداً من الاهتمام بالقضايا المتعلقة بالاستقرار المالي.

على صعيد أسواق المال العربية، شهد عام 2014 تحسناً في القيمة السوقية الإجمالية لمجموع البورصات العربية. فقد ارتفعت هذه القيمة بنحو 5.7 في المائة خلال هذا العام لتبلغ نحو 1203 مليار دولار في نهاية 2014، ولتكسب هذه البورصات نحو 65.0 مليار دولار من قيمتها السوقية. وقد رافق هذا التحسن، ارتفاع نشاط سوق الإصدارات الأولية، من حيث عدد وقيمة هذه الإصدارات. كما حقق الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية تدفقاً موجباً وذلك للسنة الثانية على التوالي. هذا وقد عملت السلطات الرقابية والإشرافية العربية خلال عام 2014 على مواكبة كافة المستجدات والتطورات الحاصلة في الأسواق المالية العالمية، وسعت من خلال تعديل القوانين والأنظمة والتعليمات وخاصة تلك المتعلقة بالتداول والنقاص والتسوية، وذلك بعد ترقية عدد من الأسواق المالية العربية إلى مرتبة الأسواق المالية الناشئة إلى تعزيز مكانة تلك الأسواق عالمياً. كذلك قام عدد من البورصات العربية بتطوير منظومة من التشريعات والأنظمة الخاصة بمنشآت الأعمال الصغيرة والمتوسطة، لإدراجها أو إنشاء بورصة خاصة بها.

## التطورات النقدية

### السياسة النقدية

اتجه عدد من المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية إلى الإبقاء على موقف السياسة النقدية دون تغيير خلال عام 2014. فمن جهة استمرت أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة في معظم الدول العربية التي تتبنى نظاماً ثابتة لأسعار الصرف مقابل الدولار بما ينسجم مع توجهات السياسة النقدية التوسعية في الولايات المتحدة الأمريكية والتي من المتوقع بقائها بدون تغيير حتى عام 2015 كون الدولار عملة الربط الرئيسية لعدد من الدول العربية<sup>(1)</sup>، فيما اتجهت بنوك مركزية أخرى تتبنى نظاماً ثابتة للصرف إلى خفض أسعار الفائدة في محاولة لحفز معدلات نمو الائتمان الموجه للقطاع الخاص لدعم النمو الاقتصادي. في المقابل لجأ عدد من الدول العربية التي تتبنى نظاماً مرناً للصرف

<sup>1</sup> تربط تسع دول عربية عملاتها بالدولار وهي: (السعودية والإمارات والبحرين وقطر وعمان والأردن والعراق ولبنان وجيبوتي)، ودولتان بوحدة حقوق السحب الخاصة (سورية وليبيا)، ودولة بسلة من العملات (الكويت). في حين تتبنى دولتان عربيتان نظاماً ثابتة للصرف مقابل اليورو أو مقابل سلة من العملات (المغرب والقطر). وتتبنى سبع دول عربية نظاماً مداراً للصرف تتمثل في (الجزائر وتونس ومصر والسودان واليمن وموريتانيا والصومال)، انظر الملحق (10/9).

إلى رفع أسعار الفائدة سواءً لاحتواء الضغوط التضخمية أو لضبط أوضاع السيولة المحلية. وقد شهد نهاية عام 2014، إعلان مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي عزمه العودة إلى مسار السياسات النقدية التقليدية Normalization of monetary policy وهو ما سيؤثر على موقف السياسة النقدية في الدول العربية عام 2015، خاصة تلك التي تثبت عملاتها مقابل الدولار، الإطار رقم (1).

#### إطار رقم (1)

#### التأثير المتوقع للتحوّل المرتقب في موقف السياسة الأمريكية على أوضاع السياسة النقدية في الدول العربية خلال عام 2015<sup>(2)</sup>

من المتوقع حدوث تغيير في موقف السياسة النقدية الأمريكية وعودتها إلى مساراتها التقليدية<sup>(3)</sup> في العام المقبل في أعقاب قيام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وعبر السنوات الست الماضية بتبني سياسة نقدية توسعية لتجاوز التداعيات المترتبة على الأزمة المالية العالمية التي انخفضت على إثرها معدلات الفائدة الأمريكية إلى أدنى مستوياتها لتتراوح ما بين 0-0.25 نقطة مئوية. واستتبع ذلك قيام الدول العربية التي تتبني نظاماً ثابتاً لصرف عملاتها مقابل الدولار بخفض أسعار الفائدة الأساسية. ومن ثم فإن التغيير المرتقب في موقف السياسة النقدية الأمريكية سوف ينعكس بشكل كبير على السياسة النقدية في الدول العربية خلال العام المقبل وسيستتبعه -حال اتجه مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى رفع أسعار الفائدة خلال العام المقبل- قيام عدد من البنوك المركزية العربية برفع أسعار الفائدة الأساسية في ظل ارتباط عدد من العملات العربية بالدولار الأمريكي.

فخلال السنوات الست الماضية، خفضت المصارف المركزية في اثنتي عشرة دولة عربية-تتبنى نظاماً ثابتاً للصرف أما مقابل الدولار أو مقابل سلة من العملات يشكل الدولار الوزن الأكبر بها،-يتمثل معظمها في الدول العربية المصدرة للنفط- أسعار الفائدة المحلية لتصل إلى أدنى مستوياتها في إطار الموقف التيسيري للسياسة النقدية. في المقابل، لجأ عدد من الدول العربية التي تتبنى نظاماً مرناً للصرف (ست دول عربية) إلى تشديد السياسة النقدية بما يعكس التطورات الاقتصادية التي واجهت هذه البلدان، حيث اتجهت هذه الدول إلى رفع أسعار الفائدة أو الإبقاء عليها عند مستويات مرتفعة أما بهدف توفير الموارد اللازمة لتمويل الدين الحكومي، والذي تصاعد في أعقاب ظروف عدم الاستقرار التي مرت بها بعض هذه البلدان أو لاحتواء الضغوط التضخمية.

مع استعداد مجلس الاحتياطي الفيدرالي لإنهاء سياسته النقدية غير التقليدية Unconventional Monetary Policy والعودة لمسارات السياسة النقدية التقليدية خلال النصف الثاني من العام المقبل -حال استمرار التحسن في مستويات النشاط الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية واستمرار تراجع معدلات البطالة- من المتوقع أن يلجأ بعض الدول العربية إلى رفع أسعار الفائدة خلال الربع الأخير من العام الجاري، خاصة تلك التي ينخفض الهامش بين سعر الفائدة على عملاتها وسعر الفائدة على الدولار. في حين قد لا تلجأ الدول التي لا يزال الفارق بين سعر الفائدة على عملاتها

(2) صندوق النقد العربي، تقرير "آفاق الاقتصاد العربي"، مارس (2015).

(3) في هذا الإطار، حدد مجلس الاحتياطي الفيدرالي بعض التوجهات المستقبلية Forward Guidance ، التي توضح المسارات المحتملة للسياسة النقدية، حيث يفضل المجلس الإبقاء على السياسات النقدية التيسيرية غير التقليدية Unconventional Monetary Policy ، طالما بقيت مستويات البطالة فوق مستوى 6 في المائة، واستمرت معدلات التضخم دون مستوى 2 في المائة، وعلى ضوء ما سبق توقعت الأسواق لجوء الفيدرالي الأمريكي إلى رفع أسعار الفائدة خلال النصف الثاني من عام 2015 حال تعززت آفاق النمو.

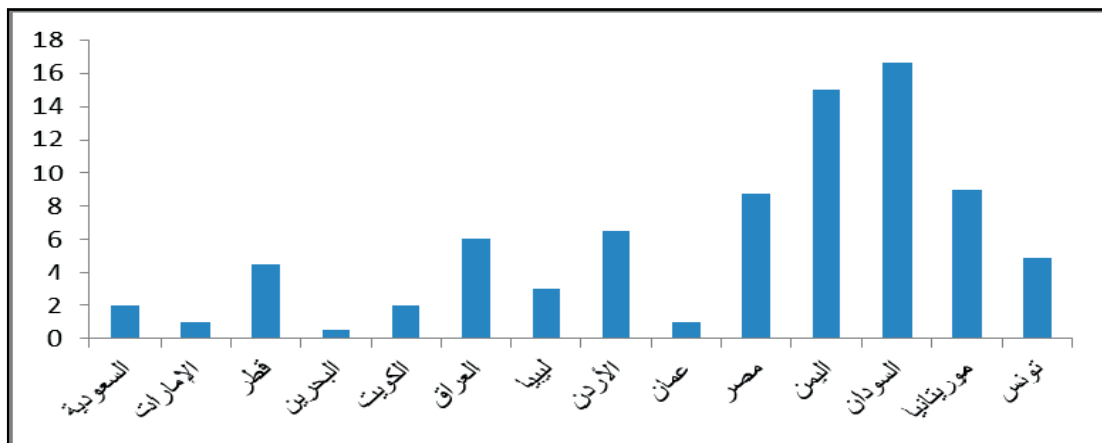
وسعر فائدة الدولار كبيراً إلى تقييد السياسة النقدية في عام 2015، وقد ترجأ هذه الخطوة إلى عام 2016، أو تقوم برفع أقل لأسعار الفائدة على عملاتها مقارنة بالرفع المتوقع للفائدة على الدولار على ضوء حرص هذه الدول على توفير الائتمان المحلي اللازم لتمويل النشاط الاقتصادي، الشكل (1).

أما بالنسبة للدول العربية التي تتبنى نظاماً مرنة للصرف فمن المتوقع أن يستمر الموقف التقييدي للسياسة النقدية في بعضها لمواجهة الضغوط التي تواجه عملاتها بسبب الارتفاع المتوقع في قيمة الدولار أو بسبب ظروف عدم الاستقرار التي تمر بها، في حين يتوقع أن يبقى موقف السياسة النقدية في بعضها الآخر تيسيرياً لحفز النمو الاقتصادي وزيادة مستويات الائتمان الممنوح للقطاع الخاص الذي لا يزال يشهد نمواً محدوداً الوتيرة.

يشار إلى أن التغيير في موقف السياسة النقدية في الدول العربية التي تتبنى نظاماً ثابتة للصرف مقابل الدولار -الذي جرى خلال السنوات الست الماضية بما يتماشى مع موقف السياسة النقدية الأمريكية- كان ملائماً ومناسباً إلى حد كبير للأوضاع الاقتصادية في تلك البلدان التي كانت تستلزم تبنى سياسات تيسيرية لحفز النمو الاقتصادي. بيد أن التغيير المتوقع في السياسة النقدية خلال العام الجاري قد لا يكون بالضرورة متماشياً مع مقتضيات الظروف الاقتصادية في بعض هذه البلدان التي تحتاج إلى أسعار فائدة ملائمة لتوفير الائتمان للقطاع الخاص للمشاركة في عدد من المشروعات الاقتصادية التي يجري تنفيذها حالياً في هذه البلدان. ومن شأن تشديد السياسة النقدية أن يحد نسبياً من فرص نمو الائتمان الممنوح في بعض هذه البلدان في الوقت الذي ستأثر فيه آفاق النمو بالتأثيرات السلبية المتوقعة للتقييد النسبي في موقف السياسة المالية نظراً لتراجع أسعار النفط.

من جهة أخرى، وعلى ضوء ظروف عدم الاستقرار في بعض الدول العربية الأخرى التي تتبنى نظاماً ثابتة لأسعار الصرف فإن تشديد أوضاع السياسة النقدية قد يزيد من حجم التحديات الاقتصادية التي تواجه هذه البلدان. في المقابل، من المتوقع أن يكون لتشديد السياسة النقدية أثراً إيجابياً في بعض الدول العربية المصدرة للنفط حيث سيساهم في احتواء مخاطر ارتفاع أسعار الأصول التي شهدت ارتفاعات كبيرة خلال العام السابق، بالتالي سيساعد بالإضافة إلى سياسات الرقابة الاحترازية الكلية Macprudential Policies المطبقة في عدد منها على تحقيق الاستقرار المالي.

الشكل (1): أسعار الفائدة الرسمية في بعض الدول العربية خلال عام 2014



المصدر: المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية.

يستند على موقف السياسة النقدية Monetary Policy Stance في الدول العربية بعدد من المؤشرات السعرية والكمية التي تهتم برصد وضعية السياسة النقدية خلال العام. فبالرجوع إلى مؤشر التغيرات في أسعار الفائدة الرسمية للسياسة النقدية يتضح اتجاه معظم البنوك المركزية العربية إلى الإبقاء على الموقف التيسيري للسياسة النقدية، حيث استقرت أسعار الفائدة في عدد كبير من الدول العربية عند مستوياتها المنخفضة التي تم تبنيها مسبقاً، فيما قام بعض البنوك المركزية بخفض أسعار الفائدة لحفز الائتمان الموجه للقطاع الخاص.

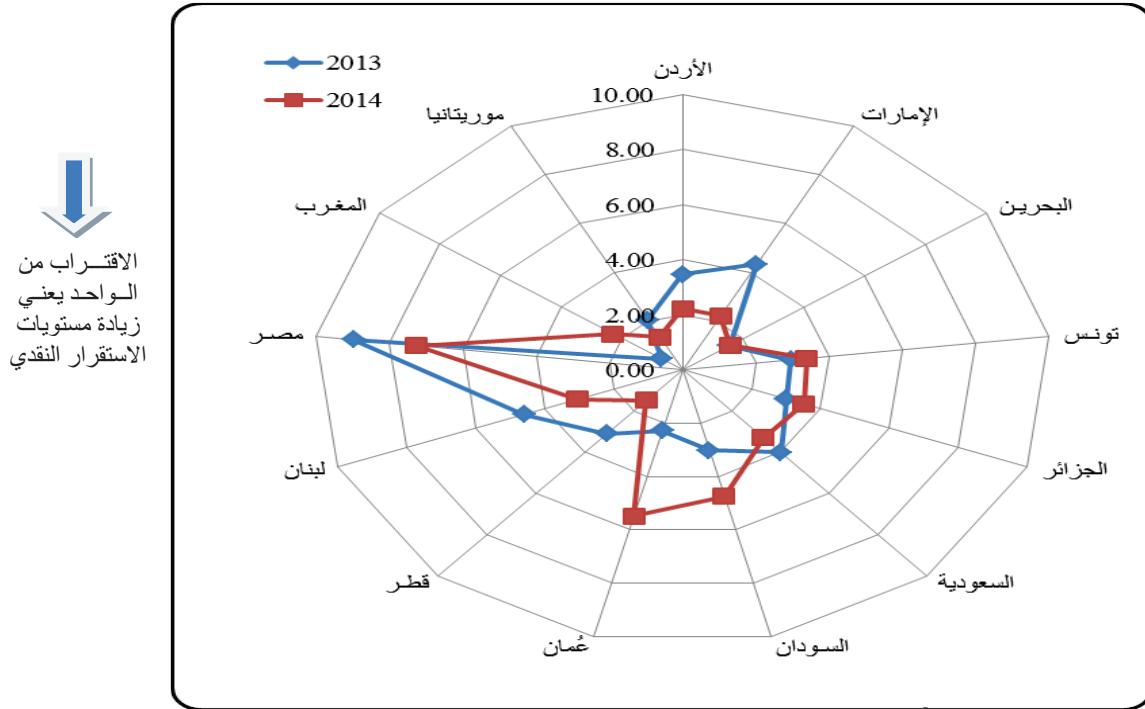
فوفقاً للبيانات المتوفرة أبقى سبع عشرة دولة عربية على أسعار الفائدة المنخفضة بدون تغيير (تتمثل معظمها في الدول العربية المصدرة للنفط التي تتبنى نظاماً ثابتاً للصرف)، في حين اتجهت ثلاث دول عربية (المغرب والأردن واليمن) إلى خفض أسعار الفائدة لدعم النمو الاقتصادي. في المقابل اتجهت دولتان فقط (مصر وتونس) إلى رفع أسعار الفائدة لاحتواء الضغوط التضخمية الناتجة عن تعديل الأسعار الإدارية للطاقة كما في حالة مصر وجذب الودائع المحلية لتعزيز السيولة المحلية كما في حالة تونس.

كذلك تشير بعض المؤشرات الكمية الخاصة برصد وضعية السياسة النقدية، ومن أبرزها مؤشر معامل الاستقرار النقدي<sup>(4)</sup>، الذي يهتم بقياس نسبة معدل نمو السيولة المحلية إلى معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة إلى تبني معظم البنوك المركزية العربية لسياسة نقدية توسعية خلال عام 2014. حيث يتضح من خلال بيانات المؤشر تبني ثلاث عشرة دولة عربية توافرت عنها بيانات في هذا المؤشر، سياسات نقدية توسعية خلال عام 2014.

تتمثل هذه الدول في: الأردن والإمارات والبحرين وتونس والجزائر والسعودية والسودان وعمان وقطر ولبنان ومصر والمغرب وموريتانيا، حيث فاقت معدلات نمو السيولة المحلية في هذه الدول معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة خلال العام. من بين هذه الدول كان موقف السياسة النقدية أقرب لتحقيق الاستقرار السعري في ثلاث دول وهي قطر والبحرين وموريتانيا. كذلك يلاحظ من هذا المؤشر أن الاتجاه التوسعي للسياسة النقدية قد زاد خلال عام 2014 مقارنة بعام 2013 في خمس دول عربية وهي عمان والسودان والجزائر وتونس والمغرب، الشكل (2) والملحق (1/7).

(4) يستند هذا المعامل إلى معادلة كمية النقود للاقتصادي ارفنج فيشر، ويستخدم في العديد من الدراسات للوقوف على وضعية السياسة النقدية Monetary Policy Stance. 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 تقييدية تسهم في خفض الضغوط التضخمية الناتجة عن التوسع النقدي.

الشكل (2): معامل الاستقرار النقدي لبعض الدول العربية (2013-2014)



الإقتراب من الواحد يعني زيادة مستويات الاستقرار النقدي

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

## أدوات السياسة النقدية

استخدمت البنوك المركزية العربية عدداً من أدوات السياسة النقدية غير المباشرة لإدارة السيولة خلال عام 2014. وقد استمر خلال عام 2014 اعتماد الكثير من الدول العربية المُصدرة للنفط والتي تتبنى نظاماً ثابتاً لأسعار الصرف على أداة شهادات وتسهيلات الإيداع لدى البنوك المركزية وإصدارات أذون الخزانة وعمليات إعادة الشراء المعاكس Reverse Repo لإدارة السيولة المحلية للحفاظ على الاستقرار السعري واستقرار أسعار الصرف. كذلك لجأت بعض المصارف المركزية العربية إلى تطوير أدواتها النقدية بما يسمح بإدارة السيولة في المصارف الإسلامية من خلال استحداث أدوات نقدية جديدة متلائمة مع الشريعة الإسلامية في بعض هذه الدول.

من جانب آخر، استمر اعتماد الدول العربية ذات نظم أسعار الصرف الثابتة على تسهيلات مقايضة العملات Currency Swaps للحفاظ على استقرار سياسة سعر الصرف. واستمر خلال العام تركيز البنوك المركزية بدول مجلس التعاون بشكل كبير على تطوير أدوات السياسات الاحترازية الكلية (Macro-prudential policies) مثل نسب رأس المال للموجودات المرجحة بالمخاطر، ونسبة السيولة ونسبة القروض إلى الموارد المالية المستقرة، والحد الأقصى للقروض الشخصية والتركزات الائتمانية القطاعية ونسبة مدفوعات الدين للدخل بهدف إدارة الطلب الكلي والحد من المخاطر النظامية على ضوء الاستقلالية المحدودة للسياسة النقدية، واتجاه تلك الدول إلى التقييد

النسبي للسياسات المالية لتحقيق مستويات أكبر من الانضباط المالي. ويلاحظ في هذا الاتجاه أيضاً توجه عدد من هذه الدول لتبني تدابير السياسة الاحترازية الكلية الهادفة إلى احتواء المخاطر الناتجة عن المؤسسات المصرفية ذات الأهمية النظامية Domestically Systemically Important Banks DSIBs ودراسة تبني آليات احترازية من شأنها الحد من تأثير التقلبات في دورات الأعمال والنشاط الاقتصادي على الأنشطة المصرفية Countercyclical Capital Buffer لضمان تحقيق الاستقرار المالي وتوفير الموارد التمويلية اللازمة لدعم القطاع العيني.

في السعودية استمرت مؤسسة النقد السعودي في التدخل باستخدام أدوات السياسة النقدية لامتناع فائض السيولة، خاصة في الربع الأخير من العام الذي شهد ارتفاعاً كبيراً في الودائع لدى المؤسسة التي نمت بنحو 45.4 مليار (بمعدل نمو 32 في المائة) بما يعكس توفر السيولة في الجهاز المصرفي. أما في الإمارات وانعكاساً لتراجع مستويات فائض السيولة في الجهاز المصرفي مقارنة بالمستويات المسجلة عام 2013، انخفض حجم استثمارات البنوك في شهادات إيداع المصرف المركزي بشكل عام بنسبة 8 في المائة مقارنة بالتعاملات المسجلة العام السابق عليه في حين تراجع حجم التعاملات على شهادات الإيداع المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بنسبة كبيرة بلغت 42 في المائة خلال العام. وفي عمان استمر البنك المركزي في تدخلاته الهادفة إلى امتناع فائض السيولة المصرفية، حيث ارتفع إجمالي حجم شهادات البنك المركزي العماني المصدرة خلال العام بنسبة 31 في المائة مقارنة بالعام السابق لتصل إلى نحو 7.38 مليار ريال عماني مقارنة بنحو 5.65 مليار ريال عماني العام السابق.

في الكويت، ارتفعت قيمة سندات البنك المركزي الكويتي لأجل ثلاثة وستة أشهر التي يتم استخدامها لإدارة السيولة بنسبة 1.3 في المائة خلال عام 2014 بما يعكس انخفاض فائض السيولة مقارنة بالعام السابق عليه والذي شهد ارتفاعاً ملحوظاً في معدل نمو السيولة المحلية في الكويت. في قطر، واصل مصرف قطر المركزي اعتماده على آليات السوق النقدي ممثلة في تسهيلات الإيداع والإقراض لإدارة السيولة المحلية. وقد عكس تراجع قيمة التعاملات المنفذة من خلال آلية تسهيلات الإقراض بنسبة 74 في المائة وارتفاع قيمة التعاملات المنفذة من خلال آلية تسهيلات الإيداع بنسبة 63 في المائة ارتفاع فائض السيولة في الجهاز المصرفي. وفي البحرين تواصل اعتماد المصرف المركزي على آليات تسهيلات الإقراض والإيداع القائمة لإدارة السياسة النقدية، والتي تتضمن أداة بيع وشراء الصكوك الإسلامية Islamic Sukuk Liquidity Instrument (ISLI) مقابل صكوك الإجارة بالدينار البحريني قصيرة وطويلة الأجل، والتي تم تبنيها لإدارة مستويات السيولة في المصارف الإسلامية التي تستحوذ على أهمية كبيرة في القطاع المصرفي البحريني.

وفي العراق انعكست أوضاع نقص السيولة على الرصيد القائم لتسهيلات الإيداع المتمثلة في نافذة الاستثمار بالدينار العراقي لدى البنك المركزي، والتي انخفضت قيمتها بنسبة 55 في المائة خلال الربع الرابع من عام 2014 لتصل إلى 3.5 تريليون دينار عراقي مقارنة بنحو 8 تريليون عراقي بنهاية الربع الثالث من نفس العام. ويسعى البنك المركزي العراقي إلى زيادة مستويات كفاءة إدارة السياسة النقدية من خلال عمليات السوق المفتوحة ومزادات العملة الأجنبية



وتطوير سوق ما بين البنوك. في الجزائر، استهدفت تدخلات البنك المركزي السيطرة على الزيادة في مستويات المعروض النقدي نتيجة ارتفاع السيولة الناتج عن زيادة متحصلات النفط والغاز في السنوات السابقة. في هذا الإطار قام البنك برفع نسبة الاحتياطي القانوني وإصدار شهادات إيداع البنك المركزي وزيادة حجم عمليات إعادة الشراء وأجال استحقاقها وإصدار اذن خزانة بهدف امتصاص فائض السيولة. واستمر خلال عام 2014 استخدام البنك المركزي في السودان للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية متمثلةً في شهادات مشاركة الحكومة (شهامة) وشهادات الاستثمار الحكومية (صرح) بالإضافة إلى صكوك إجارة البنك المركزي (شهاب) لامتصاص فائض السيولة بهدف السيطرة على معدلات التضخم، حيث ارتفعت قيمة مبيعات شهادات إجارة البنك المركزي وشهادات مشاركة الحكومة بنسبة 31 في المائة و11 في المائة على التوالي.

وفي ليبيا، لازالت الظروف المحلية التي تشهدها البلاد منذ عام 2011، تلقى بتحدياتها على توجهات السياسة النقدية وتؤثر بشكل كبير على مستويات السيولة والائتمان المحلي. وتواجه السياسة النقدية في ليبيا تحدياً يتمثل في التحول إلى النظام المصرفي الإسلامي الشامل دون وجود المقومات الداعمة لهذا التحول، حيث كان من المخطط إلغاء التعامل بأسعار الفائدة المصرفية مطلع عام 2015. يشار إلى أن تلك الخطوة تستلزم تطوير عدد من أدوات السياسة النقدية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لتمكين البنك المركزي من إدارة السياسة النقدية بشكل سليم، وتعزيز القدرات الفنية والبشرية وتوفير البنية الأساسية الداعمة لهذا التحول على صعيد كل من الجهاز المصرفي والبنك المركزي.

في المقابل تباينت الأدوات المستخدمة لإدارة السيولة النقدية في بعض الدول العربية المستوردة للنظف وفقاً للتطورات الاقتصادية والنقدية التي شهدتها خلال العام. فمن جهة تحسنت اوضاع السيولة المحلية نسبياً في بعض الدول مثل مصر والأردن على ضوء الدعم الخارجي لهذه الدول سواءً المُقدم في صورة ودائع من بعض دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية أو تسهيلات تعزيز السيولة المقدمة من المؤسسات الدولية. وقد ساهم هذا الدعم إضافة إلى الإجراءات الدورية التي تبنتها المصارف المركزية لتلك الدول منذ عام 2011 في تعزيز سيولة المصارف خلال العام. فعلى سبيل المثال ساعدت الإجراءات التي تبناها البنك المركزي المصري والتي استهدفت زيادة تدخلات البنك الدورية من خلال إجراء عمليات إعادة شراء أطول أجلاً في تحول العجز المسجل في موقف السيولة المصرفية إلى فائض بمتوسط بلغ 64 مليار جنيه خلال النصف الأول من عام 2014. وقد استدعى وجود فائض في السيولة في الجهاز المصرفي خلال عام 2014 اتجاه البنك إلى إعادة استخدام آلية ربط ودائع البنوك لأجل 7 أيام كعملية رئيسية لامتصاص فائض السيولة.

في المقابل، استمرت معاناة المصارف في كل من المغرب وتونس خلال عام 2014 من أوضاع نقص السيولة للعام الثالث على التوالي، سواءً نتيجة ظروف عدم التيقن التي تمر بها المنطقة أو تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي في دول منطقة اليورو والشريك التجاري الأبرز لتلك الدولتين بما أدى إلى انخفاض المتحصلات من النقد الأجنبي وتراجع صافي الأصول الأجنبية. وقد ساهمت عوامل أخرى محلية مثل تباطؤ معدلات نمو الودائع المحلية مقارنة بمعدلات نمو الطلب على الائتمان، وتزايد متطلبات تمويل عجز الموازنات العامة وبعض الإجراءات المحلية في ظهور



أزمات نقص السيولة بشكل واضح خلال العام في تلك الدولتين. ودفعت هذه التطورات المصارف المركزية إلى اتخاذ تدابير لدعم السيولة وتوفير التمويل اللازم للوفاء بمتطلبات النشاط الاقتصادي.

ففي المغرب، استمر عجز السيولة بشكل واضح خلال 2014 وهو ما دفع بنك المغرب إلى ضخ نحو 42 مليار درهم لتعزيز السيولة المصرفية من خلال تسهيلات لتوفير السيولة للمصارف بأجال 7 أيام بقيمة 23 مليار درهم، إضافة إلى ضخ نحو 19 مليار درهم عن طريق القروض في إطار برنامج دعم الشركات الصغيرة جداً والمتوسطة والصغيرة. وفي تونس، تركز اهتمام البنك المركزي منذ عام 2011 على تبني تدابير تستهدف مواجهة نقص السيولة المصرفية. في هذا السياق، بدأ البنك المركزي التونسي اعتباراً من يناير 2014 في تطبيق نظام الخصم (Haircut) على القروض المقدمة لإعادة التمويل بهدف ترشيد طلبات السيولة، وتشجيع البنوك على اللجوء لسوق ما بين البنوك للحصول على السيولة بما يساعد على تنشيط هذه السوق وتعزيز دورها. وفي هذا السياق، تم رفع نسبة الخصم من 10 في المائة المعمول بها منذ مطلع سنة 2014 إلى 25 في المائة في شهر يوليو من عام 2014، وذلك لحماية البنك من مخاطر التخلف عن السداد من قبل البنوك. من جهة أخرى، أصبح إلزامي على المصارف تقديم ما لا يقل عن 40 في المائة من الضمانات لفائدة البنك المركزي (مقابل الأموال التي تتحصل عليها من هذا الأخير في شكل سندات حكومية). كما قام البنك بإجراء تخفيضات تدريجية على نسبة الاحتياطي الإلزامي خلال عام 2013 لتصل إلى 1.0 في المائة على الودائع تحت الطلب بنهاية العام للتخفيف من مشكلة نقص السيولة والتي قدرت بنحو 5 مليار دينار في المتوسط عام 2014 مقارنة بنحو 4.3 مليار دينار عام 2013.

### أسعار الفائدة الرسمية والمصرفية

اتجه عدد من البنوك المركزية بالدول العربية المُصدرة للنفط والتي يتبنى معظمها نظاماً ثابتة لأسعار الصرف إلى الإبقاء على أسعار فائدة السياسة النقدية المنخفضة التي تم تبنيها في أعقاب الأزمة المالية العالمية تماشياً مع موقف السياسة النقدية الأمريكية. وقد بلغ عدد الدول العربية التي أبقت على أسعار الفائدة الرسمية بدون تغيير نحو سبع عشرة دولة عربية، بينما اتجهت ثلاث دول إلى خفض أسعار الفائدة، وقامت دولتان عربيتان برفع سعر فائدة السياسة النقدية خلال العام.

في السعودية واصلت مؤسسة النقد العربي السعودي اتباع سياسة نقدية تستهدف تحقيق استقرار الأسعار ودعم القطاعات الاقتصادية بما يتلاءم مع التطورات المحلية والعالمية. وأبقت المؤسسة على سعر فائدة السياسة النقدية (معدل العائد على اتفاقيات إعادة الشراء (Repo Rate) دون تغيير عند مستوى 2 في المائة خلال عام 2014. وأبقت كذلك على سعر فائدة عمليات إعادة الشراء المعاكس (Reverse Repo Rate) عند مستوى 0.25 في المائة. كما أبقت على سعر العائد على أذون الخزانة الصادرة عن المؤسسة بحدود 80 في المائة من سعر فائدة الإيداع بين البنوك. وانعكاساً لفائض السيولة في الجهاز المصرفي، انخفض سعر فائدة تعاملات ما بين البنوك (SIBOR) لمدة ثلاثة أشهر إلى نحو 0.8916 في المائة خلال الربع الرابع من عام 2014. وفي الكويت أبقي المصرف المركزي

على سعر الخصم عند مستوى 2 في المائة خلال عام 2013 بعد أن قام في عام 2012 بخفضه لدعم النمو الاقتصادي. وفي الإمارات ، يتمثل سعر فائدة السياسة النقدية في سعر فائدة عمليات إعادة الشراء لليلة واحدة والبالغ 1 في المائة بنهاية عام 2014. واستناداً لفائض السيولة في الجهاز المصرفي، واصلت أسعار الفائدة على تعاملات ما بين البنوك (EIBOR) تراجعها خلال عام 2014، حيث انخفضت أسعار الفائدة على التعاملات لأجل سنة، بنحو 13 نقطة أساس كما انخفضت بنحو 16 نقطة أساس لأجل ستة أشهر، إلا أنها استقرت للأجلين القصيرين ليلة واحدة وأسبوع، قريبة من مستوياتها عام 2013.

في قطر، استقر سعر فائدة السياسة النقدية المتمثل في سعر فائدة اتفاقات عمليات إعادة الشراء عند مستوى 4.5 في المائة خلال عام 2014. وفي البحرين استقر سعر فائدة السياسة النقدية المتمثل في سعر فائدة الإيداع لدى المصرف المركزي عند مستوى 0.5 في المائة. وقد بدأت أسعار الفائدة على القروض الشخصية والتجارية في التقارب حيث وصل سعر فائدة القروض الشخصية بنهاية سبتمبر إلى نحو 5.8 في المائة، وبلغ سعر فائدة القروض التجارية نحو 5.6 في المائة. وفي عمان، استقر سعر فائدة السياسة النقدية المتمثل في سعر فائدة عمليات إعادة الشراء عند مستوى 1 في المائة بنهاية عام 2014. وقد شهد سعر الفائدة على شهادات الإيداع التي يصدرها البنك المركزي العماني تغيراً طفيفاً خلال عام 2014، واستقر في نهاية ديسمبر 2014 عند نفس مستواه المسجل في نهاية عام 2013 والبالغ 0.130 في المائة. وفي الدول العربية المصدرة الأخرى للنفط، استقر سعر فائدة السياسة النقدية في ليبيا المتمثل في سعر الخصم عند مستوى 3 في المائة خلال العام. وفي العراق أبقى البنك المركزي على سعر فائدة السياسة النقدية البالغ 6 في المائة تنفيذاً للسياسة النقدية التي يعتمدها ولتوفير الائتمان للقطاع الخاص لدعم التنمية.

في الدول العربية المستوردة للنفط، لجأ البنك المركزي في مصر إلى رفع سعر فائدة السياسة النقدية (سعر عائد عمليات الإيداع لليلة واحدة) بنحو 100 نقطة أساس ليصل 9.25 في المائة في خطوة تستهدف احتواء الضغوط التضخمية الناتجة عن تعديل الأسعار الإدارية للوقود والكهرباء وبعض السلع المحلية المتضمنة في سلة الرقم القياسي بهدف تحسين الاستدامة المالية في الأجل المتوسط. كذلك لجأ البنك المركزي التونسي إلى رفع سعر فائدة السياسة النقدية (نسبة الفائدة على طلبات العروض لمدة 7 أيام Rate of call for tender) بنحو ربع نقطة مئوية لتصل إلى 4.75 في المائة بهدف جذب الودائع المحلية واحتواء الضغوط التضخمية. وانعكست هذه التطورات على سعر فائدة التعاملات بين البنوك والتي ارتفعت إلى 4.82 في المائة عام 2014 مقارنة بنحو 4.59 في المائة في 2013.

في المقابل لجأت البنوك المركزية في كل من المغرب والأردن واليمن إلى خفض أسعار الفائدة. ففي المغرب، قام البنك المركزي بخفض سعر فائدة السياسة النقدية مرتين بواقع 25 نقطة أساس خلال شهري سبتمبر وديسمبر من عام 2014 ليتراجع السعر من 3 في المائة إلى نحو 2.50 في المائة عام 2014. وقد كان هناك عدد من العوامل التي دفعت البنك إلى تيسير السياسة النقدية. يأتي على رأس هذه العوامل تباطؤ وتيرة النمو الاقتصادي وانخفاض مستويات الائتمان الممنوح للقطاع الخاص وتراجع الضغوط التضخمية. وانعكست التطورات على صعيد السياسة النقدية على أسعار فائدة التعاملات ما بين البنوك، حيث تراجع متوسط سعر الفائدة المرجح من 3.03 في المائة في المتوسط خلال الفترة (يناير-سبتمبر 2014) وقبل تخفيض أسعار الفائدة إلى نحو 2.51 في المائة بنهاية عام 2014 وبعد خفض أسعار الفائدة الرسمية.

في الأردن، قام البنك المركزي بخفض سعر فائدة السياسة النقدية (سعر إعادة الخصم) عام 2014 ليصل إلى 4.25 في المائة في خطوة تستهدف حفز الائتمان الموجه للقطاع الخاص، الذي لا يزال ينمو بوتيرة متباطئة. كذلك قام البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة على نافذة الإيداع واتفاقيات إعادة الشراء لأجل أسبوع أو أكثر بمقدار 50 نقطة أساس. وانعكست هذه التطورات على أسعار الفائدة المصرفية، حيث انخفض سعر الفائدة على الودائع لأجل في نهاية شهر سبتمبر 2014 بمقدار 69 نقطة أساس مقارنة بمستواه المسجل في نهاية عام 2013. و انخفض سعر الفائدة على التسهيلات الائتمانية في نهاية شهر سبتمبر 2014 بمقدار 17 نقطة أساس مقارنة بالمستوى المسجل نهاية 2013. كذلك قام البنك المركزي في القمر بخفض سعر فائدة السياسة النقدية (سعر إعادة التمويل) تماثياً مع الخفض في سعر فائدة اليورو، حيث يرتبط الفرنك باليورو.

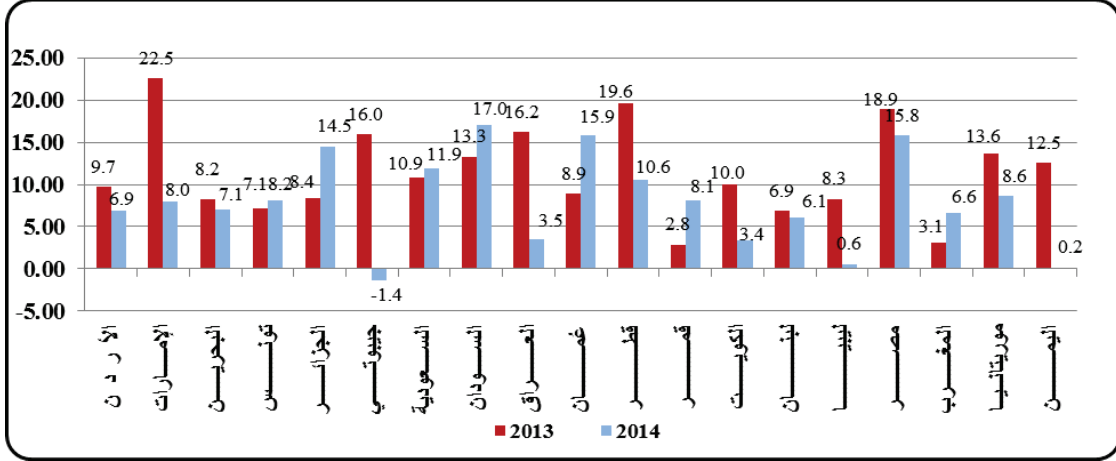
## السيولة المحلية والعوامل المؤثرة عليها

### السيولة المحلية

سجلت وتيرة التوسع النقدي في الدول العربية تباطؤاً ملحوظاً خلال عام 2014، وهو ما عكسه اتجاه معدل نمو السيولة المحلية على مستوى الدول العربية كمجموعة نحو الانخفاض ليصل إلى 10.16 في المائة مقارنة بنحو 13.69 في المائة في عام 2013 مدفوعاً بشكل رئيسي بالانخفاض الكبير المسجل في صافي الأصول الأجنبية في الدول العربية سواء بما يعكس انخفاض المتحصلات النفطية في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط او تراجع المتحصلات من النقد الأجنبي في عدد من القطاعات الرئيسية المولدة له في بعض الدول العربية المستوردة للنفط. في المقابل خفف ارتفاع صافي الائتمان المحلي في عدد من الدول العربية من حدة تأثير تراجع صافي الأصول الأجنبية على مستويات السيولة المحلية في تلك البلدان.

وقد نمت السيولة المحلية بمعدلات أقل من تلك المسجلة في عام 2013 في اثنتي عشرة دولة عربية. وسجلت جيبوتي أعلى معدل انخفاض لنمو السيولة المحلية، حيث تحول النمو المسجل في السيولة المحلية في عام 2013 بنسبة 16 في المائة عام 2013 إلى انكماش بنسبة 1.4 في المائة عام 2014. وهو ما يعكس جزئياً جهود البنك المركزي الرامية إلى امتصاص فائض السيولة من خلال تطوير إطار إدارة السياسة النقدية والبدء في فرض احتياطي إلزامي على البنوك. كذلك تراجع معدل نمو السيولة المحلية في كل من العراق واليمن بما يتراوح بين 12-13 نقطة مئوية خلال العام بما يعكس مشكلات نقص السيولة التي تواجه الدولتين حيث انخفض معدل نمو السيولة المحلية في العراق من 16.18 في المائة عام 2013 إلى 3.48 في المائة عام 2014، وتراجع في اليمن إلى 0.15 في المائة فقط مقارنة بنحو 12.51 في المائة خلال عام 2014، الشكل (3).

الشكل (3): تطور معدلات نمو السيولة المحلية (M2) في بعض الدول العربية (2014-2013)



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

في المقابل ارتفعت معدلات نمو السيولة المحلية في سبع دول عربية وهي تونس والجزائر والسعودية والسودان وعمان والمغرب والقطر. سجلت عُمان أعلى نسبة زيادة لمعدل نمو السيولة المحلية بما يقرب من 7 نقاط مئوية مع ارتفاع معدل نمو السيولة المحلية من 8.89 في المائة عام 2013 إلى 15.87 في المائة عام 2014، كذلك زاد معدل نمو السيولة المحلية بنحو 6 نقاط مئوية في الجزائر حيث ارتفع من 8.41 في المائة عام 2013 إلى 14.50 في المائة عام 2014.

وارتفع معدل نمو السيولة المحلية في كل من السودان والمغرب بنحو 3.7 في المائة و3.5 في المائة على التوالي، حيث ارتفع معدل نمو السيولة المحلية في السودان من 13.27 في المائة في عام 2013 إلى 17 في المائة في عام 2014 على ضوء استمرار عمليات قيام البنك المركزي بتمويل جانب من العجز في الموازنة العامة. وارتفع في المغرب من 3.12 في المائة في عام 2013 إلى 6.62 في المائة في عام 2014. وسجل زيادة طفيفة في كل من تونس والسعودية بنحو نقطة واحدة مئوية.

### مكونات السيولة المحلية

تشير البيانات المتعلقة بمكونات السيولة المحلية بالنسبة للدول العربية كمجموعة خلال عام 2014 إلى ارتفاع طفيف في الأهمية النسبية لكتلة النقود (العملة المتداولة ووسائل الدفع الجارية) بما يقرب من 0.84 نقطة مئوية لتصل إلى نحو 49.60 في المائة من إجمالي السيولة المحلية مقابل تراجع الأهمية النسبية لكتلة أشباه النقود (الودائع غير الجارية، والودائع الآجلة والودائع بالعملة الأجنبية) إلى 50.38 في المائة. وقد ظهر تزايد الأهمية النسبية لكتلة النقود كاتجاه

واضح منذ عام 2009 مع ارتفاع الأهمية النسبية لهذا المكون خلال الفترة (2009-2014)، وهو ما يعزى في بعض السنوات المتضمنة في الفترة إلى ظروف عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي التي مرت بها بعض الدول العربية، ومن ثم ميل الأفراد للاحتفاظ بالنقود في صورة سائلة، فيما يعكس كذلك هذا الاتجاه محدودية مستويات تطور القطاع المالي في دول عربية أخرى، وبالتالي انخفاض الأهمية النسبية لأشباه النقود.

وعلى مستوى الدول العربية فرادى يلاحظ استمرار ارتفاع الأهمية النسبية لكثلة أشباه النقود في بعض الدول العربية التي تتسم بتطور القطاع المالي وتطور وسائل الدفع بشكل ملحوظ مثل لبنان والكويت ومصر وقطر والأردن وعمان والإمارات والبحرين، حيث تساهم أشباه النقود بنسبة تتراوح بين 60 و95 في المائة من مكونات السيولة المحلية في تلك الدول. في المقابل تراجع الأهمية النسبية لكثلة أشباه النقود في أربع عشرة دولة عربية بما يتراوح بين 0.9 نقطة مئوية في موريتانيا و 2.96 نقطة مئوية في ليبيا، بينما ارتفعت الأهمية النسبية لكثلة أشباه النقود في ثلاث دول بنسب تراوحت بين 0.9 نقطة مئوية في تونس و4.08 في العراق، الملحق (2/7).

### العوامل المؤثرة في السيولة المحلية

#### صافي الموجودات الأجنبية

تراجع بشكل ملحوظ مساهمة صافي الأصول الأجنبية كأحد أبرز العوامل المؤثرة على السيولة المحلية في الدول العربية حيث شهدت قيمته انخفاضاً في أحد عشرة دولة عربية، فيما شهد ارتفاعاً في سبع دول عربية فقط. وكمحصلة لهذه التطورات، تراجع مساهمة صافي الموجودات الأجنبية كمصدر للتوسع في السيولة المحلية في الدول العربية كمجموعة من 9.9 نقطة مئوية عام 2013 إلى 1 نقطة مئوية فقط عام 2014.

وقد كان لمساهمة صافي الأصول الأجنبية في التغيير في السيولة المحلية أثراً إيجابياً على نمو السيولة المحلية في تسع دول عربية. وقد سجلت البحرين أعلى مساهمة لصافي الأصول الأجنبية في التغيير في السيولة المحلية على مستوى الدول العربية حيث ساهم صافي الأصول الأجنبية بها بنحو 12.6 نقطة مئوية من مجمل معدل نمو السيولة المحلية البالغ نحو 7.09 في المائة، وذلك على ضوء الارتفاع الكبير المسجل في صافي الموجودات الأجنبية خلال العام. وقد ساهم الأثر التوسعي القوي لصافي الأصول الأجنبية المسجل في البحرين خلال العام في التخفيف من أثر تراجع مساهمة باقي العوامل المؤثرة على السيولة المحلية ومن أهمها صافي الائتمان المحلي الذي كان له أثراً انكماشياً على معدل نمو السيولة المحلية بلغ نحو 5.2 نقطة مئوية. يلاحظ في المقابل أن مساهمة صافي الأصول الأجنبية كانت محدودة في باقي الدول الأخرى وتراوح بين 3-4 نقاط مئوية في كل من الأردن والإمارات والجزائر والسعودية والسودان وقطر والكويت والمغرب.

في المقابل سجلت مساهمة صافي الأصول الأجنبية في التغيير في السيولة المحلية مستويات سالبة في تسع دول عربية أخرى تمثلت في معظمها في الدول العربية التي شهدت استمرار ظروف الأوضاع الداخلية التي تمر بها منذ عام 2011، وكذلك في الدول التي تأثرت إقليمياً بهذه التطورات أو ببعض التطورات الداخلية غير المواتية، وهو ما أدى إلى زيادة الأثر الانكماشى الناتج عن التراجع في صافي الأصول الأجنبية. ومن بين هذه الدول سجلت ليبيا أكبر أثر انكماشى لصافي الأصول الأجنبية على مستوى الدول العربية ككل خلال عام 2014، حيث سجلت مساهمته في معدلات نمو السيولة معدلات سالبة بلغت -35.1 نقطة مئوية. فيما بلغت مساهمة صافي الأصول الأجنبية في معدل نمو السيولة مستويات سالبة أيضاً في كل من تونس وجيبوتي والعراق وعمان ولبنان ومصر والمغرب موريتانيا واليمن بمعدلات تراوحت بين -1.7 و-18.9 نقطة مئوية.

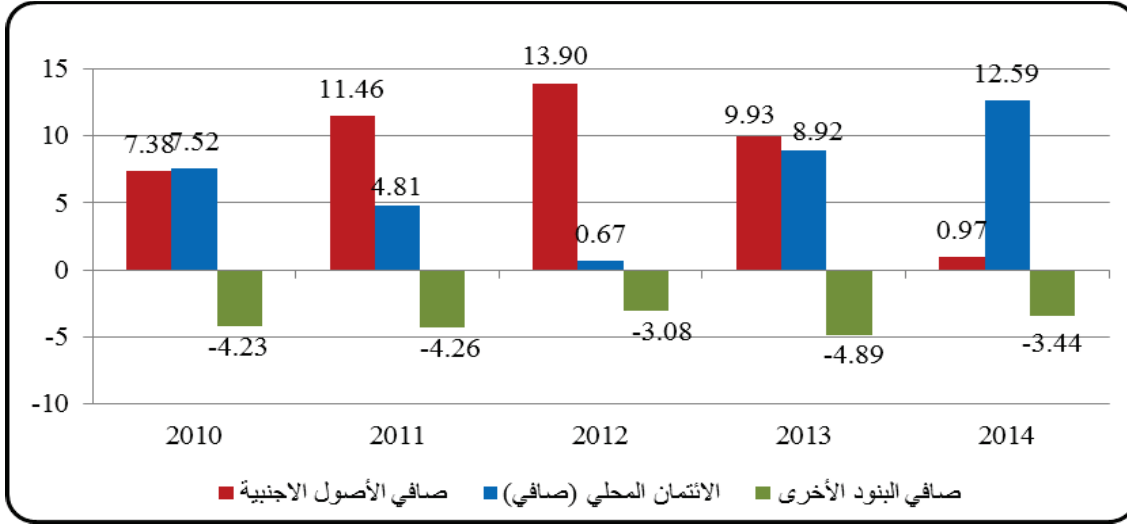
### صافي الائتمان المحلي

ارتفعت مساهمة صافي الائتمان المحلي كمصدر للتوسع في السيولة في الدول العربية بشكل ملحوظ حيث ارتفعت من نحو 8.9 نقطة مئوية عام 2013 إلى 12.6 نقطة مئوية عام 2014 وذلك في ظل ارتفاع مساهمة مستويات الائتمان الممنوح للحكومات في التغيير في معدلات نمو السيولة. سجلت تسع دول عربية زيادة في مساهمة صافي الائتمان المحلي، وجاء على رأس هذه الدول ليبيا وموريتانيا والجزائر والتي ارتفعت مساهمة الائتمان الموجه للحكومة في التغيير في معدلات تغيير السيولة المحلية بها إلى نحو 34.3 و10.2 و10.1 نقطة مئوية على التوالي. في المقابل، خفف اتجاه عدد من الدول العربية إلى تبني سياسات لاستعادة التوازن المالي وضبط الانفاق الحكومي من الأثر التوسعي لصافي الائتمان الموجه للحكومة على مستوى الدول العربية ككل. وعلى مستوى الدول العربية فرادى، فقد زاد الأثر التوسعي لصافي الائتمان المحلي في سبع دول عربية (تونس والجزائر والسعودية وعمان وقطر وليبيا وموريتانيا). وقد تصدرت ليبيا الدول العربية من حيث الزيادة الكبيرة المسجلة في صافي الائتمان المحلي والذي زادت مساهمته في التغيير في السيولة لتصل إلى 36.8 نقطة مئوية. في المقابل انخفض الأثر التوسعي لصافي الائتمان المحلي في ثمان دول (جيبوتي والسودان ومصر والمغرب والعراق والكويت ولبنان واليمن). وتحول الأثر التوسعي لصافي الائتمان المحلي إلى أثر انكماشى في دولة عربية واحدة وهي البحرين.

### صافي البنود الأخرى

استمرت الآثار الانكماشية لهذا البند في عشرة دول عربية خلال عام 2014، فيما كان لصافي تحركات هذا البند أثراً توسعياً على السيولة المحلية في سبع دول عربية. وتجدر الإشارة إلى أن هذا البند يتضمن جميع العناصر في ميزانية السلطات النقدية والميزانية الموحدة للمصارف التجارية 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 المعلقة والحسابات تحت التسوية وكذلك تعديلات التقييم، الملحق (4/7) والشكل (4).

الشكل (4): مساهمة العوامل المؤثرة على التغيير في السيولة المحلية  
(نقطة مئوية) 2013- 2011



المصدر: الملحق (4/7).

## التطورات المصرفية

استمر الطابع الإيجابي لأداء القطاع المصرفي العربي خلال عام 2014، حيث أظهرت البيانات المجمعة للمصارف العربية تواصل التحسن في المؤشرات الرئيسية لأداء القطاع المصرفي العربي خلال هذا العام بالمقارنة مع ما كانت عليه في العام السابق. يلاحظ أن هذا التحسن في المؤشرات المجمعة للمصارف العربية خلال عام 2014، قد شمل أغلب مصارف الدول العربية. فعلى الرغم من تراجع الأسعار العالمية للنفط، إلا أن السياسات المعاكسة للدورات الاقتصادية، مكنت المصارف في الدول العربية المصدرة للنفط من مواصلة أداءها الإيجابي. كذلك، ساهم التحسن في الأداء الاقتصادي للدول العربية المستوردة للنفط، انعكاساً للحيز المالي الذي وفره انخفاض أسعار النفط من جانب واستقرار الأوضاع الداخلية لبعض منها من جانب آخر في دعم أداء القطاع المصرفي.

ومن جانب آخر، واصلت السلطات الإشرافية والرقابية في الدول العربية خلال عام 2014، جهودها ومتابعتها لتطبيق معايير بازل الجديدة، وخاصة فيما يتعلق بمخاطر السيولة ونظم وقواعد الحوكمة. كما اهتمت هذه السلطات بتطوير البنية التحتية للقطاع المصرفي وتعزيز الشفافية وتطوير منظومة القرارات والإجراءات المتبعة والتعاميم الصادرة لديها بما ينسجم مع التطورات الدولية، ويساهم في تعزيز سلامة وكفاءة القطاع المالي والمصرفي.



## تطور الودائع المصرفية

عرفت الودائع المصرفية للدول العربية كمجموعة، نمواً خلال عام 2014 ولكن بنسبة تقل عن تلك المحققة في العام السابق. حيث تظهر البيانات من واقع الميزانيات المجمعة للمصارف التجارية العربية، ارتفاع إجمالي الودائع المصرفية لدى المصارف العربية مقومة بالدولار بنسبة 8.4 في المائة لتصل إلى حوالي 1906.1 مليار دولار في نهاية عام 2014، مقارنة مع نسبة نمو بلغت نحو 10.8 في المائة خلال العام الماضي.

هذا وقد ارتفعت الودائع المصرفية (بالعملات الوطنية) لدى المصارف في جميع مصارف الدول العربية باستثناء المصارف في ليبيا. فقد سجل حجم الودائع المصرفية بالعملات المحلية أعلى ارتفاع في مصارف كل من السودان ومصر والجزائر وعمان والسعودية وموريتانيا، بنسب 21.2 و 18.5 و 16.2 و 14.5 و 12.4 و 12.2 في المائة على التوالي. كما سجلت تلك الودائع نمواً في مصارف كل من الأردن والإمارات وتونس وقطر بنسب تراوحت بين 6.0 و 10.0 في المائة. وسجلت المصارف في كل من البحرين وجيبوتي والعراق والكويت واليمن، معدلات نمو في الودائع المصرفية مقومة بالعملات المحلية بنسب تقل عن 6.0 في المائة في العام 2014، الملحق (6/7).

بخصوص الأهمية النسبية للودائع المصرفية، فقد استأثرت الودائع مقومة بالدولار لدى المصارف التجارية في السعودية بأعلى حصة من إجمالي الودائع المصرفية لدى المصارف العربية في نهاية عام 2014، حيث بلغت قيمتها نحو 420.2 مليار دولار شكلت ما نسبته 22.0 في المائة من إجمالي الودائع المصرفية العربية، تلتها مصارف الإمارات بنحو 18.2 في المائة من إجمالي الودائع، ثم مصارف مصر بنحو 11.7 في المائة.

على صعيد نسبة إجمالي الودائع المصرفية كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية كمجموعة، (فإنه وبالنظر لكون معدل النمو المحقق في الودائع جاء أكبر من معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لمجموع الدول العربية بالأسعار الجارية خلال عام 2014)، فقد أدى ذلك إلى ارتفاع نسبة الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي لتبلغ نحو 69 في المائة بنهاية 2014 مقارنة مع 65 في المائة للعام 2013. وعلى صعيد الدول العربية فرادى، تظهر البيانات أن نسبة الودائع المصرفية مقومة بالعملة المحلية ومنسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بالعملة المحلية، تسجل أعلاها في ليبيا ولبنان والأردن عند نحو 246.9 و 236.6 و 105.4 في المائة على التوالي، ومما هو جدير بالذكر هنا ان ارتفاع هذه النسبة في ليبيا يرجع بشكل اساسي الى انخفاض الناتج المحلي الاجمالي وليس الى تحسن الودائع. كما تراوحت هذه الأهمية بين (50 و 100) في المائة لدى الإمارات والبحرين وتونس والجزائر وجيبوتي والسعودية وعمان وقطر والكويت وليبيا ومصر والمغرب. وفي المقابل، بلغت هذه النسبة أدها لدى كل من السودان وموريتانيا واليمن، حيث تراوحت النسبة بين 10.0 في المائة و 30.0 في المائة. هذا، وقد كانت نسبة نمو الودائع للقطاع الخاص في الدول العربية كمجموعة، أقل من نسبة نمو الودائع الإجمالية، حيث أظهرت البيانات ارتفاعها بنسبة 8.1 في المائة ليصل إجمالي هذه الودائع إلى نحو 1701.1 مليار دولار في نهاية عام 2014 مقارنة مع 1573.8 مليار دولار في نهاية العام السابق. وقد ارتفعت قيمة الودائع الادخارية والأجلة بنحو 5.4 في المائة خلال عام 2014 لتصل إلى ما قيمته 1032.1 مليار دولار. فيما ارتفعت الودائع الجارية بنحو 12.4 في المائة خلال هذا العام، وتبلغ نحو 669 مليار دولار، الجدول (1).

**الجدول (1)**  
تطور الودائع لدى المصارف العربية  
(2014-2013)

(مليون دولار)

الودائع الإجمالية إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	الودائع الإجمالية	الودائع الإجمالية للقطاع الخاص	الودائع الجارية للقطاع الخاص	الودائع الادخارية والأجلة للقطاع الخاص	السنة
65	1,758,385	1,573,769	594,984	978,785	2013
69	1,906,064	1,701,101	668,981	1,032,120	2014
	8.4	8.1	12.4	5.4	نسبة التغير (%)

المصدر: الملحق (6/7).

### النشاط الإقراضي

استمر تحسن النشاط الإقراضي للمصارف العربية خلال عام 2014. فقد بلغ الرصيد القائم للتسهيلات الائتمانية للمصارف العربية كمجموعة بنهاية العام 2014 نحو 1850 مليار دولار، محققاً بذلك نمواً بلغت نسبته نحو 10.1 في المائة مقابل نسبة نمو بلغت نحو 9.7 في المائة عن العام الماضي. ويعزى ذلك إلى استمرار وتيرة نمو الطلب على الائتمان خلال هذا العام، وبشكل خاص من قبل القطاع الخاص، الملحق (7/7). تشير البيانات إلى أن رصيد إجمالي القروض والتسهيلات المقدمة للقطاع الخاص من قبل المصارف العربية، قد ارتفع بنسبة 11.3 في المائة خلال عام 2014، ليصل إلى نحو 1252 مليار دولار في نهايته، وقد شكل ما نسبته 67.7 في المائة من إجمالي رصيد القروض والتسهيلات المقدمة من قبل المصارف العربية، في حين ارتفع رصيد إجمالي القروض والتسهيلات للقطاع العام بنسبة 7.8 في المائة ليصل إلى نحو 598 مليار دولار في نهاية العام نفسه، أي ما نسبته 32.3 في المائة من إجمالي رصيد القروض والتسهيلات المقدمة للاقتصادات العربية، الملحق (8/7) والجدول (2).

**الجدول (2)**  
القروض والتسهيلات الائتمانية المقدمة من قبل المصارف التجارية العربية  
(2014-2013)

(مليون دولار)

نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	نسبة الائتمان المقدم للقطاع إجمالي الودائع (%)	نسبة الائتمان المقدم للقطاع إجمالي الائتمان (%)	رصيد إجمالي الائتمان المقدم للقطاع الخاص	رصيد إجمالي الائتمان المقدم للقطاع العام	رصيد إجمالي الائتمان المقدم للاقتصادات العربية	السنة
41	64	67	1,124,674	554,926	1,679,600	2013
45	66	68	1,252,041	597,965	1,850,006	2014
			11.3	7.8	10.1	نسبة التغير (%)

المصدر: الملحقان (7/7) و(8/7).

في نفس السياق، يظهر الجدول أعلاه أن نسبة النمو في الائتمان المقدم للقطاع الخاص خلال عام 2014، كانت أكبر من نسبة النمو في إجمالي الودائع، هو ما يعكسه ارتفاع نسبة الائتمان المقدم لهذا القطاع إلى إجمالي الودائع خلال عام 2014 لتصل إلى نحو 66 في المائة، مقارنة بنحو 64 في المائة في عام 2013. في المقابل، وحيث أن معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية لمجموع الدول العربية جاء أقل من معدل النمو المحقق للائتمان المقدم للقطاع الخاص لعام 2014، فقد ارتفعت نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية كمجموعة بنهاية عام 2014 لتبلغ نحو 45.0 في المائة، مقارنة مع نسبة 41.0 في المائة المحققة في نهاية العام الماضي.

هذا، وقد شهد رصيد التسهيلات الائتمانية المقدمة للقطاع الخاص من قبل المصارف (بالعملات المحلية) نمواً في جميع الدول العربية خلال عام 2014، باستثناء البحرين. وسجلت الامارات والجزائر أعلى نسبة ارتفاع في التسهيلات الائتمانية الموجهة للقطاع الخاص بنسبة 24.8 و20.4 في المائة على التوالي. وارتفعت التسهيلات الائتمانية الممنوحة للقطاع الخاص في كل من السعودية وعمان ومصر وموريتانيا بنسب تراوحت بين 10.0 و13.0 في المائة. كما ارتفع هذا الرصيد بنسبة تقل عن 10.0 في المائة في كل من الأردن وتونس وجيبوتي والسودان والعراق وقطر والكويت ولبنان وليبيا والمغرب واليمن. وبمقارنة مستويات النمو في هذه التسهيلات الائتمانية مع مثيلاتها المسجلة العام الماضي، يتضح ارتفاع هذه المعدلات في خمس دول عربية مقارنة بعام 2013. في حين سجلت معدلات نمو هذه التسهيلات تراجعاً مقارنة بالمستويات المسجلة العام الماضي في ثلاثة عشر دولة عربية.

مما هو جدير بالذكر هنا، وللمرة الأولى منذ العام 2008، ان نسبة النمو في الائتمان المقدم من قبل المصارف العربية للقطاع الخاص كانت اكبر من نسبة نمو الائتمان المصرفي للقطاع العام. وقد يعزى ذلك الى عدة امور، منها رغبة القطاع الخاص الاستفادة من اسعار الفائدة المتدنية بالتوسع في الانشطة الانتاجية والاستثمارية، والتراجع النسبي في اتجاه الحكومات العربية للاقتراض المصرفي بما يعكس سياسات ضبط أوضاع المالية العامة في بعض الدول العربية والتي تسعى لخفض معدلات الانفاق والاستدانة بتلك الدول.

### القواعد الرأسمالية

تواصل تحسن القواعد الرأسمالية للمصارف العربية خلال عام 2014، وبوتيرة اسرع بالمقارنة مع العام السابق. وقد يرجع ذلك إلى استمرار تركيز السلطات النقدية العربية على تدعيم القواعد الرأسمالية للمصارف، والوصول بها إلى مستويات آمنة مما يساهم في تحقيق الاستقرار المالي لتلك الدول، وحماية المؤسسات المصرفية نفسها من أية تقلبات أو أزمات مالية مستقبلاً. حيث تظهر البيانات أن إجمالي القاعدة الرأسمالية للمصارف العربية مقومة بالدولار بنهاية عام 2014 قد شهدت تحسناً بنحو 7.3 في المائة ليصل هذا الإجمالي إلى حوالي 328.4 مليار دولار في نهاية عام 2014، مقارنة مع نسبة ارتفاع بلغت 3.9 في المائة خلال عام 2013.

خلال عام 2014 ارتفعت القاعدة الرأسمالية لكافة المصارف التجارية العربية بالعملة المحلية في عام 2013 باستثناء المصارف في كل من جيبوتي وموريتانيا وعمان. وقد سجلت المصارف في كل من تونس والعراق والجزائر أعلى معدل زيادة وبنسبة 18.3 و 17.1 و 16.4 في المائة على التوالي، تليها كل من السودان ولبنان والبحرين والاردن بنسبة 12.1 و 10.8 و 10.4 و 10.2 في المائة على التوالي. وانخفضت هذه النسبة عن 10.0 في المائة في كل من الامارات والسعودية وقطر والكويت وليبيا ومصر والمغرب واليمن، الملحق (9/7).

بخصوص الأهمية النسبية، لا تزال حصة القاعدة الرأسمالية مقومة بالدولار لدى المصارف في الإمارات هي الأكبر في إجمالي القواعد الرأسمالية لدى المصارف العربية بنهاية عام 2014. فقد بلغ حجمها نحو 81.5 مليار دولار وشكلت ما نسبته 24.8 في المائة من إجمالي القواعد الرأسمالية للمصارف العربية، تلتها مصارف السعودية بنحو 20.1 في المائة، ثم مصارف قطر ومصر بحوالي 9.9 و 9.0 في المائة على التوالي. وتشكل القواعد الرأسمالية لمصارف الإمارات والسعودية ومصر وقطر والكويت كمجموعة نحو 71.7 في المائة من إجمالي رساميل المصارف العربية بنهاية عام 2014.

### مؤشرات السلامة المصرفية

حافظت معدلات كفاية رأس المال للمصارف على مستوياتها المرتفعة نسبياً في غالبية الدول العربية في العام 2014، بالمقارنة مع الحدود الدنيا المطلوبة وفقاً لمقررات لجنة بازل. فقد تراوحت نسب كفاية رأس المال في مصارف الدول العربية التي توافرت لها بيانات عن عام 2014 ما بين 11.8 في المائة في ليبيا و 112 في المائة في العراق. ويرجع استمرار ارتفاع هذه النسبة في العراق إلى اهتمام البنك المركزي العراقي المتواصل بتدعيم رساميل المصارف العراقية خلال عامي 2013 و 2014، حيث ارتفعت هذه الرساميل بنحو 21.4 و 17.1 في المائة على التوالي. ومما هو جدير بالذكر ان المصارف الكويتية قامت باحتساب معدل كفاية رأس المال للعام 2014 وفق متطلبات بازل 3.

وفيما يتعلق بنسبة القروض غير المنتظمة (المتعثرة) إلى إجمالي القروض، شهدت هذه النسبة أيضاً تحسناً ملحوظاً في اغلب الدول العربية في العام 2014، باستثناء المغرب، والتي سجلت فيها هذه النسبة بعض الارتفاع. وبلغت هذه النسبة أدنى مستوى لدى المصارف السعودية والقطرية والفلسطينية بنسب 1.1 و 1.7 و 2.5 في المائة على التوالي، بينما سجلت أعلى نسبة لدى المصارف في ليبيا والعراق بنسب 21.0 و 14.0 في المائة على التوالي، وذلك وفقاً للبيانات المتوفرة عن هذا العام. وقد يعزى ذلك إلى استمرار حالة الاضطراب وعدم الاستقرار التي تسود هذه الدول.

وفي نفس السياق، استمر اهتمام المصارف العربية بتدعيم مخصصاتها المتعلقة بالقروض غير المنتظمة خلال عام 2014 بشكل عام. ويعكس ذلك تحسناً في جودة الأصول من جهة، ورغبة البنوك المركزية ومؤسسات النقد العربية في تدعيم القواعد الرأسمالية لمصارفها لمقابلة المتطلبات الدولية المتزايدة في هذا المجال. فقد شهدت نسبة

مخصصات القروض إلى إجمالي القروض غير المنتظمة، ارتفاعاً في مصارف كل من الأردن، والامارات، والسعودية، والسودان، والعراق، وفلسطين، وقطر، والكويت، والمغرب. وتصل هذه النسبة أقصاها في كل من العراق والسعودية والكويت والامارات بنحو 236 و 183 و 164 و 102 في المائة على التوالي، يليها كل من قطر ومصر بنسبة 99.1 و 98.9 في المائة على الترتيب. بينما تنخفض هذه النسبة في السودان وفلسطين وليبيا إلى نحو 61.7 و 61.9 و 63.8 في المائة على التوالي، الجدول رقم (3).

الجدول (3)  
بعض مؤشرات أداء القطاع المصرفي لبعض الدول العربية لعامي  
(2013-2014)

(نسبة مئوية)

الدولة	معدل كفاية رأس المال		القروض المتعثرة إلى الإجمالي		مخصصات القروض المتعثرة إلى إجمالي القروض المتعثرة	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
الأردن	18.4	18.6	7.0	5.6	77.0	84.5
الإمارات	19.3	18.0	7.8	7.0	92.5	102.0
تونس	9.2	.....	14.9	.....	66.7	.....
السعودية	17.9	17.9	1.3	1.1	157.4	182.9
السودان	16.6	18.0	8.4	7.1	53.6	61.7
العراق	138.0	112.0	17.0	14	99.0	236
الكويت	18.9	16.9	3.6	2.9	134.6	163.9
فلسطين	20.0	19.0	2.9	2.5	59.1	61.9
قطر	16.0	12.8	1.9	1.7	96.8	99.1
لبنان	12.2	.....	4.0	.....	55.4	.....
ليبيا	12.0	11.8	21.0	21.0	65.2	63.8
مصر	13.7	13.9	9.3	8.5	99.8	98.9
المغرب	13.2	13.5	5.9	7.0	64.0	65.0

المصدر: المصارف المركزية العربية.

### مؤشرات الربحية

تظهر البيانات المتوفرة عن المصارف العربية استمرار نمو صافي أرباح هذه المصارف في جميع الدول العربية خلال عام 2014، وللعام الخامس على التوالي، باستثناء المصارف الليبية والعراقية، والتي سجلت أرباحها الصافية تراجعاً بنحو 44.6 و 29.5 في المائة على التوالي. وقد ساهم في هذا التراجع عدم استقرار الأوضاع الامنية في كلا البلدين، والزيادة الملموسة في مخصصات القروض المتعثرة بالنسبة للمصارف العراقية، كما هو موضح في الجدول رقم (3). في المقابل سجلت المصارف في كل من مصر والأردن والكويت والسودان والسعودية والامارات أعلى معدلات النمو في صافي أرباحها وبنسب 38.2 و 22.1 و 21.8 و 14.0 و 12.5 و 10.3 في المائة على التوالي. فيما سجلت مصارف كل من قطر والمغرب وفلسطين معدلات نمو في صافي الأرباح بنسب تقل عن 8.0 في المائة. وقد ساهم في ارتفاع ربحية المصارف في مصر التحسن الملموس في منح التسهيلات الائتمانية للقطاع الخاص (11.3 في المائة)، وذلك كنتيجة طبيعية لتحسن الأوضاع الداخلية، واستمرار البنوك في تمويل الدين الحكومي، الجدول رقم (4).

الجدول رقم (4)  
بعض مؤشرات أداء القطاع المصرفي لبعض الدول العربية  
(2013-2014)

الدولة	صافي أرباح المصارف ( مليون دولار أمريكي )		نسبة النمو في الأرباح (%)	معدل العائد على الأصول (%) لعام 2014	معدل العائد على حقوق المساهمين (%) لعام 2014
	2014	2013			
الأردن	868	711	22.1	1.4	11.4
الإمارات	9534	8640	10.3	2.0	14.0
تونس	....	284	....	....	...
السعودية	10709	9518	12.5	2.5	18.2
السودان	656	575	14.0	4.0	33.7
العراق	1048	1487	29.5-	7.0	8.0
فلسطين	145	145	0.0	1.7	17.2
قطر	5319	4936	7.8	2.3	16.5
الكويت	2242	1840	1.4	1.0	8.0
لبنان	....	1640	....	....	....
ليبييا	224	404	44.6-	0.3	5.8
مصر	3302	2389	46.4	1.3	18.9
المغرب	1194	1178	0.1	1.0	10.0

المصدر: المصارف المركزية العربية.

فيما يتعلق بمعدل العائد على حقوق المساهمين، فقد بقيت هذه المعدلات قريبة من مستوياتها المسجلة عن العام السابق، مع الميل إلى الارتفاع. هذا، ووصل هذا المعدل أعلاه لدى مصارف السودان ومصر والسعودية بنحو 33.7 و18.9 و18.2 في المائة على التوالي، تلتها مصارف كل من الإمارات وفلسطين وقطر والأردن والمغرب بنسب تراوحت بين 10.0 و17.2 في المائة. بينما تراجع هذا المعدل لدى المصارف الكويتية والعراقية إلى 8 في المائة والليبية بنسبة 5.8 في المائة. كذلك كانت معدلات العائد على الأصول مماثلة تقريباً لمثيلاتها عن العام السابق. وقد وصلت أعلاها لدى مصارف العراق والسودان هذا العام.

### التطورات التشريعية والرقابية والتنظيمية

واصلت السلطات الإشرافية والرقابية في الدول العربية خلال عام 2014، جهودها ومتابعتها لتطبيق معايير بازل الجديدة، وخاصة فيما يتعلق بمخاطر السيولة ونظم وقواعد الحوكمة. كما اهتمت هذه السلطات بتطوير البنية التحتية للقطاع المصرفي وخاصة فيما يتعلق بالمنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم. ودأب عدد من السلطات الرقابية على تحديث وتطوير منظومة القرارات والإجراءات المتبعة والتعاميم الصادرة لديها بما ينسجم مع التطورات الدولية، ويساهم في تحقيق المنفعة القصوى للاقتصاد. كذلك، استمرت جهود البنوك المركزية العربية لدعم الاستقرار المالي خلال عام 2014. فقد قامت بعض البنوك بإنشاء دائرة للاستقرار المالي وتطوير عملها، كما عملت على تعزيز آليات الرقابة الداخلية في قطاع المصارف بما يساعد على تقليل مستويات المخاطر وتعزيز مناعة الجهاز المصرفي. كما

قامت بعض البنوك المركزية باتخاذ الخطوات اللازمة بهدف استيعاب وتطوير العمل المصرفي الإسلامي. أخيراً، اهتم عدد من السلطات الرقابية بموضوع مكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب.

ففي الأردن، قام البنك المركزي بإصدار تعليمات التعامل مع العملاء بنزاهة وشفافية. كما قام البنك المركزي بتبني منظومة للشمول المالي. من جانبٍ آخر، قام البنك المركزي بإصدار تعليمات للحاكمة المؤسسية للبنوك. وفيما يتعلق بقرارات لجنة بازل III، قام البنك المركزي الاردني بتشكيل لجنة معنية بتعديل التعليمات الصادرة سابقاً.

في البحرين، قام البنك المركزي بإصدار ورقة استشارية للقطاع المصرفي حول التقارير المالية. وبهدف تطوير النظام المصرفي الاسلامي، قام المصرف المركزي بإنشاء مجلس مركزي للرقابة الشرعية.

في تونس، قام البنك المركزي بمراجعة القوانين والتعليمات المصرفية والرقابية لمواكبة التطورات على المستوى الدولي، ومن أبرزها مراجعة الاطار الترتيبي المتعلق بنسب السيولة وتقييم مدى التزام البنوك بتطبيق منظومتي الحوكمة ومكافحة غسل الاموال، ووضع إطار قانوني لنشاط المصارف الاسلامية. كما ويجري العمل حالياً على الانتهاء من مشروع قانون بنكي جديد.

في السعودية، قامت مؤسسة النقد العربي السعودي بإصدار عدد من التعليمات الى البنوك خلال عام 2014 شملت على مواضيع متعددة أهمها: الانكشافات الكبيرة، والتمويل الاستهلاكي. كذلك، قامت المؤسسة بإعلام البنوك بأنه ابتداءً من يناير 2016 سيتم تطبيق منهجيات تحديد البنوك ذات الأهمية النظامية. من جانبٍ آخر، تم إصدار التحديث الأول للمبادئ الرئيسة للحوكمة. كذلك قامت المؤسسة بإصدار مجموعة من التعاميم المتعلقة بتنفيذ مقررات بازل III.

في السودان، قام البنك المركزي باستحداث آلية متوافقة مع الشريعة الإسلامية لإدارة السيولة، وذلك لحل مشكلة المصارف في عملية ادارة السيولة. كما قام البنك المركزي بإجراء مراجعة دورية للمعايير الدولية الصادرة عن لجنة بازل ولجنة العمل الإسلامي. من جانبٍ آخر، تم تبني استراتيجية حول التمويل الاصغر، وتم إنشاء قسم خاص بحماية المستهلك. كذلك، قام البنك المركزي بإصدار مجموعة من التعاميم المتعلقة بشرح وتنفيذ مقررات بازل III. كما قام البنك المركزي بإصدار ضوابط تنظيمية ورقابية للمصارف بشأن مكافحة جرائم غسل الاموال وتمويل الارهاب.

في فلسطين، قامت سلطة النقد الفلسطينية بإصدار مجموعة من التعليمات خلال عام 2014، من أهمها، تنظيم قروض الإسكان وتمويل العقارات استناداً للمعيار الديناميكي لنسبة الاقراض إلى القيمة "Dynamic LTV"، وتحديد وتنظيم ووضع سقف للرسوم والعمولات التي يمكن للمصارف تحصيلها من العملاء مقابل الخدمات التي تقدمها لهم، كذلك تم تطوير التعليمات السابقة بخصوص اختبارات التحمل لمواكبة التطور في هذا المجال. من جانبٍ آخر، وفيما يتعلق بموضوع ذات الأهمية النظامية محلياً، تم اعتماد منهجية وصياغة الإطار العام للمصارف ذات الأهمية النظامية وما



يترتب عليها من اجراءات تطبيقية على هذه المصارف، وذلك انسجاماً مع الإطار العام والضوابط الصادرة عن لجنة بازل وما تم اعتماده من مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية بهذا الشأن. كذلك قامت سلطة النقد الفلسطينية بتحديث دليل الحوكمة ليتوافق مع الاصدار الجديد للجنة بازل وما اعتمده اللجنة العربية للرقابة المصرفية عام 2013.

في قطر، اصدر البنك المركزي عدد من التعاميم والتعليمات، من أبرزها التعليمات التنفيذية لتطبيق تغطية نسبة السيولة، ومكافآت رؤساء واعضاء مجالس ادارة البنوك القطرية، وتطبيق رقم الحساب المصرفي الدولي (IPAN) كذلك، تم إصدار إيضاحات حول ارشادات تطبيق الدعامة الثانية لمقررات لجنة بازل.

في الكويت، قام البنك المركزي بإصدار عدد من التعليمات الرقابية الى البنوك المحلية، من ابرزها معيار كفاية رأس المال بازل (3)، ومعيار الرفع المالي، ومعيار تغطية السيولة (LCR). كما قام البنك المركزي بإصدار تعليمات بشأن الانكشافات الكبيرة ومخاطر التركزات الائتمانية.

في لبنان، تم اصدار عدد من التعاميم حول تحديد المكافآت والتعويضات الاضافية لأعضاء مجالس الادارة المستقلين. كما تم اصدار تعليمات حول التسهيلات الممنوحة للأشخاص ذوي العلاقة. كما أصدرت لجنة الرقابة على المصارف تعميماً يحدد فيه الأموال الخاصة الأساسية (Tier 1) لاحتساب النسب النظامية. كذلك، قام مصرف لبنان بإصدار تعميم حول تعامل المصارف والمؤسسات المالية اللبنانية مع الجهات غير المقيمة.

في مصر، قام البنك المركزي المصري بتحديث متطلبات السيولة لتتناسب مع متطلبات لجنة بازل. كما قام البنك المركزي بإصدار عدد التعليمات بخصوص عدة مواضيع أهمها: تعليمات بشأن تطبيق بازل III، وتقديم الخدمات المصرفية عبر الانترنت، وفتح فروع لتقديم الخدمات المصرفية للمنشآت الصغيرة والمتوسطة الحجم، والحماية المالية للمستهلك، وأخيراً البنوك ذات الأهمية النظامية محلياً.

وفي المغرب، تم سن قانون بنكي جديد متعلق بمؤسسات الائتمان والهيئات المعتبرة في حكمها الذي حمل عدة مستجدات من أبرزها تنظيم البنوك التشاركية (الاسلامية) التي ستقدم خدماتها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وتوسيع مجال الإشراف البنكي فيما يخص جمعيات التسليف الصغيرة والبنوك الحرة ليشمل منح و سحب الرخص و تعزيز نظم عملها. ومن جانب آخر، قام بنك المغرب بإرساء منظومة متكاملة للرقابة الاحترازية الكلية ولإدارة الأزمات المالية، وكذلك تعزيز الرقابة العابرة للحدود عبر إنشاء روابط رقابية للبنوك المغربية، والمشاركة في مهمات المراقبة الميدانية لفروع المجموعات البنكية المغربية في الدول الافريقية.

## التطورات في أسواق المال العربية

جاء أداء الاسواق المالية العربية خلال عام 2014 ايجابياً بشكل عام، وذلك بالمقارنة مع عام 2013. فقد ارتفعت القيمة السوقية للبورصات العربية المتضمنة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي<sup>(5)</sup> بأكثر من 65.0 مليار دولار. كما سجلت احجام التداول تحسناً كبيراً تجاوزت نسبته 56.0 في المائة. وعلى صعيد الاستثمار الاجنبي في البورصات العربية، قفزت قيمة التعاملات الخاصة بالمستثمرين الاجانب بأكثر من 70.0 في المائة، كما سجلت صافي هذه التعاملات صافي تدفق موجب يزيد عن ذلك المسجل عن العام 2013. كذلك، شهد نشاط الاصدارات الاولية من الاسهم، تحسناً كبيراً من حيث القيمة، حيث ارتفعت قيمة هذه الاصدارات بأكثر من الضعفين. هذا، ويمكن تقسيم العام 2014 الى فترتين رئيسيتين. الفترة الاولى تتمثل في الشهور الثمانية الاولى من 2014 ، اما الفترة الثانية فتتمثل في الفترة من سبتمبر – ديسمبر 2014.

تميزت الفترة الاولى باستمرار الاتجاه الايجابي لمؤشرات الاسعار ومؤشرات السيولة لمعظم البورصات العربية، الى جانب استمرار التدفق الايجابي (صافي شراء) في تعاملات المستثمر الاجنبي لمجموع البورصات العربية. وتعتبر هذه الفترة امتداداً للاتجاه الايجابي الذي كان سائداً في العام السابق والذي تميز بشكل أساسي بترقية عدد من الاسواق المالية العربية الى مصاف الاسواق الناشئة وانضمامها الى مؤشرات هذه الاسواق، إضافة إلى فوز دبي في استضافة معرض (اكسبو 2020) وفوز دولة قطر باستضافة وتنظيم تصفيات كأس العالم لكرة القدم في العام 2022. كما تميزت الفترة (يناير-أغسطس) 2014 بتحقيق أسعار النفط العالمية مستويات مرتفعة مستقرة حول سعر 100 دولار/برميل، الى جانب استمرار التحسن في عدد من الدول العربية التي كانت تشهد حالة من عدم الاستقرار عام 2013. كما ساهم في هذا التحسن، صدور قرارات حول السماح للمستثمر الاجنبي الشراء المباشر للاسهم المدرجة في السوق المالية السعودية، وفق ضوابط معينة، ابتداءً من منتصف عام 2015.

أما الفترة الثانية (سبتمبر – ديسمبر) 2014، فقد ميزها بشكل أساسي التراجع الحاد في مستويات اسعار النفط العالمية، التي تعتبر السبب الرئيس في انخفاض المؤشرات السعريّة للأسواق المالية العربية. فقد سجلت مستويات أسعار النفط انخفاضاً بنحو 50.0 في المائة، مما اثار حالة من الهلع والارتباك بين أوساط المتعاملين في البورصات العربية (والخليجية على وجه الخصوص). أدى ذلك الى فقدان البورصات العربية الكثير من المكاسب التي تحققت خلال الأشهر الثمانية الاولى من 2014. كما أدت موجة التراجع هذه إلى تراجع ثقة المتعاملين بشكل عام في الاسواق المالية العربية. وقد انعكس ذلك بشكل واضح في تحقيق صافي تعاملات المستثمر الاجنبي في البورصات العربية مجتمعاً صافي تدفق سالب (صافي بيع) عن الربع الاخير من 2014، بعد ان سيطر صافي التدفق الموجب لهذه التعاملات خلال الفترات الربعية الثلاث الاولى من هذا العام.

<sup>(5)</sup> بورصة عمان، وسوق أبوظبي للأوراق المالية، وسوق دبي المالي، وبورصة البحرين، وبورصة تونس، والسوق المالية السعودية، وسوق دمشق للأوراق المالية، وسوق مسقط للأوراق المالية، وبورصة قطر، وبورصة فلسطين، وسوق الكويت، وبورصة بيروت، والبورصة المصرية، وبورصة الدار البيضاء.

## أداء الأسواق الثانوية ومؤشرات الأسعار

كما سبقت الإشارة، ارتفعت القيمة السوقية للبورصات العربية المتضمنة بقاعدة البيانات الخاصة بصندوق النقد العربي بنحو 5.7 في المائة خلال هذا العام لتبلغ نحو 1203 مليار دولار في نهاية ديسمبر 2014، ولتكتسب هذه البورصات ما مقداره 65.2 مليار دولار من قيمتها السوقية. وقد كانت أسواق كل من دبي وقطر والبحرين ومصر أكثر البورصات العربية ارتفاعاً من حيث القيمة السوقية خلال 2014، حيث ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأسواق بنحو 24.3 و 21.8 و 19.5 و 12.9 في المائة على التوالي. وتراوحت مكاسب أسواق كل من تونس ولبنان والسعودية ومسقط بين 8.0 و 2.5 في المائة من القيمة السوقية بنهاية عام 2014.

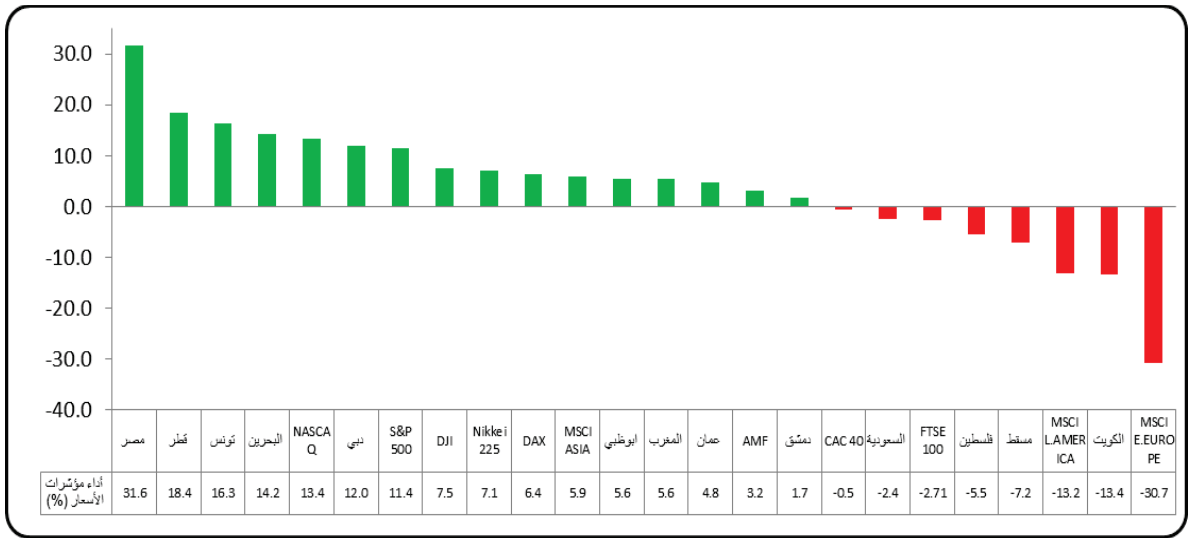
أما بورصات كل من الكويت وأبوظبي ودمشق وفلسطين وعمان والمغرب، فقد سجلت القيمة السوقية لها تراجعاً خلال هذا العام. فقد انخفضت القيمة السوقية لسوق دمشق بنحو 19.8 في المائة، وقد ساهم استمرار تراجع سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار، في تعميق هذه الخسائر، وذلك نتيجة لاستمرار حالة عدم الاستقرار في سوريا. كما تراجعت القيمة السوقية للبورصة الكويتية وسوق أبوظبي المالي بنحو 7.5 و 5.5 في المائة على التوالي. وأخيراً، سجلت بورصات كل من فلسطين وعمان والمغرب تراجعاً بنسب تقل عن 2.0 في المائة.

عكس أداء مؤشرات الأسعار الرسمية للبورصات العربية هذه التطورات. حيث ارتفعت مؤشرات أسعار تسع بورصات، بينما تراجعت مؤشرات أسعار أربع بورصات فقط. فقد شهد مؤشر الأسعار الخاص بالبورصة المصرية ارتفاعات كبيرة بلغت نحو 31.6 في المائة. ويعزى جزء كبير من هذا الارتفاع الى التحسن الملموس في الأوضاع السياسية والامنية المتحقق خلال 2014، مما دفع بتحسن غالبية القطاعات مثل قطاع الاستثمار والخدمات المالية، وقطاع البنوك، وقطاع العقارات والإنشاءات. كذلك ارتفعت المؤشرات السعريّة لبورصات كل من قطر وتونس والبحرين ودبي بنسبة 18.4 و 16.3 و 14.2 و 12.0 في المائة على التوالي. كما ارتفعت مؤشرات أسعار بورصات كل من المغرب وأبوظبي وعمان ودمشق بنسب تراوحت بين 1.5 و 6.0 في المائة. فيما عرفت مؤشرات أسعار بورصات كل من الكويت ومسقط وفلسطين والسوق المالية السعودية تراجعاً بنسبة 13.4 و 7.2 و 5.5 و 2.4 في المائة على التوالي.

عكس المؤشر المركب لصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء البورصات العربية المنضمة لقاعدة البيانات الخاصة بصندوق النقد العربي، تلك التطورات في مؤشرات الأسعار وسجل ارتفاعاً طفيفاً، بنهاية العام 2014 بلغت نسبته نحو 3.2 في المائة، مقابل نسبة ارتفاع بلغت نحو 18.6 في المائة عن العام السابق. ومع ذلك، فإنه وعند مقارنة أداء البورصات العربية مجتمعة مع أداء البورصات العالمية والناشئة، كما يعكسها المؤشر المركب للصندوق، كان أداء البورصات العربية اضعف نسبياً من أداء الأسواق المالية العالمية والاسواق الناشئة بشكل عام، باستثناء البورصة الفرنسية والبريطانية. ففيما يتعلق بمؤشرات أسعار البورصات الأمريكية، ارتفع مؤشر NASDAQ بنحو 13.4 في المائة، كما أغلق مؤشر (S&P-500) مرتفعاً بنسبة 11.4 في المائة، وارتفع مؤشر Dow Jones بنسبة 7.5 في

المائة. وسجل مؤشر "NIKKEI 225" الياباني ارتفاعاً لهذا العام بلغت نسبته 7.1 في المائة. فيما تباين أداء البورصات الأوروبية خلال العام 2014. حيث ارتفع مؤشر "DAX" الألماني بنسبة 6.4 في المائة، فيما سجل مؤشري "CAC 40" الفرنسي و"FTSE-100" البريطاني تراجعاً طفيفاً بنسبة 0.5 و 2.7 في المائة على التوالي. أما فيما يخص البورصات الناشئة، فقد تباين أدائها خلال هذا العام. فقد سجل مؤشر "MSCI" لأسواق آسيا ارتفاعاً بنحو 5.9 في المائة، فيما تراجع مؤشرات "MSCI" لأسواق أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية بنحو 13.2 و 30.7 في المائة على التوالي، الشكل (5).

الشكل (5): أداء مؤشرات الأسعار المحلية للبورصات العربية بالمقارنة مع الأسواق العالمية والناشئة لعام 2014



المصدر: صندوق النقد العربي، "تقارير أداء أسواق المال العربية".

## نشاط التداول ومؤشرات السيولة

سجلت مستويات السيولة في الأسواق المالية العربية مجتمعة، ارتفاعاً ملموساً خلال عام 2014. فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 56.0 في المائة مقارنة مع العام السابق، ووصلت هذه القيمة إلى 835.3 مليار دولار. ويعزى ذلك إلى الارتفاع الكبير في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية، والتي ارتفعت فيها قيم الأسهم المتداولة خلال هذا العام بنحو 207 مليار دولار. وقد يعزى جزء مهم من هذا الارتفاع إلى أمرين أولهما إدراج أسهم البنك الأهلي التجاري، حيث تم الاكتتاب بنحو 500 مليون سهم بسعر 45 ريال للسهم، إضافة إلى إدراج أسهم خمس شركات أخرى. أما الأمر الآخر، فهو صدور قرار بالموافقة بالسماح للأجانب الغير مقيمين في المملكة بالشراء المباشر للأسهم السعودية، وذلك عن طريق المؤسسات المالية الأجنبية، وهو ما ساهم في زيادة حجم التداولات ابتداءً من منتصف العام 2015.

فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع البورصات العربية خلال عام 2014 حوالي 835.3 مليار دولار، مسجلة بذلك زيادة تجاوزت الـ 300 مليار دولار بالمقارنة مع القيمة المسجلة عن العام 2013. حيث أظهرت البيانات ارتفاعاً في أحجام التداول في ثمانية أسواق هي دبي، السعودية، ابوظبي، قطر، مصر، مسقط، بيروت، فلسطين. وقد كانت اكبر هذه الارتفاعات في بورصات كل من السعودية ودبي وقطر و ابوظبي ومصر بنحو 207 و 60 و 34 و 16 و 3.2 مليار دولار على التوالي.

كما ارتفعت هذه الأحجام في بورصات كل من مسقط وبيروت وفلسطين بقيمة لم تتجاوز 300 مليون دولار. بينما شهدت البورصات السنة الأخرى تراجعاً في أحجام التداول خلال عام 2014 مقارنة مع العام السابق. وسجلت بورصة الكويت اكبر نسبة انخفاض في أحجام التداول، حيث تراجعت هذه القيمة بنحو 17.6 مليار دولار، تلتها البورصة المغربية بنحو 1.5 مليار دولار. وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية وحدها ما نسبته 68.5 في المائة من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية العربية مجتمعةً.

أما معدل دوران الأسهم، فقد سجل تحسناً كبيراً عن العام 2014 لمجموع البورصات العربية بالمقارنة مع العام السابق، ليصل هذا المعدل إلى نحو 69.4 في المائة مقابل 47.0 في المائة عن العام الذي سبق. ويعتبر معدل الدوران المسجل عن العام 2014 الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية في 2008، عندما بلغ هذا المعدل آنذاك نحو 83.5 في المائة.

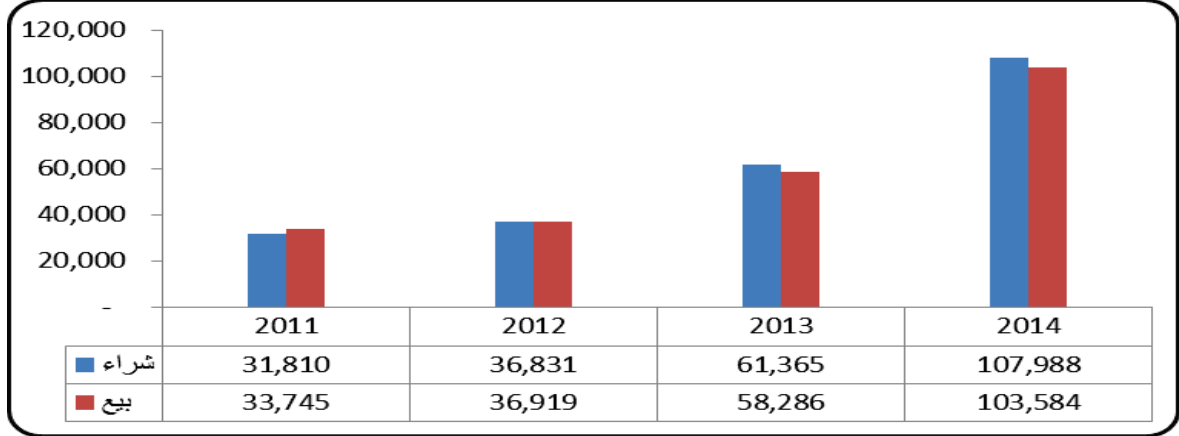
يعزى السبب في ذلك بشكل رئيسي إلى الارتفاع الكبير لهذا المعدل في كل من السوق المالية السعودية وسوق دبي المالي، حيث ارتفع معدل دوران الأسهم إلى 118.4 و 118.2 في المائة على التوالي خلال عام 2014 مقابل نحو 78.1 و 61.6 في المائة على التوالي عن العام السابق. وباستبعاد السوق المالية السعودية، فإن معدل دوران بقية الأسواق العربية مجتمعة عن عام 2014 يكون قد بلغ نحو 21.9 في المائة، وهو أقل من المعدل المسجل عن العام الماضي والبالغ 25.4 في المائة.

### تطور تعاملات الاجانب في اسواق المال العربية

شهدت تعاملات المستثمر الاجنبي (الاجانب والعرب) في البورصات العربية تحسناً كبيراً خلال عامي 2013 و 2014، وذلك انعكاساً للأداء الايجابي الناتج عن تحسن ربحية الشركات، إضافةً الى العديد من الاخبار الايجابية من أهمها ترقية وإنضمام عدد من البورصات العربية الى مؤشرات الاسواق الناشئة، وفوز دبي في تنظيم معرض "اكسيو 2020"، وفوز قطر في استضافة كأس العالم في عام 2022، واخيراً صدور قرار بالسماح للمستثمر الاجنبي بالشراء المباشر في السوق المالية السعودية، وذلك عن طريق المؤسسات المالية الاجنبية، ابتداءً من منتصف العام 2015، الشكل (6).

الشكل (6): تطور تعاملات الاجانب في أسواق المال العربية  
(2011 - 2014)

(مليون دولار)



المصدر: صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق المال العربية"

ساهم في جذب المستثمر الاجنبي (بشقيه الفردي والمؤسسي)، الاسعار المنخفضة التي كانت تتمتع بها الأوراق المالية المدرجة في عدد من الاسواق المالية العربية (الخليجية على وجه الخصوص) مقارنة بالمقومات الاساسية لها، وذلك بعد الازمة المالية العالمية، الى جانب المستويات السعرية المرتفعة في اسعار النفط التي سادت خلال الاعوام القليلة الماضية، والتحسن النسبي في الاوضاع الداخلية في بعض الدول العربية.

فيما يخص عام 2014، يظهر الشكل التحسن الكبير الذي شهدته تعاملات المستثمر الأجنبي لمجموع البورصات العربية خلال هذا العام من حيث القيمة والحصيلة، وذلك مقارنة مع العام الماضي. فقد بلغ إجمالي قيمة مشتريات الأجانب في البورصات العربية مجتمعة عن عام 2014 حوالي 108 مليار دولار، أي ما نسبته 12.9 في المائة من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال نفس الفترة. يشكل ذلك زيادة ملحوظة في قيمة مشتريات الأجانب بحوالي 46.6 مليار دولار عن قيمة مشترياتهم في هذه البورصات خلال عام 2013، والبالغة نحو 61.4 مليار دولار.

في المقابل بلغت إجمالي قيمة مبيعات الأجانب في البورصات العربية مجتمعة خلال عام 2014، حوالي 103.6 مليار دولار، أي ما نسبته 12.4 في المائة من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال نفس العام. ويشكل ذلك زيادة في مبيعات الأجانب بنحو 45.3 مليار دولار عن إجمالي مبيعاتهم في البورصات من الأسهم العربية خلال عام 2013، والبالغة نحو 58.3 مليار دولار. وفي المتوسط، بلغت نسبة تعاملات الأجانب في هذه البورصات العربية نحو 12.7 في المائة من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2014، مقابل ما نسبته 11.2 في المائة عن العام 2013.

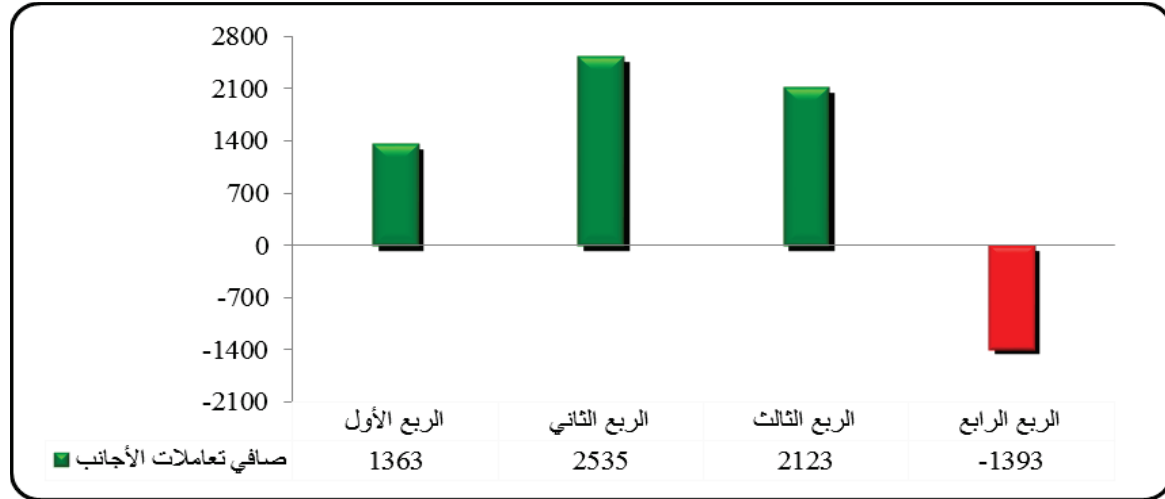
في نفس السياق، حققت صافي تعاملات الاجانب في البورصات العربية للعام 2014 صافي تدفق موجب (صافي شراء)، وذلك للسنة الثانية على التوالي. فقد تجاوزت أحجام مشتريات الأجانب (بما فيهم العرب) في البورصات

العربية خلال 2014، أحجام مبيعاتهم في هذه البورصات. وبالمحصلة يكون صافي تعاملات الأجانب (المشتريات ناقص المبيعات)، قد بلغ سجل صافي شراء (تدفق موجب) بحوالي 4.4 مليار دولار، وذلك لمجموع البورصات العربية عن عام 2014، محققاً بذلك زيادة بنحو 43.0 في المائة بالمقارنة مع صافي التدفق الموجب المحقق عن العام الماضي والبالغ نحو 3.1 مليار دولار.

تجدر الإشارة إلى أن معاودة التحسن في الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية، قد بدأ فعلياً في الربع الثالث من عام 2012. واستمرت تعاملات الاستثمار الاجنبي في تسجيل التدفق الموجب خلال الفترات الربعية الثلاث من عام 2013. واستمراراً لنفس الاتجاه، واصل المستثمر الاجنبي الشراء خلال الفترات الربعية الثلاث الاولى من 2014، وليسجل صافي الاستثمار الاجنبي بنهاية سبتمبر 2014 صافي تدفق موجب بأكثر من ستة مليارات دولار.

إلا ان موجة التراجع الحادة في اسعار النفط العالمية والتي بدأت في الثلث الاخير من 2014، أثارت مخاوف العديد من المتعاملين في الاسواق المالية بشكل عام والاسواق المالية العربية بشكل خاص، مما اثر على سلوك المتعاملين الاجانب في الاسواق المالية العربية وعلى قراراتهم الاستثمارية بشكل سلبي، وكانت المحصلة تسجيل صافي تعاملات المستثمر الاجنبي خلال الربع الرابع 2014 صافي تدفق سالب (صافي بيع) بنحو 1.4 مليار دولار، وقد ادى ذلك الى ان تنقلص حصيلة الاستثمار الاجنبي في البورصات العربية مجتمعة عن العام 2014 لتبلغ نحو 4.4 مليار دولار كما هو مذكور اعلاه، الشكل (7).

الشكل (7): تطور صافي تعاملات الاجانب في البورصات العربية بشكل ربعي لعام 2014 (مليون دولار)



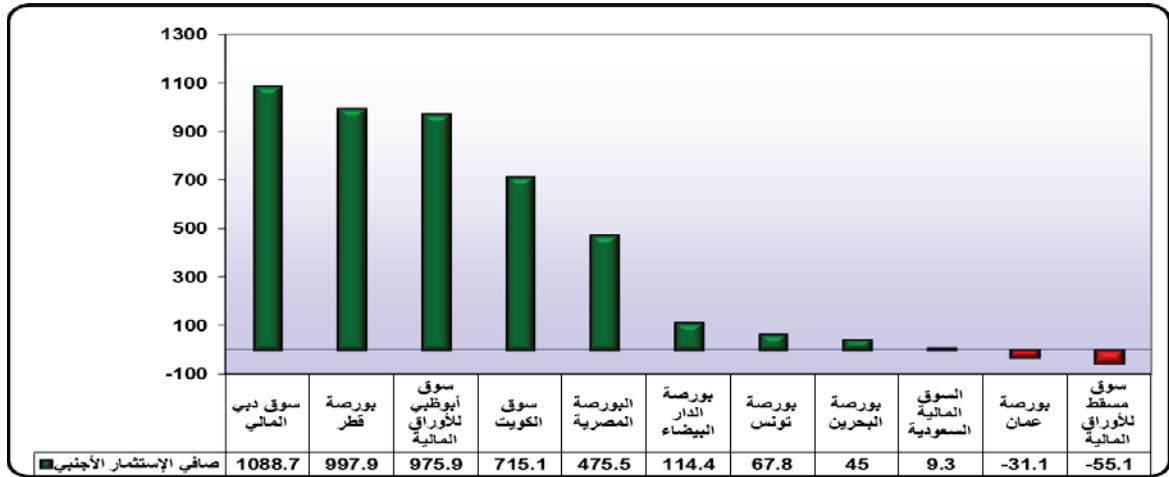
المصدر: صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق المال العربية".

هذا وقد اشتمل التدفق الموجب (صافي الشراء) للاستثمار الأجنبي خلال عام 2014 جميع البورصات العربية التي تسمح للأجانب بالتداول فيها، باستثناء بورصتي عمان ومسقط، حيث سجلت تعاملات الأجانب في هاتين البورصتين، صافي بيع (تدفق سالب) ولكن بشكل طفيف.



في المقابل، كان هناك تحسناً لافتاً لتعاملات الأجانب خلال 2014 في بورصات كل من دبي وقطر وأبوظبي والكويت ومصر، وذلك بالمقارنة بتعاملات الأجانب في هذه الأسواق خلال عام 2013. فقد وصل صافي الشراء للأجانب أعلاه بين البورصات العربية، لدى سوق دبي المالي بنحو 1089 مليون دولار عن عام 2014 تليها بورصتي قطر وأبوظبي بنحو 998 و976 مليون دولار على التوالي، ثم كل من البورصة الكويتية والبورصة المصرية، حيث سجلت تعاملات الأجانب في هاتين البورصتين صافي شراء بلغ نحو 715 و476 مليون دولار على التوالي. ومما هو جدير بالذكر هنا ان صافي الشراء المحقق لتعاملات الاجانب في البورصة المصرية لعام 2014 يعتبر الاول منذ العام 2010، حيث بلغ صافي تعاملات الاجانب عن الاعوام 2011 و2012 و2013 صافي بيع بنحو 671 و328 و299 مليون دولار على التوالي. وفيما يخص السوق المالية السعودية، بلغ صافي تعاملات الاجانب عن عام 2014 صافي تدفق موجب بنحو 9.3 مليون دولار فقط مقارنة بصافي تدفق موجب بنحو 1617 مليون دولار عن عام 2013. وقد يعزى ذلك بشكل اساسي الى التراجع الحاد في اسعار النفط خلال الثلث الاخير من 2014، الذي أثار المخاوف لدى العديد من المستثمرين الاجانب، الشكل (8).

الشكل (8): صافي الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية لعام 2014 (مليون دولار)



المصدر: صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق المال العربية".

فيما يتعلق بحجم تعاملات الاستثمار الأجنبي في هذه البورصات، فتصدرها بورصتي الامارات (دبي وأبوظبي)، حيث استحوذت قيمة تعاملات الأجانب فيهما (بمن فيهم الخليجيون والعرب) خلال عام 2014، على نحو 43.8 و41.1 في المائة على التوالي من إجمالي قيم التعاملات، يليها بورصة البحرين بنسبة 35.5 في المائة، ثم بورصات كل من مسقط ومصر وقطر بنسب تراوحت بين 20.0 و21.0 في المائة. فبورصتي كل من عمان والكويت بنحو 16.5 و13.4 في المائة على التوالي، ثم تأتي بقية الأسواق الأخرى التي كانت حصة تعاملات الأجانب دون 10.0 في المائة من إجمالي قيمة التداولات. وتجدر الإشارة إلى أن هذه النسبة، قد شهدت تحسناً خلال هذا العام لدى أسواق

كل من ابوظبي والبحرين ومسقط ومصر وقطر، بينما شهدت تراجعاً لدى بورصات عمان وتونس والكويت والمغرب. بينما شهدت هذه النسبة استقراراً نسبياً في كل من السوق المالية السعودية و سوق دبي المالي.

## أسواق الإصدارات الأولية

استمر التحسن في نشاط الاصدارات الاولية من الاسهم خلال عام 2014. فقد شهدت الإصدارات الأولية العربية من الأسهم عبر الاكتتابات العامة (IPOS)، تحسناً في نشاطها خلال عام 2014، بالمقارنة مع عام 2013، ليصل عدد الإصدارات الجديدة خلال عام 2014 الى ما مجموعه 26 إصداراً بقيمة إجمالية وصلت إلى حوالي 10.44 مليار دولار ( نحو 401 مليون دولار كمتوسط للإصدار الواحد)، مقارنة مع 24 اصدار في عام 2013 بقيمة إجمالية وصلت إلى حوالي 3596 مليون دولار ( نحو 150 مليون دولار كمتوسط للإصدار الواحد). على الرغم من هذا التحسن في العدد والقيمة، إلا أن نشاط الإصدارات الأولية عبر الاكتتابات العامة، لم يصل بعد إلى المستويات القياسية التي تم تسجيلها قبل الأزمة المالية العالمية.

لم يقتصر التحسن خلال عام 2014، على عدد وحجم الإصدارات الأولية، بل شهدت كذلك نسبة التغطية لهذه الإصدارات تحسناً بأكثر من 100 في المائة خلال هذه الفترة، لتعكس بذلك الثقة الكبيرة في إقبال المستثمرين على الاكتتابات العامة. فقد بلغت نسبة التغطية في المتوسط لإجمالي الإصدارات المتوفر عنها معلومات خلال عام 2014، حوالي 13.8 مرة مقابل 6.3 مرة كمتوسط لمجموع الإصدارات المتوفر عنها معلومات خلال عام 2013. ويذكر أن هذا المتوسط، كان قد بلغ أدناه خلال السنوات العشر الاخيرة في عام 2011، حين وصل إلى 1.3 مرة فقط، في ظل انسحاب المستثمرين آنذاك، انعكاساً للأزمة المالية العالمية من جهة والاضطرابات التي شهدتها بعض الدول العربية من جهة أخرى. هذا وقد توزعت هذه الإصدارات الجديدة خلال عام 2014، بين ستة إصدارات لكل من شركات سعودية واماراتية وتونسية، وثلاثة إصدارات لشركات عُمانية، واصدارين اثنين لشركات مغربية ومصرية بالإضافة إلى إصدار واحد لشركة بحرينية. كان أكبر هذه الإصدارات لهذا العام، الإصدار الأولي "للبنك الاهلي التجاري" في السوق المالية السعودية، والذي طرح 25 في المائة من رأس ماله على الاكتتاب العام بقيمة إجمالية بلغت نحو 6.0 مليار دولار، تلاه الإصدار الأولي لشركة " اعمار مولز " التي طرحت 15 في المائة من رأس مالها على الاكتتاب العام بقيمة إجمالية بلغت نحو 1.6 مليار دولار.

من حيث القطاعات الاقتصادية، عاود قطاع الصناعة تصدره للقطاعات الاقتصادية الأنشط من حيث عدد الإصدارات الأولية خلال عام 2014، وذلك بعد أن تصدر قطاع البنوك والخدمات المالية عدد هذه الاصدارات في العام السابق. فقد كان هناك خمسة إصدارات لشركات من قطاع الصناعة خلال عام 2014، مقابل ثلاث إصدارات لشركات من قطاع الاغذية والمشروبات واصداراً واحداً لشركات من البنوك والخدمات المالية. اما من حيث القيمة، فقد سيطر قطاع البنوك والخدمات المالية على اكثر من 57.0 في المائة من القيمة الاجمالية للإصدارات الاولية لعام 2014.

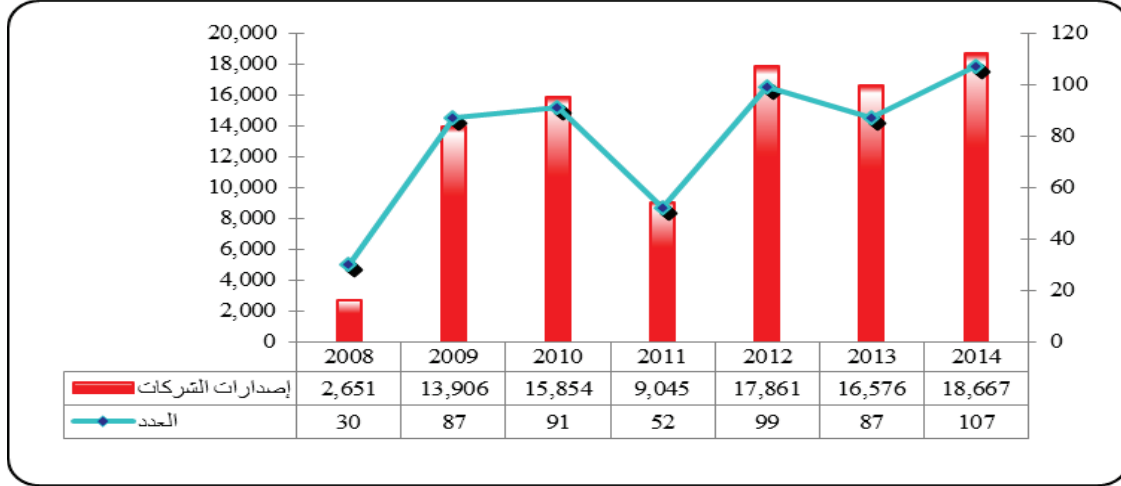
فيما يتعلق بزيادات رأس المال عبر الاكتتابات في حقوق الإصدار (Issuances Rights)، فقد شهد هذا النشاط بعض التراجع في عام 2014 مقارنة مع العام السابق. فقد تراجع عدد هذه الاكتتابات خلال عام 2014 إلى 44 إصداراً مقابل 46 إصداراً في عام 2013، كذلك انخفضت القيمة الإجمالية لهذه الاكتتابات لتصل إلى نحو 3.4 مليار دولار، مقابل قيمة إجمالية لهذه الإصدارات أو الاكتتابات بلغت نحو 4.2 مليار دولار عن عام 2013. وتجدر الإشارة إلى أن هذا النوع من الإصدارات، كان قد بلغ ذروته قبل الأزمة المالية العالمية وتحديداً خلال عام 2008، حين وصل عدد هذه الإصدارات أو الاكتتابات في الأسواق العربية إلى 94 إصداراً، بقيمة إجمالية بلغت حوالي 20.9 مليار دولار. توزعت الاكتتابات عبر حقوق الإصدار خلال عام 2014، بين واحد وعشرون اكتتاب في مصر، وسبعة في العراق، وثلاثة في تونس، واثنان في كل من السعودية والكويت ولبنان والمغرب والاردن وواحد في كل من الامارات وقطر وعمان. بالمحصلة، وبإضافة الاكتتابات عبر حقوق الإصدار إلى الإصدارات الأولية عبر الاكتتابات العامة، يكون إجمالي ما تم طرحه من أسهم للشركات العربية خلال عام 2014، قد وصل إلى 13.9 مليار دولار، مقابل إجمالي وصل إلى 8.1 مليار دولار عن عام 2013. ويذكر أن هذا الإجمالي من الإصدارات، كان قد بلغ مستويات قياسية قبل الأزمة المالية في عام 2008، حين بلغ حوالي 34.1 مليار دولار

### نشاط أسواق السندات

شهدت إصدارات السندات للشركات العربية زيادة خلال عام 2014. وقد يبرر ذلك، بالتوسع الذي أقدمت عليه هذه الشركات خلال العام في اللجوء إلى إصدارات المزيد من أدوات الدين لتمويل أنشطتها، كما سيأتي هذا التقرير على ذكره. فقد بلغ إجمالي عدد إصدارات سندات الشركات العربية خلال عام 2014، ما مجموعه 107 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت 18.7 مليار دولار، بالمقارنة مع 87 إصداراً بقيمة إجمالية وصلت إلى 16.6 مليار دولار خلال عام 2013.

استمرت القيمة الإجمالية للإصدارات من السندات للشركات العربية تتجاوز القيمة الإجمالية من إصداراتها من الصكوك. ويلاحظ أنه وعلى الرغم من الاتجاه التصاعدي لإصدارات سندات الشركات العربية خلال السنوات القليلة الماضية، إلا أنها وللعام السادس على التوالي تقل فيه عن الإصدارات من السندات السيادية العربية، وذلك من حيث القيمة الإجمالية. ويعكس ذلك، تزايد لجوء بعض الحكومات العربية إلى أسواق السندات لتمويل العجوزات في موازنتها العامة من جهة وارتفاع هذه العجوزات نفسها لهذه الدول من جهة أخرى، الشكل (9).

الشكل (9): تطور إصدارات سندات الشركات العربية  
2014 - 2008



المصدر: موقع زاوية داو جونز.

كما تجدر الإشارة من جانب آخر، إلى أنه ومنذ عام 2009 وللعام السادس على التوالي، تتجاوز إصدارات السندات كمصدر للتمويل للشركات العربية، التمويل الذي تحصل عليه هذه الشركات عبر إصدارات الأسهم سواء عبر الاكتتابات العامة الأولية أو عبر زيادات رأس المال (حقوق الإصدار). وتتنوع الفجوة، إذا ما تمت إضافة الإصدارات من الصكوك إلى إصدارات السندات. يمثل ذلك تطوراً يعكس النمو النسبي المتزايد لأسواق أدوات الدين في بعض الدول العربية، وعلى وجه الخصوص لدى دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية وتونس والمغرب. إلا أنه ومع ذلك، ينبغي التذكير إن الإقراض المصرفي لا يزال يشكل الأهمية النسبية الأكبر فيما يتعلق بمصادر تمويل الشركات العربية.

واصلت الشركات الإماراتية خلال عام 2014 تصدرها للشركات العربية من حيث قيمة الإصدارات من السندات. فقد بلغ إجمالي قيمة إصدارات سندات الشركات الإماراتية نحو 11.8 مليار دولار (35 إصداراً). وذلك يزيد عن قيمة إصدارات الشركات الإماراتية من السندات خلال عام 2013 والبالغ 8.1 مليار دولار (24 إصداراً). وجاءت الشركات المغربية في المرتبة الثانية خلال عام 2014، بإجمالي قيمة إصدارات من السندات بلغ نحو 3.1 مليار دولار (33 إصدارات)، ثم الشركات الكويتية بإصدارات بقيمة 1.3 مليار دولار (3 إصدارات)، ثم الشركات في كل من مصر (5 إصدارات) وقطر (إصدار واحد) وعمان (إصدارين) بقيمة إجمالية بلغت حوالي 821 و750 و504 مليون دولار على التوالي.

توزعت إصدارات سندات الشركات العربية المائة والسبعة بين 47 إصداراً بعملات أجنبية و60 إصداراً بعملات محلية. وبينما كانت جميع إصدارات الشركات التونسية والمغربية والكويتية بالعملات الوطنية، كانت جميع الإصدارات من السندات الإماراتية والقطرية بعملات أجنبية. توزعت الإصدارات الأجنبية بين 33 إصداراً بالدولار الأمريكي، وثلاثة إصدارات باليورو والفرنك السويسري.

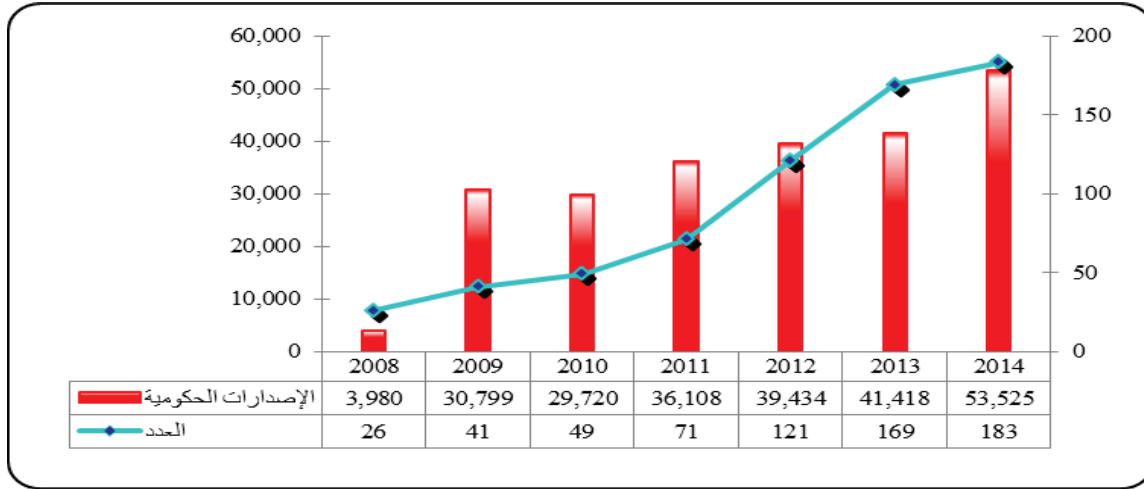
وبإصدارات عام 2014، يرتفع الرصيد القائم من سندات الشركات العربية إلى 97.6 مليار دولار وذلك في نهاية عام 2014 وواقع إصدار قائم لتاريخه. توزعت الإصدارات القائمة بين 367 إصدار في السوق المحلية وبقيمة إصدار قدره 15.2 مليار دولار و172 إصدار في السوق العالمية وبقيمة 82.4 مليار دولار وتأتي الإمارات العربية المتحدة في مقدمة الدول العربية، على صعيد الرصيد القائم من إصدارات سندات الشركات بنحو 53.4 مليار دولار، تليها قطر برصيد يبلغ 13.6 مليار دولار، ثم السعودية والمغرب برصيد قائم من هذه السندات يبلغ 8.8 و8.5 مليار دولار على التوالي في نهاية عام 2014. وعند المقارنة مع حجم سوق الأسهم، فإن الرصيد القائم لسندات الشركات منسوباً للقيمة السوقية للبورصة بنهاية عام 2014، يصل أعلاها كذلك عند الإمارات بنحو 26.9 في المائة تليها تونس والمغرب بواقع 15.5 بالمائة لكل منهما ثم البحرين بنسبة 14.7 في المائة بينما نقل هذه النسبة عن 10 في المائة لدى بقية الدول العربية.

كما سبقت الإشارة، وفي مقابل الارتفاع النسبي في إصدارات الشركات في الدول العربية من السندات خلال عام 2014، واصلت الإصدارات من السندات السيادية (الحكومية وشبه الحكومية) ارتفاعها خلال عام 2014. فقد بلغ إجمالي قيمة الإصدارات من السندات السيادية نحو 53.5 مليار دولار بما مجموعه 183 إصداراً خلال العام، مقابل إجمالي إصدارات بلغ 41.4 مليار دولار بما مجموعه 169 إصداراً خلال عام 2013. ترتبط هذه الزيادة في الإصدارات الحكومية بصورة رئيسية، بالارتفاع في إصدارات سندات الحكومتين الأردنية والمصرية خلال العام لأغراض تمويل العجوزات في الموازنة العامة. فقد شكلت حصيلة إصدارات الدولتين معاً ما نسبته قرابة 65 في المائة من إجمالي إصدارات السندات السيادية في الدول العربية خلال عام 2014.

وقد جاءت مصر في المرتبة الأولى بين الدول العربية، من حيث قيمة الإصدارات من السندات السيادية بنحو 26.6 مليار دولار (30 إصداراً)، تلاها الأردن بقيمة إصدارات بلغت 9.1 مليار دولار، ثم كل من قطر والكويت والبحرين بقيمة إصدارات 4.7 و4.1 و3.3 مليار دولار على التوالي.

هذا ومن أصل 183 إصداراً للسندات الحكومية خلال عام 2014، كان هناك تسعة إصدارات فقط بالأسواق الدولية (يورو بوند) بقيمة إجمالية بلغت 6.8 مليار دولار، مقابل 10 إصداراً في الأسواق الدولية بقيمة 9.4 مليار دولار خلال عام 2013. الشكل (10).

الشكل (10): تطور حجم اصدار السندات السيادية في الدول العربية



المصدر: موقع زاوية داو جونز.

### نشاط أسواق الصكوك العربية

واصلت الحكومات والشركات العربية العمل على إصدار الصكوك لتمويل مشروعاتها، لكن بوتيرة أقل من الأعوام السابقة. حيث بلغ إجمالي قيمة الصكوك المصدرة من قبل الحكومات والشركات العربية مجتمعة خلال عام 2014 نحو 19.08 مليار دولار مقابل 21.62 مليار دولار عن العام 2013. ويعود السبب الرئيسي في التراجع الكلي لإصدار الصكوك في تراجع إصدار الصكوك من قبل الشركات العربية، حيث انخفض إصدار الصكوك من قبل الشركات العربية بمقدار 31.6 في المائة عن عام 2013. كما يمكن ملاحظة زيادة في إصدارات الحكومات العربية من الصكوك بشكل ملموس خلال عام 2014، حيث ارتفع إصدار الصكوك من قبل الحكومات العربية بنحو 21.3 في المائة.

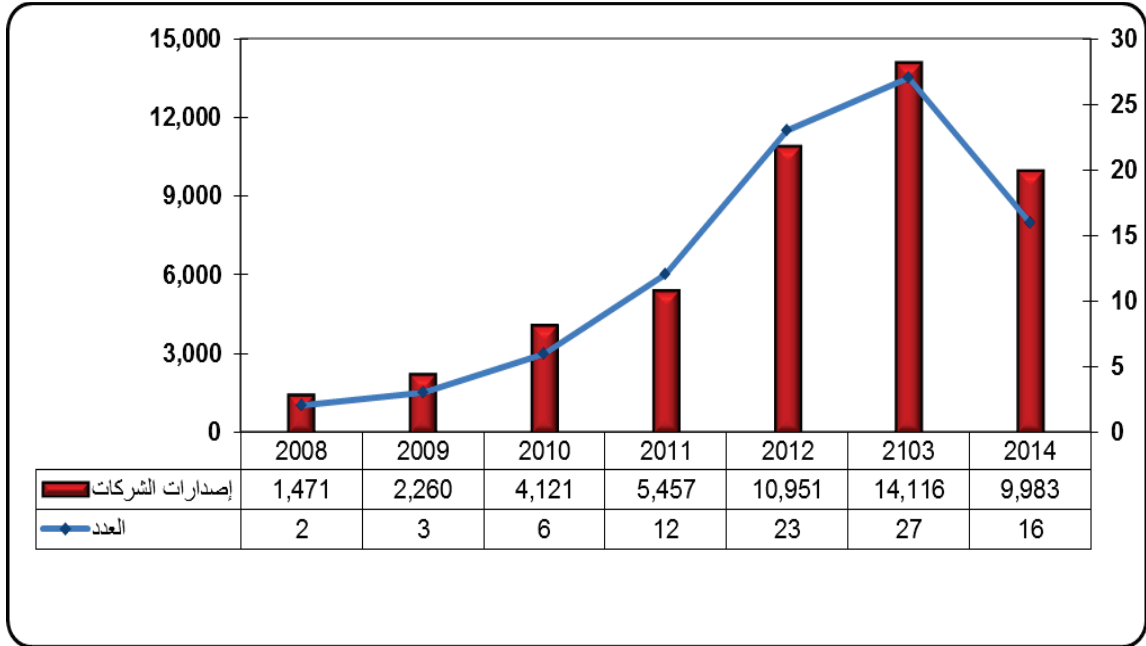
وتجدر الإشارة أن مجمل إصدارات الصكوك في الدول العربية شكلت نحو 18 في المائة من إجمالي الإصدارات حول العالم. هذا، وقد استحوذت ماليزيا على 70 في المائة من إصدارات الصكوك العالمية في عام 2014.

#### أ- إصدارات الشركات العربية من الصكوك

واصلت الشركات العربية خلال عام 2014 اتجاهها نحو الحصول على التمويل عبر إصدار الصكوك، ولكن بوتيرة أقل عن عام 2013. فقد انخفض عدد الإصدارات من الصكوك لمجموع الشركات العربية خلال عام 2014، إلى 16 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت نحو 9983 مليون دولار، مقابل 27 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت 14116 مليون دولار عن عام 2013 وأقل من عام 2012 حيث بلغت عدد الإصدارات 23 إصداراً بقيمة إجمالية 10.95 مليون دولار.

ويعتقد أن الأعوام المقبلة ستشهد عودة نشطة لإصدارات الصكوك واتجاه تصاعدي مستمر للإصدارات من من قبل الشركات بسبب التطورات التشريعية التي تمت من أجل تشجيع طرح الصكوك، الشكل (11).

الشكل (11): تطور حجم اصدارات صكوك الشركات في الدول العربية (2008 - 2014) مليون دولار



المصدر: صندوق النقد العربي، "تقارير أسواق المال العربية".

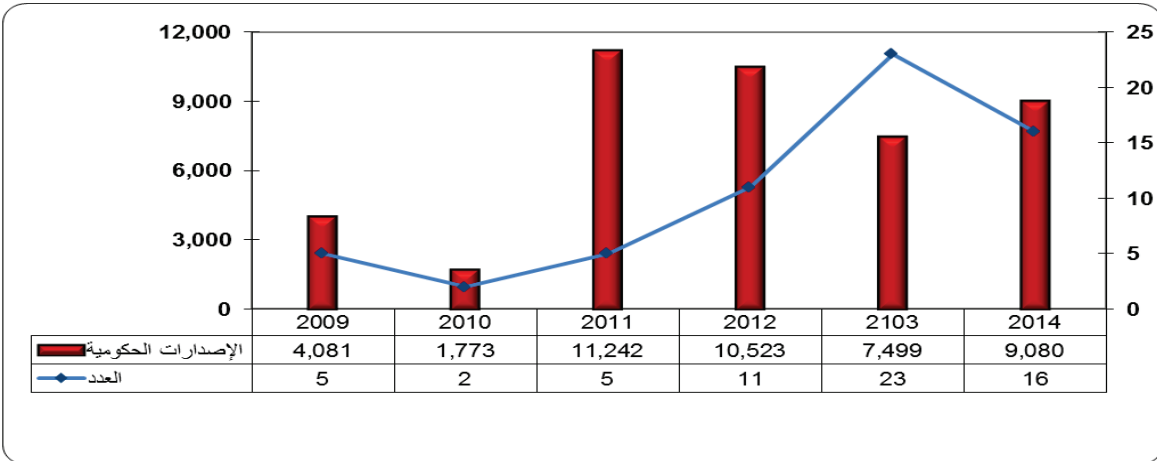
يذكر في هذا الصدد، إلى أن جميع إصدارات الشركات العربية من الصكوك خلال عام 2014، تعود لشركات من المملكة العربية السعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة. وقد سيطرت الشركات السعودية على معظم هذه الإصدارات، إذ كان هناك اثني عشر إصداراً لشركات سعودية (ثلاثة منها بالأسواق الدولية)، وأربعة إصدارات لشركات الإماراتية (جميعها في الأسواق الدولية). يشار إلى أن، ثمانية من هذه الإصدارات كانت بعملات محلية، مقابل سبعة إصدارات بعملات أجنبية (بالدولار الأمريكي). أما من حيث نوع أو هيكلية الصكوك، فقد جاءت صكوك الاجارة وصكوك المضاربة وصكوك الاستثمار وصكوك المرابحة في المقدمة وبقيمة إجمالية بلغت نحو 3.2 و 2.0 و 1.5 و 1.3 مليار دولار على التوالي.

#### ب- اصدارات الصكوك السيادية للدول العربية

واصلت الحكومات العربية خلال عام 2014 اتجاهها نحو الحصول على التمويل عبر إصدار الصكوك، وبنفس الوتيرة تقريباً بالمقارنة مع العام الماضي. فرغم انخفاض عدد الإصدارات من الصكوك السيادية العربية إلى 16 إصداراً عام 2014 مقارنة بنحو 23 إصداراً عام 2013 إلا أن قيمتها زادت مقارنة بالقيمة المصدرة العام السابق عليه، حيث بلغت قيمة الإصدارات نحو 9.1 مليار دولار، مقابل 7.5 مليار دولار عن عام 2013.

ويذكر في هذا الصدد، إلى أن إصدارات الشركات من الصكوك استمرت - وللعام الثالث على التوالي - في تجاوز قيمة إصدارات الصكوك السيادية العربية. وكما هو الحال على صعيد صكوك الشركات، فقد اقتصر إصدارات الصكوك الحكومية خلال عام 2014، على دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. جاءت البحرين في المرتبة الأولى من حيث عدد الإصدارات من الصكوك الحكومية خلال عام 2014 بسبعة إصدارات وبقيمة إجمالية بلغت نحو المليار دولار، تليها دولة الامارات بستة إصدارات بقيمة إجمالية 3.9 مليار دولار، واخيراً قطر بإصدارين وبقيمة إجمالية بلغت نحو 3.0 مليار دولار. يذكر في هذا الصدد، إلى أن جميع الإصدارات البحرينية والقطرية السيادية، تعود لمصرف البحرين المركزي ومصرف قطر المركزي، وجميعها بالعملة الوطنية باستثناء اصدار واحد فقط لمصرف البحرين المركزي بالدولار الأمريكي. وفي المقابل، كان هناك ستة إصدارات في الإمارات جميعها بالدولار الأمريكي، الشكل (12)

الشكل (12): تطور حجم اصدارات الصكوك السيادية في الدول العربية (2008 - 2014) مليون دولار



المصدر: صندوق النقد العربي، "تقارير أسواق المال العربية".

## التطورات التنظيمية والتشريعية

### أ- التطورات التشريعية

سعت السلطات الرقابية في العديد من البلدان العربية على تطوير تشريعاتها من قوانين وأنظمة وتعليمات وبشكل خاص تلك المتعلقة بالتداول والنقص والتسوية، خاصة بعد ارتفاع بعض الأسواق المالية لمرتبة الأسواق المالية الناشئة.



على صعيد التطورات في الأردن وبهدف تطوير الإجراءات الخاصة بشراء الشركات لأسهمها في السوق، قامت الهيئة بإصدار تعليمات شراء الشركات المساهمة العاملة للأسهم الصادرة عنها "أسهم الخزينة". ومن جانب آخر تم اعتماد أسس واجراءات جديدة بحق الشركات المدرجة في السوق والتي تبلغ خسائرها المتراكمة 50.0 في المائة فاكتر من رأس مالها من حيث اجراءات الافصاح والمعلومات الواجب إبلاغ عنها للمستثمرين فيها بشكل دوري. كذلك تم العمل على إصدار جميع الأنظمة والتعليمات التي يطلبها قانون صكوك التمويل الإسلامي.

أما على صعيد التطورات في دولة الإمارات ولغاية تطوير سوق السندات وأدوات الدين في السوق الأولية وتنشيط تداولها في السوق الثانوية، تم إقرار نظامي الصكوك وسندات الدين وإصدار نظام الأذونات المغطاة. كذلك تم تعديل النظام الخاص بالتداول على الهامش، وإصدار قواعد اقراض واقتراض الأوراق المالية الخاصة بسوق دبي المالي، كما تم تعديل النظام الخاص بالمقاصة والتسويات وحفظ الأوراق المالية وإقرار نظام الحساب التجميعي.

على صعيد بورصة البحرين قامت السلطات الرقابية بالعمل على إقرار تعليمات جديدة لإصدار الاوراق المالية والصكوك في البحرين. كذلك تم اصدار تعليمات شراء الاسهم على الهامش وتداول الخيارات والصناديق القابلة للتداول وصناديق الاستثمار.

فيما يتعلق ببورصة تونس، تم اصدار تعليمات تتعلق بإجراءات الترخيص والتصريح لشركات الاستثمار وتعليمات الإفصاح عن المعلومات الواجبة من قبل هذه الشركات. كما تم تعديل قانون المالية في تونس، وتتمثل أبرز التعديلات على السوق المالية والمتعاملين فيه برفع السرية المصرفية عن العديد من المؤسسات بما فيها الوسطاء والسماسة تجاه إدارة الضرائب.

على صعيد السوق المالية السعودية أقدمت الهيئة خلال هذا العام على اتخاذ العديد من الخطوات لتعزيز التداولات وتنشيطها في السوق والارتقاء بأداء السوق المالية السعودية. حيث تم البدء بتطبيق الاجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات المدرجة والتي بلغت خسائرها أكثر من 50.0 في المائة من رأس المال. كما أصدرت هيئة السوق المالية إجراءات توضيحية بشأن الشركات المتقدمة للهيئة بطلب زيادة رأس مالها عن طريق طرح حقوق الأولوية. ومن أهم التشريعات كان إصدار مشروع القواعد المنظمة للاستثمار من قبل المؤسسات المالية الأجنبية.

في سورية وانعكاساً للتطورات التي تشهدها البلاد، تم العمل على تعديل نظام الإدراج الخاص بالسوق فيما يتعلق بالأوراق المالية المدرجة والتي لم يتم التداول عليها خلال الفترة الماضية، كما تم إصدار تعليمات بيع الأوراق المالية في السوق تنفيذاً لقرارات المحاكم المكتسبة الدرجة القطعية.

في سلطنة عمان تم العمل على وضع خطة من أجل تطوير التشريعات والأنظمة بهدف إدراج منشآت الأعمال الصغيرة والمتوسطة في سوق مسقط المالي. كما تم نشر مشروع ميثاق تنظيم حوكمة الشركات لرفع مستوى الحوكمة للشركات المدرجة في السوق المالية.

في فلسطين، ومن أهم التطورات التشريعية كان إصدار مدونة سلوك مهني خاصة بأعضاء مجلس الإدارة وموظفي الهيئة والسوق المالي، والتي تم تطويرها بالتعاون مع الائتلاف من أجل النزاهة والمساءلة.

على صعيد بورصة قطر، قامت السلطات الرقابية بالعمل على إصدار وتعديل العديد من التشريعات المنظمة لأعمال السوق، منها إصدار تشريعات تحدد الملاءة المالية لشركات الخدمات المالية، وقواعد جديدة لترخيص وتنظيم جهة الإيداع، وإقرار نظام الاندماج والاستحواذ ونظام حوكمة الشركات المساهمة المدرجة في السوق الرئيسية والشركات الناشئة. كما تم إصدار قواعد وتعليمات التداول بالهامش، ونظام المدققين الخارجيين للشركات المدرجة، وتعديل نظام طرح وإدراج الأوراق المالية في السوق الثانية.

في الكويت تم إصدار تعليمات بشأن ضوابط واجراءات تنفيذ عمليات الاستحواذ الاختياري. كذلك تم إصدار نظام جديد لإدراج أسهم الشركات المساهمة في بورصة الأوراق المالية، حيث تم تعديل الشروط المتعلقة بإدراج الشركات المساهمة الكويتية والأجنبية في كل من السوقين الرئيسي والموازي، كما تم تحديد شروط إدراج الشركات المساهمة الكويتية في البورصات الأجنبية.

على صعيد البورصة المصرية تم إصدار القرارات المطلوبة فيما يخص بالشراء بالهامش وتعديل قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، كما تم إقرار تعديل قواعد الفصل بين اصول أو أنشطة الشركات التابعة والشقيقة والمدرجة في الاسواق المالية، كذلك تم إصدار ضوابط تقسيم أصول صناديق الاستثمار واجراءات انتخاب أعضاء مجلس إدارة صندوق حماية المستثمر، وضوابط عمل صناديق المؤشرات وصانعي السوق إضافة إلى قواعد وشروط الترخيص لشركات التمويل متناهي الصغر.

على صعيد سوق العراق للأوراق المالية تم تعديل قواعد التداول فيما يتعلق بإيقاف التداول وشطب الشركات التي مضى على توقف التداول عليها أكثر من ستة أشهر. كما تم تحديث قواعد التداول فيما يخص التغيرات التي تمت على صعيد النظام الإلكتروني الجديد الخاص بسوق العراق للأوراق المالية.