

## أثر توريق الديون الرهنية السكنية على تكلفة الائتمان - دراسة مقارنة لبعض دول شمال إفريقيا -

### The Impact of Residential Mortgage Securitization on the Cost of Credit - A comparative study of some North African countries -

عمر طالب<sup>1\*</sup>، طارق خاطر<sup>2</sup>، أشرف سليمان الصوفي<sup>3</sup>

<sup>1</sup> جامعة باتنة 1 (الجزائر)، [amar.taleb@univ-batna.dz](mailto:amar.taleb@univ-batna.dz)

<sup>2</sup> جامعة باتنة 1 (الجزائر)، [tarek.khater@univ-batna.dz](mailto:tarek.khater@univ-batna.dz)

<sup>3</sup> جامعة باتنة 1 (الجزائر)، [achrafsuliman.soufi@univ-batna.dz](mailto:achrafsuliman.soufi@univ-batna.dz)

تاريخ النشر: 2021/06/30

تاريخ القبول: 2021/05/24

تاريخ الاستلام: 2021/05/19

#### Abstract:

This research paper aims to analyze and compare the variation in the impact of residential mortgage securitization on the Cost of Credit granted to individuals in some North African countries, as that the change in the cost of credit financed by securitization is a reflection of the performance of the secondary market. We do this by evaluating in a practical way the effect of securitization on the fall in the interest rates of mortgage loans offered to consumers in Algeria, Tunisia and Morocco. And by resorting to the use of induction, deduction and extrapolation, after making a comparison between these markets, we concluded in this study after monitoring the developments of both the global effective rate and the Yield Spreads that there is a variation in the effect of securitization on the cost of credit, even if the size of this effect is small, which reflects a variation in the performance of the secondary real estate markets of these three North African countries.

**Keywords:** Securitization; mortgage loans; secondary market; cost of credit.

**JEL Classification :** G15; G21; C69; F31; F39.

#### مستخلص

تهدف هذه الورقة البحثية إلى تحليل ومقارنة تباين أثر توريق الديون الرهنية العقارية السكنية على تكلفة الائتمان الممنوح للأفراد في بعض بلدان شمال إفريقيا على اعتبار أن التغيير في تكلفة الائتمان الممول من عمليات التوريق هو انعكاس لأداء السوق الثانوية، وذلك من خلال تقدير وبشكل تطبيقي لأثر التوريق على انخفاض معدلات الفائدة للقروض الرهنية المعروضة للمستهلكين في كل من الجزائر وتونس والمغرب. وباللجوء إلى استخدام الاستقراء والاستنباط والاستنتاج بعد إجراء مقارنة بين هذه الأسواق، خلصنا في هذه الدراسة بعد رصد تطورات كل من المعدلات الفعلية الإجمالية وفروق العائد أن هناك تباين في أثر التوريق على تكلفة الائتمان، وإن كان حجم هذا الأثر ضئيلاً، بين بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة، وهو ما يعكس تباين في أداء الأسواق الثانوية العقارية لهذه البلدان الثلاث.

**الكلمات المفتاحية:** التوريق؛ القروض الرهنية العقارية؛ السوق الثانوية؛ تكلفة الائتمان.

**تصنيفات JEL:** G15؛ G21؛ C69؛ F31؛ F39

## مقدمة

لا تزال الأسواق الثانوية في منطقة شمال إفريقيا في مرحلتها الفتية، وإن كان هناك تفاوت في مستوى تطور هذه الأسواق من دولة لأخرى، فمعظم هذه الأسواق مجزأة وتفتقر إلى الاتساع والعمق والتكامل مع الأسواق العالمية. ولكي تتجاوز هذه الأسواق مرحلة الفتوة، يتعين على دول المنطقة الاستثمار أكثر في البنى التحتية للأسواق، وضمان الشفافية وحسن الإفصاح والحوكمة الجيدة للشركات وتطوير الأطر القانونية والتنظيمية بما يتلاءم مع تنوع وتسيير المخاطر، فغياب تطوير الأسواق المالية يقف الآن حاجزاً أمام دعم النمو الاقتصادي في منطقة شمال إفريقيا. بشكل عام، كان ولا يزال تطوير الأسواق الثانوية في المنطقة بطيئاً بسبب المرحلة الفتية للأسواق النقدية الأولية. ولقد تم وضع الإطار القانوني للتوريق بداية في المغرب سنة 1999، ثم في تونس سنة 2001، وأخيراً في الجزائر سنة 2006. إن التوريق وما يرتبط به من أدوات مالية، كالأوراق المالية المدعومة برهن عقاري «MBS» والأوراق المالية المدعومة بأصول «ABS»، كانت القوة الدافعة الرئيسية والمحرك لإصلاح وعصرنة الأنظمة المالية الدولية والأسواق. بالنسبة لدول شمال إفريقيا، من المفترض أن يكون التوريق اللبنة الرئيسية لتطوير أسواقها المالية وإدخال التكنولوجيات المالية الجديدة، الأمر الذي يسمح للمشاركين في السوق بتحويل الأصول المالية غير المتداولة إلى أوراق مالية قابلة للتداول، فيؤدي ذلك إلى الحد من المخاطر كنتيجة للتنوع، فضلاً عن تعزيز تدفق العوائد المالية. ينبغي أن يشكل توريق الأصول أساساً لظهور سوق رهن عقاري يتولى زمام تطوير الأسواق المالية المحلية وتوفير إمكانية الوصول إلى الأسواق المالية الدولية. ومن خلال توسيع مجموع الفرص المالية المتاحة، يؤدي توريق الأصول إلى تحسين الظروف المعيشية والسماح بمستويات أعلى من الرفاهة والدخل الحقيقي.

## الإشكالية

تبرز معالم إشكالية بحثنا هذا التي قمنا بصياغتها في السؤال الرئيسي التالي:

**ما هو أثر توريق الديون الرهنية السكنية على تكلفة الائتمان في بلدان شمال إفريقيا؟**

ويندرج تحت هذه الإشكالية العامة، الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو أثر توريق الديون الرهنية على تكلفة القروض السكنية الممنوحة للأفراد والأسر في كل من الجزائر وتونس والمغرب.
- ما مدى انعكاس التكاليف الموفرة من التوريق على تخفيض تكلفة الائتمان بالنسبة للأفراد والأسر في كل من الجزائر وتونس والمغرب.

## فرضيات الدراسة

بغرض الإجابة على إشكالية الدراسة قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- يساعد التوريق، باعتباره أحد أنشطة السوق الثانوية، على زيادة مقدار الائتمان الرهني العقاري المتاح، مما ينعكس إيجاباً على خفض تكلفة القروض السكنية الممنوحة للأفراد والأسر.

- إن توريق الديون الرهنية في دول شمال إفريقيا يؤدي إلى زيادة عرض القروض الرهنية المتاحة بالنسبة للمقرضين مما ينجر عنه انخفاض في معدلات الفائدة للقروض الرهنية المعروضة للمستهلكين.

## أهداف الدراسة

تكمن أهداف هذه الدراسة في تقييم مدى انعكاس عملية توريق الديون الرهنية على تكلفة القروض السكنية الممنوحة للأفراد والأسر في بلدان شمال إفريقيا وذلك من خلال تقدير وبشكل تطبيقي أثر التوريق على انخفاض معدلات الفائدة للقروض الرهنية المعروضة للمستهلكين في كل من الجزائر وتونس والمغرب.

## منهجية الدراسة

بغية الإجابة عن الإشكالية العامة للبحث فإن المنهج العلمي المتبع في هذه الدراسة يكمن في الملاحظة والوصف وكذا قياس الظواهر المالية، وذلك من خلال تشخيص تطور الأسواق الثانوية العقارية لبلدان شمال إفريقيا محل الدراسة، من جهة، واللجوء إلى استخدام الاستقراء والاستنباط والاستنتاج بعد إجراء مقارنة بين هذه الأسواق لتحديد حجم التفاوت لأثر التوريق على تكلفة الائتمان لهذه الأخيرة، من جهة أخرى.

## 1- أدبيات الدراسة

هناك العديد من الدراسات التي تناولت تحليل أثر توريق الديون الرهنية على معدلات الفائدة للقروض الرهنية. والجدول 1 يلخص أهم هذه الأدبيات:

### الجدول 1: الأدبيات السابقة

المضمون	الدراسة
الزيادة في عمليات التوريق أدت إلى زيادة عرض القروض الرهنية المتاحة بالنسبة للمقرضين، مما جرد بدوره إلى انخفاض في معدلات الفائدة للقروض الرهنية المعروضة للمستهلكين. تعتبر الكيانات التي تدعمها الحكومة «GSEs» من المساهمين الرئيسيين في سوق التوريق، وأثر أنشطتها على تكلفة الائتمان تم دراسته بشكل موسع، كما أن هناك توافق عام في الأدبيات على أن الـ «GSEs» لها أفضلية تمويلية من خلال دعمها الضمني	(Sabry & Okongwu, 2009)

من طرف الحكومة لذلك يفترض أنها تتمتع بتكلفة منخفضة للإقراض، وبالتالي فهي قادرة على توريق القروض الرهنية دون الحاجة إلى تعزيز الائتمان.	
تم بحث آثار التوريق على هوامش العائد في السوق الأولية للرهون العقارية للفترة 1985-1995، عندما أصبح التوريق يشكل المورد المهيمن للتمويل بالنسبة لسوق الرهن العقاري. لقد طبقوا تقنية التكامل المشترك «Cointegration» لاختبار التأثير طويل الأمد لعمليات التوريق المتزايدة مع مرور الوقت على هامش العائد للقروض الرهنية العقارية. ولقد وجدوا بأن حصة توريق القروض الرهنية إلى إجمالي الابتكارات الرهنية يزيد بـ 10%، وفوارق العائد عن القروض السكنية ينخفض بـ 20 نقطة أساس*. هذا الارتباط السلبي الذي وجدوه ما بين نمو التوريق والفرق في أسعار الفائدة تم كذلك رصده ضمن دراسات أخرى	(Kolari, Fraser, & Anari, 1998)
أثر التوريق على تكلفة الاقتراض، حيث تعتبر الدراسة الأولى التي استخدمت تباين قروض جامبو*** قروض مطابقة**** لتقييم أثر عمليات توريق «GSEs»	(Hendershott & Shilling, 1989)

### المصدر: من أعداد الباحثين

\* نقطة الأساس «bp»: يقصد بها جزء من مائة من نسبة واحد بالمائة (أي أن نقطة الأساس الواحدة تعادل 0,01%) وتعد نقطة الأساس بمثابة أصغر مقياس مستخدم لإعطاء معلومات دقيقة عن إيرادات الفواتير والأذون والسندات.

\*\* «Mortgage securitizer»: شركة بيع قروض عقارية كأوراق مالية من خلال تحويل القروض العقارية إلى أوراق مالية.

\*\*\* قروض جامبو «Jumbo loan»: هي قروض كبيرة جداً، تتوافق عادةً مع توجهات الائتمان التقليدية من فئة «Prime» ولكن برصيد يزيد عن الحد الأقصى المسموح به بموجب البرامج التي ترعاها جي بي ماي وهيئة فاني ماي ومؤسسة فريدي ماك.

\*\*\*\* القرض المطابق «Conforming loan» أو القرض المستوفي للشروط هو القرض الذي يستجيب لبعض المبادئ التوجيهية على النحو المنصوص عليه من قبل فاني ماي «Fannie Mae» وفريدي ماك «Freddie Mac». أكثر هذه المبادئ التوجيهية شيوعاً هي: حجم القرض ونسبة الدين إلى دخل المقترض «Debt-to-income (DTI)».

## 2- التمويل العقاري السكني في منطقة شمال إفريقيا

تتخلف منطقة شمال إفريقيا وراء مناطق أخرى من حيث جعل موارد السوق متاحة أمام الاستثمار العقاري، فتقليد التدخل القوي للدولة، والاعتماد على الثروة النفطية، وعدم التوازن على مستوى الاقتصاد الكلي، وضعف الهياكل المالية قد أعاق تطوير الأنظمة المالية في هذه المنطقة. مع ذلك، فإن الحاجات المتزايدة للإسكان، والتحرير الاقتصادي، والظروف الاقتصادية الأنسب قد تلاقت مع شرارة التطورات الجديدة في موارد الأسواق في العشرية السابقة.

### 1-2 نظرة عامة على الأسواق العقارية في بلدان شمال إفريقيا

1-1-2 التمويل العقاري السكني: لا يزال التمويل العقاري السكني متخلفاً في منطقة شمال إفريقيا على الرغم من الحاجة القوية الحالية والمستقبلية لهذا النوع من التمويل. وأحد الأسباب

الجهوية لهذا التخلف هو كون تمويل الإسكان القائم على آلية السوق يعتبر جديد نسبياً في منطقة شمال إفريقيا وحتى الشرق الأوسط مقارنةً بمناطق العالم الأخرى التي تعرف عراقاً وتطوراً في هذا المجال. وباستثناء قروض الإسكان الممنوحة مباشرةً من طرف المؤسسات الحكومية، فإن معظم بلدان منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط «Middle East and North Africa (MENA)» لا تزال في المراحل الأولية من حيث تطوير تمويل الإسكان. وعلى الصعيد العالمي، تتخلف المنطقة عن أسواق أخرى من مستويات دخل متقاربة أو أقل، فالمعدلات الإقليمية لتمويل الإسكان إلى الناتج المحلي الإجمالي وإلى نسب الائتمان الإجمالية تعتبر أقل مما هي عليه في منطقة أوروبا وآسيا الوسطى «Europe & Central Asia (ECA)» وفي منطقة أمريكا اللاتينية والكاريبية «Latin America & Caribbean (LAC)»، وأعلى فقط مما هي عليه في إفريقيا جنوب الصحراء «Sub-Saharan Africa» وجنوب آسيا «South Asia». أما إذا وجهنا تركيزنا إلى منطقة شمال إفريقيا تحديداً، فإننا نجد أنها أبعد من أن تكون متجانسة، فسوقا المغرب وتونس هما الوحيدان اللذان يعرفان نمواً جد سريع في المنطقة (يقدر بأكثر من 20 % سنوياً)، وقد وصلا (أي سوقا المغرب وتونس) كذلك إلى درجة عالية من النضج مقارنةً بسوقى الجزائر ومصر (Khurram Shakeel, 2014, p. 1). وتعتبر أسواق تمويل الإسكان في بلدان شمال إفريقيا والشرق الأوسط أقل عمقاً بالنظر إلى ما هو متوقع من مستويات دخلها. إلى جانب المغرب وتونس، لدى بلدان منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط مستويات قروض الإسكان إلى الناتج المحلي الخام الفعلي «Housing loans/actual GDP» منخفضة بالنظر إلى ما هو متوقع من الناتج المحلي الخام للفرد «GDP per capita». والاتجاه متناسق بالنسبة لحصة القروض السكنية في المحافظ الائتمانية «Housing loans / Total loans actual» (Hassler, 2011, p. 5).

**2-1-2 التركيبة السكانية والعوامل الاقتصادية والاجتماعية:** كما هو الحال بالنسبة لمناطق أخرى، تواجه معظم بلدان منطقة شمال إفريقيا نقصاً واسعاً في المساكن بسبب التركيبات السكانية المفعمة بالحياة، حيث تحوز المنطقة عموماً على فئات عمرية جد شابة ومعدلات النمو فيها مرتفعة. بالإضافة إلى ذلك فإن حجم الأسر أخذ في الانخفاض في معظم بلدان المنطقة مضيفاً بذلك طلب جديد للنمو الديموغرافي الطبيعي. تسبب هذه العوامل نقصاً جد معتبر في المساكن أكثر مما يحدثه التمدن والتحول إلى الحياة الحضرية. في المتوسط، تتسم بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة في معظمها بنسبة تمدن مرتفعة نسبياً، باستثناء مصر التي تعتبر قيمة نسبة التوسع الحضري فيها شاذة (تقدر بـ 43,07 %)، حيث تقدر نسبة التوسع الحضري

«Urbanization» في كل من الجزائر وتونس والمغرب بـ: 69,51% و 66,74% و 59,70% على التوالي بينما تصل هذه النسبة إلى 80% أو أكثر بالنسبة لمعظم دول منطقة الشرق الأوسط، باستثناء اليمن التي تعرف هي الأخرى قيمة شاذة لنسبة التوسع الحضري (43%) (THE WORLD BANK Data). يعتبر تملك المنازل مهم من الناحية الثقافية، لذا ينبغي أن يستمر هذا الطموح لدفع عجلة النمو سواء في البلدان التي تعرف انخفاضاً في نسبة تملك الوحدات السكنية (مثل مصر، 37%) أو حتى التي تعرف ارتفاعاً (مثل تونس، 78% وهي من أعلى المعدلات في العالم، والتي مع ذلك تعكس إلى حد كبير الملكية التقليدية والعرفية) على حد سواء، حيث يخلق هذا سوقاً مجزئاً يضم قطاع تملك يشغله مالكوه من الأهالي وقطاع إيجار للمقيمين من غير الأهالي (Hassler, 2011, p. 6).

**2-1-3 تفاعلات سوق الإسكان والائتمان:** يمكن لتفاعلات سوق الإسكان والائتمان أن تخلق وضعاً متناقضاً يتسم بتغلغل منخفض وانكشاف عالي للمخاطر. لقد خضع دور التمويل الكامن وراء وفورات نشاط الأسواق العقارية للتمحيص والتدقيق بعد انهيار العديد من أسواق الإسكان في الاقتصادات متقدمة النمو. ومنذ نمو الائتمان وارتفاع الأسعار اللذان تطورا بالتوازي مع بعضهما البعض في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا منذ عام 2000، وأحيانا بسرعة كبيرة، برز هناك استنتاج سطحي يشير إلى أن نمو الائتمان هو المسؤول عن ارتفاع أسعار المساكن. في الواقع، إن العلاقة معقدة ولا يمكن ضبطها في تحليل موحد. يتم استعراض بعض الاعتبارات الهامة (Hassler, 2011, pp. 6-7) فيما يلي:

- إن وفرة الائتمان، والأهم من ذلك أسعار الفائدة المنخفضة، مرتبطة بتضخم أسعار الأصول، والعلاقة مع ذلك تعمل في كلا الاتجاهين، ذلك أن مبالغ القروض مرتبطة بقيمة المعاملات. فمثلاً في بعض دول الشرق الأوسط، ونخص بالذكر دول مجلس التعاون الخليجي، شهدت معظم الأسواق زيادات في الأسعار وازاها نمو قوي للإقراض.
- إن ارتفاع الأسعار، مع ذلك، كثيراً ما يحدث في البلدان التي لا يزال فيها نظام الرهن العقاري متخلفاً (مثل الجزائر ومصر). أما بالنسبة للعوامل التي من شأنها أن تؤدي إلى ارتفاع الأسعار بشكل مستقل عن الائتمان فيمكن أن تشمل: (i) نقص المعروض من الأراضي أو المساكن، والذي يزيد من حدته قواعد استخدام الأراضي أو السياسات الحكومية المنتهجة في تخصيص الأراضي المملوكة؛ (ii) الاستثمارات الأجنبية المباشرة؛ (iii) تحويلات المواطنين غير المقيمين؛ و (iv) نقص فرص الاستثمار الذي مرده حجم الاقتصاد و/أو حجم الثروة النفطية (مثل الجزائر ومعظم دول مجلس التعاون الخليجي).

- يمكن أن تكون زيادات الأسعار مصدراً للنمو ولتعزيز الأمان بالنسبة للأنشطة الإقراضية بفضل القيم المرتفعة للضمانات. كما يمكن لزيادات الأسعار أن تكون مصدراً لمكان المخاطر النظامية بالنسبة للأنظمة المالية عندما تعكس سلوكيات مضاربة وتكون مدفوعة بتوقعات ارتفاع قيمة بحيث يمكن أن تقلب الاتجاه فجأة، أو أن ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمستوى أسعار النفط.

- تقييد مستويات الأسعار المرتفعة تطوير الائتمان عندما يصبح الإسكان باهض التكلفة. تعتبر الأراضي عقبة في سلسلة العرض وعامل من عوامل ارتفاع الأسعار في العديد من البلدان. قد تكون العراقيل التي تقف حائلاً أمام توفر الأراضي ذات صبغة طبيعية (كأهمية المناطق الصحراوية المقترنة بالاستخدام الزراعي)، إلا أن هذه العراقيل هي في أغلب الأحيان من صنع الإنسان. عندما تكون الدولة هي المالك الرئيسي للأراضي، كما هو الحال في الجزائر، فإن ضيق مساحة الأراضي المملوكة للخواص نسبياً مقابل الطلب المستمر ستميل إلى تعظيم الضغط على الأسعار، وقد يكون لتخصيص الأراضي المملوكة للدولة حسب الأولوية إلى البرامج التي ترعاها الحكومة هذه النتيجة غير المقصودة التي لا تؤثر فقط على معقولية سعر إسكان القطاع الخاص، بل كذلك زيادة تكاليف الفرص البديلة للحكومة. هناك عامل آخر متكرر الحدوث يكمن في القواعد غير الرشيدة التي تحكم استخدام الأراضي والتي تؤدي إلى الزحف والتوسع الحضري العشوائي والاستهلاك المفرط للأراضي والبنى التحتية. كما تعكس سياسات التنطيق (التقسيم إلى مناطق) منخفض الكثافة خيار تقليدي يعتبر واسع الانتشار من مصر إلى لبنان والأردن ودول مجلس التعاون الخليجي (Hassler, 2011, p. 8). يتمخض عن ديناميكيات تشكيل السعر عموماً سوق مزدوج، وهذا كثيراً ما يحدث في منطقة شمال إفريقيا وحتى الشرق الأوسط. باستثناء قسم ضئيل من السوق المتمثل في الوحدات السكنية الراقية يبقى معظم الطلب غير ملبى بسبب الأسعار المرتفعة مقابل مستويات الدخل. في معظم البلدان (مصر وتونس هي من الاستثناءات البارزة) القيمة المثلى لنسبة (السوق) السعر إلى الدخل «Price-To-Income Ratio» هي أعلى من 5، والتي يمكن اعتبارها المستوى الحدي للمقدرة الاقتنائية «The affordability threshold» أو المستوى الذي يستلزم قدر كبير من الموارد إزاء الاقتراضات. استخدمت نسبة السعر إلى الدخل على نطاق واسع كمقياس لفقاعة سوق الإسكان، حيث يفترض وجود شريحة من أسعار المساكن التي يمكن تحملها بواسطة الدخل المحلي. وقد خلص الباحثون في هذا المجال إلى أنه إذا ارتفعت أسعار المساكن خارج نطاق هذه الشريحة فإنه ستحدث فقاعة في سوق الإسكان (Sanghoon Lee & Seung Dong You, 2012, pp. 1-2).

حيثما يوجد هيكل السوق المزدوج الذي أشرنا إليه أعلاه تكون نظم تمويل السكن تفتقر إلى العمق، ولكن قد لا تزال نظم التمويل هذه عرضة لمخاطر معتبرة متعلقة بالسوق في قطاعات العقارات التي هي على حد سواء محدودة وعرضة للاستثمارات القائمة على المضاربة مما يؤدي إلى تقلبات ودورات سعرية واسعة.

**2-1-4 المكونات الأساسية للأسواق العقارية في منطقة شمال إفريقيا:** يقوم التمويل العقاري على أساس أن تعبئة الموارد طويلة الأجل تتطلب ضمان خاص للمقرضين والمستثمرين، حيث يتم توفير هذا الضمان عن طريق رهن الملكيات العقارية التي ينبغي تحديدها بشكل واضح؛ والتسجيل بشكل سليم للملكية والحقوق المتعلقة بالضمان «Security rights»؛ وإنفاذ حقوق الدائنين بما يضمن الانضباط الائتماني. إن الضعف الذي يعترى الأساس القانوني والمؤسسي لنظام الرهن العقاري قد عرقل نمو تمويل الإسكان في منطقة شمال إفريقيا، لذا نجد بأن حكومات بلدان هذه المنطقة قد بادرت منذ فترة بإصلاح قاعدة أنظمة الرهن العقاري الخاصة بها، مما يؤكد رغبة عامة في المنطقة لتعزيز تمويل الإسكان القائم على آليات السوق. غير أن مثل هكذا مهمة ستتطلب وقتاً وموارد معتبرة قبل تجسيد التحسينات في مجال التمويل. اختارت بعض دول منطقة شمال إفريقيا نهج تدريجي، في حين قام البعض الآخر (مثل الجزائر ومصر) بتصميم استراتيجيات شاملة لا تهدف فقط إلى إنشاء أنظمة آمنة للرهن العقاري، بل يتعدى ذلك إلى تحسين الوصول إلى أسواق السندات وتعزيز تعميق السوق ليشمل فئات الدخل المنخفض.

## **2-2 هيكل التمويل الرهن العقاري السكني في منطقة شمال إفريقيا**

في هذا السياق، سيتم إعطاء لمحة عامة عن شكل سوق التمويل الإسكاني في منطقة شمال إفريقيا وتحليل مجموعة من الأشكال البديلة.

**2-2-1 المؤسسات الخاصة في مقابل المؤسسات العامة:** تتدخل الحكومات، لكونها اللاعب الرئيس، في نظام تمويل الإسكان من خلال طريقتين اثنتين (Hassler, 2011, pp. 12-13)، تتمثل الطريقة الأولى في الإقراض المباشر من قبل الحكومات خارج آليات السوق، وذلك باستخدام موارد الميزانية لتمويل القروض السكنية، وهو الغالب في دول مجلس التعاون الخليجي أين تستخدم مثل هذه الأنظمة لإعادة توزيع جزء من الثروة النفطية، حيث لا يستفيد منها في العادة إلا المواطنون، وهي إعانات أكثر منها أنظمة إقراض. ولقد أخفقت هذه الأنظمة، بشكل عام، في مواكبة الطلب الناشئ بشكل مصطنع مما أدى إلى قوائم انتظار طويلة، وانعدام الدقة فيما يتعلق بالاستهداف الاجتماعي، والميل إلى تطبيق معايير خدمة متراخية، مما يزيد من العبء



المالي الفعلي للميزانيات العمومية. علاوةً على ذلك، فإن أنظمة الإقراض هذه تعيق تطوير أنظمة تمويل الإسكان القائمة على السوق كما يُخشى أن تؤثر في ثقافة الائتمان الأسري. بينما تتمثل الطريقة الثانية في مساهمة الحكومات عبر البنوك المتخصصة الخاضعة لسيطرة الدولة. هذا الأمر منتشر بشكل خاص في جميع دول شمال إفريقيا محل الدراسة وبدون استثناء، وفي دول أخرى في منطقة الشرق الأوسط كإيران ولبنان وسوريا. إن ما جرت عليه العادة من تدخل واسع للدولة في الاقتصاد قد أفضى إلى خلق أداة مالية لتنفيذ السياسات العمومية لكل قطاع بما في ذلك السكن (مثل الجزائر، التي قامت في المراحل الأولى لتمويل قطاع السكن بإنشاء الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط «CNEP»). إن الإقحام الحالي للحكومة في أنظمة تمويل السكن هو إلى حد كبير تصحيح لإخفاقات السوق، التي يمكن أن توجد: (i) في المراحل المبكرة لإنشاء أنظمة تمويل السكن، لما يُعنى بنك سكني عمومي بتوفير خدمة غير متاحة وفضلاً عن ذلك قيادة تنميتها؛ و(ii) في مرحلة أكثر نضجاً، أين يتم التركيز على الفئات السكانية المحرومة من قبل المقرضين التقليديين.

نوعان من المشاكل كثيراً ما يظهرهما مع مقرضي الإسكان الحكوميين: أولاً، شبه احتكار وتدخلات سياسية، و/أو النقل الضمني للمخاطر إلى الدولة. كلها عوامل تؤدي إلى ممارسات إدارية متراخية ومتهالكة تفضي إلى عمليات إنقاذ عمومية (على سبيل المثال، الجزائر وتونس). ثانياً، هذه البنوك تتمتع بمزايا تنظيمية وإعانات (أحياناً ضمنية) مرتبطة بتفويضات خاصة أوكلت إليها. على سبيل المثال، منافع بنك الإسكان التونسي من الامتيازات على مدخراته في برامج الإسكان هي مثلاً: إعفاءات ضريبية وسيولة احتياطية تضمها الدولة، مكنته من تقديم شروط أفضل بكثير من السوق. وفي تونس أيضاً، هناك القائم الحصري على إدارة قروض صندوق النهوض بالمساكن لفائدة الأجراء «FOPROLOS» المتمثل في شركة النهوض بالمساكن الاجتماعية (الموقع الرسمي لشركة النهوض بالمساكن الاجتماعية بتونس، بلا تاريخ)، فضلاً عن صناديق حكومية أقل شأنًا تتيح فرص الوصول إلى قطاعات مهمة في السوق. إن ضمان تحقيق أهداف التنمية مع الحفاظ على تكافؤ الفرص وتطوير الإقراض الخاص يعتبر تحدياً أمام الحكومات، بمجرد أن تم تطوير نظام تمويل للإسكان قائم على أسس تجارية، سارعت حكومات شمال إفريقيا إلى اتخاذ جملة من الخطوات المختلفة لمحاولة التوفيق بين كل من الأولويات التالية (Hassler, 2011, pp. 13-14):

— ضمان التزام مقرضي الدولة (العموميون) بالمبادئ التجارية الصارمة؛ وتحقيق ربحية مستقلة؛ والاستفادة من المركز المتميز في بعض قطاعات السوق تبعاً إلى حق الامتياز الذي

تتمتع به مؤسساتها وليس إلى شبه الحواجز التي تعترض دخول السوق. لوحظ هذا عند إعادة هيكلة الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط «CNEP» سنة 2000-2001، استناداً إلى إصلاح المنشأة في مقابل تعويض خسائر القروض الماضية.

– فتح رؤوس أموال بنوك الإسكان أمام المساهمين من القطاع الخاص في حين يتم الاحتفاظ بالحصة الأكبر من قبل الحكومة، كما حدث في كل من المغرب وتونس. هذا الإصلاح أمر مشجع شريطة أن يقوم الشركاء من القطاع الخاص بجلب الخبرات، خاصة في مجال إدارة المخاطر والثقافة التنظيمية للشركة، وليس مجرد السعي للحصول على المداخل السهلة من الدعم الحكومي. علاوة على، فتح توزيع الإعانات الممنوحة من الدولة إلى أي مقرض معني بتمويل الإسكان، كما هو الحال في كل من الجزائر والمغرب ومصر.

ستساعد هذه الإجراءات- إذا ما نفذت على نحو فعال- على إحداث توازن بين السياسة الاجتماعية للحكومة وتعبئة موارد السوق التي يقودها في الأساس القطاع الخاص، وبالفعل لقد بدأت مجموعات متنوعة من موردي التمويل الخاص بالظهور في المغرب. وفي مرحلة تطوير متقدمة عندما تصل الأسواق إلى مرحلة نضج كامل، فإن الحفاظ على أدوات حكومية معينة ينبغي أن يصبح أقل أهمية.

**2-2-2 المؤسسات المتخصصة في مقابل المؤسسات متنوعة النشاط:** تتوقف مزايا المؤسسات المتخصصة في مقابل المؤسسات متنوعة النشاط على مستوى تنمية البلد ومدى أهمية أسواق رأس المال في القطاع المالي. في العديد من الحالات، تتجلى المؤسسات المتخصصة على أنها كانت العامل المحرك الأفضل لتطوير التمويل الإسكاني في مرحلة مبكرة. كما سبق وأن ذكرنا، قامت الحكومات بإنشاء بنوك الإسكان (التي هي عبارة عن مؤسسات متخصصة) لغرض توفير هذه الخدمة المحددة. والكيانات المتخصصة للقطاع الخاص تم دعمها هي الأخرى بدافع أن الكيانات المتخصصة لهذا الغرض تعتبر أكثر جاهزية وأكثر كفاءةً من البنوك التجارية. وهو ما حدث في مصر، حيث خلقت الإصلاحات القانونية لسوق تمويل الإسكان إطار عمل لهذه المؤسسات. مع ذلك، فإن الحصول على التمويل طويل الأجل يعتبر أمر بالغ الأهمية لاستمرار بقاء المقرضين المتخصصين. عندما تكون الجهات المقرضة عبارة أيضاً عن مؤسسات ادخار، كما هو الحال مع بنوك الإسكان الحكومية في المغرب وفي الجزائر، فإن تمويل أنشطتها يكون بشكل رئيسي بواسطة الموارد الداخلية، لكن المؤسسات غير الإيداعية لا يمكن لها أن تنجح إلا إذا قامت بحشد موارد كافية من سوق رأس المال. في مصر، تم تطوير نموذج متخصص لشركة تمويل عقاري بالاقتران مع برنامج مركزي لتوفير السيولة «Central liquidity facility»، تمثل في الشركة المصرية

لإعادة التمويل العقاري «EMRC». مع ذلك، فإن الاتكال على أسواق السندات قد يكون عائقاً أمام الشركات المتخصصة، خاصةً عندما تكون هذه الأسواق صغيرة جداً أو محدودة، مثل تلك الموجودة في بلدان شمال إفريقيا أو حتى في بلدان مجلس التعاون الخليجي. التعرض للمخاطر هو الآخر يشكل مصدر قلق، طالما أن المقرضين ليسوا بمنأى عن اضطرابات السوق، لا سيما وإن كانوا يقومون بإصدار أدوات تمويل قصيرة الأجل. إضافةً إلى ذلك، فإن المؤسسات غير الإيداعية التي لا تخضع سوى لقدر بسيط من الضوابط التنظيمية لا تتوفر لديها فرص الحصول على أدوات جماعية لإدارة المخاطر، مثل سجلات الائتمان ودعم سيولة البنك المركزي. إن القيود المفروضة على التمويل المتخصص هي السبب الرئيس الذي من ورائه أصبحت البنوك أكبر فئات المقرضين، كما ينجم في بعض الأحيان عن تحويل مؤسسات متخصصة إلى مؤسسات متنوعة النشاط. (على سبيل المثال، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط «CNEP» في الجزائر، الذي تم تحويله من مؤسسة مالية متخصصة في تمويل السكن إلى بنك يقوم بجميع الأنشطة المصرفية). وبالإضافة إلى ذلك، يتيح وجود شبكة إيداع الوصول إلى قاعدة عملاء لا تقتصر فقط على تسهيل البيع المتبادل لمنتجات مالية أخرى، ولكن جدارتها الائتمانية معروفة لدى المقرضين بفضل حساباتها البنكية (Hassler, 2011, p. 15).

**2-2-1 القروض الصغيرة «Microcredit»:** تعتبر القروض الصغيرة للأغراض السكنية محدودة في منطقة شمال إفريقيا، خصوصاً تلك المرتبطة بالأغراض السكنية من شراء وبناء وترميم وتهيئة إلى غير ذلك من الأغراض السكنية، فالتمويل الصغير بشكل عام محدود في منطقة شمال إفريقيا وحتى في دول الشرق الأوسط. ومع ذلك، تعد المغرب ومصر الدولتان الوحيدتان في المنطقة اللتان يهتما أسواق تمويل صغير تتسم بالنضج. أما فيما يخص المنتجات المالية المعدة خصيصاً للأغراض السكنية فهي قليلة جداً مقارنة بالمنتجات الأخرى للتمويل الصغير المخصصة في معظمها للأنشطة المولدة للدخل. فعلى سبيل المثال، نجد في مصر مؤسسة التمويل الصغير الأولى التابعة لشبكة الأغا خان «First MicroFinance Foundation Egypt - Aga Khan» تمنح قروضا صغيرة لترميم أو بناء المنازل، وفي تونس مؤسسة أنداء العالم العربي «Enda inter-arabe» توفر منتجاً مالياً يدعى "قرض دارنا" موجه لتحسين الظروف السكنية عن طريق إدخال تحسينات على المساكن (Mayamou, 2012, pp. 289-392)، وفي المغرب هناك مؤسسة الأمانة للتمويل الصغير «Al AMANA Microfinance» التي تمنح قروض فردية للراغبين في شراء أو بناء أو ترميم مساكنهم وكذا مؤسسة التوفيق للتمويل الصغير

«ATTAWFIQ Microfinance» التي تطرح منتجات مالية لإصلاح السكن ISLAH «ASSAKAN» وتملكه «ALMILKIA».

2-2-2 الإقراض المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية: إن التمويل الإسلامي في منطقة شمال إفريقيا يعد أقل تطوراً مما هو عليه في منطقة الخليج وفي جنوب شرق آسيا، ولكن ما يبدو حقاً مثيراً للدهشة، هو أن منطقة شمال إفريقيا لا تزال متخلفة إلى يومنا هذا وراء بريطانيا التي تعرف ازدهاراً في هذه الصناعة. ومع ذلك، يعتبر التمويل الإسلامي في مصر متطوراً مقارنةً بالجزائر وتونس والمغرب، حيث تحتل مصر المركز 12 عالمياً من حيث موافقة الأصول لأحكام الشريعة الإسلامية، بينما تأتي الجزائر في المركز 20، تليها تونس في المركز 23. أما بالنسبة للمغرب فهي خارج هذا التصنيف لعدم احتوائها على بنوك إسلامية للإقراض السكني المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية مواصفات صارمة، لكنه لا يعدل كثيراً في المشهد العام للسوق. يُستخدم التمويل الإسكاني القائم على مبادئ الشريعة الإسلامية بدرجات متفاوتة في أرجاء منطقة الشرق الأوسط. وعلى العكس من ذلك، تعتبر القروض السكنية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في منطقة شمال إفريقيا محدودة، باستثناء مصر التي تعرف انخراطاً لبعض البنوك الإسلامية (مثل، بنك البركة مصر وبنك فيصل الإسلامي المصري) في مبادرة البنك المركزي المصري من أجل إتاحة فرص الحصول على وحدات سكنية لمحدودي ومتوسطي الدخل (The African Development Bank, 2011, pp. 19-43). كما يعد التمويل التقليدي للإسكان في منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط أكثر استهدافاً لفئات الدخل المنخفض من التمويل الإسلامي، بينما تتسم المؤسسات الإسلامية في بعض البلدان، مثل باكستان وبنغلاديش أو إندونيسيا، بأنها فائقة النشاط في القطاعات المحرومة من التسهيلات البنكية المقدمة من البنوك التقليدية، وتساهم هذه المؤسسات الإسلامية بشكل فعال في رفع فرص الحصول على التمويل الإسكاني (Hassler, 2011, p. 16).

### 3- دراسة أثر التوريق على تكلفة الائتمان في كل من الجزائر وتونس والمغرب

يعتبر التوريق جزء حيوي من العمل المصرفي الحديث، حيث يعتبر الدافع الرئيسي للبنوك من إصدار السندات المدعومة بأصول هو استخدامها كأداة للتمويل. هناك مجموعة كبيرة من الأعمال العلمية، خصوصاً في أعقاب الأزمة المالية الأخيرة، علّقت على التكاليف الاقتصادية للتوريق، ومن أبرزها خفض الحوافز للبنوك لفحص ومراقبة عملائها، والفوائد الاقتصادية للتوريق نسبت في الأساس إلى الزيادة الممكنة في الإقراض. لكن المفاضلة بين التكاليف والفوائد هي كذلك من المسائل الخلافية المثيرة للجدل بين واضعي السياسات أنفسهم. سنتناول بالدراسة

في هذا الجزء التطبيقي تقدير أثر التوريق على تكلفة الائتمان بالنسبة للأفراد والأسر، وذلك في كل من الجزائر وتونس والمغرب. سنقدر مدى انعكاس التكاليف الموفرة من التوريق على تخفيض تكلفة الائتمان بالنسبة للأفراد والأسر، حيث سيتم بحث أثر توريق الديون الرهنية العقارية على تكلفة الائتمان بالنسبة للقروض الرهنية العقارية السكنية التي هي عبارة عن قروض رهنية عقارية مطابقة تقليدية. هذا، وقد تم استبعاد ليبيا من الدراسة بسبب غياب البيانات الخاصة بهذا البلد سواءً فيما تعلق بالقطاع المالي، على وجه خاص، أو القطاع الاقتصادي بشكل عام. كما تم استبعاد مصر بعد ما تبين لنا بأن جميع الديون التي تم توريقها في دولة مصر لا تتوافق مع نوعية الديون محل الدراسة، إذ نحن بصدد دراسة تأثير توريق الديون الرهنية العقارية السكنية، أي توريق محافظ القروض الرهنية العقارية الممنوحة للأفراد أو الأسر لأجل أغراض سكنية.

### 1-3 وصف البيانات

لتقدير أثر التوريق على تكلفة الائتمان يتم الاعتماد على متغيرين رئيسيين هما:

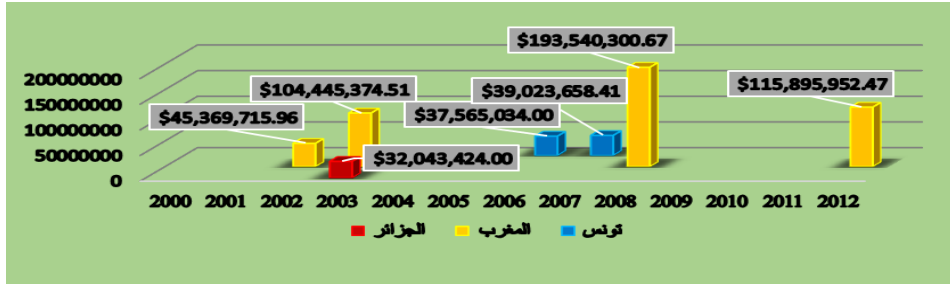
— **فرق العائد على القرض الرهني العقاري:** أحد المتغيرات الرئيسية المستخدمة في دراستنا هذه هو فرق العائد على أسعار فائدة السوق الأولية «YSP» لأجل بديل ملائم لسعر فائدة سوقي معياري، حيث يضبط فرق العائد الدورات الاقتصادية وتحركات أسعار الفائدة التي تنسب فقط إلى التغيرات في السياق العام لأسعار الفائدة. بالنسبة للقروض الرهنية العقارية السكنية محل الدراسة، فإنه يتم حساب فروق العائد عليها من خلال طرح المتوسط السنوي لمعدل الفائدة على سندات الخزانة لكل بلد بأجل استحقاق ثابت 10 سنوات من معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية على هذه القروض السكنية، حيث أن معدل الفائدة الفعلي الإجمالي هو عبارة عن معدل سنوي يتناسب مع سعر الفائدة للفترة ومحسوب في نهاية المدة. يتم احتساب سعر الفائدة للفترة اكتوارياً، ويضمن وفقاً لطريقة الفائدة المركبة المساواة بين، من جهة، المبالغ المقرضة، ومن جهة أخرى، مجمل المدفوعات المستحقة للقرض المعني بالدراسة من أصل وفوائد ومصاريف وعمولات أو تعويضات مهما كانت طبيعتها مباشرة أو غير مباشرة تدخل في منح القرض. نستخدم في حساب فرق العائد متوسط معدل الفائدة الفعلي الذي يتم تحديده، من قبل البنوك المركزية للبلدان محل الدراسة بصفة سنوية (الجزائر) أو نصف سنوية (تونس) أو ربع سنوية (المغرب)، من المتوسط الحسابي البسيط لمعدلات الفائدة الفعلية الإجمالية المرصودة خلال الفترة نفسها (سنة أو نصف سنة أو ربع سنة).

– **معدل التوريق «SEC»:** الذي يعبر عن مبلغ قروض السوق الأولية الاستهلاكية المقترضة من أموال السوق الثانوية لغرض التوريق مقسوماً على المبلغ الإجمالي لقروض السوق الأولية الاستهلاكية التي تم إنشاؤها في نفس الفترة. لا يوجد في كل بلد من البلدان الثلاث محل الدراسة مصدر بيانات وحيد وشامل، من خلاله يتم الحصول على معدلات التوريق وفروق العائد (فروق أسعار الفائدة) «Yield Spreads» الخاصة بالقروض الرهنية العقارية السكنية، لذا فلقد تم جمع عناصر البيانات لحساب فروق العائد من مصادر مختلفة، تمثلت في المصادر المحلية كالبنوك المركزية ومراكز الإحصاء بالنسبة لكل بلد، والمصادر الدولية كقاعدتي بيانات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي. أما فيما يخص عناصر البيانات التي يتضمنها حساب معدلات التوريق، فإن أهم عنصر، ألا وهو قروض السوق الأولية الاستهلاكية المقترضة من أموال السوق الثانوية لغرض التوريق، يعتبر غير متوفر أصلاً في البلدان الثلاث محل الدراسة نظراً لعدم توفر هذه البلدان على هيئات أو جهات مكلفة برصد البيانات المتعلقة بالتوريق وبيانات جميع أنشطة السوق الرهنية العقارية.

### 2-3 تحليل أثر التوريق على تكلفة الائتمان

انطلاقاً من بيانات إصدارات التوريق، يتبين لنا بأن عمليات توريق الديون الرهنية العقارية السكنية في بلدان شمال إفريقيا كانت جد محدودة. أنظر الشكل 1:

الشكل رقم (01): تطور إصدارات التوريق خلال الفترة (2000-2014)



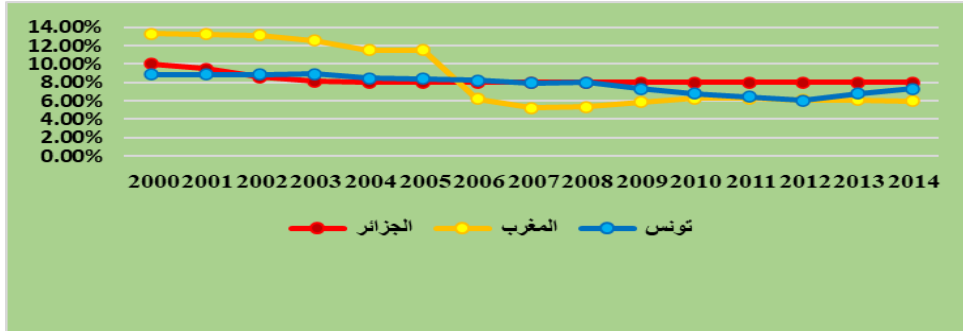
**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على المصادر التالية:

- سعر الصرف الرسمي مقابل الدولار، بيانات البنك الدولي (data.albankaldawli.org)
  - الجزائر: (Société de Refinancement Hypothécaire, 2003, pp. 12-16)
  - المغرب: (Maghreb Titrisation)؛ (Maghreb Titrisation)؛ (Maghreb Titrisation)؛ (FPCT CREDILOG IV, pp. 94-95.)؛ (FPCT SAKANE, pp. 97-98.)
  - تونس: (Banque BIAT, 2006, pp. 5-6)؛ (ZAHAF, 2007, pp. 21-22)
- يُظهر الشكل 1 تفاوتاً في حجم إصدارات توريق الديون الرهنية العقارية السكنية بين دول شمال إفريقيا خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2014، فبينما لم تعرف الجزائر

سوى عملية إصدار وحيدة سنة 2003 قُدِّرَت بمبلغ 32.043.424,00 \$، عرفت المغرب خمس عمليات إصدار بمبلغ إجمالي قُدِّرَ بـ 598.327.793,73 \$ كان أولها سنة 2001 وآخرها سنة 2014، بينما عرفت تونس عمليتي إصدار فقط سنتي 2006 و2007 على التوالي بمبلغ إجمالي قُدِّرَ بـ 76.588.692,41 \$.

عرفت معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية «TEG»، المعبرة عن تكلفة الائتمان، تطوراً ملحوظاً في المغرب كما يظهره الشكل رقم 2، ففي سنة 2002 شهدت هذه المعدلات انخفاضاً طفيفاً مقارنةً بسنتي 2000 و2001، لكن انطلاقاً من سنتي 2004 و2005، أي بعد عمليتي توريق قروض رهنية عقارية سكنية مملوكة للقروض العقاري والسياحي «CIH» سنتي 2002 و2003، عرفت تكلفة القروض الممنوحة انخفاضاً بنقطة مئوية واحدة، ثم تواصل هذا الانخفاض، لكن بمعدل أكبر وبشكل متسارع، لتقارب نسبة هذا الانخفاض الـ 50% سنة 2006 وتفوق الـ 50% سنة 2007 مقارنةً بسنة 2005. رغم أن نسب مجموع القروض المورقة (سنتي 2002 و2003) إلى إجمالي القروض الرهنية العقارية لسنتي 2005 و2006 لم تتجاوز الـ 3% و الـ 2% على التوالي.

#### الشكل رقم (02): تطور معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية خلال الفترة (2000-2014)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المصادر التالية:

- الجزائر: البيانات من 2000 إلى 2014: بيانات البنك الدولي (data.albankaldawli.org)
- المغرب: البيانات من 2000 إلى 2005: البنك الدولي (databank.worldbank.org)
- تونس: البيانات من 2000 إلى 2014: البنك المركزي (BANK AL-MAGHRIB)
- تونس: البيانات من 2000 إلى 2014: (Banque Centrale de Tunisie)

— في سنة 2008، العام الذي استأنفت فيه المغرب توريق قروض رهنية عقارية سكنية مملوكة للقروض العقاري والسياحي «CIH»، عرفت معدلات «TEG» ارتفاعاً لكن بنسبة طفيفة جداً لم تتعدى الـ 2%، لتعرف بعدها استقراراً عند معدل 6,27 % سنتي 2010 و2011، ثم تعاود مرةً أخرى الانخفاض سنة 2012، وهي السنة التي تم فيها توريق محفظة ديون تشمل

على 3579 قرص رهني سكاني مملوك للبنك الشعبي المغربي «Banque Populaire (BP)»، وتستمر معدلات «TEG» في الانخفاض بشكل تدريجي لتصل إلى أقل من 6% سنة 2014، السنة التي تم فيها كذلك توريق قروض رهنية عقارية سكنية مملوكة للقرص العقاري والسياسي «CIH». كما عرفت فروق العائد «YSP» هي الأخرى تطوراً ملحوظاً في المغرب (أنظر الشكل رقم 3 أسفله)، فبعد سنتي 2002 و2003 اللتان شهدتا أعلى مستويات لـ «YSP» منذ سنة 2000 (7,24% و7,28% على التوالي)، شهدت سنتي 2004 و2005 انخفاضاً طفيفاً في معدلات «YSP» تراوحت نسبته من 9% إلى 7% على التوالي، تلاهما تراجعاً كبيراً في مستويات «YSP» فاقت نسبته الـ 50% و70% سنتي 2006 و2007 على التوالي مقارنةً بسنة 2005، كما انخفضت فروق العائد مرةً أخرى سنة 2009 لتبلغ 1.71% ثم تسترجع ارتفاعها الطفيف سنتي 2010 و2011 لتعاود الانخفاض مرةً أخرى سنة 2012 وتبلغ 0,47% سنة 2013. هذا التطور المعتبر لمعدلات الفائدة الفعلية الإجمالية «TEG» وللفروق العائد «YSP» في المغرب خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى 2014 إنما يعكس، ولو بجزء بسيط، أثر عمليات توريق الديون الرهنية العقارية السكنية على خفض تكلفة الائتمان بالنسبة للأفراد خاصةً بعد سنة 2005، وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى عمليات توريق القروض الرهنية العقارية السكنية المملوكة للقرص العقاري والسياسي «CIH» التي تمت خلال السنوات 2002 و2003 و2008، باعتباره البنك المهيمن تاريخياً على التمويل الرهني العقاري في المغرب.

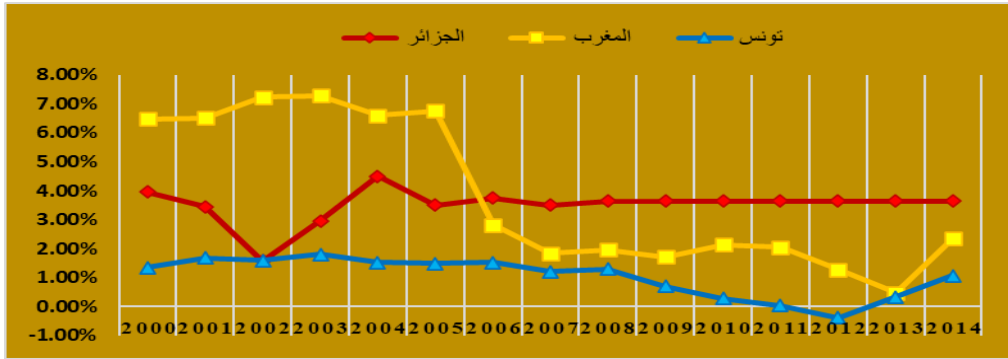
وفي تونس، لم تعرف معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية «TEG» تقلباً مهماً خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2008، مثلما كان عليه الحال في المغرب، ذلك أن تونس لم تشهد سوى عمليتين اثنتين لتوريق الديون الرهنية العقارية السكنية سنتي 2006 و2007 على التوالي، وبحجم إصدارات أقل من المغرب، لذا كانت معدلات «TEG» شبه متقاربة خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2008 تراوحت ما بين 7,96% كحد أدنى و8,96% كحد أقصى، ومع حلول سنة 2010 سجلت معدلات «TEG» انخفاضاً محسوساً نوعاً ما وصلت فيه إلى 6,76% بعدما شهدت سنتي 2006 و2008 معدلات بلغت 8,25% و8,02% على التوالي. ثم واصلت معدلات «TEG» انخفاضها لكن بشكل طفيف إلى غاية عام 2012، لتعاود ارتفاعها مرةً أخرى ارتفاعاً طفيفاً إلى غاية سنة 2014 أين بلغت 7,31% (أنظر الشكل رقم 2).



كما لم تعرف فروق العائد «YSP» هي الأخرى تطوراً ملحوظاً في تونس، خاصةً خلال السبع سنوات الأولى (من سنة 2000 إلى سنة 2006)، إلا أنها سجلت انخفاضاً طفيفاً سنة 2007 قاربت نسبته الـ 20%، وذلك بعدما شهدت تونس، سنتي 2006 و2007، عمليتي توريق لمحافظ قروض رهنية عقارية سكنية مملوكة لبنك تونس العربي الدولي «BIAT» وبمبادرة من هذا الأخير، إلا أن نسب مجموع القروض المورقة في هاتين السنتين إلى إجمالي القروض الرهنية العقارية لسنتي 2007 و2008 لم تتجاوز 1,87% و 1,56% على التوالي. ثم عرفت «YSP» انخفاضاً تدريجياً، لكن بشكل حاد، ابتداءً من سنة 2009 إلى غاية سنة 2012، أين وصلت «YSP» في نهاية هذه الفترة إلى ما دون الصفر، لتعاود ارتفاعها التدريجي من جديد في 2013 و2014 (أنظر الشكل رقم 3). عند تحليلنا للتطور الحاصل لكل من معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية وفروق العائد، يتبين لنا بأن عمليتي توريق الديون الرهنية العقارية التي تمت في تونس سنتي 2006 و2007، بمبادرة من بنك تونس العربي الدولي «BIAT»، لم يكن لها أثر مهم انعكس بصفة جلية على خفض تكلفة الائتمان المقدم للأفراد، وهذا مرده إلى كون نسبة مجموع القروض المورقة إلى إجمالي القروض الرهنية العقارية الممنوحة لم تكن كافية بالقدر الذي يسمح لهذا الأثر أن يظهر بشكل أوضح؛ وهذا مرده أيضاً ضعف حجم التمويل الرهني العقاري المقدم من طرف بنك «BIAT»، حيث كان لبنك الإسكان «Banque de l'Habitat» المملوك للدولة الدور المهيمن في سوق القرض الرهني العقاري خلال هذه الفترة.

أما في الجزائر، فلقد شهدت معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية، كما يظهر في الشكل رقم 2، انخفاضاً محسوساً خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2004، حيث تراوحت نسبة هذا الانخفاض ما بين 1,50% وإلى ما يقارب 10,00%، ثم عرفت «TEG» بعد ذلك استقراراً تاماً عند معدل 8,00% إلى غاية نهاية 2014 (أنظر الشكل 2). وعرفت فروق العائد «YSP» تقلباً من سنة 2000 إلى 2007 ثم استقراراً عند معدل 3,65% من سنة 2008 إلى 2014، حيث شهدت معدلات «YSP» انخفاضاً خلال الفترة 2000-2002، تراوحت نسبته من ما يقارب 13% سنة 2001 إلى ما يفوق 50% سنة 2002، ثم ارتفاعاً في 2003 و2004 بنسبة 86,63% و 52,28% على التوالي، تلاه انخفاض في 2005 ثم ارتفاع فانخفاض فارتفاع من سنة 2006 إلى 2008 (أنظر الشكل 3).

الشكل رقم (03): تطور فرق العائد «YSP» على أسعار فائدة السوق الأولية خلال الفترة (2000-2014)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المصادر التالية:

- الجزائر: بيانات البنك الدولي (databank.worldbank.org)؛ (Banque d'Algérie, 2014)
- المغرب: البيانات من 2000 إلى 2005: البنك الدولي (databank.worldbank.org)؛ البيانات من 2006 إلى 2014: (Bank Al-Maghrib, 2014)
- تونس: (Banque Centrale de Tunisie, Années 2004-2015).

عند تحليلنا للتطور الحاصل لكل من معدلات الفائدة الفعلية الإجمالية وفروق العائد، يتبين لنا بأن عملية التوريق الوحيدة للقروض الرهنية العقارية المملوكة لبنك التنمية المحلية «BDL» سنة 2003، والتي تمت من قبل شركة إعادة التمويل الرهني «SRH»، لم يكن لها أي أثر في خفض تكلفة الائتمان الممنوح للأفراد ويعود ذلك حسب تصورنا لعدة اعتبارات أهمها: (i) قبل سنة 1999 كان التمويل الرهني العقاري مقتصرًا وبصفة حصرية على المؤسسة العمومية المتمثلة في الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط «CNEP» الذي تحول إلى بنك بعد برنامج الإصلاح الذي قامت به الجزائر، ومع ذلك بقي ولا يزال «CNEP» إلى يومنا هذا يستحوذ على حصة الأسد للتمويل الرهني العقاري في السوق (Beltas, 2008)؛ (ii) أن عملية إعادة تمويل محافظ القروض الرهنية العقارية لبنك «BDL» تمت منذ سنة 1999، أي قبل عملية التوريق واستمرت إلى غاية سنة 2006؛ (iii) بالإضافة إلى بنك «BDL» وبنك «CNEP» العموميان هناك ثلاث بنوك عمومية أخرى (CPA و BNA و BEA) تتوفر على سيولة مرتفعة وتقدم هي الأخرى قروض رهنية عقارية بأجال استحقاق تفوق 30 سنة. (iv) أن حجم إصدار التوريق لسنة 2003 (المقدر بـ \$ 32.043.424,00) لا يمثل سوى 28 % من المبلغ الإجمالي لإعادة تمويل القروض الرهنية العقارية لبنك «BDL» من طرف «SRH» (المقدر بـ \$ 114.814.706,23)، أي أن ما

يفوق 70 % من حجم إعادة التمويل لقروض بنك «BDL» الذي قامت به «SRH» لم يكن من موارد عملية التوريق.

### الخلاصة

حاولنا من خلال دراستنا هذه تقدير، وبشكل تطبيقي، حجم الأثر الذي يُحتمل أن تُحدثه عمليات توريق الديون الرهنية العقارية السكنية على تكلفة الائتمان الممنوح للأفراد في بلدان شمال إفريقيا، على اعتبار أن التغير في تكلفة الائتمان المُمول من عمليات التوريق هو انعكاس لأداء السوق الثانوية. ولقد تبين لنا بعد رصد تطورات كل من المعدلات الفعلية الإجمالية «TEG» وفروق العائد «YSP» أن هناك تباين في أثر التوريق على تكلفة الائتمان بين بلدان شمال إفريقيا محل الدراسة، وهو ما يعكس، كما قلنا، تباين في أداء الأسواق الثانوية العقارية لهذه البلدان الثلاث. لقد كان لعمليات توريق القروض الرهنية العقارية السكنية لمؤسسة القرض العقاري والسياحي «CIH» في المغرب أثر انعكاس إيجاباً على أداء السوق الثانوية العقارية، وذلك من حيث توفير هذه الأخيرة للبنوك مصدر تمويل خارج الميزانية، ساهم حتى ولو بجزء بسيط في خفض تكلفة الائتمان المقدم للأفراد، ويعود هذا الأثر حسب تقديرنا، من جهة، إلى حجم عمليات التوريق التي تمت، ومن جهة أخرى، إلى كون القرض العقاري والسياحي «CIH» البنك المهيمن على نشاط سوق التمويل العقاري في المغرب. ولأن حصة بنك تونس العربي الدولي «BIAT» في سوق التمويل الرهني العقاري لم تكن بالحجم الكافي، ونظراً لكون البنك المستحوز على دعم الدولة وعلى حصة الأسد في سوق التمويل العقاري، المتمثل في بنك الإسكان «Banque de l'Habitat»، يتمتع بوفرة في السيولة، فإن هذا الأمر انعكس سلباً على نشاط التوريق الذي يعتبر أحد أنشطة السوق الثانوية، فكان حجم إصدارات التوريق متواضعاً جداً مقارنة بالمغرب،

لذا لم نلمس، وفقاً لدراستنا هذه، أثراً جلياً لعمليات التوريق التي تمت في تونس على أداء السوق الثانوية العقارية من حيث خفضها لتكلفة الائتمان المقدم للأفراد. أما في الجزائر، فإن وفرة السيولة التي تتمتع بها البنوك العمومية، والاتكال على الوضعية المالية المريحة للدولة الناجمة عن ارتفاع مداخل النفط، ساهمت حسب تقديراتنا بشكل كبير في إضعاف نشاط السوق الثانوية العقارية من حيث كونها أحد أهم مصادر التمويل طويلة الأجل، وهذا رغم الحجم المرتفع والمتزايد كل سنة للطلب المعبر عنه فيما يخص الاحتياج في عدد الوحدات السكنية، إذ لم تشهد السوق الثانوية العقارية في الجزائر سوى عملية واحدة لإصدار سندات التوريق، وبمبلغ

ضئيل جداً، حتى مقارنةً بتونس. لذا وفقاً لتقديرنا لم يكن لعملية التوريق هذه في الجزائر أي أثر محسوس في خفض تكلفة الائتمان المقدم للأفراد.

### قائمة المصادر والمراجع

- (بلا تاريخ). تم الاسترداد من الموقع الرسمي لشركة النهوض بالمساكن الاجتماعية بتونس: <http://www.sprols.com.tn>
- Ambrose, B., & Thibodeau, T. (2004, May). Have the GSE affordable housing goals increased the supply of mortgage credit? (Elsevier, Ed.) *Regional Science and Urban Economics*, 34(3), 263-273. Retrieved from <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0166046203000401#:~:text=Our%20analysis%20indicates%20that%20the,for%20other%20mortgage%20market%20factors>.
- Bank Al-Maghrib. (2014). Taux moyens pondérés mensuels des émissions du Trésor du Janvier 2000 au Décembre 2014. Maroc.
- BANK AL-MAGHRIB. (n.d.). Enquête trimestrielle sur les taux débiteurs. Maroc.
- Banque BIAT. (2006, Mai ). Fonds commun de créances hypothécaires consenties à des particuliers cédées et gérées par la BIAT : FCC BIAT-CREDIMMO1. Prospectus d'émission. Tunisie.
- Banque Centrale de Tunisie. (Années 2004-2015.). *Bulletins Statistiques Financières*. Tunisie.
- Banque Centrale de Tunisie. (n.d.). *Bulletins Statistiques Financières*, Années 2004 au 2015. Tunisie.
- Banque d'Algérie. (2014). *Bulletins statistiques trimestriels*. Algérie.
- Beltas, A. (2008, March). Housing and Housing Finance in Algeria: Opportunities and Challenges. *Housing Finance International*, XXII(3), 13-20. Retrieved from <https://www.housingfinance.org/wp-content/uploads/2020/03/March-08.pdf>
- FPCT CREDILOG IV. (n.d.). Titrisation de créances hypothécaires détenues par la CIH. Note d'information. Maroc.
- FPCT SAKANE. (s.d.). Titrisation de créances hypothécaires détenues par la BCP. Note d'information. Maroc.
- Hassler, O. (2011). Housing and real estate finance in Middle East and North Africa countries. *FINANCIAL FLAGSHIP*, The World Bank. Retrieved from [http://www.hofinet.org/upload\\_docs/UPLOADED\\_World%20Bank\\_Olivier%20Hassler\\_RealEstateFiance\\_2011.pdf](http://www.hofinet.org/upload_docs/UPLOADED_World%20Bank_Olivier%20Hassler_RealEstateFiance_2011.pdf)
- Hendershott, P., & Shilling, J. (1989, June). The impact of the agencies on conventional fixed-rate mortgage yields. (I. National Bureau of Economic Research, Ed.) *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 101-115. doi:<https://doi.org/10.1007/BF00159793>
- Heuson, A., Passmore, S., & Sparks, R. (2001, November). Credit Scoring and Mortgage Securitization: Implications for Mortgage Rates and Credit Availability. (Springer, Ed.) *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 23(3), 337-363. doi:Heuson, Andrea J. and Passmore, Stuart Wayne and Sparks, Roger W., Credit Scoring and Mortgage Securitization: Implications for Mortgage Rates and Credit Availability (October 6, 2000). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=249287> or <http://dx.doi>.
- Khurram Shakeel, S. (2014, September 29-30). MENA Regional Economic Forum. The Real Estate Sector: Opportunities and Risks. MANAMA, MANAMA, BAHRAIN: The

- Institute of International Finance (IIF). Retrieved from <https://www.iif.com/file/6408/download?token=VvnieUDF>
- Kolari, J., Fraser, D., & Anari, A. (1998, December ). The Effects of Securitization on Mortgage Market Yields: A Cointegration Analysis. (A. R. Association, Ed.) Real Estate Economics, 26(4), 677-693. doi:<https://doi.org/10.1111/1540-6229.00761>
- Maghreb Titrisation. (n.d.). Compte rendu d'activité trimestriel du 12 mars au 12 juin 2009 du FPCT CREDILOG II. Maroc.
- Maghreb Titrisation. (n.d.). Compte rendu d'activité trimestriel du 12 octobre 2010 au 12 janvier 2011 du FPCT CREDILOG I. Maroc.
- Maghreb Titrisation. (n.d.). Compte rendu d'activité trimestriel du 14 mars au 14 juin 2011 du FPCT CREDILOG III. Maroc.
- Mayamou, P. K. (2012). La microfinance en Tunisie et en Egypte : un outil au service du développement local. Thèse de doctorat en Sciences économique. France: Université Rennes 2.
- Passmore, W., Sparks, R., & Ingpen, J. (2002, September). GSEs, Mortgage Rates, and the Long-Run Effects of Mortgage Securitization. (SpringerLink, Ed.) The Journal of Real Estate Finance and Economics(25), 215-242. doi:<https://doi.org/10.1023/A:1016577809655>
- Sabry, F., & Okongwu, C. (2009). Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets. New York (USA): National Economic Research Associates, Inc. (NERA Economic Consulting), American Securitization Forum.
- Sanghoon Lee, & Seung Dong You. (2012, August 21). The Price-to-income Ratio and the Quality of Life. Retrieved from CiteSeerx : <http://strategy.sauder.ubc.ca/lee/papers/price-to-income-ratio-Aug-2012.pdf>
- Société de Refinancement Hypothécaire. (2003, Juillet). Notice d'information de l'emprunt obligataire. Algérie.
- The African Development Bank. (2011). Islamic Banking and Finance in North Africa - Past Development and Future Potential. The African Development Bank Group.
- THE WORLD BANK Data. (n.d.). World Development Indicators: Urbanization, 2014 (Urban Population as a % of Total Population).
- ZAHAF, M. (2007, août 17 ). Compte rendu d'activité semestriel au 30 juin 2007 du fonds commun de créances FCC BIAT CREDIMMO 2. Rapport du commissaire aux comptes, B.O N°2914. Tunisie.