

أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية  
ومؤسسات النقد العربية

## العلاقة بين السياسة الاحترازية الكلية والسياسات الاقتصادية الأخرى

فريق عمل الاستقرار المالي في الدول العربية



صندوق النقد العربي  
ARAB MONETARY FUND



الجامعة العربية  
Arab League

رقم  
142  
2020

أمانة

مجلس محافظتي المصارف المركزية

ومؤسسات النقد العربية

العلاقة بين السياسة الاحترازية الكلية والسياسات الاقتصادية الأخرى

فريق عمل الاستقرار المالي في الدول العربية

صندوق النقد العربي

2020

## تقديم

أرسى مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية تقليداً منذ عدة سنوات، بدعوة أحد أصحاب المعالي والسعادة المحافظين لتقديم ورقة عمل حول تجربة دولته في أحد المجالات ذات العلاقة بعمل المجلس. كما يصدر عن اللجان وفرق العمل المنبثقة عن المجلس، أوراق عمل تتناول الموضوعات والقضايا التي تناقشها هذه اللجان والفرق. إضافة إلى ذلك، يعد صندوق النقد العربي ضمن ممارسته لنشاطه كأمانة فنية لهذا المجلس، عدداً من التقارير والأوراق في مختلف الجوانب النقدية والمصرفية التي تتعلق بأنشطة المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية. وتعد هذه التقارير والأوراق من أجل تسهيل اتخاذ القرارات والتوصيات التي يصدرها المجلس. وفي ضوء ما تضمنته كل هذه الأوراق والتقارير من معلومات مفيدة عن موضوعات ذات صلة بأعمال المصارف المركزية، فقد رأى المجلس أنه من المناسب أن تتاح لها أكبر فرصة من النشر والتوزيع. لذلك، فقد باشر الصندوق بنشر هذه السلسلة التي تتضمن الأوراق التي يقدمها السادة المحافظين إلى جانب التقارير والأوراق التي تعدها اللجان والصندوق حول القضايا النقدية والمصرفية ذات الأهمية. ويتمثل الغرض من النشر، في توفير المعلومات وزيادة الوعي بهذه القضايا. فالهدف الرئيسي منها هو تزويد القارئ بأكبر قدر من المعلومات المتاحة حول الموضوع. نأمل أن تساعد هذه السلسلة على تعميق الثقافة المالية والنقدية والمصرفية العربية.

والله ولي التوفيق،



عبد الرحمن بن عبد الله الحميدي  
المدير العام رئيس مجلس الإدارة

## المحتويات

4	مقدمة.....
5	أولاً: إستعراض الأدبيات السابقة.....
7	ثانياً: لمحة عن السياسة الإحترازية الكلية.....
10	ثالثاً: قنوات انتقال آثار السياسة الإحترازية الكلية إلى النشاط الاقتصادي.....
19	رابعاً: العلاقة بين السياسة الإحترازية الكلية والسياستين النقدية والمالية.....
30	خامساً: السياسة الإحترازية الكلية في الدول العربية.....
33	سادساً: الاستنتاجات والتوصيات.....
36	قائمة المصادر والمراجع.....

مقدمة<sup>1</sup>

تلعب سياسة الإحترازية الكلية دوراً مهماً في تقليل الأثر السلبي للأزمات المالية على الاستقرار المالي، حيث إزداد الاهتمام بالسياسة الإحترازية الكلية من قبل البنوك المركزية بعد الأزمة المالية العالمية في عام 2008. تهدف السياسة الإحترازية الكلية إلى تعزيز سلامة ومرونة الجهاز المصرفي وجعله أكثر قدرة على مواجهة الصدمات غير المتوقعة واستمرار مؤسسات الوساطة المالية بأداء دورها بشكل طبيعي. إن التشابك المتزايد بين القطاع المالي والحقيقي يجعل تطبيق السياسة الإحترازية الكلية يتأثر ويؤثر بفاعلية السياسات الاقتصادية الأخرى لاسيما السياستين النقدية والمالية. في هذا الإطار، إن العلاقة بين السياسة الإحترازية الكلية والسياسة النقدية أكثر ترابطاً وتقاطعاً أحياناً، بسبب أن السياستين تستهدفان حجم الائتمان الممنوح من المصارف في تحقيق أهدافهما بالإضافة إلى أهداف أخرى تختص بها كلا السياستين، من ناحية أخرى فإن الصدمات التي تتعرض لها السياسة المالية تؤثر على استقرار النظام المالي.

تنطلق أهمية الدراسة من حداثة تطبيق السياسة الإحترازية الكلية بالمقارنة مع السياسة النقدية أو المالية، حيث إن تأثيرها على النشاط الاقتصادي ما يزال تحت الدراسة والاختبار، إذ لم تتوصل الدراسات التجريبية إلى نتائج حتمية ودقيقة عن آثار السياسة الإحترازية الكلية على النشاط الاقتصادي أو النمو الاقتصادي. فقد كشفت الدراسات نتائج مختلفة.

من جانب آخر، إن المشكلة التي تعالجها الدراسة تنطلق من أن الهدف الأساسي للسياسة الإحترازية الكلية هو تحقيق الاستقرار المالي، وأن تحقيق هذا الهدف

<sup>1</sup> تشكر أمانة فريق عمل الاستقرار المالي في الدول العربية، الدكتور عمار خلف من البنك المركزي العراقي على إعداد مسودة هذه الورقة.

قد يتعارض في التطبيق مع أدوات السياسات الاقتصادية الأخرى لاسيما السياستين النقدية والمالية، لذلك لابد من الكشف عن آليات التنسيق والتعارض في تطبيق السياسات المذكورة بهدف تعظيم مساحة التعاون وتضييق مساحة التعارض بين أدوات تلك السياسات.

### أولاً: إستعراض الأدبيات السابقة

إن الهدف الرئيسي والنهائي للسياسة الاحترازية الكلية هو تحقيق الاستقرار المالي وأن الأخير يتأثر أيضاً بالسياسات الاقتصادية الأخرى لاسيما السياسة النقدية والسياسة المالية، حيث إن التنسيق والتعاون بين السياسات الثلاث عند تنفيذ أدواتها المختلفة بالضرورة ينتج عنه مستوى عالٍ من الإستقرار المالي المرغوب. أوضحت دراسة لصندوق النقد الدولي (IMF, 2013) أن تنفيذ السياسة النقدية بدون التنسيق مع السياسة الاحترازية سيترك آثار غير مرغوب بها على الاستقرار المالي لاسيما عند فرض السلطات النقدية لسعر فائدة منخفض في حالة انخفاض معدل التضخم، هذا الإجراء قد يساهم في زيادة معدل نمو الائتمان وبناء فقاعة الأصول التي قد تؤثر سلباً على الإستقرار المالي. في حين أن تنفيذ السياسة المالية الملائمة تقلل من احتمالية حدوث صدمات على مستوى الاقتصاد الكلي، لأن بعض المخاطر المالية النظامية تكون ناتجة عن عدم التوازن على مستوى الاقتصاد الكلي، وبالتالي فإن السياسة المالية المنضبطة تقلل من المخاطر المالية النظامية وتزيد من الاستقرار المالي، كما كشفت الأزمات أن السياسة المالية الحصيفة تعد أساسية للمحافظة على الديون السيادية وتجنب انعكاسات المخاطر السيادية على النظم المالي.

في هذا السياق، إن السياسة الإحترازية الكلية ممكن استخدامها في تقليل المخاطر الناتجة عن قرارات السياسة النقدية، إذ تشير دراسة (Igan and Kang, 2011)، بأن تأثير السياسة النقدية التقييدية على مستوى التعثر يمكن إحتوائه من خلال فرض حدود متحفظة على نسبة الدين إلى الدخل. من ناحية أخرى، فإن أدوات السياسة الإحترازية الكلية مثل القيود على نسبة القرض للقيمة تستطيع تقليل احتمالية المخاطر الناتجة عن ارتفاع أسعار الأصول بسبب السياسة النقدية التوسعية أو التيسيرية. بالإضافة لذلك فإن متطلبات رأس المال المرتفعة أو نسب السيولة والرافعة المالية المقيدة تستطيع إحتواء الزيادات في المخاطر المصرفية الناتجة عن السياسة المالية التيسيرية (Farhi and Tirole, 2012; IMF, 2013).

كما وجد (Boar, et al, 2017) بأن الدول التي تستخدم أدوات السياسة الإحترازية الكلية باستمرار تشهد معدلات نمو اقتصادي مرتفعة وقليلة التقلب، وهذه العلاقة تعتمد بشكل كبير على مستوى التطور المالي والانفتاح الاقتصادي للدولة، أما في البلدان التي تكون إما منفتحة اقتصادياً أو متطورة مالياً ولكن ليس كلا الحاليتين فإن فاعلية أدوات السياسة الإحترازية الكلية تكون أقل.

كذلك وجد كلاً من (Andries and Melnic, 2019) بأن السياسة الإحترازية الكلية التي يتم تطبيقها والتي تستهدف تقوية مرونة النظام المالي وتقليل تراكم المخاطر النظامية تساهم في زيادة النمو الاقتصادي من خلال قدرة تلك السياسة على ضمان نظام مالي مستقر ومن ثم علاقة قوية بين النظام المالي والإقتصاد الكلي، كما وجد بأن أدوات السياسة الإحترازية الكلية التي تستهدف المؤسسات المالية يكون لها تأثير أكبر على الإقتصاد الحقيقي من الأدوات التي تستهدف المقترضون. كما اشارا إلى العلاقة التكاملية بين

السياسة النقدية والسياسة الإحترازية الكلية، فعندما يصل معدل سعر السياسة النقدية إلى أقل مستوى له فيكون تأثيره على المتغيرات الاقتصادية الكلية والمالية محدود، وفي هذه الحالة تكون السياسة الإحترازية الكلية مكملة للسياسة النقدية في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصاد الكلي. في المقابل، فقد توصلت بعض الدراسات إلى أن استخدام السياسة الإحترازية الكلية يرافقه انخفاض في معدل النمو الاقتصادي (Sanchez and Rohn, 2016 Kim and Mehrotra, 2017).

في دراسة أخرى قام بها (Fazio, et al, 2018) شملت 66 دولة وجدوا بأن عدم التنسيق بين تحقيق أهداف السياسة النقدية (استهداف التضخم) وأهداف السياسة الإحترازية الكلية (ضمان الاستقرار المالي) يخلق أزمات خطيرة، وكشفوا في دراستهم بأن تركيز السياسة النقدية على تحقيق معدلات منخفضة للتضخم فقط كان أحد الأسباب لحدوث الأزمة المالية العالمية في عام 2008، لأن تركيز الحكومات بشكل واسع على المحافظة على معدلات تضخم منخفضة لم يعطها تصور واضح عن تراكم الاختلالات المالية التي أدت إلى الأزمة المالية لعام 2008.

### ثانياً: لمحة عن السياسة الإحترازية الكلية

تعرف السياسة الإحترازية الكلية بأنها مجموعة من الأدوات تستخدمها السلطات الرقابية للتأثير في ميزانية وعمليات المصارف لضمان سلامتها والتخفيف من حدة المخاطر النظامية وضمان الاستقرار المالي. إن الإطار العام لسياسة الإحترازية الكلية مبني على ثلاثة ركائز أساسية هي الأدوات والمؤشرات والأهداف. ففي الوقت الذي تُستخدم فيه الأدوات لمنع حدوث

المخاطر النظامية أو التقليل من حدتها، فإن المؤشرات تساعد في تحديد مستوى المخاطر وتقييم شدتها، بينما الأهداف تنقسم إلى قسمين أهداف وسيطة (تتمثل في تقليل الزيادة في منح الائتمان والتقليل من ظاهرة عدم توافق آجال الأصول والمطلوبات وغيرها) وأخرى نهائية تتمثل في ضمان الاستقرار المالي للنظام المالي.

إن السياسة الإحترازية الكلية التي توسع استخدامها بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008 تعود جذورها إلى سبعينيات القرن الماضي وزاد الاهتمام بها أكثر بعد الأزمة الآسيوية في 1997-1998 من خلال قيام صندوق النقد الدولي بالتعاون مع المؤسسات الدولية بتقديم مؤشرات السياسة الإحترازية الكلية *macroprudential indicators* لمنع الأزمات المالية وضمان سلامة الانظمة المالية، وأن تلك المؤشرات قسمت إلى مؤشرات جزئية (مبنية على أساس نموذج مؤشرات CAMELS) التي تستهدف ضمان سلامة المصارف، ومؤشرات كلية تضمنت عدد من مؤشرات الاقتصاد الكلي مثل معدلات النمو الاقتصادي ومعدل التضخم وتطورات ميزان المدفوعات وغيرها (Evan et al, 2000, P4).

لكن بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008 قام صندوق النقد الدولي بتطوير مؤشرات السياسة الإحترازية الكلية، إذ أعطت السياسة الإحترازية الكلية اهتماماً أكثر للقضايا المالية الكلية. إذ أثبتت التجارب أن سلامة المؤسسات المصرفية مسألة ضرورية ولكنها شرط غير كافٍ لتحقيق حالة الاستقرار المالي في الاقتصاد، وبالتالي زاد الاهتمام بالقضايا الكلية للنظام المالي باعتبارها الشرط الكافي التكميلي لتحقيق الاستقرار المالي وسلامة المؤسسات المالية والمصرفية (Osiński et al, 2013, P4). لأن الإجراءات المتخذة من قبل أحد المؤسسات المالية يمكن أن تهدد الاستقرار المالي ككل بسبب

إرتباطها بالاسواق المالية وهيكل شبكة الترابط بين المؤسسات المالية المختلفة، لذلك فإن السياسة الاحترازية الكلية تهتم أكثر بالتوازن العام للنظام المالي والذي عادة يهمل من قبل السياسة الاحترازية الجزئية. إذ تركز سلطات السياسة الاحترازية الكلية على سلوك القطيع والتحول العام بشهية المخاطر من قبل المؤسسات المالية ككل (Osiński et al, 2013, P7). لذلك فإن صندوق النقد الدولي قام بإعداد مؤشرات جديدة تأخذ بنظر الاعتبار السياسة الاحترازية الكلية بجانب مؤشرات السياسة الاحترازية الجزئية والتي تقسم إلى 6 أقسام رئيسية وفق الآتي (للمزيد من التفاصيل أنظر IMF (2017):

1. الأدوات ذات القاعدة الواسعة المطبقة على القطاع المصرفي.
2. أدوات القطاع العائلي.
3. أدوات قطاع الشركات.
4. أدوات السيولة المطبقة على القطاع المصرفي.
5. أدوات تحديد مخاطر السيولة النظامية للقطاع غير المصرفي.
6. أدوات تحديد المخاطر من المؤسسات المهمة نظامياً والمترابطة.

إن نجاح السياسة الاحترازية الكلية في تحقيق هدفها النهائي وهو تحقيق الاستقرار المالي يتطلب توفر بيئة مؤسسية متطورة وتعاون بين الجهات الرقابية على النظام المالي وكذلك التعاون مع السياسة المالية والسياسة النقدية كذلك يعتمد نجاحها على طبيعة المرحلة التي يمر بها الاقتصاد (الدورة الاقتصادية) لأن تطبيق السياسة الاحترازية الكلية سيكون له آثار على الناتج المحلي الإجمالي والاقتراض والانفاق.

ثالثاً: قوت انتقال آثار السياسة الإحترازية الكلية إلى النشاط الاقتصادي يوجد اليوم أدلة كثيرة على الدور الذي يلعبه القطاع المالي في تعزيز النمو الاقتصادي من خلال التوزيع الكفؤ للموارد المالية النادرة وإدارة وتقليل المخاطر (King and Levine 1993). في المقابل فإن الازمات المالية ينتج عنها تكاليف عالية من خسارة للنتائج وزيادة معدلات البطالة وحدوث الكساد والحاجة لمدة طويلة للتعافي. تجدر الإشارة إلى أن نسبة التكاليف المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي الناتجة عن الأزمات المالية والمصرفية بلغت في بعض الدول بحدود (50 في المائة).

في هذا الصدد، إن السياسة الإحترازية الكلية ممكن أن تؤثر على النشاط والنمو الاقتصادي من خلال دورها في تقليل المخاطر النظامية ومنع الأزمات المصرفية وضمان سلامة النظام المالي واستقراره وبالتالي تقليل التكاليف المالية في حالة تعرض النظام المالي للصدمات والتقلبات. يمكن تقسيم السياسة الإحترازية الكلية إلى نوعين على أساس آلية انتقال آثارها إلى القطاع المالي والمصرفي ( Cerutti, Claessens, and Laeven (2017)) وكالاتي:

النوع الأول: يمثل الأدوات التي لها علاقة بالمقترض: تهدف هذه الأدوات إلى تحديد أو تقييد الطلب على الائتمان من خلال فرض حدود على نسبة القرض للقيمة ونسبة الدين للدخل. وأن هذه الأدوات تؤثر على كمية الائتمان المتاح في الاقتصاد. أن الأدوات التي تستهدف الطلب على الائتمان يكون هدفها الأساسي دعم سلامة القطاع العائلي (المقترضين) من خلال تقليل نمو الائتمان.

النوع الثاني: يمثل الأدوات التي لها علاقة بالمؤسسات المالية: تهدف هذه الأدوات إلى تحديد قدرة المصارف على عرض (منح) الائتمان من خلال

الإعتماد على عدد من أدوات السياسة الإحترازية الكلية والمتمثلة بمتطلبات رأس المال المعاكس للدورة ومخصصات الخسائر ونسبة الرافعة المالية وقيود على التركزات وقيود على القروض بالعملية الاجنبية وغيرها. وأن هذه الأدوات التي تستهدف عرض الائتمان يكون هدفها الأساسي دعم سلامة المصارف مقابل خسائر الائتمان المحتملة وهي بذلك تدعم الاستقرار المالي (Gabriela et al, 2015, p30).

في هذا السياق، إن الأدوات المذكورة أعلاه تعمل على تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الائتمان المصرفي بما ينسجم مع الدورات الاقتصادية والمالية التي يمر بها الاقتصاد. لأن أي قرارات تجعل هذه الأدوات مسابرة (Procyclical) للدورة الاقتصادية والمالية قد تزيد من حدة التقلبات والاضطرابات الاقتصادية وتعظم الآثار السلبية للأزمة المالية. بالمقابل فإن اتخاذ القرارات التي تجعل هذه الأدوات معاكسة للدورة المالية والاقتصادية (Countercyclical) يزيد من فاعلية تلك الأدوات من خلال دورها في تخفيف حدة الدورة المالية والتقليل من إمكانية حدوث أزمة مالية. على سبيل المثال، أن تقييد حجم الاقتراض باستخدام أدوات السياسة الإحترازية الكلية في أحد القطاعات أو أكثر فإنه يؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي.

كما يوجد تقسيم آخر لقنوات انتقال آثار السياسة الإحترازية الكلية إلى النشاط الاقتصادي وكالاتي: (Sánchez and Röhn, 2016, p17)

أ) **تقليل المخاطر النظامية:** أن المخاطر النظامية التي تهدد الاستقرار المالي والمتمثلة على سبيل المثال بالإفراط بمنح الائتمان، زيادة الرافعة المالية للمصارف، وارتفاع أسعار الأصول قد تزيد من احتمالية جعل النظام المالي مصدر للأزمة. لكن التطبيق الملائم لأدوات السياسة الإحترازية الكلية يساعدها في السيطرة على هذه

المخاطر النظامية لضمان نظام مالي مستقر يساهم في دعم النشاط الاقتصادي بدلاً من أن يكون معرقلاً له.

(ب) **القدرة على امتصاص الصدمات:** أن أدوات السياسة الإحترازية الكلية قد تزيد من قدرة النظام المالي على امتصاص الصدمات، على سبيل المثال فإن مصدات السيولة ورأس المال تزيد من قدرة النظام على امتصاص الصدمات السلبية وتساعد المصارف على الاستمرار في أداء وظائفها اثناء الصدمة، وهذا هو جوهر الاستقرار المالي الذي تسعى البنوك المركزية تحقيقه، وأن النظام المالي المستقر يدعم النمو الاقتصادي.

وهناك تقسيم آخر يوضح تأثير السياسة الإحترازية الكلية على القطاع المصرفي والاقتصاد الحقيقي، ويمكن توضيح تأثير تلك السياسات بعد تقسيمها إلى ثلاثة انواع استناداً إلى القناة الوسيطة التي تؤثر من خلالها الأداة على نشاط وسلامة المصارف وكذلك على الاقتصاد الحقيقي وكالاتي:

### 1- الأدوات التي تستهدف رأس المال:

إن نجاح السياسة الإحترازية الكلية في ضمان سلامة ومرونة الجهاز المصرفي تعتمد في أحد جوانبها على ضمان سلامة رأس مال المصارف أو الجهاز المصرفي، من خلال اعتمادها على الأدوات مثل **مصدات رأس المال المعاكس للدورة (Countercyclical capital buffer)** متطلبات رأس **المال القطاعي (Sectoral capital requirements)** **المخصصات الديناميكية (Dynamic provisions)** علماً أن تأثير هذه الأدوات يختلف بعض الشيء في حالة تطبيقها على القطاع المصرفي ككل وفي هذه الحالة تسعى لضمان توفر رأس مال كافٍ لتحقيق الاستقرار المالي، كما يمكن

تطبيقها على قطاع معين في الاقتصاد لاحتواء المخاطر الناتجة عن ذلك القطاع.

من جانب آخر، إن تطبيق سياسة انكماشية/تقييدية (Tightening policy) لهذه الأدوات من الممكن أن تؤثر على سلامة القطاع المالي والدورة المالية. إن التأثير الإيجابي على سلامة القطاع المالي يكون من خلال زيادة متطلبات رأس المال أو المخصصات لأن زيادة المصدات تجعل المصارف أكثر قدرة على امتصاص الصدمات. في الوقت نفسه تؤثر الأدوات المنكورة على الدورة المالية من خلال قدرة المصارف على مواجهة انخفاض رأس المال والمخصصات بإحدى الخيارات: (1) زيادة هامش الاقراض (2) تخفيض العوائد للمساهمين (3) اصدار رأس مال جديد (4) تقليل الاحتفاظ بالأصول. أذ أن الخيارات الثلاثة الأولى قد تؤثر سلبياً على الطلب على الائتمان بسبب زيادة هامش الاقراض، وأن انخفاض الطلب على الائتمان قد يساهم في تقليل العوائد الموزعة على المساهمين أو اصدار أسهم جديدة. بينما الخيار الرابع يؤدي الى تقليل عرض الائتمان كاستجابة المصارف للسياسة التحوطية التقييدية من خلال تقنين كمية الائتمان بشكل عام لاسيما تقييد منح قروض جديدة أو الانتقال نحو القروض منخفضة المخاطر أو التي تتطلب مخصصات منخفضة. أن المحصلة النهائية من هذه السياسات التحوطية التقييدية هو تقليل حجم الائتمان المعروض والمطلوب، لأن أي زيادة في متطلبات رأس المال ستزيد من تكلفة اقراض المصارف لقطاع معين وبالتالي تؤدي إلى انخفاض حاد في نشاط ذلك القطاع، من ناحية أخرى فإن المصارف قد تجد صعوبة في الحصول على اموال خارجية لتمويل اقراضها تزيد الضغط على المصارف لتعزيز رأس المال من خلال زيادة الأرباح المحتجزة أو تقليل عرض الائتمان.

كما كشفت بعض الدراسات اهمية انتقال آثار السياسة الإحترازية الكلية المعتمدة على متطلبات رأس المال إلى القطاع المالي والاقتصاد الحقيقي، فقد كشفت لجنة بازل للرقابة المصرفية في أحد تقاريرها لعام (2010) بأن زيادة متطلبات رأس المال بنسبة (1 في المائة) يؤدي إلى انخفاض احتمالية المخاطر النظامية بنسبة (20-25 في المائة)، ايضاً كشفت بأن زيادة متطلبات رأس المال بمقدار (1 في المائة) يقلل الناتج بالأمد الطويل بنسبة (0.09 في المائة). وفي دراسة أخرى قامت بها لجنة النظام المالي العالمي لعام (2012) أوضحت فيها بأن زيادة نسبة رأس المال بمقدار (1 في المائة) يؤدي الى زيادة هامش الاقراض بمقدار (2-20 نقطة اساس). وأن تقييدية السياسة الإحترازية الكلية سيقفل حجم الائتمان في الاقتصاد، كما كشفت إحدى الدراسات بأن زيادة متطلبات رأس المال بنسبة (1 في المائة) بافترض أن المصرف يحتفظ بنسبة رأس مال تبلغ (8 في المائة) فإنه يؤدي إلى تقليل حجم الاقراض بنسبة (1.5-3 في المائة). وفي دراسة أخرى تناولت تأثير زيادة هامش الاقراض على مستوى الائتمان الممنوح، كشفت مجموعة تقييم الاقتصاد الكلي (Macroeconomic Assessment Group) في دراسة لعام (2010) بأن زيادة نسبة رأس المال بنسبة (1 في المائة) يؤدي الى تقليل الائتمان الممنوح بنسبة (1-2 في المائة). اما التأثير على الناتج المحلي الاجمالي فقد أوضحت الدراسة نفسها بأن زيادة متطلبات رأس المال بنسب (1 في المائة) يؤدي الى تقليل معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي بمقدار (0.02 في المائة).

يوجد هنالك بعض المحددات التي قد تعيق الأدوات المذكورة في أعلاه من تحقيق أهدافها لاسيما عندما يكون هنالك مصارف أجنبية أو مؤسسات مالية غير مصرفية فأنها قد تعوض النقص في منح الائتمان الناتج عن الإجراءات

التقييدية للأدوات المذكورة في أعلاه، كما أن التطبيق غير المناسب للأدوات أعلاه في التعامل مع بعض المخاطر قد يهدد سلامة النظام المالي ككل.

## 2- الأدوات التي تستهدف السيولة:

إن أدوات السياسة الاحترازية الكلية التي تستهدف السيولة المصرفية أقل استخداماً من الأدوات السابقة (التي تستهدف رأس المال) لوجود أدوات كافية تطبق ضمن أدوات السياسة الاحترازية الجزئية يتم من خلالها استهداف السيولة، على الرغم من ذلك، يوجد هنالك عدد من أدوات السياسة الاحترازية الكلية التي تستهدف السيولة لضمان الاستقرار المالي والتأثير على النشاط الاقتصادي مثل نسبة تغطية السيولة (LCR) ونسبة صافي التمويل المستقر (NSFR) والمتطلبات الحدية المعاكسة للدورة ونسبة الاحتياطي القانوني وغيرها. أن انتقال آثار هذه الأدوات على تقليل الائتمان وضبط الدورة المالية والتأثير على النشاط الاقتصادي يعتمد على سلوك وقدرة المصارف بالاحتفاظ بالسيولة.

من جانب آخر، إن زيادة متطلبات السيولة يعزز مرونة وسلامة القطاع المالي من خلال قدرة المصارف على مواجهة أزمات السيولة بشكل إيجابي ويقلل من احتمالية انتقال العدوى للمصارف الأخرى وتقليل التداعيات السلبية على القطاع الحقيقي. ولغرض مواجهة دورة الائتمان فإن أدوات السياسة الاحترازية الكلية التي تستهدف السيولة قد تساعد المصارف على تعديل أوضاعها المالية الخاصة بالموجودات والمطلوبات باستخدام واحدة أو أكثر من الخيارات التالية:

- أ) الإعتماد على التمويل طويل الاجل بدلاً عن التمويل قصير الاجل.
- ب) الإعتماد على التمويل المضمون أكثر من التمويل غير المضمون.

ج) الإعتماد على الأصول السائلة أكثر من الأصول غير السائلة.  
د) تقليل قدر المستطاع آجال القروض وزيادة القروض ذات الآجال القصيرة.

هـ) تقليل قدر المستطاع الأصول غير السائلة التي تتطلب تمويل مستقر. في حال الإعتماد على واحد أو أكثر من الخيارات المذكورة أعلاه سوف يساهم في زيادة مستويات السيولة ضمن المستويات المطلوبة من قبل السلطات الرقابية وبما يضمن سلامة واستقرار القطاع المصرفي، ولكن في المقابل ستؤدي هذه الإجراءات إلى تقليل عرض الائتمان والطلب عليه بسبب زيادة تكلفة الائتمان (هامش الفائدة spread) والاعتماد على القروض قصيرة الأجل والمضمونة.

تعد التجارب الواقعية عن مدى كفاءة تطبيق هذه الأدوات محدودة جداً للغاية الآن، ولكن بعض الدراسات اشارت إلى ان تطبيق هذه الأدوات التقييدية التي تستهدف السيولة المصرفية لاسيما نسبة صافي التمويل المستقر (NSFR) يقلل من احتمالية المخاطر النظامية بنسبة (10-20 في المائة) (Basel Committee on Banking Supervision, 2010) مما يزيد من مرونة وسلامة القطاع المالي. من ناحية أخرى، أشارت دراسة (Committee on the Global Financial System, 2012) أن تطبيق نسبة صافي التمويل المستقر قد يزيد من هامش الإقراض بنسبة (14-25) نقطة أساس، بينما تطبيق نسبة تغطية السيولة ستزيد هامش الإقراض بمعدل (15) نقطة أساس وبالتالي تقليل حجم الإقراض بحدود (3 في المائة)، إن هذا التخفيض المقصود بحجم الإقراض يساعد في مواجهة دورة الائتمان. كذلك الحال بالنسبة لأداة نسبة الاحتياطي القانوني التي قد تعمل على تقليل مستوى الائتمان المعروض في حالة تطبيقها في الوقت المحدد. كما أشارت

التقديرات من قبل (Basel Committee on Banking Supervision,) 2010 بأن تطبيق نسبة صافي التمويل المستقر يقلل الناتج المحلي الإجمالي بنسبة (0.08 في المائة)، في حين أشارت تقديرات (Macroeconomic Assessment Group, 2010)، بأن تطبيق نسبة تغطية السيولة يقلل الناتج المحلي الإجمالي (0.8 في المائة). ولكن يؤخذ على هذه الأدوات التي تستهدف السيولة بأنه بدون تنسيق مع السياسة النقدية قد يكون هنالك تعارض في توجيه السياسة النقدية نحو تحقيق أهدافها لاسيما تلك التي تستهدف السيولة المصرفية. كما أن اعتماد المصارف أكثر على القروض قصيرة الأجل قد يساعد في نقل المخاطر إلى المؤسسات المالية غير المصرفية من خلال زيادة الطلب على أدوات التمويل التي تقدمها تلك المؤسسات. ومن جانب آخر قد يلجئ المقرضون الذين يبحثون عن تمويل طويل الأجل لتمويل استثماراتهم إلى الاعتماد على التمويل قصير الأجل المتاح من قبل المصارف مما يزيد من مخاطر السيولة وبالتالي يكون تأثيره سلبي على سلامة ومرونة القطاع المالي.

### 3- الأدوات التي تستهدف الأصول:

تستهدف هذه الأدوات كمية الانتماء المعروض والمطلوب من خلال تشديد القيود على المقرضين بشكل عام أو مجموعة من المقرضين يمثلون قطاعاً معيناً مثل القطاع العقاري. وأن أدوات السياسة الإحترازية الكلية التي تستهدف الأصول تتمثل بالقيود على نسبة القرض للقيمة (Loan to Value LTV) ونسبة القرض للدخل (Loan to Income LTI) أو نسبة الدين للدخل (Debt to Income DTI) وهي الأكثر استخداماً على المستويين الجزئي والكلّي لأدوات السياسة الإحترازية الكلية. تهدف هذه الأدوات إلى ضمان

سلامة ومرونة الجهاز المصرفي والسيطرة على دورة الائتمان باعتبارها أدوات معاكسة للدورة المالية. أن القيود على نسبة القرض للقيمة تحدد حجم الائتمان العقاري الممنوح لشراء منزل، بينما تشير القيود على نسبة القرض للدخل إلى القيود النسبية التي لها علاقة بدخل المقترضين. أن تقليل نسبة القرض للقيمة ونسبة القرض للدخل تزيد من سلامة ومرونة الجهاز المصرفي بشكل مباشر من خلال قدرتها على تقليل احتمالية تعثر القروض طالما يمتلك المقترضون مصدات كافية لامتناع الصدمات التي قد يتعرضون لها. كما أن فرض نسب تقييدية لكل من نسبة القرض للقيمة والقرض للدخل تقلل من الرافعة المالية للمقترضين وهذا يقلل من احتمالية تعثرهم.

أن هذه الأدوات تزيد من مرونة وسلامة الجهاز المصرفي من خلال تقليل احتمالية التعثر للقروض من خلال فرض القيود على نسب  $LTV$ ,  $DTI$  والتي تقلل احتمالية التعثر طالما تجبر المقترضون على الاحتفاظ بمصدا عالية القيمة لامتناع الصدمات السلبية التي قد يتعرضون لها. من ناحية أخرى فإن تقييد كمية الائتمان الممكن اقتراضها مقابل قيمة العقار يقلل الرافعة المالية للمقترض وتقلل من احتمالية التعثر. كما أن التوقعات وتوجيهات السلطات النقدية والإشرافية (سياسة الإقناع الإبدبي) تجعل المصارف تطبق سياسة تقييدية في إدارة المخاطر مما يساعد في تقليل احتمالية التعثر.

كما أن فرض قيود على نسب  $LTV$ ,  $DTI$  على سبيل المثال يساعد على احتواء دورة الائتمان وتقليل أثارها السلبية من خلال فرض قيود على كمية الائتمان وتقليل الاموال المتاحة لبعض المقترضين (القروض العقارية) سيقبل من الطلب على المنازل ويزيد الادخار، مما يساعد على خفض أسعار المنازل وهذا بدوره يقلل من قدرة الافراد (مالكي المنازل) من الحصول على الائتمان، وهذا يعني تقليل الطلب على الائتمان بشكل أوسع.

وقد اشارت العديد من الدراسات أن فرض قيود على نسب  $LTV, DTI$  يقلل من حساسية الافراد (أصحاب المنازل) لصدمات الدخل وأسعار العقارات، مما يزيد من سلامة المصارف من خلال زيادة سلامة المقترضين. كما أن فرض القيود على  $LTV, DTI$  في اوقات الازدهار يقلل من نمو الائتمان مما يخفف من دورة الائتمان، أذ كشفت إحدى الدراسات بأن فرض القيود على نسب  $LTV, DTI$  يقلل نمو الائتمان الحقيقي بمعدل (1-2) نقطة واسعار المنازل بمعادل (2-5) نقطة (Committee on the Global Financial System, 2012, p30).

على الرغم من أهمية هذه الأدوات وكثرة استخدامها، إلا أن تأثيرها قد يكون محدود بسبب أن هذه الأدوات تركز على تقييد كمية الائتمان الممنوح وليس لها علاقة بكلفة الائتمان، مما يجعلها تؤثر على بعض المقترضين، والبعض الآخر الذين يمتلكون ضمانات كافية والذين يكون لديهم الطلب على الائتمان غير مرن فأنهم سوف يستمرون بطلب الائتمان مما يعني الاستمرار في الطلب على الائتمان، أي أن الطلب الكلي للائتمان لن يتأثر. بالإضافة لذلك فإنه في حالة وجود فروع لمصارف أجنبية فاعلة في البلد المضيف مع وجود صيرفة الظل shadow banking فإن تقييد نسب  $LTV, DTI$  لن يؤثر كثيراً على حجم الائتمان الممنوح.

#### رابعاً: العلاقة بين السياسة الإحترازية الكلية والسياستين النقدية والمالية:

باتت السياسة الإحترازية الكلية تلعب دوراً مهماً في دعم الاستقرار الاقتصادي الكلي من خلال تفاعلها مع السياسات الاقتصادية الأخرى، يتحقق هذا الدور من خلال العلاقة القوية بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي وأن أي تقلبات في

القطاع المالي أو عدم استقراره سيولد ضغوط على النشاط الاقتصادي الحقيقي وعلى فاعلية السياستين المالية والنقدية. وأن البنوك المركزية تتحمل العبء الأكبر في ذلك لأنها المسؤولة عن ضمان تحقيق أهدافها المتمثلة بشكل أساسي في الاستقرار المالي واستقرار الأسعار. ففي الوقت الذي يكون فيه تأثير السياسة النقدية يشمل النشاط الاقتصادي بشكل عام فإن السياسة الاحترازية الكلية تركز على التأثير في قطاع معين أو في بعض السلوكيات الائتمانية للجهات الطالبة للائتمان المصرفي.

#### أ. العلاقة بين السياسة الاحترازية الكلية والسياسة النقدية:

يعد استقرار المستوى العام للأسعار من الأهداف الرئيسية للبنوك المركزية وتستخدم أدوات السياسة النقدية المختلفة التقليدية وغير التقليدية لضمان استقرار الأسعار. على الرغم من نجاح الكثير من البنوك المركزية في استهداف التضخم عند مستويات منخفضة ومرغوبة، إلا أن تحقيق الاستقرار المالي ما يزال بحاجة إلى أدوات جديدة وأن استقرار المستوى العام للأسعار لا يضمن تحقيق الاستقرار المالي لأن العديد من الازمات المالية والمصرفية حدثت عند مستويات منخفضة من تضخم. لذلك فإن استقرار المستوى العام للأسعار يعد شرطاً كافياً لاستقرار المالي، وأما الشرط الضروري فيكون بتفعيل السياسة الاحترازية الكلية التي تستهدف مصادر الخطر التي قد يتعرض لها النظام المالي ومن ثم السيطرة عليها وإدارتها بشكل يضمن استمرار مؤسسات الوساطة المالية في أداء مهامها بشكل طبيعي حتى مع وجود صدمات خارجية.

أن التفاعل بين السياستين النقدية والسياسة الاحترازية الكلية تتبع من أن كلا السياستين يستهدفان حجم واتجاه الائتمان الممنوح من قبل المصارف للجهات

الطالبة له. أن التركيز على الائتمان كمؤشر للاستقرار المالي جاء من حقيقة وهي أن الزيادة المفرطة في منح الائتمان يسبب الأزمات المصرفية وهي المصدر الأساسي لعدم الاستقرار المالي. في هذا الاتجاه يشير (Kim and Mehrotra, 2017, p6) بأنه أثناء الأوقات الطبيعية فإن السياسة الإحترازية الكلية والنقدية تساعد أحدهما الأخرى في تحقيق أهدافهما المتمثلة في استقرار الأسعار والاستقرار المالي وتعكس الدور التكميلي للسياستين. وبالتالي فإن تطبيق أدوات السياستين التحوطية والنقدية يتطلب المزيد من الاهتمام لضمان توجههما نحو الأهداف المرغوبة وعدم تعارضهما في تحقيق الأهداف المذكورة. ولكن في حالة تزامن معدلات تضخم منخفضة وزيادة الائتمان تكون الإجراءات الانكماشية للسياستين التي تهدف إلى تقليل الائتمان قد تدخل الاقتصاد في حالة ركود اقتصادي من خلال تقليل منح الائتمان الذي يعني تقليل الطلب ومن ثم تقليل الإنتاج، وبالتالي قد يحدث تعارض في تطبيق السياستين معاً. وفي ظل هكذا ظروف تكون السياسة الإحترازية الكلية أكثر فاعلية في ضبط مناسيب الائتمان الممنوح مثل القيود المفروضة على نسبة القرض للقيمة LTV loan to value و غيرها من وسائل أو أدوات السياسة الإحترازية الكلية المتاحة.

من جانب آخر، إن مصدر عدم الاستقرار المالي (الأزمة المالية) يحدد طبيعة التكامل/التعاون أو التعارض بين السياسة النقدية والسياسة الإحترازية الكلية، فإذا كان المصدر هو الزيادة المفرطة في الائتمان الممنوح من قبل المصارف ولجميع القطاعات الاقتصادية فيكون تطبيق السياستين معاً ذو فاعلية كبيرة لضبط مناسيب الائتمان بما يقلل من مخاطر عدم الاستقرار المالي. ولكن في حالة أن يكون مصدر عدم الاستقرار المالي هو زيادة الائتمان لقطاع معين مثل القطاع العقاري فتكون السياسة الإحترازية الكلية أكثر فاعلية من السياسة

النقدية في تقليل ذلك الائتمان من خلال أدواتها المختلفة مثل تقليل نسبة القيمة للقرض (قرض الرهن العقاري) و/أو تقليل نسبة الدين للدخل و/أو رفع نسبة خدمة الدين وغيرها من الأدوات المتاحة، أن ضعف فاعلية أدوات السياسة النقدية المختلفة لاسيما نسبة الاحتياطي القانوني وسعر السياسة وسعر إعادة الخصم بسبب أن تأثير هذه الأدوات شمولي أي يؤثر على قدرة المصرف في منح مختلف أنواع الائتمان. أذ قام بعض الباحثين بدراسة التكاليف المحتملة من تطبيق السياستين، فقد أوضح (Alpanda et al. 2014) بأن استخدام أداة متطلبات رأس المال وأداة نسبة القرض للقيمة أكثر فاعلية من أدوات السياسة النقدية في تقليل الدين العائلي. فإنه لغرض تقليل الائتمان العائلي بنحو (8 في المائة) سيقول الناتج المحلي الإجمالي بنحو (0.7 في المائة) في حالة تطبيق نسبة القرض للقيمة وبنحو (2 في المائة) في حالة استخدام متطلبات رأس المال، ولكن في حالة استخدام أدوات السياسة النقدية فإن الناتج المحلي الإجمالي سينخفض بنحو (7 في المائة)، من ذلك يتضح أن تكلفة استخدام أدوات السياسة النقدية سيكون مكلف بمقدار عشرة اضعاف بالمقارنة مع استخدام أداة القيد على القروض العقارية لأن هذه الأداة تستهدف القطاع العائلي بشكل مباشر، بينما أدوات السياسة النقدية تستهدف القطاعات الاقتصادية المختلفة.

يشير (Alpanda et al. 2014) إلى ان اعتماد سياسة تحوطية انكماشية من خلال تقليل نسبة القرض للقيمة بمقدار (5 في المائة) مثلاً يقود إلى ارتفاع معدل العائد (الفائدة) على الإقراض مما يقلل الرغبة بالاقتراض وكذلك تقليل الطلب على المنازل وعلى الاستهلاك بشكل عام. وأن انخفاض الطلب على المنازل ينتقل آثاره إلى تخفيض شامل في الاستثمارات العقارية ومن ثم انخفاض في أسعار المنازل. وأن الانخفاض في الطلب على السلع الاستهلاكية

ومستلزمات الاستثمار العقاري تفود إلى انخفاض في أعمال الاستثمارات. لذلك فإن التأثير الإجمالي لتخفيض أداة نسبة القرض للقيمة على الاقتصاد تتمثل في تخفيض الناتج الكلي والتضخم بسبب تخفيض الطلب على العمل وانخفاض الأجور. علما ان الباحثين ميزوا بين نوعين من طالبي الائتمان (القطاع العائلي household) الأول أطلق عليه بالقطاع العائلي الصابر (patient household) والآخر بالقطاع العائلي غير الصابر (impatient household) ، وأن التحليل أعلاه ينطبق على القطاع العائلي غير الصابر. أن انخفاض معدل التضخم قد يشجع البنك المركزي على تقليل معدل السياسة لمنع دخول الاقتصاد في حالة الكساد غير المرغوبة. هذا الاجراء قد يشجع القطاع العائلي الصابر لزيادة انفاقهم الاستهلاكي، ولكن الاستهلاك الإجمالي منخفض بسبب انخفاض الاستهلاك من قبل القطاع العائلي غير الصابر. كما أن انخفاض أسعار المنازل يشجع القطاع العائلي الصابر على زيادة شرائهم للمنازل ولكن ليس بشكل كبير بحيث يؤثر على اتجاه الاستثمارات العقارية وغيرها. وبالتالي فإن هذا الاجراء من قبل السياسة النقدية يحقق التوازن في الطلب الاستهلاكي والعقاري مما يقلل من الآثار غير المرغوبة الناتجة عن السياسة الإحترازية الكلية سابقة الذكر على الاقتصاد.

في هذا السياق، إن الزيادة في متطلبات رأس المال أو تقييد نسبة الرافعة المالية كأدوات للسياسة الاحترازية الكلية يمكن أن تساعد على احتواء الزيادة في الرافعة المالية للمصارف في حال تطبيق سياسة نقدية توسعية بواسطة تقليل سعر السياسة على سبيل المثال، وبالتالي تقليل الحافز لتحمل مخاطر إضافية من قبل المصارف. أن هذه الأدوات (متطلبات رأس المال وقيود على نسبة الرافعة المالية) تخلق مصدات إضافية لامتناس المخاطر الناتجة عن منح الائتمان. وأن هذه الأدوات يكون دورها مهم أكثر في حال توفر مصادر أخرى

لمنح الائتمان غير المصارف بسبب احتمالية عدم استجابتها للتغيرات في أدوات السياسة النقدية، وأن دورها يكمن في قدرتها على التحكم بالرافعة المالية للجهاز المصرفي ككل وأكثر من أدوات السياسة النقدية المختلفة (IMF, 2012, P9).

في هذا الصدد، إن الزيادة في سعر السياسة على سبيل المثال قد يشجع المصارف على تحويل المخاطر أي امتلاك أصول ذات مخاطر مرتفعة. وفي حالة تطبيق أدوات السياسة التحوطية الكلية بشكل ملائم لا سيما بما يتعلق بالسيولة ومنها تطبيق نسبة صافي التمويل المستقر فأنها تشجع المصارف في الحصول على تمويل مستقر ولمدة أطول، وأن هذا سيقال من تأثير السياسة النقدية التقييدية على الإقراض ويخفف من حافز المصارف للانكشاف على المخاطر في حالة رفع معدل السياسة (IMF, 2012, P 9-10).

قد تساعد السياسة النقدية التوسعية على زيادة أسعار الأصول من خلال زيادة الطلب عليها، وأن تطبيق بعض أدوات السياسة الاحترازية الكلية مثل القيود على نسبة القرض للقيمة قد تقلل من حدوث فقاعة الأصول. فعندما يحفز سعر السياسة المنخفض الاقتراض وزيادة الائتمان الممنوح فإن هذا يشجع على زيادة أسعار الأصول، وفي ذات الوقت فإن تخفيض نسبة LTV يمكن أن تجابه هذا التأثير. في هذا الاتجاه اشارت العديد من الدراسات أن تقييد نسبة LTV بإمكانها أن تقلل من معدل ارتفاع أسعار المنازل وتقلل من احتمالية ظهور فقاعة العقارات (Crowe and others, 2011, PP 22-23), (Wong and others 2011), (Igan and Kang, 2011).

تكمن أحد مشاكل فاعلية السياسة النقدية في تحقيق أهدافها من خلال التفاعل بين السياسة النقدية المحلية وتدفقات رأس المال، وأن هذه المشكلة يمكن احتوائها باستخدام أدوات السياسة الاحترازية الكلية. لأن أدوات السياسة

الاحترازية الكلية تستطيع التأثير على التدفقات الإجمالية لرأس المال وتستطيع تغيير تركيبة تلك التدفقات بعيداً عن التدفقات قصيرة الأجل، وبالتالي تقلل من المخاطر النظامية الناتجة عن تدفقات رأس المال للداخل (Hahm et al, 2012). في هذا السياق تستخدم السياسة الاحترازية الكلية أداة متطلبات الاحتياطي على العملة الأجنبية (FX reserve requirements RRS)، أذ في حالة زيادة الاقتراض بالعملة الأجنبية بسبب معدلات الفائدة المحلية المرتفعة تستطيع أداة السياسة الاحترازية الكلية من تقليل مخاطر التعثر من خلال تقييد نسبة LTV على سبيل المثال بالإضافة إلى تقييد الإقراض بالعملة الأجنبية (IMF, 2012, P10). من ناحية أخرى وفي حالة قيام السياسة النقدية برفع سعر السياسة سيجذب تدفق رأس المال للداخل مما يؤثر على رفع قيمة العملة المحلية، وأن الزيادة في RRS يكون له تأثير معاكس طالما أن هذه الأداة ستعمل على تقليل العائد على الودائع المحلية والأجنبية (Glocker and Towbin, 2012a). وفي دراسة لـ Glocker and Towbin (2012b) وجدوا بأن زيادة RRS بنسبة (1 في المائة) سيؤدي إلى تخفيض قيمة العملة المحلية بمقدار (2 في المائة).

### ب. العلاقة بين السياسة الاحترازية الكلية والسياسة المالية:

تعكس السياسة المالية المنهاج والفلسفة الحكومية في إدارة شؤونها المالية، ومن خلال السياسة المالية تلعب الحكومة دوراً مهماً في الاقتصاد بجانب قطاع الشركات والقطاع العائلي، لأنها تتحكم بأكبر ميزانية وبالتالي فإن قراراتها تجاه الإيرادات والنفقات يكون له الأثر البالغ على الطلب الكلي والنشاط الاقتصادي بشكل عام. كما أن الحكومة تعد من أكبر المقترضين على المستويين المحلي والدولي. وبالتالي لا يمكن أنكار دورها المهم في النشاط الاقتصادي، لذلك، فإن السياسة المالية تلعب دوراً مهماً في دعم الاستقرار المالي وتقليل المخاطر النظامية من خلال بناء المصدات المالية الكافية في الأوقات الجيدة واستخدام تلك المصدات في تخفيف حدة الازمات المالية عند حدوثها.

على الرغم من أن الاستقرار المالي هو ليس هدف أساسي للسياسة المالية، ولكن بعض أدوات السياسة المالية يكون لها تأثير مهم على تطور المخاطر النظامية وقدرة النظام المالي على امتصاص الصدمات غير المتوقعة. وبالتالي فإن أي تعاون بين السياسة المالية والسياسة الاحترازية الكلية سيكون له الأثر البالغ على تقليل احتمالية حدوث الازمات المالية والمصرفية (Dumičić, 2019, p3).

أن إمكانية الحكومة بالمحافظة على الاستدامة المالية وبنسبة عجز منخفض تقلل من المخاطر التي تتعرض لها المصارف بسبب احتفاظ الأخيرة بنسبة غير صغيرة من الأوراق المالية الحكومية ضمن محفظتها الاستثمارية مما زاد من الربط بين سلامة المالية العامة للحكومة والاستقرار المالي. لأن الزيادة في نسبة الدين العام يقلل من قدرة السياسة المالية على مقاومة الصدمات ويضع ضغوط إضافية على السياسات الاقتصادية الأخرى. لذلك فإن نسبة الدين العام

إلى الناتج المحلي الإجمالي أصبحت أحد المتغيرات المهمة التي تُقيم المخاطر النظامية للحكومة وأن ارتفاع النسبة المذكورة له آثار سلبية.

من ناحية أخرى فأن الانخفاض المفاجئ للأنفاق العام سيزيد من مستوى البطالة وبقول الطلب الكلي مما يزيد من حالات التعثر من قبل المقترضين افراد وشركات مما يهدد مستوى الاستقرار المالي.

كما يشير التقرير السنوي لبنك التسويات الدولي (2016) إلى أن أي خلل يصيب الجدارة الائتمانية السيادية للدولة يكون له انعكاسات سلبية على الاستقرار المالي لأنها تقلل من قيمة الأوراق المالية السيادية التي تستعملها المصارف كضمانات، كما أنها تؤثر على الاستقرار المالي بشكل غير مباشر بسبب تأثيرها على ضعف النشاط الاقتصادي وزيادة تكلفة التمويل وزيادة حالات التعثر بين زبائن المصارف. ولغرض حماية النظام المالي من تعرضه لمخاطر الديون السيادية فيجب على السياسة الإحترازية الكلية أن تأخذ بمزيد من الاعتبار تلك المخاطر ورصد المخصصات الكافية لتجنب هكذا مخاطر أو تقييد الديون السيادية المحتفظ بها لدى المصارف أخذين بنظر الاعتبار التصنيف الائتماني للدولة المصدرة للديون السيادية (BIS, 2016).

كما يشير (Bikas and Žaltauskaite, 2014) بوجود ثلاث قنوات أساسية تؤثر من خلالها السياسة المالية على الاستقرار المالي وهي: الطلب الكلي، المصدات المالية، وقدرة السياسة المالية على مساعدة القطاع المالي في أوقات الازمات.

من ناحية أخرى، تعد السياسة الضريبية من الأدوات المهمة التي لها تأثير على السياسة الإحترازية الكلية لما لها من تأثير على قرارات الاستثمار والاستهلاك. أن الضرائب المفروضة على شراء المنازل على سبيل المثال يكون لها تأثير بشكل مباشر على أسعار العقارات والطلب عليها كما أنها تعد

أحد أدوات السياسة المالية المعاكسة للدورة. أذ أن انخفاض الضرائب المفروضة على القطاع العقاري أو المفروضة على القروض للقطاع العقاري تشجع الطلب على المنازل مما يزيد من أسعارها وقد تخلق فقاعة في القطاع العقاري في حالة حدوث أي إجراءات معاكسة (Dumičić, 2019, p103). نخلص مما تقدم أنه يوجد علاقة تبادلية بين السياسة المالية والاستقرار المالي واتي يمكن توضيحها من خلال الآتي:

أ- **السياسة المالية داعمة للاستقرار المالي:** أن قدرة السياسة المالية الحصيفة والحكيمة على تقليل عجز الموازنة العامة إلى المستويات المقبولة والمحافطة على استدامة المالية العامة من خلال توفير مصادر التمويل اللازمة للإنفاق العام يقلل مزاحمة الحكومة للقطاع الخاص من الحصول على التمويل اللازم من القطاع المصرفي بل وقد يعمل على تقليل تكلفة الاقتراض ويزيد من نمو الائتمان والعمق المالي المرغوب في دعم النمو الاقتصادي. كما أن بناء الصناديق السيادية والاحتفاظ أو الاستثمار الآمن للفوائض المالية يمكن الاستفادة منها كمصدات في أوقات الصدمات غير المتوقعة. أن الوفورات المالية الفائضة للمالية العامة يمكن الاستفادة منها في توفير الاموال اللازمة للمصارف في أوقات الازمات المالية.

ب- **السياسة المالية غير المنضبطة أداة لعدم الاستقرار المالي:** إن السياسة المالية غير المنضبطة تزيد من عجز الموازنة وتزيد من الدين العام الداخلي والخارجي مما يرفع من نسبة المخاطر الائتمانية السيادية للدولة ويقلل تصنيف الدولة من قبل المؤسسات الدولية، ولغرض تقليل الضغط على الموازنة العامة قد تلجئ السياسة المالية

إلى زيادة نسبة الضرائب مما قد يعيق النشاط الاقتصادي (ارتفاع تكاليف الانتاج) ويزيد من حالات التعثر المصرفي. في هذه الحالة يلاحظ أن السياسة المالية غير المنضبطة أصبحت تشكل تهديداً للاستقرار المالي.

ج- **الاستقرار المالي داعم للسياسة المالية:** إن نجاح الجهود في المحافظة على قطاع مالي سليم ومستقر من خلال تقليل نسبة القروض المتعثرة والاحتفاظ بنسبة كفاية رأس المال عالية وتطبيق المعايير المصرفية الحصيفة تؤدي إلى زيادة مساهمة القطاع المالي في التنمية الاقتصادية وتزيد من النشاط الاقتصادي، فأن هذا الاستقرار المالي يساعد السياسة المالية بتحصيل المزيد من الإيرادات الضريبية بسبب انتعاش النشاط الاقتصادي، كما تستطيع المصارف توفير السيولة الكافية للسياسة المالية لمواجهة العجز المؤقت في الموازنة العامة.

د- **عدم الاستقرار المالي سبب لتدهور السياسة المالية:** إن عدم الاستقرار المالي يعمل على تقليل منح الائتمان من قبل المؤسسات المالية المختلفة، وأن انخفاض نمو الائتمان دون المستوى المطلوب يساعد على انكماش النشاط الاقتصادي مما يخلق ضغوطاً كبيرة على السياسة المالية من خلال تقليل الإيرادات الضريبية وزيادة الدين العام الداخلي والخارجي إلى أعلى من المستويات المرغوبة مما يزيد من المخاطر الائتمانية السيادية للدولة، وهذا أمراً غير مرغوب به إطلاقاً.

### خامساً: السياسة الإحترازية الكلية في الدول العربية

تختلف اقتصادات الدول العربية من حيث النشاط الاقتصادي من دول مصدرة للنفط وتعتمد على إيراداتها من هذا القطاع بشكل كبير إلى دول مستوردة للنفط، بالإضافة إلى اختلاف مستويات تطور ومتانة النظام المالي من دولة عربية إلى أخرى. هذه الحالة الاقتصادية تجعل الانظمة المالية في الدول العربية عرضة للتغيرات والصدمات الخارجية لاسيما الناتجة عن تقلبات أسعار النفط العالمية. وبالتالي فإن تكيف أوضاع المالية العامة يعد شرطاً مهماً لضمان سلامة واستقرار النظام المالي وتحقيق الاستقرار الاقتصادي بشكل عام. كما أن اعتماد معظم الدول العربية لاسيما المصدرة للنفط على نظام سعر الصرف الثابت يؤثر على استقلالية وفاعلية السياسة النقدية مما يتطلب الأمر إعطاء المزيد من الاهتمام للسياسة الإحترازية الكلية لضمان استقرار النظام المالي. إن واقع الدول العربية قد يفرض عليها أن تعتمد بشكل كبير على المصدات التي توفرها السياسة المالية بحيث تصبح السياسة المالية معاكسة للتقلبات الدورية Countercyclical لامتناسا اثار صدمات اسعار النفط على الطلب الكلي المحلي. ومن الجدير بالذكر ان السياسة المالية لاسيما في الدول المستوردة للنفط ليس دائماً تمتلك المصدات buffers والمرونة الكافية لمنع زيادة الائتمان وتراكم المخاطر النظامية في النظام المالي بسبب مستوى الانفاق العام الجاري المتزايد (Prasad et al, 2006, p6). لذلك تعد السياسة الإحترازية الكلية ذراع قوي يساند السياستين المالية والنقدية في مواجهة الصدمات ومنع تراكم المخاطر النظامية في النظام المالي. مع الاخذ بنظر الاعتبار طبيعة النظم المالي في الدول العربية وطبيعة السلطات المسؤولة عن الاشراف ومراقبة النظام المالي. إذ يلاحظ انه في معظم الدول العربية يقوم البنك المركزي بهذه المسؤولية، وبالتالي فإنه يقع على عاتق البنك

المركزي مهمة بناء و/أو تعديل إطار عام للرقابة والإشراف على المؤسسات المالية والذي قد يتطلب الأمر تأسيس أطر عامة تتولى مهمة تطبيق السياسة الاحترازية الكلية.

ونظراً لأهمية السياسة الاحترازية الكلية فقد باشرت العديد من الدول العربية بتطبيق بعض أدواتها وكما موضحة بالجدول (1):

### الجدول (1) بعض أدوات سياسة الحيطة الكلية في بعض الدول العربية

المؤشرات	المغرب	الإمارات	السعودية	لبنان	مصر	قطر	البحرين	عمان	الأردن	العراق
إحتياطات اجمالية	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	
نسبة الرافعة المالية (رأس المال إلى الأصول)			✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓
سقف على الائتمان أو نمو الائتمان								✓		✓
حدود على نسبة القرض للودائع		✓	✓		✓	✓	✓	✓		✓
متطلبات السيولة/ المصادات	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓
حدود على الانكشافات على القطاع العقاري		✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓
حدود على الانكشافات ما بين المصارف		✓		✓		✓		✓		
نسبة القرض للقيمة		✓	✓	✓		✓		✓	✓	✓
نسبة الدين للدخل		✓	✓	✓				✓	✓	✓
متطلبات مصادات رأس المال المعكس للدورة			✓		✓	✓		✓		✓
مصادات رأس المال للمصارف المحلية ذات الأهمية النظامية				✓	✓	✓	✓	✓		✓
حدود على القروض بالعملة الأجنبية					✓			✓	✓	✓
حدود على صافي المركزي المفتوح بالعملة الأجنبية	✓			✓	✓	✓		✓	✓	✓
حدود على التركزات المكشوفة (أكبر المقترضين)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

المصدر: Prasad, Ananthkrishnan, Monem, Heba Abdel and Martinez, Pilar Garcia (2016) Macroprudential Policy and Financial Stability in the Arab Region, International Monetary Fund, WP/16/98, pp 26-39.

من جانب آخر، إن التعاون بين السياسة النقدية والسياسة المالية وسياسة الحيلة الكلية في الدول ما يزال في بداياته في أفضل الأحوال، إذ أن هذا التنسيق ما يزال محدود على الرغم من سعي بعض الدول الجدي لخلق إطار تعاون بين السلطات المسؤولة عن السياسات أعلاه لاسيما في سلطنة عمان التي أسست لجنة عليا للاستقرار المالي برئاسة البنك المركزي العماني واءعاء من وزارة المالية (Prasad et al, 2006, p12).

وفي نفس الاتجاه، أشارت إحدى الدراسات التي اجريت على الاقتصاد الاردني بأن التنسيق بين السياسة النقدية والسياسة الإحترازية الكلية يترتب عليه مزيداً من الاستقرار للنظام المالي، إذ اوضحت الدراسة التي استخدمت نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM في قياس تأثير بعض أدوات السياسة النقدية على المخاطر النظامية (فجوة الائتمان) بوجود علاقة عكسية وذات معنوية احصائية بين نسبة الاحتياطي القانوني ونافذة الودائع لليلة واحدة كمتغيرات مستقلة وفجوة الائتمان كمتغير تابع، بالإضافة إلى وجود علاقة طردية ومعنوية احصائياً لمتغير معدل إعادة الخصم على فجوة الائتمان (Obeid and Awad, 2018).

ولغرض تخفيف اثار الأزمة المالية العالمية لعام 2008 على القطاع المالي في الدول العربية فقد كان للسياستين المالية والنقدية دور واضح في دعم القطاع الحقيقي ورفع معدلات النمو والتشغيل أو المحافظة على المعدلات السائدة، من خلال دعم الطلب الكلي عن طريق تبني سياسة مالية توسعية أو من خلال التسهيل النقدي ودعم السيولة المصرفية (بدوي، 2010، ص2). وكان للوفورات المالية التي تحققت في السنوات السابقة للأزمة العالمية مساهمة واضحة في التخفيف من حدة تلك الأزمة على القطاع الحقيقي. أذ تمثلت أدوات السياسة المالية التوسعية في خفض معدلات الضريبة ومنح

إعفاءات وامتيازات ضريبية وزيادة الانفاق العام لتعزيز الطلب الكلي المحفز الإنتاج والتشغيل. بينما تمثلت أدوات السياسة النقدية التوسعية المحفزة للطلب الكلي والإنتاج والتشغيل بتقديم تسهيلات أذونات الخزينة وشهادات الإيداع ودعم السيولة المصرفية بشكل مباشرة من خلال قيام المصارف المركزية بفتح حسابات ودائع زمنية حكومية لأجل طويلة في المصارف التجارية بالإضافة إلى تقديم ضمانات القروض والودائع لتعزيز الثقة وتقليل المخاطر وكذلك قامت البنوك المركزية بخفض أسعار الخصم ومتطلبات الاحتياطي القانوني.

#### سادساً: الاستنتاجات والتوصيات

لعل من أبرز الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية عام 2008 أن متانة المراكز المالية للمؤسسة المالية بشكل إفرادي غير كافٍ لتحقيق الاستقرار المالي على المستوى الكلي للقطاع المالي لوجود ما يسمى بالمخاطر النظامية ومخاطر العدوى، قدمت الدراسة تحليلاً لأدوات السياسة الاحترازية الكلية ودورها في تعزيز الاستقرار المالي من خلال تقييم وتحليل ضبط المخاطر النظامية، إضافةً لذلك أكدت الدراسة على أهمية التنسيق بين السياسة الاحترازية الكلية والسياسات الاقتصادية الأخرى، توصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات على النحو التالي:

### أ. الاستنتاجات:

- 1- إن تطبيق السياسة الاحترازية الكلية غير كاف لتحقيق الاستقرار المالي دون دعم السياستين النقدية والمالية والتنسيق معهما.
- 2- إن التنسيق والتعاون بين السياسة النقدية والسياسة المالية والسياسة الاحترازية الكلية عند تنفيذ أدواتها المختلفة بالضرورة ينتج عنه مستوى عالٍ من الاستقرار المالي المرغوب.
- 3- تكمن أهمية السياسة الاحترازية الكلية في قدرتها على تحديد وقياس المخاطر النظامية والتقلبات، وأن أي خلل في توقيت تنفيذ هذه السياسة ينتج عنه آثار سلبية ضارة لا تحقق الهدف النهائي للسياسة الاحترازية الكلية وهو الاستقرار المالي.
- 4- الدول التي تستخدم السياسة الاحترازية الكلية باستمرار تشهد معدلات نمو اقتصادي مرتفعة، لأن النظام المالي المستقر والمتطور يعد ركيزة أساسية للنمو الاقتصادي.
- 5- يوجد دور تكميلي بين السياسة الاحترازية الكلية والسياسة النقدية يجب الاستفادة منه لضمان الاستقرار المالي والاقتصادي.

### ب. التوصيات:

- 1- إن وجود السياسة الاحترازية الكلية أصبح مهم جداً لدى البنوك المركزية لضمان الاستقرار المالي بجانب دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار السعري.
- 2- إن النجاح في اختيار التوقيت المناسب لتطبيق أدوات السياسة الاحترازية الكلية يعد أحد أسباب نجاحها في تحقيق أهدافها.

- 3- السياستين النقدية والمالية يجب أن تأخذ الاستقرار المالي بمزيد من الاعتبار كهدف ثانوي يساهم في تحقيق أهدافهما الأساسية.
- 4- تأسيس وتفعيل لجنة الاستقرار المالي الوطنية والتي تضم في عضويتها ممثلين عن البنك المركزي ووزارة المالية وهيئة الأوراق المالي برئاسة البنك المركزي بات أمراً ضرورياً لضمان التنسيق والتعاون بين السياسة النقدية والسياسة المالية والسياسة الإحترازية الكلية لتحقيق الاستقرار المالي والمحافظة عليه.

## قائمة المصادر والمراجع:

Alpanda Sami, Cateau Gino and Meh Cesaire (2014) A policy model to analyze macroprudential regulations and monetary policy, BIS Working Papers No. 461, <https://www.bis.org/publ/work461.pdf>

Altunbas, Yener, Binici, Mahir and Gambacorta, Leonardo (2017) Macroprudential policy and bank risk, BIS Working Papers No 646. Bank for International Settlements.

Andries, Alin and Melnic, Florentina (2019), Macroprudential Policies and Economic Growth, Journal of Review of Economic and Business Studies, Vol. 12, Issue 1.

Basel Committee on Banking Supervision (2010), An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements, Bank for International Settlements, <https://www.bis.org/publ/bcbs173.pdf>

Bikas, E., & Žaltauskaite, S. (2014). The Role of Fiscal Policy in Ensuring Financial Stability in Lithuania. 8th International Scientific Conference “Business and Management 2014”. 199-206. May 15–16, 2014, Vilnius, Lithuania.

BIS Annual Economic Report (2016) Towards a financial stability-oriented fiscal policy, <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2016e5.htm>

Boar, Codruta; Gambacorta, Leonardo; Lombardo, Giovanni; da Silva, Luiz Pereiral (2017) What are the Effects of Macroprudential Policies On Macroeconomic Performance? BIS Quarterly Review September

Cerutti, Eugenio & Claessens, Stijn & Laeven, Luc, 2017. "[The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence](#)," [Journal of Financial Stability](#), Elsevier, vol. 28(C), pages 203-224.

Committee on the Global Financial System (2012), Operationalising the selection and application of macroprudential instruments, CGFS Papers, No. 48, <https://www.bis.org/publ/cgfs48.pdf>

Crowe, Christopher W., Deniz Igan, Giovanni Dell’Ariccia, and Pau Rabanal, 2011, “How to Deal with Real Estate Booms,” IMF Staff Discussion Note 11/02 (Washington: International Monetary Fund).

Dumičić, Mirna (2019) Linkages Between Fiscal Policy and Financial (In)Stability, [Journal of Central Banking Theory and Practice](#), Vol. 8, Issue 1.

<https://content.sciendo.com/view/journals/jcbtp/8/1/article-p97.xml?lang=en>

Evans, Owen, Leone, Alfredo M., Gill, Mahinder and Hilbers, Paul (2000) Macroprudential Indicators of Financial System Soundness, Occasional Paper, No. 192, International Monetary Fund.

Farhi, E and J Tirole (2012): “Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts”, American Economic Review, vol 102, n 1, pp 60-93

Fazio, Dimas Mateus; Silva, Thiago Christiano Benjamin; Tabak, Miranda and Cajueiro, Daniel Oliveira (2018) Inflation Targeting and Financial Stability: does the quality of institutions matter? Central Bank of Brazil, Working Paper No. 470.

<https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps470.pdf>

Gabriela Guibourg, Magnus Jonsson, Björn Lagerwall and Christian Nilsson (2015) Macroprudential policy – effects on the economy and the interaction with monetary policy, Sveriges Riksbank Economic Review No. 2, [http://archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/POV/2015/2015\\_2/rap\\_pov\\_artikel\\_2\\_150917\\_eng.pdf](http://archive.riksbank.se/Documents/Rapporter/POV/2015/2015_2/rap_pov_artikel_2_150917_eng.pdf)

Glocker, Christian and Pascal Towbin, 2012a, “Reserves Requirements for Price and Financial

Glocker, Christian and Pascal Towbin, 2012b, “The Macroeconomic Effects of Reserve Requirements,” Document de Travail 374 (Paris: Banque de France).

Hahm, Joon-Ho, Frederic S. Mishkin, Hyun Song Shin, and Kwanho Shin, 2012, “Macroprudential

Homohan, Patrick and Klimgebiel (2000), Controlling the Fiscal Costs of Banking Crises, The World Bank, Policy Research Working Paper No. (2441)

Igan, D and H Kang (2011): “Do Loan-to-Value and Debt-to-Income Limits Work? Evidence from Korea”, IMF Working Paper, n 297.

IMF (2012) The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies—Background Paper International Monetary Fund.

<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/012713.pdf>

IMF (2013), Key Aspects of Macroprudential Policy: Executive Summary, International Monetary Fund.

IMF (2017), Macroprudential Policy Survey, , available at:

<https://www.imf.org/~media/Files/.../imf-2017-macroprudential-policy-survey.ashx>

Kim, Soyoung and Mehrotra, Aaron (2017) Effects of Monetary and Macro-Prudential Policies – Evidence from Inflation Targeting Economies in The Asia-Pacific Region

and Potential Implications for China, Bank of Finland, Discussion Papers No.4. <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/14604/dp0417.pdf;jsessionid=927430C1A67381F62DEBE8E64A7D2622?sequence=1>

King, R.G. and Levine, R., (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, No. 3, pp 717-37.

Macroeconomic Assessment Group (2010), Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements, Bank for International Settlements, <https://www.bis.org/publ/othpl2.pdf>

Obeid, Rami and Awad, Bassam (2018) Interaction of Monetary and Macro-prudential Policies: The Case of Jordan- Credit Gap as an Example, Asian Journal of Economics and Empirical Research, Vol. 5, No.1, pp99-111.

Osiński, Jacek, Seal, Katharine, and Hoogduin, Lex (2013) Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation, IMF Staff Discussion Note. International Monetary Fund.

Policies in Open Emerging Economies, NBER Working Paper Series 17780  
<https://www.nber.org/papers/w17780.pdf>

Prasad, Ananthkrishnan, Monem,,Heba Abdel and Martinez, Pilar Garcia (2016) Macroprudential Policy and Financial Stability in the Arab Region, International Monetary Fund, WP/16/98.

Sánchez, Aida Caldera and Röhn, Oliver (2016) How Do Policies Influence GDP Tail Risks? OECD Economics Department Working Papers No. 1339. <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/5jln042811wl-en.pdf?expires=1577270287&id=id&accname=guest&checksum=BC533EFEA6AB0D47013F7051779A2626>

Stability: When Are They Effective?” International Journal of Central Banking, 8 (1), 66–113.

Wong Eric, Fong Tom, Li Ka-fai and Choi Henry (2011) Loan-To-Value Ratio as A Macro-Prudential Tool –Hong Kong’s Experience and Cross-Country Evidence, Hong Kong Monetary Authority, Working Paper 01/2011. <https://www.interest.co.nz/sites/default/files/HK%20LVR%20report.pdf>



للحصول على مطبوعات صندوق النقد العربي

يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

صندوق النقد العربي

ص.ب. 2818

أبوظبي - الإمارات العربية المتحدة

هاتف رقم: 6215000 (+9712)

فاكس رقم: 6326454 (+9712)

البريد الإلكتروني: [centralmail@amfad.org.ae](mailto:centralmail@amfad.org.ae)

موقع الصندوق على الإنترنت: <http://www.amf.org.ae>





<http://www.amf.org.ae>

