

محددات وآثار الاستقرار المالي وكيفية قياسه

دكتور/ إبراهيم زكريا الشربيني

Abstract

This research focuses on the knowledge of the underlying effects and determinants of financial stability in a selected sample of advanced market economies and emerging economies, drawing on a comprehensive framework that focuses on the analytical

محددات وآثار الاستقرار المالي وكيفية قياسه

financial market, supervisory and regulatory role. The objectives of this research framework are to provide a coherent structure for analyzing financial stability issues, (a) promote early identification of potential vulnerabilities; (b) adopting preventive policies to avoid financial instability; (c) To address financial instability when preventive policies fail.

The key findings of this research are: (1) fiscal stabilization has increased over time in many economies over the last two decades; (2) fiscal stabilization is positively associated with financial deepening, the level of economic development, trade openness, government size as well as political factors; (3) fiscal stabilization significantly reduces vulnerability.

دكتور/ إبراهيم زكريا الشربيني

مدرس الاقتصاد - كلية التجارة - جامعة دمياط

محددات وأثار الاستقرار المالي وكيفية قياسه

دكتور/ إبراهيم زكريا الشربيني*

Abstract

This research focuses on the knowledge of the underlying effects and determinants of financial stability in a selected sample of advanced market economies and emerging economies, drawing on a comprehensive framework that focuses on integrating the analytical and political elements of financial stability based on the characteristics of finance and the definition of financial stability. Macroeconomics, monetary market, financial market, supervisory and regulatory role. The objectives of this comprehensive framework are to provide a coherent structure for analyzing financial stability issues to (a) promote early identification of potential vulnerabilities; (b) adopting preventive policies to avoid financial instability; (c) To address financial instability when Preventive policies fail.

The key findings of this research are: (1) fiscal stabilization has increased over time for many economies over the last two decades; (2) fiscal stabilization is positively associated with financial deepening, the level of economic development, trade openness, government size as well as political factors; (3) fiscal stabilization significantly reduces output volatility.

ملخص:

يركز هذا البحث على معرفة الأثار والمحددات الأساسية للاستقرار المالي في عينة مختارة من اقتصادات السوق المتقدمة والاقتصاديات الناشئة، من خلال الاعتماد على الإطار الشامل الذي يركز على دمج العناصر التحليلية والسياسية للاستقرار المالي، استناداً إلى خصائص التمويل وتعريف استقرار المالي، والذي يدور حول تقييم يجمع بين الاقتصاد الكلي والسوق النقدي والسوق المالي الدور الاشرافي والتنظيمي. وتتمثل أهداف هذا الإطار الشامل في توفير هيكل متماسك لتحليل قضايا استقرار المالي من أجل: (أ) تعزيز التعرف المبكر على نقاط الضعف المحتملة؛ (ب) تبني سياسات وقائية لتجنب حدوث عدم الاستقرار المالي؛ (ج) علاج حالات عدم الاستقرار المالي عند فشل السياسات الوقائية.

وكانت النتائج الرئيسية لهذا البحث هي: (١) زيادة الاستقرار المالي مع مرور الوقت للعديد من الاقتصادات على مدى العقدین الماضيين؛ (٢) الاستقرار المالي يتناسب طردياً مع التعميق المالي، ومستوى التنمية الاقتصادية، والانفتاح التجاري، وحجم الحكومة، فضلاً عن العوامل السياسية؛ (٣) الاستقرار المالي يقلل بدرجة كبيرة من تقلبات الإنتاج.

مقدمة:

ارتكز اهتمام صندوق النقد الدولي في الآونة الأخيرة على مفهوم الاستقرار المالي، فقد ظهرت أهمية هذا المفهوم بقوة بعد الأزمة المالية العالمية في أواخر عام ٢٠٠٧، التي أبرزت الكثير من المشكلات المتعلقة بتطبيق الرقابة والإشراف على البنوك بالشكل التقليدي المتعارف عليه، فضلاً عن غياب تعريف موحد ومتفق عليه لمفهوم الاستقرار المالي، على عكس السياسة النقدية التي أصبحت أطرها المختلفة معروفة وواضحة ومناهجها متبعة في الدول المختلفة، حيث إن عملية تطوير السياسة النقدية بدأت في أوائل التسعينات مع تبنى استهداف التضخم كإطار رسمي للسياسة النقدية من قبل الدول السبقة في هذا المجال.

ولقد أظهرت الأزمة المالية العالمية مشكلات لم تكن واضحة في الأزمنة العادية. من هنا أصبح الاستقرار المالي من أهم أولويات صندوق النقد الدولي والبنوك المركزية في الدول المختلفة، فالبنك المركزي في أي دولة له دور رقابي على البنوك، وفي بعض الأحيان يتجاوز هذا الدور الرقابي، من خلال وضع قيود إضافية ملزمة للبنوك بهدف حماية الجهاز المصرفي والحفاظ على السلامة والملاءة المالية للبنوك، ومن ثم حماية القطاع المالي من احتمال حدوث أزمة مالية في المستقبل، غير أن تلك القيود قد تعوق النمو الاقتصادي، وبالتالي فرص التوظيف في الدولة، وبناءً على ذلك، يمكن أن يكون أحد تعريفات الاستقرار المالي هو خلق التوازن بين الدور الرقابي والإجراءات المشددة التي يضعها البنك المركزي على البنوك في الدولة، وبين أثر تلك الرقابة على النمو الاقتصادي والتشغيل، وهذا هو المفهوم البسيط للاستقرار المالي".

وتكمن صعوبة تحقيق الاستقرار المالي في أنه ليس له محددات معروفة يمكن اتباعها خلال الدورات الاقتصادية، ومن هنا فإن تحقيقه يكون أمر صعب جداً، وتتصدر سياسات وأدوات التحوط والاحتراز الكلي اهتمام البنوك المركزية، وبصفة خاصة علاقتها بأدوات السياسة النقدية حتى لا تتعارض الأهداف وتتشابك الأدوات بشكل يؤثر سلباً على استقرار الاقتصاد الكلي أو استقرار وسلامة الجهاز المصرفي والقطاع المالي".

ولقد تزايدت أهمية الحفاظ على الاستقرار المالي، خاصة في الفترة التي تلت الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، والدليل على هذا أن هناك عدد كبير من البنوك المركزية والعديد من المؤسسات المالية الدولية بما فيها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك التسويات الدولية، تصدر تقارير دورية عن الاستقرار المالي، كما تخصص جانباً هاماً من نشاطها لدراسة الاستقرار المالي والسعي لتحقيقه سواء على المستوى الدولي أو على المستوى المحلي.

مشكلة البحث:

كان لتزايد توجه الدول النامية نحو اتباع العديد من الإجراءات الرامية لتحقيق الاستقرار المالي بها من خلال الاندماج المالي في أسواق المال العالمية، سواء كان السبب هو ندرة رؤوس الأموال المتاحة

لما من مصادر محلية، أو كان السبب تبنيها برامج لإصلاح اقتصاداتها مدعومة من المؤسسات المالية الدولية، دوراً في إبراز مشكلة عدم الاستقرار المالي، والسعي إلى علاجها في تلك الدول. ولقد برزت مشكلة عدم الاستقرار المالي خلال عقد التسعينات من القرن العشرين والفترة التالية له، والتي انتهت بالأزمة المالية العالمية في أغسطس من عام ٢٠٠٨، وكان هذا سبباً لاتجاه العديد من البنوك المركزية في مختلف دول العالم للاهتمام بتحقيق الاستقرار المالي. ونظراً لأن مفهوم الاستقرار المالي يستوعب معاني كثيرة والتي تختلف باختلاف ظروف كل دولة وعلى فترة زمنية، لذا يهتم هذا البحث بالمحددات التي تحدد أطر الاستقرار المالي، كما يهتم أيضاً بدراسة الآثار المحتملة من وراء الاستقرار المالي، ومعرفة مؤشرات وكيفية قياسه. مما سبق تتبلور مشكلة البحث في التساؤل التالي: ما هي المحددات وآثار الاستقرار المالي وكيف يمكن قياسه.

أهداف البحث:

يتمحور الهدف الأساسي للبحث في معرفة المحددات الأساسية للاستقرار المالي وآثاره وكيف يمكن قياسه. ويتطلب تحقيق هذا الهدف وضع مفهوم واضح للاستقرار المالي، ومعرفة أهم المحددات التي تؤثر فيه، والمؤشرات الدالة على الاستقرار المالي، وكيف يمكن قياسه من خلال بناء نموذج لقياس الاستقرار المالي، مع توضيح مدى تأثيره على الاقتصاد الحقيقي.

أهمية البحث:

نظراً لكون ظاهرة عدم الاستقرار المالي أصبحت تمثل موضع قلق على المستوى العالمي والمحلي، فإنها لقيت اهتماماً متزايداً في الآونة الأخيرة، سواء من البنوك المركزية والمؤسسات المالية الدولية، أو من جانب الباحثين الأكاديميين، خاصة بعد ارتفاع وتيرة وحدة الأزمات المالية خلال الثلاث عقود الماضية، وذلك لإخضاع مفهوم الاستقرار المالي للدراسة لدراسة تطبيقية توضح علاقته بالظروف الاقتصادية التي تختلف من بلد إلى آخر ومن فترة زمنية لأخرى.

منهج البحث:

يستخدم البحث المنهج النظري والمنهج الكمي، وذلك لدراسة مشكلة البحث دراسة نظرية، تليها دراسة تطبيقية قياسية، لاستخلاص النتائج وتفسيرها، واقتراح التوصيات اللازمة للتغلب على المشكلات التي تواجه البلدان النامية نتيجة معاناتها من عدم الاستقرار المالي.

الدراسات السابقة:

أولاً: دراسة أمارة مجلس محافظي البنوك المركزية ومؤسسات النقد العربية بعنوان (١): العلاقة المتداخلة بين الاستقرار المالي والشمول المالي.

لمة مجلس محافظي البنوك المركزية ومؤسسات النقد العربية، العلاقة المتداخلة بين الاستقرار المالي والشمول المالي، صندوق النقد العربي، ٢٠١٥.

تناولت هذه الورقة بالدراسة الارتباط بين الشمول المالي وكلا من الاستقرار المالي، الزاومة المالية، والحماية المالية للمستهلك، وكذلك دراسة نظرية ارتباط الشمول المالي بالأهداف الأخرى. حيث عرفت هذه الورقة الشمول المالي بأنه إتاحة واستخدام كافة الخدمات المالية لمختلف فئات المجتمع من خلال القنوات الرسمية بما في ذلك الحسابات المصرفية وصناديق التوفير، وخدمات الدفع والتحويل، خدمات التأمين، وخدمات التمويل والائتمان لتفادي لجوء بعض الدول إلى القنوات والوسائل غير الرسمية التي لا تخضع لحد أدنى من الرقابة والإشراف وتكون مرتفعة الأسعار نسبياً مما يؤدي إلى سوء استغلال احتياجات هذه الدول من الخدمات المالية والمصرفية.

وقد أشارت الورقة إلى أن قادة مجموعة الـ ٢٠ أدركوا أهمية الشمول المالي خلال عام ٢٠١٠ وقاموا بتأييده كدعامة أساسية في جدول أعمال التنمية العالمية. وقد وضعوا خطة عمل تقوم على وضع معايير دولية للبدء في تكثيف العمل على تطبيق الشمول المالي. وقد تبين أن التقدم في الشمول المالي يعزز من الاستقرار المالي كما يساهم في النمو الاقتصادي والكفاءة المالية، هذا إلى جانب تحسين مستوى معيشة الفقراء. كما استعرضت الورقة أسباب عدم الاستقرار المالي.

واستنتجت الورقة أن الشمول المالي هام للجهات الرقابية المالية، وذلك لارتباطه الوثيق بالأهداف التقليدية للبنوك المركزية. لهذا يتعين على البنوك المركزية الاهتمام بوضع استراتيجية للشمول المالي تتكامل مع استراتيجية البنك ككل. كما أكدت الورقة على أن هناك علاقة وثيقة طويلة الأجل بين الشمول المالي والاستقرار المالي، حيث أشارت إلى أن الشمول المالي بطبيعته يؤدي إلى الاستقرار المالي من خلال النهوض بالقطاع العائلي والمؤسسات الصغيرة، وزيادة كفاءة الوساطة المالية، ومكافحة غسل الأموال، وزيادة فاعلية تطبيق السياسة النقدية.

ثانياً: دراسة Michal Brzoza-Brzezina بعنوان^(٢): Monetary and macroprudential policy with

multi-period loans بمعنى السياسة النقدية والاحترازية الكلية مع قروض متعددة الفترات. اهتمت هذه الدراسة بتحديد الآثار المترتبة على القروض متعددة الفترات للسياسة النقدية والسياسة الاحترازية الكلية، مع مراعاة العديد من التعديلات الواقعية - معدلات القروض القابلة للتغير في مقابل معدلات القروض الثابتة، وقيود عدم السلبية على القروض الممنوحة حديثاً. ويتمثل الهدف العام لهذه الدراسة في توضيح كيف إن تعدد الفترات يؤثر على عمل كلتا السياستين، وإن كان بطرق مختلفة إلى حد كبير. حيث أوضحت أن العقود متعددة الفترات تجعل السياسة النقدية أقل فاعلية من الرهون العقارية ذات السعر المنخفض، ولا تؤدي إلى عدم تناسق كبير في انتقالها. على النقيض من ذلك، لا تعتمد آثار السياسة الاحترازية الكلية بشكل كبير على نوع مدفوعات الفائدة، ولكنها تظهر عدم تناسق قوي، مع وجود تشديد له آثار أقوى من التخفيف، وخاصة بالنسبة للاستحقاقات قصيرة ومتوسطة.

(٢) Michal Brzoza-Brzezina, Paolo Gelain, Marcin Kolasa, Monetary and macroprudential policy with multi period loans, Narodowy Bank Polski (NBP), Economic Institute, Warsaw, 2014, Working Paper No. 192.

ركزت هذه الدراسة على توضيح التطورات التي حدثت في مؤشرات السلامة المالية استجابة للحاجة إلى أدوات أفضل لتقييم مواطن الضعف في النظم المالية. فلقد حفزت الأزمات المالية التي حدثت في أواخر التسعينات من القرن العشرين البحث الواسع النطاق عن أدوات وتقنيات تساعد في الكشف عن الأزمات المالية وتساوم في منع حدوثها. وقد أبرزت وقائع عدم الاستقرار التي حدثت مؤخراً أهمية المراقبة المستمرة للنظم المالية كأداة لمنع الأزمات. وقد قام صندوق النقد الدولي بعدد من المبادرات في هذا المجال، لا سيما لدعم تعزيز الرقابة على البلدان الأعضاء من خلال تقييم القطاع المالي المشترك بين الصندوق والبنك الدولي، والذي بدأ في عام ١٩٩٩. وقد ركزت هذه الدراسة على مجموعة فرعية من مؤشرات السلامة المالية مثل الميزانية العمومية للبنك ومعلومات عن الدخل، والمؤشرات الاجمالية للهشاشة المالية للشركات غير المالية والأسواق المالية غير المصرفية. وتقدم هذه الدراسة التطورات الحديثة في فهمنا لمؤشرات السلامة بهدف دعم الجهود المستمرة التي تبذلها السلطات الوطنية والمؤسسات الخاصة في جميع أنحاء العالم لمراقبة سلامة النظام المالي. كما تتناول هذه الدراسة أيضاً استخدام مؤشرات السلامة المالية في العمل التشغيلي لصندوق النقد الدولي، وتحدد الفجوات الكبيرة في المعرفة والتوجيهات لمزيد من العمل.

إبعاً: دراسة (IMF) and JoãoTovar Jalles (IMF) Davide Furceri بعنوان (٤):
determination and effects of fiscal stabilization: new evidence from time-varying estimates
تناقش هذه الدراسة أن هناك عدة دوافع للقيام بها: أولها، أنه بالرغم من مرور عدة سنوات على الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٨، إلا أن معدلات النمو في العديد من البلدان لا تزال أقل بكثير من معدلاتها قبل الأزمة. فقد بلغت نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في العديد من البلدان في أوروبا الوسطى والشرقية والبلدان النامية إلى مستويات تاريخية عالية. وتساءلت الدراسة عن كيف يمكن للسياسة المالية أن تسهم في تحقيق نمو متوسط الأجل؟ ثانيها، أن تقلب الناتج الكلي يمكن أن يؤثر سلباً على النمو من خلال تأثيره على الاستثمار والإنتاجية. وأن السياسة المالية يمكن أن تعزز النمو على المدى المتوسط عن طريق الحد من التقلبات الكلية للاقتصاد الكلي: فالسياسة المالية يمكن أن تؤثر على نمو الإنتاجية عن طريق تقليل الحافز على خفض الاستثمار المعزز للإنتاجية (البحث والتطوير) مقابل الاستثمار في المشاريع قصيرة الأجل. وهذا التنبؤ يجد دعماً تجريبياً في الانحدارات ذات القطع العرضي للبلاد. وكذلك في الدراسات القائمة على القطاعات. كما أن للسياسة المالية تأثير على استقرار

(٣) V. Sundararajan, Charles Enoch, Armida San José, Paul Hilbers, Russell Krueger, Marina Moretti, and Graham Slack Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices, International Monetary Fund, Washington DC, 2002.
(٤) Davide Furceri (IMF) and JoãoTovar Jalles (IMF), determination and effects of fiscal stabilization: new evidence from time-varying estimates, IMF, XIV EPSE Conference—Fiscal policy challenges under the recent macroeconomic uncertainty Banco de la Republica, Bogota' -October 20, 2017.

الاقتصاد إذا زادت نسبة الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي عندما يزداد نمو الإنتاج وينخفض عندما ينخفض نمو الناتج.

وقد هدفت هذه الدراسة إلى الإجابة على ثلاث أسئلة هامة هي: ما مدى استقرار السياسة المالية في الواقع، وكيف يختلف الاستقرار المالي بمرور الوقت، وفيما بين البلدان، وعبر مراحل الدورة الاقتصادية؟ ما هي المتغيرات السياسية والهيكلية التي تحدد فعالية المثبتات المالية؟ إلى أي مدى يساهم الاستقرار المالي في تقليل التقلبات في الاقتصاد الكلي؟

وقد ساهمت هذه الدراسة في أنها استخدمت استراتيجية تجريبية جديدة وقدرت مقاييس متغيرة بمرور الوقت للاستقرار المالي لمجموعة من ٥٣ من اقتصاديات السوق المتقدمة والناشئة في الفترة من ١٩٨٠-٢٠١٤.

تحديد إطار البحث:

نظراً لاتساع نطاق موضوع الاستقرار المالي وتعدد أبعاده، فإن هذه الدراسة تقتصر على معرفة أهم محددات ومؤشرات الاستقرار المالي، مع معرفة آثاره على اقتصاديات البلدان المتقدمة والبلدان الناشئة، وقياس الاستقرار المالي في عينة تجمع بين الاقتصاديات المتقدمة والاقتصاديات النامية.

ويطيب للباحث تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث مباحث كالتالي:

المبحث الأول يتناول التعريف بالاستقرار المالي وأساسياته، ومظاهر عدم الاستقرار المالي.

المبحث الثاني يتناول أهم مؤشرات الاستقرار المالي.

المبحث الثالث يتناول الجانب التطبيقي والذي يركز على قياس الاستقرار المالي في عينة مختارة من البلدان.

المبحث الأول

الاستقرار المالي (تعريفه -أسسه - أسباب عدم الاستقرار المالي)

مع تزايد تعقيدات النظام المالي، أصبح تحديد مخاطر عدم الاستقرار المالي وتقييمها ينطوي على تحديات وتكاليف متزايدة. لهذا فقد أضحي موضوع الاستقرار المالي ضمن أهم الموضوعات الاقتصادية التي تسعى معظم البنوك المركزية في الدول المختلفة إلى تحقيقه، والحفاظ عليه من خلال الاعتماد على عدة وسائل أهمها السياسة النقدية والمالية.

وهناك عدة محاور يدور حولها تعريف الاستقرار المالي تعبر عنها الأسئلة التالية: هل الاستقرار المالي يتطلب سلامة المؤسسات، استقرار الأسواق، عدم وجود اضطرابات، تقلبات منخفضة؟ هل يمكن تحقيق الاستقرار المالي والحفاظ عليه من خلال القطاع الخاص وقوى السوق الحر بمفردها؟ وإذا لم يكن الأمر كذلك، فما هو دور القطاع العام في تعزيز الاستقرار المالي، في مقابل دور القطاع الخاص: هل هو فقط لإفساح المجال أمام القطاع الخاص لتحقيق الأفضل بمفرده، أم أنه دور استباقي ضروري

تحقيق المنافع الاجتماعية والخاصة الكاملة للتمويل؟ هل هناك توافق في الآراء حول كيفية تحقيق الاستقرار المالي والحفاظ عليه؟
ومن غير المحتمل أن نحصل على إجابات واضحة للأسئلة الثلاث الأولى دون الإجابة على السؤال الأول إجابة وافية، وبالمثل، فإنه من دون صياغة تعريف جيد، فإن مهمة الاستقرار المالي المتنامية ستظل تجد صعوبة في تطوير أطر تحليلية مفيدة لدراسة القضايا السياسية.

تعريف الاستقرار المالي:

بالرغم من أنه لا يوجد تعريف واحد مقبول ومستخدم على نطاق واسع للاستقرار المالي. بيد أن هناك محاولات حديثة لتحديد مفهوم الاستقرار المالي، لكن على ما يبدو أن معظمها يتجه لكي يتلاءم مع موضوع معين. بالإضافة إلى ذلك، فإن معظم المؤلفين يفضلون تعريف عدم الاستقرار المالي أو المخاطر الشاملة بدلاً من تعريف الاستقرار المالي.

ولكن النهج المتبع في هذا البحث هو لتعريف الاستقرار المالي وليس عدم الاستقرار المالي، وهذا راجع جزئياً إلى أنه من المحتمل أن يكون الهدف السياسي هو الأكثر نفعاً. فالسياسة تهدف إلى تجنب عدم الاستقرار المالي أو حدوث الأزمة - أو تهدف إلى إدارة المخاطر الشاملة - كما أن القرارات والتطبيقات السياسية والأطر التحليلية يمكن أن تتحيز نحو التضحية بكل المنافع الخاصة والاجتماعية للتمويل. إن اتباع نهج أكثر إيجابية أو بناءً - مثل النهج المقترحة في هذا البحث قد يخدم أغراض عملية إضافية، بما في ذلك إمكانية تقييم ما إذا كان من الممكن زيادة المنافع الخاصة والاجتماعية للتمويل بشكل أكثر. وهذا يكون مفيداً بشكل خاص للبلدان التي لديها أنظمة مالية غير متطورة نسبياً.

بالرغم من صعوبة تعريف التمويل، إلا أن تعريف الاستقرار المالي يكون أكثر صعوبة. فلا يوجد حتى الآن أي اتفاق عام بشأن ما يعنيه الاستقرار المالي بالضبط⁽⁵⁾. فقد اقترح المسؤولون، البنوك المركزية، والأكاديميون عدداً لا يحصى من التعريفات للاستقرار المالي. وقد عرفه البعض بصورة أخرى خلاف ذلك: حيث يرى هؤلاء أن الاستقرار المالي هو الحالة التي فيها يعطل عدم الاستقرار المالي الاقتصاد الحقيقي⁽⁶⁾، خاصة عندما تقوض مشاكل نقص المعلومات قدرة النظام المالي على تخصيص رؤوس الأموال لفرص الاستثمار المنتج. وقد اتبع أولئك الذين ركزوا على المخاطر النظامية نهج مماثل من قبل، تحديداً فيما يتعلق بالمشاكل المالية التي تنشأ عن الروابط بين المؤسسات أو الأسواق المالية والتي قد يكون لها تأثير سلبي كبير محتمل على الاقتصاد الحقيقي⁽⁷⁾.

وقد عرف "هالدين" Haldane (2004) الاستقرار المالي بأنه نموذج بسيط تعمل فيه أسعار الأصول لضمان المستوى الأمثل للادخار والاستثمار⁽⁸⁾. وقد أخذ آخرون وجهة نظر احترازية كلية، حيث

(5) Oosterloo, S., and J. de Haan, 2003, 'An Institutional Framework for Financial Stability', Occasional Studies, Vol. 1, No. 4, De Nederlandsche Bank, Amsterdam.

(6) Davis, E.P., 2002, 'A typology of Financial Instability', Financial Stability Report, No. 2, Oesterreichische Nationalbank, Wenen.

(7) De Bandt and Hartmann, 2000, 'Systemic risk: a survey', ECB Working Paper, No. 35, Frankfurt.

(8) Haldane, A., 2004, "Defining Monetary and Financial Stability," mimeo (London: Bank of England).

عرّفوا الاستقرار المالي بأنه الحد من مخاطر خسائر الإنتاج الحقيقية الكبيرة المرتبطة بحالات الصائفة المالية على مستوى النظام^(٩).

ويتبع هذا البحث تعريف الاستقرار المالي بأنه الوضع الذي يكون فيه النظام المالي قادراً على:

♦ تخصيص الموارد بكفاءة بين الأنشطة المختلفة وعبر الزمن؛

♦ تقييم وإدارة المخاطر المالية،

♦ استيعاب الهزات الخارجية.

من التعريف السابق نستنتج أن النظام المالي المستقر هو ذلك النظام الذي يعزز الأداء الاقتصادي وتراكم الثروة، ويكون قادر على منع الاضطرابات السلبية من إحداث تأثير مدمر مفرط. وبالنظر إلى أن التمويل مفهوم ديناميكي، يتضمن معاملات وابتكارات فيما بين الفترات الزمنية، فإنه يمكن النظر إلى الاستقرار المالي على أنه يحدث على طول تسلسل متصل قابل للتغير مع مرور الوقت ويتفق مع توليفات متعددة من العناصر المكونة له^(١٠).

على طول هذه التسلسل المتصل، يمكن تحديد نطاق أو ممر متعدد الأبعاد من الاستقرار يقوم النظام المالي للدولة بأداء مهامه الرئيسية داخله على نطاق واسع، هذا بالإضافة إلى أنه يمكن ملاحظة أنه يمكن أن يكون هناك دول توجد خارج هذا النطاق، وذلك لكون ناتجها الكلي يكون أقل بكثير من إمكاناتها نتيجة عدم وجود رؤوس أموال يتم توجيهها إلى الأنشطة المربحة، وعدم استطاعتها على إدارة المخاطر، وعدم قدرة نظامها المصرفي على استيعاب الهزات الخارجية. ويمكن النظر إلى عدم استقرار النظام المالي وقدرة النظام المصرفي على استيعاب الهزات الخارجية من خلال المثال ثنائي الأبعاد التالي: عند النظر للاستقرار المشترك للأسواق والمؤسسات المالية، فإنه يمكن تحديد توليفات من تقلبات أسعار الفائدة (كمصدر محتمل لعدم الاستقرار)، ورأس مال النظام المصرفي (كمصدر للقدرة الاستيعابية) تتفق مع الاستقرار المالي - أي تتفق مع تسهيل النظام المالي لتخصيص فعال للموارد الاقتصادية - وتوليفات أخرى لا تتفق مع الاستقرار المالي. حيث سيشكل الأول نطاق الاستقرار، وسيقع الأخير خارج هذا النطاق. ويمكن توسيع هذه المنهجية لتشمل مجموعة من العوامل أكثر شمولاً ومتعددة الأبعاد وقابلة للقياس، والتي تحدد معاً شبكة يمكن تحديد مدى استمراريتها للاستقرار.

الميزات التي يجب توافرها في تعريف الاستقرار المالي:

قبل تعريف الاستقرار المالي يجب أن ننبه إلى أن هناك بعض الميزات التي ينبغي توافرها في تعريف الاستقرار المالي وهي^(١١):

- أن الاستقرار المالي يرتبط بالرفاهية العامة، بمعنى أنه سلعة عامة.
- أن الاستقرار المالي يجب أن يكون قابل للملاحظة من قبل صناع القرار، وذلك لمعرفة مدى نجاحهم في تحقيقه.

(٩) Borio, C., 2003, 'Towards a Macro prudential Framework for Financial Supervision and Regulation?', BIS Working Papers, No. 128, Basel.

(١٠) Schinasi, 2004b, 'Defining Financial Stability', IMF Working Paper, Forthcoming, Washington DC.

(١١) Allen, W. and Wood, G. (2006): "Defining and achieving financial stability", journal of financial stability, June, pp.152-172

أن الاستقرار المالي يجب أن يكون خاضع للرقابة ويتأثر بقرارات السلطات العامة، حيث يكون هدفاً لسياسات هذه السلطات.

يجب أن يكون هناك تعريف سياسي واضح للاستقرار المالي.

العناصر الرئيسية في تعريف الاستقرار المالي:

بغض النظر عن التعريف الدقيق للاستقرار المالي، فإن "سكينازي جاري" Schinasi Garry في محاولته لوضع تعريف علمي دقيق للاستقرار المالي اقترح في عام ٢٠٠٥ عدة عناصر رئيسية للاستقرار المالي وهي (١٢):

أولاً: أن الاستقرار المالي مفهوم واسع النطاق، يشمل الأبعاد المختلفة للنظام المالي: البنية التحتية، المؤسسات والأسواق المالية. ونظراً للروابط الضيقة المتداخلة، فإن توقع حدوث اضطرابات في أي من مكونات النظام المالي يمكن أن يؤدي إلى تقويض الاستقرار الكلي، مما يتطلب منظوراً نظامياً.

ثانياً: اهتمام الاستقرار المالي بضبط السوق المحلية، بمعنى أن مفهوم الاستقرار المالي لا يقتصر فقط على منع حدوث الأزمات المالية فعلياً، بل يزيد من قدرة النظام المالي على احتواء الاضطرابات قبل أن تشكل تهديداً للنظام المالي.

ثالثاً: مفهوم الاستقرار المالي لا يعن فقط أن النظام المالي يقوم بدوره بشكل كاف لتخصيص الموارد، تحويل آجال الاستحقاق، تعبئة المدخرات، وتنويع المخاطر، بل أن هذا النظام يضمن قيام النقود بدورها كوسيلة للمعاملات، وكوحدة للحساب ومخزن للقيمة. بعبارة أخرى، أن هناك تداخل بين الاستقرار المالي والاستقرار النقدي إلى حد كبير.

رابعاً: يجب أن يؤثر الاستقرار المالي في الاقتصاد الحقيقي، بمعنى أن يتم تحليل الاستقرار المالي تبعاً للخسائر المحتملة في الاقتصاد الحقيقي.

خامساً: يجب أن يكون الاستقرار المالي ديناميكي، أي يجب أن يكون تحليل الاستقرار المالي مستمراً ولا يتسم بالسكون أو الجمود.

التعقيدات التي تواجه تعريف الاستقرار المالي:

يتضمن التعريف السابق ذكره للاستقرار المالي العديد من التعقيدات التي لها أهمية عملية من حيث تقييم المخاطر على أداء النظام المالي والمساهمة التي يمكن أن تقدمها السياسة لضمان الاستقرار المالي وهي (١٣):

أن التطورات التي تحدث في الاستقرار المالي لا يمكن تضمينها في مقياس كمي واحد: ففيما يتعلق بمعظم موضوعات السياسة الاقتصادية (استقرار الأسعار، البطالة، التوازن الخارجي أو الموازنات، الخ...)، يوجد لها مقياس مقبول بشكل عام، حتى وإن كان لا يزال خاضعاً للجدل المنهجي والتحليلي. إلا أنه على النقيض من ذلك، لا توجد حتى الآن وحدة لقياس الاستقرار المالي تتسم بالوضوح. وهذا

(12) Schinasi Garry (2005) : « Preserving financial stability », The economic Issues Series No.36, IMF.
 (13) Houben, Aerd C.F.J., Jan Kakes, and Garry Schinasi, 2004, "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability," IMF Working Paper 04/101 (Washington: International Monetary Fund) and DNB Occasional Paper (Amsterdam, Forthcoming), pp.13-14.

يعكس الطبيعة متعددة الأوجه للاستقرار المالي، من حيث صلته باستقرار المؤسسات المالية وقدرتها على الصمود، وعلى الأداء السلس للأسواق المالية ونظم التسوية الذي يتم مع مرور الوقت.

• من الصعب التنبؤ بالتطورات التي تحدث في الاستقرار المالي: حيث أن تقييم الدولة للاستقرار المالي لا ينبغي أن يقيس الاضطرابات فور ظهورها فحسب، بل يجب أن يشير أيضاً إلى نقاط الضعف التي قد تؤدي إلى حدوث مثل هذه الاضطرابات في المستقبل. لذلك، يجب البحث عن طريقة لإثبات تراكم هذه الاختلالات ومراعاة الفترات الانتقالية في أدوات السياسة. تكمن الصعوبة هنا في أن الأزمات المالية يصعب التنبؤ بها بسبب تأثيرات العدوى والعلاقات غير الخطية. بالإضافة إلى ذلك، غالباً ما تعكس مخاطر الاستقرار المالي العواقب بعيدة المدى للأحداث غير المتوقعة.

• التطورات التي تحدث في الاستقرار المالي يمكن السيطرة عليها جزئياً فقط: وذلك لأن أدوات السياسة التي يمكن استخدامها للحفاظ على الاستقرار المالي يكون لها أهداف أخرى، مثل حماية مصالح أصحاب الودائع (في حالة الأدوات الاحترازية)، وتعزيز استقرار الأسعار (في حالة السياسة النقدية) أو تعزيز التسوية السريعة للمعاملات المالية (في حالة السياسات التي تحكم أنظمة الدفع والتسوية). إلى جانب التأخير الزمني، فإن تأثير أدوات السياسة هذه على الاستقرار المالي يكون في الغالب غير مباشر؛ ففي بعض الحالات قد يكون هناك تعارض مع الهدف الأولي للأداة. علاوة على ذلك، فإن التطورات التي تحدث في الاستقرار المالي تكون عرضة بشكل كبير للهزات الخارجية - بدءاً من الكوارث الطبيعية إلى التقلبات المفاجئة في ميول السوق - مما يحد من قدرتها على التحكم بدرجة كبيرة.

• السياسات التي تهدف إلى تحقيق الاستقرار المالي غالباً ما تتطوي على تناوب بين المرونة والكفاءة. وكثيراً ما تتطوي التدابير الرامية إلى تعزيز الاستقرار المالي على الموازنة بين السعي إلى تخصيص الكفاء للموارد المالية وبين القدرة على منع أو استيعاب الصدمات التي يواجهها لنظام المالي.

أسس الاستقرار المالي:

تسعى البنوك المركزية إلى تحقيق أهدافها بالاعتماد على أسس الاستقرار المالي وعدم الوقوع في الأزمات والمخاطر التي تؤثر على أدائها لمهامها وتعرقل تحقيق الاستقرار المالي. وتتمثل أسس الاستقرار المالي في النقاط التالية:

• الثقة: حيث عادة ما تكون مؤسسات النظام المالي مستقرة إذا توافرت لديها درجة عالية من الثقة في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها باستمرار ودون مساعدات خارجية^(١٤).

• تجنب الاضطرابات: حيث أن الهدف من الحفاظ على استقرار النظام المالي هو تجنب حدوث اضطرابات فيه، والتي من شأنها أن تؤدي إلى التسبب في تعرض الاقتصاد الحقيقي لأضرار وتكاليف كبيرة^(١٥).

• حدوث استقرار نقدي: والذي يتمثل في انخفاض معدل التضخم، واستقرار أسعار الصرف^(١٦).

^(١٤) Crockett, A., (1997), "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?", in Maintaining Financial Stability in a Global Economy, Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, August, pp. 55-96.

^(١٥) Lager, J., (1999) "Monitoring Financial System Stability", Reserve Bank of Australia Bulletin, October.

تحقيق معدلات توظيف طبيعية.
توافر الثقة في المؤسسات والأسواق المالية العاملة في الاقتصاد.
عدم وجود تقلبات حادة في أسعار الأصول المالية أو الحقيقية في الاقتصاد بدون دواعي موضوعية.
قدرة النظام المالي على تحمل الهزات الخارجية دون أن يترك فرصة لتراكم التشوّهات التي تعوق تكوين المدخرات وتوزيعها على الفرص الاستثمارية المنتجة في الاقتصاد⁽¹⁶⁾.

أهمية الاستقرار المالي:

يرجع الاهتمام بموضوع الاستقرار المالي إلى ارتباطه الوثيق بالموازنة العامة للدولة والتي يُنظر لها باعتبارها برنامجاً لتحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية مُحددة وكذلك باعتبارها أداة رئيسية من أدوات السياسة المالية وذلك في إطار خطة عامة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، فالموازنة العامة للدولة يُمكن أن تؤدي دوراً إيجابياً في العمل على ترشيد الإنفاق العام، بالإضافة إلى دورها الأساسي لهام كأداة للرقابة المالية ومن ثمّ تحقيق الاستقرار المالي.

إلا أن وجود عجز في الموازنة العامة للدولة وزيادته من عام لآخر يؤدي إلى ارتفاع حاد في الدين العام بشقيه الداخلي والخارجي لتمويل عجز الموازنة العامة مما يؤدي إلى استنزاف الموارد الاقتصادية، وبالتالي فإن الاستقرار المالي يُعتبر من الأمور التي تشغل بال الإدارات الاقتصادية سواء بالدول المتقدمة أو الدول النامية على حد سواء وخاصة الدول النامية في ظل تزايد الأزمات الاقتصادية سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي نتيجة للتأثر بالأزمات الاقتصادية التي تحدث لدول أخرى، مثل الأزمة التي تعرضت لها المكسيك عام ١٩٩٥ والتي أنت إلى وصول المكسيك إلى حالة من الإفلات المالي وإعلانها عدم القدرة على سداد ديونها، وكذلك الأزمة التي تعرضت لها دول شرق آسيا المعروفة بدول النمر الآسيوية، والتي لولا تدخل صندوق النقد والبنك الدوليين والدول الكبرى ذات المصالح المشتركة بهذه الدول ومنها الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وغيرها من الدول لانهالت هذه الدول انهياراً تاماً.

من هنا أصبح الاستقرار المالي أحد أهم الأهداف الأساسية التي يسعى صندوق النقد والبنك الدوليين إلى تحقيقها للدول الأعضاء وذلك للحفاظ على توازن الاقتصاد العالمي.

ويمكن الوقوف على أهمية الاستقرار المالي من خلال النقاط التالية:

- ١- إن الاضطرابات المالية تمثل أهم المخاطر التي تهدد استقرار الاقتصاد العالمي؛ لهذا يجب زيادة التدخل في أسواق المال لتقليل حدة المخاطر وتحسين حوكمة النظام المالي العالمي من خلال شبكة تضم المسؤولين عن إدارة المخاطر.
- ٢- إن غياب الاستقرار يؤثر على النمو الاقتصادي؛ حيث أن هناك علاقة عكسية بين النمو الاقتصادي وحدة الأزمات المالي التي يتعرض لها الاقتصاد العالمي، فقد أشار صندوق النقد الدولي في تقريره

⁽¹⁶⁾Foot, M., (2003), "What is "financial stability" and How do we get It?" The Roy Bridge Memorial Lecture, Financial Services Authority, April.

⁽¹⁷⁾Padoa-Schioppa, T., (2002), "Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land In Between", Paper presented at the Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main 24-25 October.

الذي أصدره في عام ٢٠٠٨ تحت عنوان المخاطر المالية العالمية، إلى أنه كلما زادت حدة الأزمات المالية وطالت فترة بقائها كلما قلت معدلات النمو الاقتصادي. والدليل على هذا أنه بسبب استمرار أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة عام ٢٠٠٨ وتداعياتها العالمية، انخفض معدل نمو الاقتصاد العالمي إلى ٣,٧% بدلا مما كان متوقعا وهو ٤,٩% في عام ٢٠٠٧^(١٨).

٣- تحدث الاضطرابات المالية تأثيراً متزايداً على كل قنوات الائتمان المصرفية وغير المصرفية في اقتصادات الدول المتقدمة، بسبب تشديد معايير الإقراض المصرفي في الولايات المتحدة ودول أوروبا، وتراجع حركة اصدار الأوراق المالية، واتساع الفروق في العائد على سندات دين الشركات.

٤- تمتد نتائج الاضطرابات المالية سنوات بعد حدوثها، لتشمل جميع المجالات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، وكما أشار "كيندلبرجر" Kindleberger في كتابه "الهوس، الفرع، الانهيار: تاريخ الأزمات المالية"^(١٩) أن التاريخ المالي للعالم ما هو إلا أزمات مالية لم تتعدى دورة حدوث الواحدة منها عشر سنوات. والاقتصادي الأمريكي الشهير "هيمن مينسكي" Hyman Minsky الذي توصل إلى نتيجة هامة مفادها أن العالم يحاول تحقيق الاستقرار لنظام هش بطبيعته ومعرض للأزمات المالية^(٢٠).

مما سبق نجد أن أمر تحقيق الاستقرار المالي قد أصبح يعتلي مركز الصدارة ضمن الاهتمامات الرئيسية التي تشغل بال وأعمال واجتماعات الجهات المعنية من أفراد ومؤسسات على المستوى العالمي. ومما يدل على هذا أنه لا يكاد يخلو اجتماع لقادة دول مجموعة الثمانية أو غيرها إلا ويكون ضمن برنامج أعماله الحديث عن الاستقرار المالي وضرورة التكاتف معاً للحد من الأضرار والتكاليف التي يتسبب فيها عدم الاستقرار المالي. ولا يكاد يخلو بنك مركزي من وحدة خاصة ينصب عملها على الاستقرار المالي وتقوم بإصدار التقارير والدراسات الخاصة بالاستقرار المالي. وتصدر النصح والتحذيرات والتنبيهات.

أسباب عدم الاستقرار المالي:

لتحقيق الاستقرار المالي يجب تفاذي الأسباب التالية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي:

١- ينشأ عدم الاستقرار المالي كما أشار "كيندلبرجر"^(٢١) في حالات ثلاث هي:

- حالات الزعر المالي

- حالات عدم استقرار مستوى الأسعار.

ويمكن توضيح انعكاسات هذه الحالات على الاقتصاد الكلي كما يلي:

* في حالة الزعر المالي والخوف من فشل البنك في الوفاء بالتزاماته، يتدافع المودعون بشكل فردي دون أن يضمهم تنظيم قانوني إلى البنوك لسحب ودائعهم، ونتيجة لهذا التصرف يحدث عدم الاستقرار.

* في حالة الانهيار في سوق الأوراق المالية، فإن الوضع يكون مشابه تماماً في حالة الزعر المالي، حيث أنه عند الشعور بالخوف من تدهور أسعار الأوراق المالية يتسارع الأفراد في عملية البيع بكثافة،

^(١٨) International Monetary Fund (2008): Global Financial Stability Report, April.

^(١٩) Kindleberger, C.P. and Robert Z. Aliber (2005) "Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises", 5th Ed, John Wiley & Sons, INC, New Jersey.

^(٢٠) Ibid, p. 6

^(٢١) Ibid, pp. 2-6

مما ينتج عنها حدوث نتائج سلبية تتمثل في تدور أسعار الأوراق المالية بسبب زيادة الكميات المعروضة. في حالة عدم استقرار مستوى الأسعار، عند قيام أحد البنوك بزيادة أو انخفاض حجم القروض التي يمنحها للجمهور، فإن هذا الأمر يكون تأثيره ضعيف على الأسعار. لكن عندما تقوم جميع البنوك في النظام المصرفي بانخفاض أو زيادة حجم القروض التي تمنحها للجمهور، فإن هذا الأمر يؤثر بالنقص أو الزيادة في عرض النقود مما يتسبب هذا في إحداث موجات من الركود أو التضخم. مما يكون له آثار سلبية في النظام المالي وعلى البنوك. وفي كل الحالات الثلاث السابقة يفشل السوق المالي في احتواء هذه الأزمات. ٢- الاضطرابات المالية التي تنشأ بسبب سوء إدارة البنوك لقروضها، فكلما اعتمد البنك على القروض ذات العائد الضعيف (القروض الرديئة) كلما فشل البنك عن تحقيق أهدافه، وتعرضه لخسائر، مما يؤدي إلى حدوث زعر مالي، وهذا ينعكس على الاقتصاد، حيث أن الخسائر التي تنشأ عن فشل البنك - وبحملها الاقتصاد - تزيد كثيراً عن تلك التي يتحملها البنك نفسه. ويمكن اجمال المصادر الممكنة لعدم الاستقرار المالي في الجدول التالي:

جدول رقم (١) يوضح المصادر الممكنة لعدم الاستقرار المالي (٢٢)

مصادر خارجية	مصادر داخلية
<p>اضطرابات الاقتصاد الكلي</p> <p>- مخاطر البيئة الاقتصادية</p> <p>- اختلالات سياسية</p>	<p>المؤسسات القائمة على:</p> <p>المخاطر المالية مثل:</p> <ul style="list-style-type: none"> • مخاطر الائتمان • مخاطر السوق • مخاطر السيولة • مخاطر سعر الفائدة • مخاطر العملة <p>- المخاطر التشغيلية</p> <p>- نقاط الضعف في تكنولوجيا المعلومات</p> <p>- المخاطر قانونية / مخاطر السلامة</p> <p>- مخاطر الشهرة</p> <p>- مخاطر استراتيجية الأعمال</p> <p>- مخاطر التركيز</p> <p>- مخاطر كفاية رأس المال</p>
<p>الأحداث</p> <p>- الكوارث الطبيعية</p> <p>- التطورات السياسية</p> <p>- الاختلالات التجارية الكبيرة</p>	<p>السوق القائمة على:</p> <ul style="list-style-type: none"> - مخاطر الطرف المقابل - مخاطر اختلال أسعار الأصول - مخاطر تشغيل الأسواق بسبب: • مخاطر انتمائية • مخاطر السيولة • مخاطر العدوى <p>البنية الأساسية القائمة على:</p> <ul style="list-style-type: none"> - مخاطر الترخيص والمدفوعات ونظم التسوية - هشاشة البنية التحتية بسبب: • مخاطر قانونية • مخاطر تنظيمية • مخاطر محاسبية • مخاطر إشراف

يوضح الجدول رقم (١)، أن المخاطر ونقاط الضعف قد تظهر داخلياً، داخل النظام المالي، وكذلك خارجياً - على سبيل المثال، في الاقتصاد الحقيقي. تتطلب الأنواع المختلفة من المخاطر إجراءات

(22) Schinasi, G. J. (2005): Preserving Financial Stability, Economic Issues, No. 36, Washington, D.C., International Monetary Fund.

سياسية مختلفة. كما أن حجم واحتمالات اختلال التوازن الداخلي يمكن أن يتأثر بالسلطات المالية من خلال التنظيم أو الإشراف أو إدارة الأزمات. وعلى النقيض من ذلك، نجد أنه يصعب السيطرة على الاضطرابات الخارجية، إلا من خلال سياسات الاقتصاد الكلي التي تتسم بأنها تستغرق فترات زمنية طويلة وغير مؤكدة. ويقتصر نطاق السياسة في حالة حدوث اضطراب خارجي في الغالب على الحد من التأثير على النظام المالي، على سبيل المثال، بالحفاظ على قدرة النظام على استيعاب الصدمات وتفعيل النظم الاحتياطية لحماية المعلومات الحيوية. وقد مكنت مثل هذه الإجراءات الأسواق المالية الأمريكية من النجاة من الهجمات الإرهابية في 11 سبتمبر دون أن تتعرض لأضرار دافعة. وقد تنشأ المخاطر الداخلية في أي من المكونات الثلاثة الرئيسية للنظام المالي (المؤسسات، الأسواق، والبنية التحتية).

• قد تظهر المشكلات في المؤسسة المالية وتنتشر في وقت لاحق إلى أجزاء أخرى من النظام المالي، أو قد تتأثر العديد من المؤسسات في وقت واحد بسبب تعرضها لمخاطر مشابهة. تخضع الأسواق لمخاطر الأطراف المقابلة، واختلالات أسعار الأصول، والتشغيل، والعدوى. وقد تؤدي المشكلات التي تنشأ في المؤسسات المالية (مثل الفشل التشغيلي، ومخاطر التركيز) إلى مشاكل في البنية التحتية المالية، مثال ذلك نظم التصفية والتسوية، والتي يكون لها انعكاسات واسعة على النظام المالي. أو نقاط ضعف تنشأ في البنية التحتية، مثل تلك التي تنشأ في النظم القانونية والمحاسبية. وتتبع المخاطر الخارجية من مشاكل خارج النظام المالي. حيث يكون الاستقرار المالي عرضة للصدمات الخارجية، مثل الكوارث الطبيعية، والتغيرات في شروط التجارة بين البلاد، الأحداث السياسية، تقلبات أسعار النفط، الابتكارات التكنولوجية، التقلبات المفاجئة في ميول السوق، أو التقصير السيادي من قبل بلد مجاور. وقد تؤثر أحداث الاقتصاد الجزئي أيضاً، مثل إفلاس شركة كبيرة، والتي قد تضعف الثقة في السوق وتخلق اختلالات تؤثر على النظام المالي بأكمله.

تحليل الاستقرار المالي:

ينبغي أن يغطي تحليل الاستقرار المالي جميع مصادر المخاطر ومواطن الضعف المذكورة في الجدول رقم (1). وهذا يتطلب الرصد المنتظم للأجزاء الفردية في النظام المالي والاقتصاد الحقيقي (الأسر، الشركات، والقطاع العام). كما يجب أن يأخذ التحليل في الاعتبار الروابط فيما بين القطاعات المختلفة وعبر الحدود المختلفة للبلدان، لأن الاختلالات غالباً ما تنشأ من مزيج من نقاط الضعف من مصادر مختلفة.

هذا بالإضافة إلى إنه يتعين على صانعي السياسات أن يأخذوا في الاعتبار المدى الأولي لنقاط الضعف وتأثيرها المحتمل على النظام المالي ككل. حيث أن الضغط أو الاجهاد المالي قد ينشأ على المستوى الجزئي، مثل إفلاس بنك أو إفلاس شركة كبيرة غير مالية، والذي ينتشر بعد ذلك خلال النظام المالي، وقد ينشأ من خلال التعرض للمخاطر بين البنوك أو تأثيرات الثقة، أو التطورات التي قد تؤثر على الفور على جزء كبير من الاقتصاد، كما هو الحال في حالة الخطر النظامي. وبما أن طبيعة المخاطر الشاملة قد تغيرت، فإن الأمر يتطلب توافر مجموعة أوسع وأشمل من المؤشرات. على وجه

التحيد، قد تكون المخاطر أقل تركيزاً مما كانت عليه في الماضي. أولاً، زادت المؤسسات المالية من أنشطتها السوقية والتعرض لها، كما زادت الشركات والأسر غير المالية من مشاركتها في الأسواق. ثانياً، تحسنت أدوات تنويع المخاطر - من خلال أنشطة مثل التحوط، وتحويلات مخاطر الائتمان، وتوريق القروض المصرفية. وقد أدت هذه التطورات إلى خفض مخاطر افلاس البنوك الفردية. ومع ذلك، فإن فوائد المشاركة المتزايدة في تقاسم المخاطر قد يقابلها ضعف أكبر في مواجهة الصدمات على مستوى المنظومة، حيث ارتفعت معدلات الاستهداف الكلي للأسواق المالية، مما يعني احتمال حدوث تأثير مترامن أكبر في وقت واحد للأحداث السلبية المتطرفة في هذه الأسواق.

وينطبق تحليل الاستقرار المالي، إلى حد ما، مع التحليل التقليدي للحيطة الكلية. حيث يعتمد على مؤشرات قياسية، مثل بيانات الميزانية العمومية التي تعكس الوضع المالي للقطاع (الأسر والشركات)، والنسب بين صافي الدين والدخل ومقاييس مخاطر الطرف المقابل (مثل هوامش الائتمان) والسيولة وجودة الأصول (مثل القروض المتعثرة) فتح مراكز صرف العملات الأجنبية واستهداف كل قطاع مع توفير اهتمام خاص لمقاييس التركيز. هذه هي في الغالب مؤشرات حيطة كلية مجمعة على المستوى الكلي، لذلك هناك حاجة للنظر في التشتت داخل هذه المجاميع. لتقييم استقرار النظام المالي بأكمله، هناك حاجة إلى مجموعة أوسع من المؤشرات التي ترصد الظروف في الأسواق المهمة، بما في ذلك أسواق ما بين البنوك، وأسواق إعادة الشراء، والسندات، والأسهم، والمشتقات المالية. تتضمن المؤشرات ذات الصلة مقاييس سيولة السوق، وعدم التيقن من السوق والمخاطر، واستدامة أسعار الأصول (كما يتضح من عمق السوق واتساعها وكذلك الانحرافات في الأصول - نماذج التسعير، أو نماذج المستندة إلى الأساسيات الخاصة بأسعار "التوازن"، أو نسب السعر إلى المكاسب. يتم توفير جميع أساسيات لهذه المتغيرات من خلال مجموعة مؤشرات السلامة المالية الأساسية والمشجعة لصندوق النقد الدولي والتي سوف يتم دراستها في المبحث التالي. كما يمكن اشتقاق مؤشرات تكملية لعمل البنية التحتية المالية، بما في ذلك نظام المدفوعات.

المبحث الثاني

مؤشرات الاستقرار المالي

استجابة للأزمات المالية العالمية التي تعرض لها الاقتصاد العالمي في ثمانينات وتسعينات القرن العشرين، بدأت المؤسسات الوطنية والدولية في مراقبة سلامة النظام المالي بشكل أكثر كثافة، من خلال استخدام مجموعة واسعة من الأدوات لتقييم استقرار النظام المالي في الممارسة التحليلية. وتشمل هذه على وجه الخصوص تحليل المؤشرات الكمية لسلامة النظام المالي واستقراره، بما في ذلك اختبار الإجهاد المالي. وتسعى هذه المؤشرات إلى تغطية قضية الاستقرار المالي كظاهرة نظامية وبالتالي لا

تتم المؤسسات المالية والأسواق فحسب، بل أيضاً القطاعات الحقيقية والحكومية باعتبارها المدينين الرئيسيين للمؤسسات المالية، وكذلك البنية التحتية المالية^(٢٣).

على خلاف استقرار الأسعار، فإن الاستقرار المالي ليس له تعريف ثابت ولا مؤشر إجمالي يمكن أن يستخدمه البنك المركزي كمقياس لعدم الاستقرار المالي. وبالرغم من أنه تم التوصل إلى بعض الإجماع على الأقل حول تعريف الاستقرار المالي، إلا أن إنشاء مؤشر استقرار مالي إجمالي لا يزال في مرحلة البحث والتجريب.

وفيما يلي يتم عرض مؤشرات السلامة المالية المستخدمة وبعض الجهود الحالية لبناء مؤشر استقرار مالي إجمالي. وبالاعتماد على الخبرة الدولية، يتم تجميع مؤشر الاستقرار المالي الإجمالي لجمهورية مصر العربية، مع التركيز على استقرار القطاع المصرفي. وبما أن معظم المؤشرات تتعلق في المقام الأول بالبنوك باعتبارها مؤسسات رئيسية في النظام المالي، فإن التقييم الكمي للاستقرار المالي يركز على مؤشرات سلامة القطاع المصرفي

مؤشرات السلامة المالية لصندوق النقد الدولي ومؤشرات الحيطة الكلية للبنك المركزي الأوروبي:
إن الهدف من تجميع مؤشرات الاستقرار المالي هو تزويد المستخدمين بفكرة تقريبية عن سلامة القف المالي ككل. وأنه سيكون مثالياً، بالطبع، إذا كانت هذه المؤشرات قابلة للمقارنة على المستوى الدولي.

^(٢٣) IMF and WB (2005): Financial Sector Assessment: A Handbook, International Monetary Fund and World Bank September 2005

ولتحقيق هذا الهدف، أطلق صندوق النقد الدولي بالتعاون مع السلطات الوطنية في عام 1999 بالتزامن مع إطلاق مشروع برنامج تقييم القطاع المالي Financial Sector Assessment Program (FSAP) وهو عبارة عن مبادرة تركز على صياغة تعريف ومنهجية واحدة يتم فيها تجميع مؤشرات السلامة المالية (FSIs) Financial Soundness Indicators (FSIs)^(٢٤)، وقد أسفرت هذه المبادرة عن إنشاء دليل تجميع لمؤشرات السلامة المالية، تمت مناقشته بالتفصيل في عامي 2002 و 2003 ونشرت النسخة النهائية منه في آذار/مارس 2006^(٢٥).

يتم تقسيم مجموعة مؤشرات السلامة المالية FSIs إلى مجموعتين كما هو موضح بالجدول رقم (٢). حيث تتكون المجموعة الأولى من المؤشرات الجوهرية (وهي مجموعة من المؤشرات المتعلقة بالقطاع المصرفي. وتتضمن المؤشرات المتبقية إلى المجموعة الثانية وهي مجموعة المؤشرات المساعدة، والتي تشمل على بعض مؤشرات القطاع المصرفي الأخرى، ومؤشرات للمؤسسات المالية غير المصرفية، والشركات غير المالية، والأسر، والأسواق المالية وأسواق العقارات. ويعكس إدراج مؤشرات القطاع غير المصرفي في مؤشرات السلامة المالية الربط البيئي للقطاعات المالية والحقيقية، فعلى سبيل المثال، تمر التطورات غير المواتية في قطاع الشركات بحافظة قروض البنوك، وبالتالي قد يكون لها تأثير سلبي على الاستقرار المالي^(٢٦).

جدول رقم (٢) يوضح مؤشرات السلامة المالية الأساسية والمساعدة وفقا لـ IMF (٢٧)

المؤشر وكيفية حسابه	المؤشر وكيفية حسابه
- نسبة إجمالي ديون الأسر إلى الناتج المحلي الإجمالي	- مجموعة المؤشرات الجوهرية:
- نسبة دين الرهن العقاري إلى الناتج المحلي الإجمالي	١- كفاية رأس المال:
- نسبة دين الأسرة المستحق لشركات الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي	- نسبة كفاية رأس المال من بازل
٣- الربحية والقدرة التنافسية:	- نسبة رأس المال من الدرجة الأولى إلى الأصول المرجحة بالمخاطر
- معدل التغير في عدد شركات الودائع	- نسبة رأس المال من الدرجة الأولى + الدرجة الثانية إلى الأصول المرجحة بالمخاطر
- نسبة الأرباح إلى الأصول متوسطة (ROA)	- نسبة رأس المال من الدرجة الأولى + II + III من بازل إلى الأصول المرجحة بالمخاطر
- نسبة الأرباح إلى حقوق الملكية متوسطة الأجل (ROE)	- توزيع نسب كفاية رأس المال (عدد المؤسسات ضمن نطاق نسبة كفاية رأس المال المحددة).
- نسبة صافي إيرادات الفوائد إلى إجمالي الدخل	- نسبة إجمالي أصول ميزانية عمومية إلى صناديق خاصة
- نسبة الأرباح/الخسائر التجارية والنقد الأجنبي إلى إجمالي الدخل	٢- جودة الأصول:
- نسبة تكاليف التشغيل إلى صافي إيرادات الفوائد	- مؤشرات الإفراض
- نسبة تكاليف الموظفين إلى تكاليف التشغيل	- توزيع الأصول في ميزانية عمومية لبنك، حسب فئة مخاطر بازل
- نسبة الانتشار بين الإفراض المرجعي وأسعار الفقد على الودائع	- نسبة إجمالي مركز الأصول في المشتقات المالية إلى صناديق خاصة
- حصة أصول أكبر ثلاث مؤسسات إيداع في إجمالي أصول شركات الإيداع	- نسبة إجمالي مركز المسؤولية المالية في المشتقات المالية إلى صناديق خاصة
٤- السيولة:	- توزيع القروض، حسب القطاع:
- توزيع أسعار الفقد بين البنوك بالعملة المحلية لمدة ثلاثة أشهر لمختلف مؤسسات الإيداع.	أ- القروض المخصصة للاستثمار في العقارات التجارية
- متوسط انتشار طلب الشراء بين البنوك للودائع بالعملة المحلية لمدة ثلاثة أشهر - نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول	ب- القروض المخصصة للاستثمار في العقارات السكنية
- نسبة الأصول السائلة إلى الخصوم السائلة	- توزيع الائتمان الموسع، حسب القطاع
- متوسط استحقاق الأصول	- توزيع الائتمان الموسع، حسب البلد أو المنطقة
- متوسط استحقاق الخصوم	- نسبة الائتمان الممنوح للجهات ذات الصلة إلى إجمالي الائتمان

(٢٤) برنامج تقييم القطاع المالي (FSAP) هو برنامج مشترك بين صندوق النقد الدولي والبنك الدولي يركز على تقييم سلامة وتطور القطاع المالي. يستخدم صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ضمن مؤشر FSAP مؤشرات أكثر بكثير عن السلامة المالية والاستقرار البنوية، انظر صندوق النقد الدولي والبنك الدولي (2005). وبالتالي، فإن مؤشرات FSI لا تمثل سوى مجموعة مختارة من أهم المؤشرات من أجل تغطية أكبر عدد ممكن من البلدان (وهذا هو السبب، على سبيل المثال، على أن بعض مؤشرات السوق مفقودة، لأنها غير متوفرة في العديد من البلدان).

(٢٥) Sundararajan V., Enoch C., San José A., Hilbers, P., Krueger R., Moretti M., Slack G. (2002): Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices, IMF Occasional Paper No. 212, pp.46-47.

- متوسط معدل التغير اليومي في سوق النون الخزائنه (أو أنون البنك المركزي)	- نسبة إجمالي القروض الكبيرة الحجم إلى الصناديق الخاصة
- متوسط فروق سعر الشراء في سوق أنون الخزائنه (أو أنون البنك المركزي) نسبة ائتمان البنك المركزي إلى شركات الودائع إلى إجمالي التزامات مؤسسات الإيداع	- نسبة إجمالي القروض المعومة إلى إجمالي الأصول
- نسبة ودائع العملاء إلى إجمالي القروض (غير المصرفية)	- نسبة صافي القروض المعومة من المخصصات إلى إجمالي الأصول
- نسبة الودائع بالعملات الأجنبية للعملاء إلى إجمالي القروض (غير المصرفية) بالعملات الأجنبية	(ب) مؤسسات الائراض: نسبة دين الشركات إلى الصناديق الخاصة بها ("نسبة الدين إلى حقوق الملكية")
٥- الحساسية لمؤشرات مخاطر السوق:	- نسبة أرباح الشركات إلى حقوق الملكية
- نسبة إجمالي الأصول بالعملات الأجنبية إلى الصناديق الخاصة	- نسبة تكاليف خدمة الدين للشركات إلى إجمالي دخل الشركات
- نسبة صافي مركز العملات الأجنبية إلى الصناديق الخاصة	- صافي تعرض العملة الأجنبية للشركات للخسائر
	- عدد طلبات الحموله من جانب الدائنين

ترتبط مؤشرات السلامة المالية الجوهرية FSIs بخمسة مجالات أساسية ذات صلة بالأعمال المصرفية وتتوافق مع ما يسمى بتصنيف CAMELS (Capital Adequacy, Asset quality, Management) والذي يعني (كفاية رأس المال، جودة الأصول، سلامة الإدارة، الأرباح، السيولة، والحساسية لمخاطر السوق وخاصة مخاطر سعر الفائدة). وهو تصنيف لتقييم سلامة المؤسسات المالية الفردية^(٢٨). حيث تقيس مؤشرات كفاية رأس المال قدرة القطاع المصرفي على استيعاب الخسائر المفاجئة، وبالتالي تكون أقرب إلى مفهوم "القدرة على الصمود أمام الهزات"، بينما ترتبط مؤشرات جودة الأصول بشكل مباشر بالمخاطر المحتملة على ملاءة البنوك. وتقيس مؤشرات الربحية قدرة البنك على استيعاب الخسائر دون أن يؤثر على رأس المال، في حين تقيس مؤشرات السيولة مرونة البنوك تجاه هزات التدفق النقدي. ويقاس مؤشر عدم حماية العملات الأجنبية من الخطر مدى تعرض البنك للمخاطر نتيجة لتحركات أسعار الأصول في الأسواق المالية. وفي نهاية الأمر، لم تُدرج مؤشرات جودة الإدارة في مؤشرات السلامة المالية بسبب الصعوبات المرتبطة بتحديد المؤشرات الكمية في طبيعتها.

الهدف الرئيسي لمؤشرات السلامة المالية FSIs هو قابليتها للمقارنة الدولية، والتي ينبغي أن تكون مضمونة بحقيقة أن جميع البلدان التي تنشر مؤشرات السلامة المالية FSIs سوف تستخدم نفس التصنيف. ومع ذلك، لا تزال قابلية هذه المؤشرات للمقارنة الدولية محدودة ببعض الاختلافات على المستوى الوطني، ليس فقط في المعايير المحاسبية ولكن أيضاً في تنسيقات جمع البيانات اللازمة لحساب مؤشرات FSIs.

وبالتوازي مع العمل على اعداد مؤشرات للسلامة المالية FSIs، أطلق النظام الأوروبي للبنوك المركزية ESCB في عام ١٩٩٩ مشروعاً لإعداد تقرير عن الاستقرار في القطاع المصرفي للاتحاد الأوروبي^(٢٩). ولهذه الغاية، بدأ البنك المركزي الأوروبي ECB بالتعاون مع البنوك المركزية الوطنية والمشرفين المصرفيين العمل على اعداد منهجية تجمع ما يسمى بمؤشرات الحيطة الكلية MPIS لرصد السلامة المالية للقطاع المصرفي. وكان الدافع لذلك هو تحديد التطورات المحفوفة بالمخاطر في القطاع

^(٢٨) تصنيف CAMELS هو تصنيف إشرافي تم تطويره في الولايات المتحدة الأمريكية؛ يستخدم لتصنيف وضع البنك ككل. يعتمد هذا التصنيف على تحليل الكشوف المالية، بالإضافة إلى الفحوصات التي تتم في الموقع بواسطة جهة رقابية معينة. يعكس تصنيف CAMELS خمسة مجالات لتقييم البنك وهي رأس المال (C)، جودة الأصول (A)، سلامة الإدارة (M)، الإيرادات E، السيولة L، وحساسية البنك لمخاطر السوق S.

^(٢٩) ECB (2006a): EU Banking Sector Stability, European Central Bank, November 2006.

المالي، وخاصة القطاع المصرفي، بشكل مماثل لما هو الحال في مؤشرات السلامة المالية لصندوق النقد الدولي. ومع ذلك، هناك اختلافان رئيسيان: الأول، أن مجموعة مؤشرات الحيطة الكلية MPIs تحتوي على مجموعة من المؤشرات أكثر بكثير من مؤشرات السلامة المالية. وهذا يتضح من النظرة العامة للمجالات والفئات التي تم رصدها، حيث تحاول مؤشرات الحيطة الكلية تحديد وقياس عدد كبير من العوامل التي تؤثر على السلامة المالية للقطاع المصرفي الأوروبي.

الثاني، أنه في معظم بلدان النظام الأوروبي للبنوك المركزية تقوم معظم البنوك المرتبطة بمؤشرات الحيطة الكلية بتجميع البيانات ونشرها وفقاً لأساس واحد، أي أن مؤشرات البنوك في أحد البلدان تشمل أيضاً فروعها وشركاتها الفرعية في بلدان الاتحاد الأوروبي، بالإضافة إلى المؤسسات المالية الأخرى التي تتحكم بها. وهذا يسمح بتوفير بيانات كلية عن بلدان الاتحاد الأوروبي ككل، وبالتالي يوفر رؤية موحدة للنظام المصرفي الأوروبي.

جدول رقم (٣) يوضح مؤشرات الحيطة الكلية التي رصدتها البنك المركزي الأوروبي (٣٠)

المؤشر وكيفية حسابه	المؤشر وكيفية حسابه
- توزيع العائد على حقوق الملكية من الدرجة الثالثة	- فترة إعادة تسعير متوسط سعر الفائدة على الأصول
- حصة أصول البنوك في كل فئة من فئات العائد على حقوق الملكية	- مدة دوران الأصول
- عدد البنوك التي بها العائد على حقوق الملكية من الدرجة الثالثة ROE III أقل من ٥٪	- مدة دوران الخصوم
- نسبة البنوك التي بها العائد على حقوق الملكية من الدرجة الثالثة ROE III أقل من ٥٪	- نسبة مركز إجمالي حقوق الملكية إلى صناديق خاصة
- نسبة الهبات إلى إجمالي الربح قبل الضريبة	- نسبة صافي مركز إجمالي السلع الأساسية إلى صناديق خاصة
- نسبة الدخل والتكاليف لكل إجمالي الأصول	- نسبة صافي مركز السلع الأساسية إلى صناديق خاصة
- نسبة صافي دخل الفائدة لكل إجمالي الأصول	- العوامل الداخلية:
- نسبة الفوائد مستحقة القبض لكل إجمالي أصول	- الربحية، جودة الميزانية العمومية وكفاية رأس المال الدخل
- نسبة صافي الدخل من غير الفوائد لكل إجمالي أصول	- التطورات في التكلفة والربحية.
- نسبة العمولات والرسوم لكل إجمالي أصول	- تكوين الدخل:
- نسبة نتائج التجارة والفورمكس لكل إجمالي أصول	- نسبة الدخل من الفائدة لكل إيرادات تشغيلي لكل إيرادات
- نسبة الإيرادات التشغيلية الأخرى لكل إجمالي أصول	- نسبة الدخل من الأوراق المالية (أرباح الأسهم) لكل إيرادات
- نسبة تكاليف الموظفين لكل إجمالي أصول	- نسبة الدخل من غير الفوائد لكل إيرادات تشغيلي إجمالي.
- نسبة المصاريف الإدارية الأخرى لكل إجمالي أصول	- نسبة صافي الدخل من الرسوم لكل إيرادات تشغيلي إجمالي
- نسبة رسوم التشغيل الأخرى (باستثناء التسويات وضرائب محددة) لكل إجمالي أصول	- نسبة نتائج التجارة والفورمكس لكل إيرادات تشغيلي إجمالي
- نسبة إجمالي مصروفات التشغيل لكل إجمالي أصول	- نسبة الإيرادات التشغيلية الأخرى لكل إيرادات تشغيلي إجمالي.
- نسبة صافي قيمة التسويات لكل إجمالي أصول	- تكوين التكلفة:
- نسبة صندوق المخاطر المصرفية العمة لكل إجمالي أصول	- نسبة تكاليف الموظفين لكل تكاليف إجمالية
- نسبة الربح أو الخسارة الاستثنائية لكل إجمالي أصول	- نسبة المصروفات الإدارية الأخرى لكل تكاليف إجمالية
- نسبة الرسوم الضريبية لكل إجمالي أصول	- نسبة رسوم التشغيل الأخرى (باستثناء تسويات القيمة وضرائب محددة) لكل تكاليف إجمالية
- الميزانية العمومية:	- نسبة تسويات القيمة وضرائب محددة لكل تكاليف إجمالية الفاعلية:
- التغطية:	- نسبة تكلفة التشغيل (باستثناء تسويات القيمة وضرائب محددة) لكل دخل تشغيلي إجمالي
- إجمالي أصول القطاع المصرفي.	- نسبة عدد البنوك ذات التكلفة الأعلى من ٨٠٪ من الدخل
- نسبة إجمالي أصول المؤسسات المبلغة عن تقرير لكل إجمالي أصول قطاع مصرفي.	- نسبة أصول البنوك ذات التكلفة الأعلى من ٨٠٪ من الدخل
- تكوين الأصول:	- نسبة نطاق التكلفة إلى الدخل
- نسبة النقدية والأرصدة لكل إجمالي أصول.	- مؤشرات الربحية:
- نسبة أذون الخزانة لكل إجمالي أصول.	- نسبة الأرباح من الدرجة الثانية (بعد خصم المخصصات، وقبل خصم الضرائب والبنود الاستثنائية) لكل صناديق خاصة (حقوق الملكية من الدرجة الثانية ROE II)
- نسبة القروض والسلف في مؤسسات الائتمان إلى إجمالي أصول.	- نسبة الأرباح من الدرجة الثانية (بعد خصم المخصصات، وقبل خصم الضرائب والبنود الاستثنائية) لكل إجمالي أصول (حقوق الملكية من الدرجة الثانية ROA II)
- نسبة القروض والسلف للمعلاء لكل إجمالي أصول.	- نسبة الأرباح من الدرجة الثالثة (بعد خصم المخصصات والضرائب والبنود الاستثنائية) لكل صناديق خاصة (حقوق الملكية من الدرجة الثالثة ROE III)
- نسبة سندات الدين لكل إجمالي أصول.	- نسبة الأرباح من الدرجة الثالثة (بعد خصم المخصصات والضرائب والبنود الاستثنائية) لكل إجمالي أصول (حقوق الملكية من الدرجة الثالثة ROA III)
- نسبة الأسهم والفوائد المشاركة لكل إجمالي أصول.	- توزيع العائد على حقوق الملكية من الدرجة الثالثة ROE III:
- تكوين المسؤولية:	- عدد البنوك في كل فئة من فئات العائد على حقوق الملكية ROE
- نسبة المبالغ المستحقة لمؤسسات الائتمان لكل إجمالي أصول	
- نسبة المبالغ المستحقة للمعلاء (الودائع) لكل إجمالي أصول	
- نسبة الديون المغطاة بشهادات لكل إجمالي أصول	
- نسبة صناديق المخاطر المصرفية العامة لكل إجمالي أصول	
- نسبة مخصصات (المخزون) لكل إجمالي أصول	
- نسبة الخصوم الثابتة لكل إجمالي أصول	
- نسبة رأس مال حقوق الملكية لكل إجمالي أصول	

- الإفراض الرهن العقاري السكني للاس
- الإفراض الرهن العقاري التجاري
- مخاطر الصناعة
- مخاطر البناء
- مخاطر العقارات
- مخاطر تكنولوجيا وسائل الاعلام والاتصالات TMT
- مخاطر السياحة
- مخاطر الطاقة
- مخاطر خطوط الطيران
- مخاطر التأمين
- تكوين الأصول الأخرى:
- إجمالي الحيازات من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت
- المصدر من الأوراق المالية من جانب المقيمين
- المصدر من الأوراق المالية من جانب بنوك MUMs الأخرى
- المصدر من الأوراق المالية من جانب بقية العالم
- الحيازات الكلية من حقوق الملكية:
- الإجمالي
- المصدر من حقوق الملكية من جانب المقيمين
- المصدر من حقوق الملكية من جانب بنوك MUMs الأخرى
- المصدر من حقوق الملكية من جانب بقية العالم
- الميزانية العمومية الإجمالية:
- الإجمالي
- المطالبات على السكان
- المطالبات على بنوك MUMs أخرى
- المطالبات على بقية العالم
- هيكل النقد وتاريخ الاستحقاق للإفراض المحلي:
- نسبة الإفراض الأقل من عام إلى المؤسسات غير الأعضاء في مؤسسات التمويل الأصغر
- حصة الإفراض بالنقد الأجنبي
- مخاطر الائتمان العالمي:
- الإفراض الكلي للعملاء غير المصرفيين
- الحيازات الإجمالية من الأوراق المالية
- إجمالي الميزانية العمومية الكلية
- إجمالي معادل الائتمان لبنود خارج الميزانية العمومية
- مخاطر السيولة:
- نسبة الودائع غير المصرفية إلى عرض النقود M2
- نسبة إجمالي القروض إلى الودائع غير المصرفية
- حصة الائتمانات الأجنبية قصيرة الأجل
- معدل الانتشار بين معدل الإيداع غير المضمون ومعدل المبادلة لمؤشر متوسط الإفراض باليورو لليلة واحدة EONIA
- معدل الانتشار بين معدل الإيداع غير المضمون ومعدل إعادة الشراء المضمون
- نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول
- استهداف الاتحاد الأوروبي (١٥) للبلدان الأعضاء الجدد في الاتحاد الأوروبي:
- إجمالي مخاطر الائتمان لأوروبا الوسطى والشرقية
- المخاطر التي تتعرض لها الدول الناشئة والدول النامية:
- إجمالي مخاطر الائتمان الكلية
- إجمالي مخاطر الائتمان للدول الآسيوية
- إجمالي مخاطر الائتمان لدول أمريكا اللاتينية.
- التعرض لمخاطر السوق:
- تعرض القيمة للتخفيض VaR
- تعرض معدل الفقد لخطر التخفيض في القيمة VaR
- تعرض حقوق الملكية لخطر التخفيض في القيمة VaR
- نسبة خطر التخفيض في القيمة إلى الشريحة الأولى
- تقييم السوق من المخاطر:
- مؤشر أسعار سهم كل بنك مقابل جميع مؤشرات أسعار الأسهم
- متوسط انتشار العقد بين سندات البنوك والسندات الحكومية
- متوسط انتشار العقد بين السندات المالية فيما بين البنوك وأذون الخزانة
- مدى فرق السعر بين سندات البنوك والسندات الحكومية
- عدد تخفيضات التصنيف الائتماني خلال فترة الملاحظة
- البعد عن تخلف البنوك الرئيسية في الاتحاد الأوروبي عن الدفع
- انتشار مبادلة ائتمان العجز عن سداد الدين
- الفرق بين معدلات الفائدة فيما بين البنوك وشهادات الإيداع CD

- البنود خارج الميزانية العمومية:
- الخصوم المحتملة
- الائتمانات
- المشتقات (القيم السوقية)
- عطف رأس المال الإجمالي
- نسبة رأس المال من الدرجة الأولى
- نسبة متطلبات الصناديق الخاصة في ظل توجيه كفاية
- نسبة متطلبات الصناديق الخاصة في ظل توجيه كفاية Capital Adequacy Directive (CAD)
- رأس المال (نظر التداول)
- بنود الميزانية العمومية المرجحة بالمخاطر
- بنود خارج الميزانية العمومية المرجحة بالمخاطر
- عدد البنوك ذات معدل رأس المال القائم على المخاطرة الأقل من ٩٪
- حصة البنوك ذات معدل رأس المال القائم على المخاطرة الأقل من ٩٪ إلى إجمالي أصول
- نسبة توزيع رأس المال القائم على المخاطر: عدد البنوك في كل فئة
- نسبة توزيع رأس المال القائم على المخاطر: حصة الأصول المرجحة بالمخاطر للبنوك في كل فئة
- نسبة توزيع الشريحة الأولى: عدد البنوك في كل فئة
- جودة الأصول:
- نسبة إجمالي القروض المشكوك فيها أو غير المضمونة (صافي المخصصات) لكل إجمالي قروض وسلف
- نسبة إجمالي القروض المشكوك فيها أو غير المضمونة (صافي المخصصات) لكل إجمالي صناديق خاصة
- نسبة إجمالي القروض المشكوك فيها وغير المضمونة (صافي المخصصات) لكل رأس مال
- نسبة إجمالي القروض المشكوك فيها وغير المضمونة (صافي المخصصات) لكل إجمالي قروض وسلف
- نسبة الاحتياطي (المخزون) لكل قروض مشكوك فيها وغير مضمونة
- تدفق المخصصات:
- صافي تسويات القيمة وصندوق المخاطر المصرفية العامة (مخصصات) لكل صناديق خاصة
- نسبة صافي تسويات القيمة وصندوق المخاطر المصرفية العامة (مخصصات) لكل إيراد تشغيلي إجمالي
- نسبة صافي تسويات القيمة وصندوق المخاطر المصرفية العامة (مخصصات) لكل قروض وسلف
- شروط الطيب والعرض (التنافسية):
- نسبة الفوائد مستحقة القبض لكل إجمالي قروض وسلف، وأذون الخزانة وسندات الدين
- نسبة الفوائد مستحقة الدفع لكل المبالغ المستحقة لمؤسسات الائتمان والعملاء (الودائع)، والديون المضمونة بشهادات، والخصوم الثانوية
- نسبة متوسط هامش الربح على الإفراض الجديد
- نسبة متوسط هامش الربح على الإفراض الجديد للأسر
- نسبة متوسط هامش الربح على الإفراض الجديد للشركات غير المصرفية
- متوسط هامش الربح على ودائع البيع بالتجزئة
- هامش الربح الكلي
- تركيز المخاطر:
- ٣- معدل النمو في الائتمان والتركيز القطاعي:
- الإفراض الكلي
- إجمالي الإفراض
- إجمالي القروض الممنوحة للمقيمين
- إجمالي القروض إلى بنوك (الأم والأب) MUMs الأخرى
- إجمالي القروض إلى بقية دول العالم
- الإفراض الكلي الجديد:
- إجمالي الإفراض الجديد
- القروض الجديدة للمقيمين
- القروض الجديدة لبنوك الأم والأب MUMs الأخرى
- القروض الجديدة إلى بقية العالم
- الإفراض إلى القطاعات الخاصة غير الأعضاء في مؤسسات التمويل الأصغر (MFI)
- إجمالي الإفراض
- إجمالي الإفراض إلى المقيمين
- القروض إلى بنوك الأم والأب MUMs الأخرى
- القروض إلى بقية العالم
- الإفراض للأسر
- الإفراض إلى المؤسسات غير المالية وغير المصرفية
- الإفراض إلى المؤسسات المالية وغير المصرفية

<ul style="list-style-type: none"> - مؤشر الأسهم الأمريكية - أسعار العقارات التجارية - أسعار العقارات السكنية - الشروط الدورية والتقنية - معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي GDP - معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الاسمي - معدل النمو في الاستثمار الكلي الحقيقي - معدل النمو في الاستهلاك الخاص الحقيقي - معدل النمو في معدل البطالة - معدل التغيير في عرض النقود M2 - معدل التغيير في سعر الفائدة في سوق المال (٣ أشهر) - معدل التغيير في سعر الفائدة الحقيقي طويل الأجل (سندات حكومية لمدة ١٠ سنوات) - معدل التغيير في أسعار الصرف (اليورو EUR، الدولار الأمريكي USD، الجنيه الإسترليني GBP، كرونة دانماركية DKK، كرونة سويدية SEK) - معدل التغيير في مؤشر أسعار المستهلك ثالثاً: عوامل العدوى: - ٨- أسواق ما بين البنوك: - حصة الالتزامات فيما بين البنوك في إجمالي الالتزامات - حصة أصول البنوك الثلاثة ذات الخطر الأكبر (لكل بلد طرف المقابلة بشكل منفصل) مقابل إجمالي أصول القطاع المصرفي. - حصة أصول البنوك الخمسة ذات الخطر الأكبر (لكل بلد من الأطراف المقابلة بشكل منفصل) مقابل إجمالي أصول القطاع المصرفي. 	<ul style="list-style-type: none"> • العوامل الخارجية: - الهشاشة المالية: - إجمالي نسبة الدين إلى حقوق الملكية في قطاع الشركات (غير المصرفية) - نسبة إجمالي دين الأسر إلى الأصول المالية (والحقيقية) الأسرية - نسبة الادخار الأسري - نسبة مدفوعات خدمة الدين للشركات إلى صافي أرباح الشركات - نسبة تكاليف خدمة دين الأسر للدخل المتاح - عدد المتأخرات المستحقة - عدد حالات الإفلاس - متوسط تكرار عدم القدرة على السداد المتوقعة (EDF) للصناعات الرئيسية - بالنسبة للملح الأساسية والبناء (BaC) - أسهم المستهلك الدورية (Ccy) - أسهم المستهلك غير الدورية (CNC) - السلع الرأسمالية (Cap) - المالية (Fin) - التكنولوجيا والاتصالات (TMT) - الطاقة والمرافق (Enu) - الفئة المتبقية (Oth) - ٦- التطورات في أسعار الأصول: - مؤشر البورصة العام - مؤشر اليورو STOXX
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

وتظهر المقارنة بين مؤشرات السلامة المالية لـ "صندوق النقد الدولي" ومؤشرات الحيطة الكلية لـ "البنك المركزي الأوروبي" أنهما متداخلين. ومع ذلك، هناك بعض الاختلافات المنهجية (فيما يتعلق بالتوحيد) ومن حيث تغطية البيانات التي تتم مراقبتها.

وعلى الرغم من أن مجموعة مؤشرات الحيطة الكلية تتضمن مؤشرات أكثر بكثير من مجموعة مؤشرات السلامة المالية، إلا أنه يتبين أن بعض مؤشرات السلامة المالية، ولا سيما الموجودة ضمن مجموعة المؤشرات المساعدة ليس لها نظير في مؤشرات الحيطة الكلية عند رصد الاستقرار المالي. لهذا فإنه من المناسب الجمع بين المؤشرات ذات الصلة في المجموعتين.

محاولات بعض الدول لإنشاء مؤشر استقرار مالي إجمالي بها:

حاولت بعض منشورات البنوك المركزية في الآونة الأخيرة بناء مؤشر وحيد للإشارة إلى مستوى استقرار النظام المالي في البلد المعني. وهذه مهمة صعبة للغاية بالنظر إلى الطبيعة المعقدة للنظام المالي، ووجود روابط عديدة بين المشاركين في الأسواق المالية والقطاعات غير المالية والمؤسسات المالية. وبالتالي، يمكن اعتبار هذه المحاولات حتى الآن بمثابة اختبار أولي للطرق البديلة لبناء هذا المؤشر، وليس كمقاييس توافقية على المستوى الدولي كما هو الحال بالنسبة لمقاييس مؤشرات السلامة المالية FSI ومؤشرات الحيطة الكلية MPIs. وترتكز معظم هذه المحاولات على بناء مؤشر إجمالي للقطاع المصرفي، لأنه يمثل الجزء الأكثر أهمية في النظام المالي فيما يتعلق بالاستقرار المالي.

ويمكن إنشاء مؤشر إجمالي بسيط نسبياً لاستقرار القطاع المصرفي كمتوسط مرجح للمؤشرات الجزئية للسلامة المالية للبنوك. ويستخدم هذا المؤشر، على سبيل المثال، من قبل البنك المركزي التركي^(٣١). يتكون مؤشر القوة المالية من ستة مؤشرات فرعية تغطي جودة الأصول، السيولة، مخاطر

(٣١) CBRT (2006): Financial Stability Report, Central Bank of the Republic of Turkey, June 2006, Volume 2

لنقد الأجنبي، مخاطر سعر الفائدة، الربحية، وكفاية رأس المال. وقبل التجميع يتم تسوية المؤشرات الغربية كل على حده من أجل تحقيق نفس التباين (نظام التجميع ذات التباين المتساوي).

الطريقة البديلة لبناء مؤشر إجمالي للسلامة المالية هي باستخدام البيانات اليومية من الأسواق المالية (مثل أسعار أسهم البنوك والأصول المالية الأخرى). والسبب هو أن مثل هذه البيانات يمكن أن تشير إلى أي صعوبات توجد في القطاع المالي مقدما. ويعتبر مؤشر الهشاشة المالية الذي قدمه خبراء نظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي⁽³²⁾، ومؤشر الضغط المالي الذي حسبه خبراء البنك المركزي الكندي⁽³³⁾ مثالين على مثل هذه الطريقة.

وتتمثل هذه الطريقة في دمج المعلومات من الأسواق المالية بمعلومات من البيانات المالية للمؤسسات المالية. وقد تم اعتماد هذه الطريقة، على سبيل المثال، من قبل البنك المركزي السويسري في بناء مؤشر الضغط للقطاع المصرفي. إلى جانب المؤشرات المستمدة من الميزانيات العمومية للبنوك والأداء (التغير في الربحية ورأس المال وجودة الأصول وعدد فروع البنوك)، وتستخدم هذه الطريقة أيضا مؤشرات السوق (التغير في أسعار أسهم البنوك والسندات).

وقد تبني خبراء من البنك المركزي الهولندي بناء مؤشر للاستقرار المالي على أساس مؤشر الظروف النقدية الموسع، وبالتالي فإنه يحتوي على أسعار الفائدة، وسعر الصرف الفعال، وأسعار العقارات والأسهم، والملاءة المالية للمؤسسات وتقلبات مؤشر الأسهم للمؤسسات المالية. بيد أن هناك ابتكارا في هذا المؤشر، وهو إدخال الحدود الحرجة العليا والسفلى لمراعاة التأثيرات غير الخطية المحتملة.

وتعني انخفاض قيمة المؤشر زيادة عدم الاستقرار، في حين تعني القيمة المرتفعة أن هناك تراكم للاختلالات المالية، حيث أن التطورات الإيجابية والتقلبات الدنيا في السوق قد تؤدي إلى تشويه الأسعار النسبية وتؤدي إلى تخصيص غير فعال لرؤوس الأموال والحد من المخاطر. لذلك، فإن التطور المثالي للمؤشر يجب أن يكون ضمن نطاق استقرار مالي معين.

وهناك طريقة جديدة لبناء مؤشر استقرار مالي إجمالي من خلال حساب مخاطر التخلف عن السداد على مستوى النظام المالي بأكمله، أو القطاعات الرئيسية، وذلك باستخدام نموذج ميرتون⁽³⁴⁾. ويعتمد مؤشر المخاطر النظامية بشكل مماثل على أساس توزيع المخاطر العشوائية للمؤسسات الفردية كمؤشر استقرار مالي تشغيلي. وتكمن ميزة هذه المؤشرات في ارتباطها الوثيق بمشاكل القطاع المالي (التقصير الموجود في المؤسسات المالية الرئيسية أو القطاع المالي) المرتبطة بدورة الأعمال business cycle. وتشمل هذه المؤشرات على بعض العيوب مثل: أن هذا التحليل يتطلب وفي بعض الحالات وجود سوق للأوراق المالية سليمة مع ضرورة الحصول على عينة تمثيلية جيدة من القطاعات الفردية.

⁽³²⁾ Nelson, W. R., Perli, R. (2005): Selected Indicators of Financial Stability. 4th Joint Central Bank Research Conference on "Risk Measurement and Systemic Risk", ECB Frankfurt am Main, November 2005

⁽³³⁾ Illing, M., Liu, Y. (2003): An Index of Financial Stress for Canada, Bank of Canada Working Paper No. 2003-14

⁽³⁴⁾ Van den End, J. W., Tabbae, M. (2005): Measuring Financial Stability: Applying the Mf Risk Model to the Netherlands, DNB Working Paper No. 30/March 2005

المبحث الثالث

كيفية قياس الاستقرار المالي

يمكن الاستدلال على حالة الاستقرار المالي في أي بلد مثل مصر من خلال دراسة وتحليل مجموعة من المتغيرات الاقتصادية المحلية والعالمية ومعرفة تأثيرها على القطاع المالي، إلى جانب دراسة المخاطر النظامية التي قد تواجه القطاع المصرفي وتحد من دوره في تحقيق النمو الاقتصادي. فقد كان لتعافي الاقتصاد العالمي مع بداية عام ٢٠١٧ من الركود العالمي الذي شهده مع بداية عام ٢٠١٦، والذي تمثل في تراجع معدلات النمو الاقتصادي في اقتصاديات البلدان المتقدمة، والذي استند تأثيره إلى اقتصاديات البلدان الناشئة والبلدان النامية بسبب امتداد أثر الارتفاع في أسعار الفائدة على الدولار الأمريكي، مما أدى إلى تراجع أسعار السلع الأساسية والنفط التي تخصصت في إنتاجها البلدان النامية، أثراً كبيراً في حدوث موجات من التضخم التي شهدتها البلدان النامية والبلدان المصدرة للنفط ومنها مصر. مما كان له دوراً مؤثراً كبيراً في تفاقم حالة عدم الاستقرار المالي التي شهدتها مصر في الفترة الأخيرة.

فقد انعكست عوامل الفترة السابقة على حالة عدم الاستقرار المالي التي شهدتها الدول النامية ومصر، حيث تصاعد معدل نمو إجمالي الدين العالمي، والذي تركز في الدين الحكومي، مما أدى إلى وجود مخاوف من تزايد الدين العالمي، وتزايد تأثيره على الاستقرار المالي خلال الفترة القادمة. خاصة مع توجه الولايات المتحدة لزيادة سعر الفائدة على الدولار بمعدلات أسرع مما كان متوقفاً، وهذا سيؤثر بالسلب على حجم ديون الدول المختلفة.

وبالرغم من أن الاقتصاد المصري شهد في الآونة الأخيرة حزمة من السياسات التي ترى الحكومة أنها سياسات إصلاحية، حيث تهدف من ورائها إلى تصحيح الاختلالات الهيكلية وتساعد الاقتصاد على استيعاب الصدمات الداخلية والخارجية التي يتعرض لها باستمرار. وقد صاغت الحكومة المصرية هذه السياسات ضمن برنامج شامل قامت بإعداده بالاشتراك مع البنك المركزي المصري، وبدعم مالي من صندوق النقد الدولي، بهدف استعادة استقرار متغيرات الاقتصاد الكلي إلا أن الاقتصاد المصري لا يزال يشهد عدم استقرار مالي واقتصادي بشكل لم يسبق له مثيل من قبل.

وقد قام هذا البرنامج على أربع ركائز أساسية هي: أولاً، اتباع سياسة مالية منضبطة، تحاول التقليل من العجز المالي وبالتالي الدين العام، من خلال تنويع مصادر الإيرادات وترشيد بنود الانفاق العام، من خلال اتباع العديد من الأساليب والتي منها رفع الدعم عن الطاقة، الحد من تكاليف الأجور، ورفع أسعار ما يعرف بالسلع العامة التي تقدمها الحكومة. ثانياً، تبني سياسة سعر صرف مرنة، بحيث يتم تحديد سعر صرف الجنيه من خلال قوى الطلب والعرض، بهدف التغلب على العجز المزمن في العملات الأجنبية، وذلك من خلال إزالة كافة الصعوبات التي تواجه الاستثمارات (المحلية والأجنبية)، وزيادة قدرة الصادرات المصرية على المنافسة، وتقليل الاعتماد على الاستيراد من الخارج. ثالثاً، اتباع سياسة نقدية حاسمة لاحتواء الضغوط التضخمية التي تنتج عن تحرير سعر صرف الجنيه. رابعاً، السعي الدائم لتحقيق نمو اقتصادي مستدام.

وبالنظر إلى بنود الأربعة ركائز الأساسية التي قام على أساسها برنامج الإصلاح التي تبنته الحكومة المصرية في الربع الأخير من عام ٢٠١٦، حيث قامت برفع أسعار الطاقة (منتجات البترول، الغاز الطبيعي، غاز البوتاجاز، الكهرباء... الخ)، وكذلك قامت في ٢٠١٦/١١/٣ برفع سعر صرف الجنيه المصري بشكل مفاجئ وبمقدار لم يكن أكثر المتفائلين يصدقوه، فقد ارتفع سعر صرف الجنيه من ٨.٨٨٨ جنيه إلى ١٨ جنيه للدولار الواحد. وقامت أيضاً برفع أسعار الفائدة إلى أكثر من ٢٠%. لوجنا أن معظم هذه السياسات هي سياسات انكماشية، في حين أن الحكومة تهدف إلى خفض معدل البطالة وزيادة معدل النمو الاقتصادي وتشجيع الاستثمارات... الخ. فكيف يتم تحقيق هذه الأهداف في ظل هذا البرنامج.

إن الإجابة على هذا السؤال تدعونا إلى معرفة كيف يمكن قياس الاستقرار المالي، وهو الموضوع الذي سوف نناقشه فيما يلي:

كيفية قياس الاستقرار المالي:

أولاً: تحديد إطار الاستقرار المالي:

اقترح العديد من المؤلفين والمؤسسات الدولية في الآونة الأخيرة أطر للاستقرار المالي، وقد قام بعضهم بتصميم إطار للاستقرار المالي من وجهة نظر أكاديمية مع اهتمام محدود بالآثار السياسية^(٣٥). ودراسات وضعت أطر الاستقرار المالي من وجهة نظر مؤسسية، حيث ناقشت القواعد التنظيمية للاستقرار المالي^(٣٦). وأخرى ناقشت مسؤوليات البنك المركزي تجاه تحقيق الاستقرار المالي^(٣٧). كما ركزت العديد من البنوك المركزية ومؤسسات صناعة القرار، ومنها صندوق النقد الدولي على الاستقرار المالي في إصدارات منتظمة، مثل دوريات الاستقرار المالي، والتي غالباً ما تصدر مرة أو مرتين في العام، وتهتم بعرض التطورات التي حدثت في القطاع المالي والاقتصاد الحقيقي الذي يشير إلى المخاطر المحتملة التي يتعرض لها الاستقرار المالي. وعلى المستوى الدولي، فقد اعتمد كل من صندوق النقد والبنك الدوليين برنامجاً لتقييم القطاع المالي من خلال مجموعة من المؤشرات سميت 'مؤشرات السلامة المالية' والتي تدرس مدى امتثال البلدان لمعايير وقواعد النظم المالي.

وفي هذا البحث سوف نعتمد الإطار الذي يركز على دمج العناصر التحليلية والسياسية للاستقرار المالي، استناداً إلى خصائص التمويل وتعريف الاستقرار المالي السابق الإشارة إليه، والذي يدور حول تقييم يجمع بين الاقتصاد الكلي والسوق النقدي والسوق المالي والدور الاشرافي والتنظيمي. وتتمثل أهداف هذا الإطار الشامل في توفير هيكل متماسك لتحليل قضايا الاستقرار المالي من أجل: (أ) تعزيز التعرف المبكر على نقاط الضعف المحتملة؛ (ب) تبني سياسات وقائية لتجنب حدوث عدم الاستقرار المالي؛ (ج) علاج حالات عدم الاستقرار المالي عند فشل السياسات الوقائية.

⁽³⁵⁾ Mishkin, F.S., 1999, 'Global Financial Instability: Framework, Events, Issues', Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, No. 4.

⁽³⁶⁾ Llewellyn. D.T., 2001, A regulatory regime for financial stability, Working Paper, No. 48, Oesterreichische Nationalbank, Vienna.

And Das, U.S., M. Quintyn, and K. Chenard, 2003, 'Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability: An Empirical Analysis', paper prepared for Bank of Canada Conference 'The Evolving Financial System and Public Policy', Ottawa.

⁽³⁷⁾ Oosterloo, S., and J. de Haan, 2003, 'An Institutional Framework for Financial Stability', Occasional Studies, Vol. 1, No. 4, De Nederlandsche Bank, Amsterdam.

ويطلب قياس تأثير الاستقرار المالي تقييم كيفية تأثير السياسة المالية على إجمالي الطلب على الطلب الكلي، وكما ناقشه Blanchard عام ١٩٩٣ أن نسبة العجز الكلي في الميزانية العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي يكون متغير مناسب للتعبير عن أثر الاستقرار المالي على الطلب الكلي، وهذا يعني أن استجابة نسبة العجز الكلي في الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي للتغيرات في النشاط الاقتصادي يعطي تقريب جيد لأثار الاستقرار المالي وذلك لأن: (أ) الإنفاق الحكومي هو الأكثر مواجهة للتقلبات الدورية، أي أنه كلما زاد تأثير الاستقرار المالي، كلما ارتفع مستوى الإنفاق الحكومي، فعندما يكون الطلب الخاص منخفض، فإن المستوى المرتفع نسبياً من الإنفاق الحكومي سوف يحقق استقراراً في الطلب الكلي؛ (ب) أنه كلما زادت الضرائب التصاعدية، كلما تحقق استقرار مالي أعلى، فإذا انخفضت الضرائب أكثر من الانخفاض في الناتج، فعندما ينخفض الإنتاج، فإن الضرائب تساهم في استقرار الدخل المتاح للأسرة.

أن تقييم درجة الاستقرار المالي في بلد ما يعني تقدير نموذج الانحدار التالي:

$$b_t = a_t + \beta_t \Delta y_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

حيث أن: b تمثل نسبة عجز الموازنة الكلي إلى الناتج المحلي الإجمالي GDP.

Δy ، تمثل معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي GDP (أو هو مقياس

لفجوة الناتج).

β ، تمثل مقياس درجة الاستقرار المالي، حيث القيم الكبيرة للمعامل تشير

إلى الاستقرار المالي الأعلى.

يمكن تعميم المعادلة رقم (١) من خلال ادخال افتراض أن معاملات الانحدار قد تتغير مع مرور

الوقت:

$$b_{it} = a_{it} + \beta_{it} \Delta y_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

وهذا النموذج يفترض أنه إذا تغير المعامل β ببطء وبصورة غير منتظمة مع مرور الوقت، فإن

قيمه المتوقعة تكون مساوية لقيمه السابقة. ويتم الإشارة إلى التغير في المعامل β بالرمز v_{it} والتي

يفترض أنها تتبع التوزيع المعتاد بتوقع مساوي للصفر وتباين σ_t^2 :

$$\beta_{it} = \beta_{it-1} + v_{it} \quad (3)$$

ويتم تقدير المعادلتين (2)، (3) معاً باستخدام نموذج المعاملات المتغيرة بمرور الوقت - Varying-

Coefficient model الذي اقترحه Schlicht عام ١٩٨٥، ١٩٨٨. وفي هذا النموذج يتم حساب التباينات σ_t^2

من خلال طريقة مقدر العزوم method-of-moments estimator الذي يتوافق مع مقدر الحد الأقصى

لاحتمال maximum-likelihood estimator للعينات الكبيرة^(٣٨).

³⁸ لمزيد من التفصيل انظر

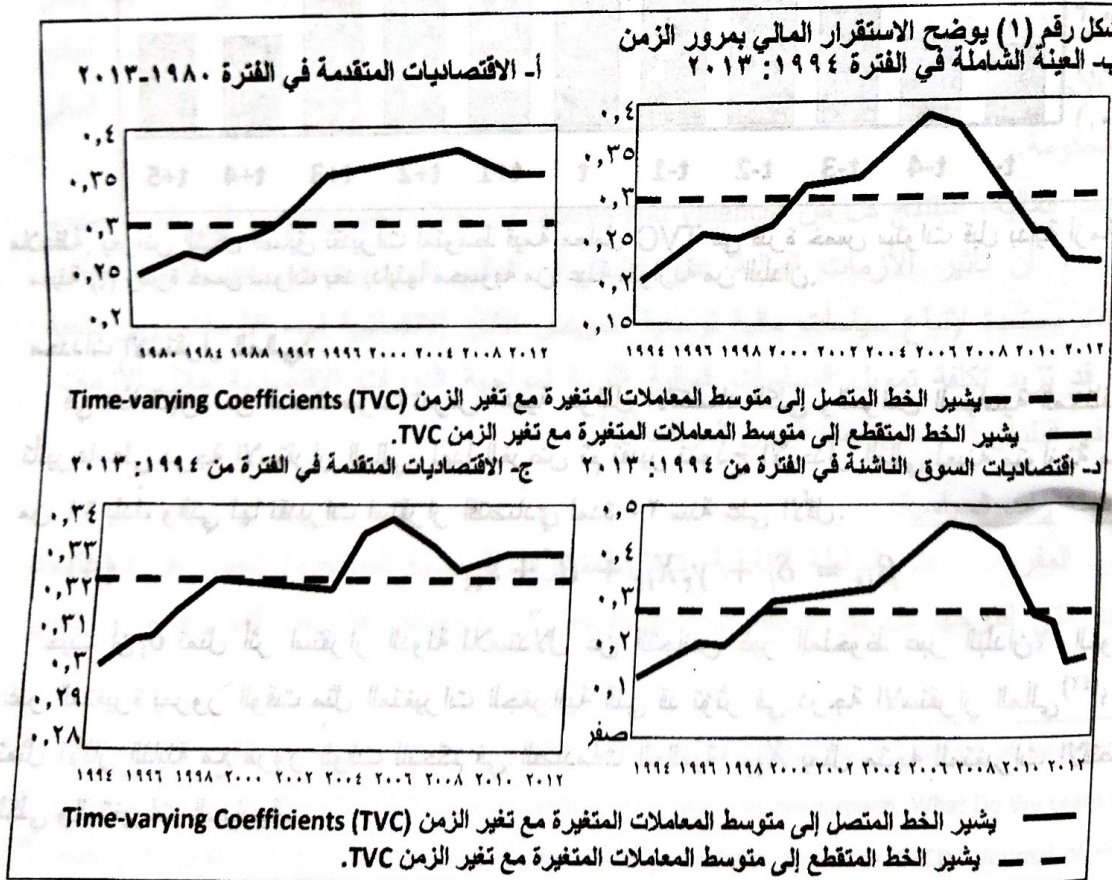
Schlicht, E., 1985, Isolation and Aggregation in Economics, Berlin-Heidelberg-New York-Tokyo: Springer-Verlag. 22.
Schlicht, E., 1988, "Variance Estimation in a Random Coefficients Model," paper presented at the Econometric Society European Meeting Munich 1989.

النموذج الموصوف في المعادلة (٢) و (٣) وصورته العامة في المعادلة (١)، هو نموذج تم الوصول عليه كحالة خاصة عندما يقترب تباين التغيرات في المعاملات من الصفر.

وقد أكد كل من Aghion and Marinescu عام ٢٠٠٨ أن هذا الطريقة لها عدة مزايا مقارنة بالطرق الأخرى التي تستخدم لحساب المعاملات التي تتغير مع مرور الوقت مثل طرق النوافذ الدوارة Rolling windows وطرق جوسيه Gaussian methods^(٣٩). أولاً، أنها تسمح باستخدام كل الملاحظات التي توجد في العينة المستخدمة لتقدير درجة الاستقرار المالي في كل سنة، وهو أمر غير ممكن في طريقة النوافذ الدوارة. ثانياً، أن التغيرات في درجة الاستقرار المالي في سنة ما تأتي نتيجة الابتكارات في نفس السنة، وليس من الصدمات التي حدثت في السنوات القريبة منها. ثالثاً، أنها تعكس الحقيقة التي تقول بأن التغيرات في السياسة تكون بطيئة وتعتمد على الماضي القريب. رابعاً، أنها تقلل من المشاكل السببية العكسية عندما يستخدم الاستقرار المالي كمتغير توضيحي لأن الاستقرار المالي يعتمد على الماضي.

تحقيق الاستقرار المالي مع مرور الوقت:

في دراستهما لعينة من اقتصاديات السوق المتقدمة والناشئة قام كلا من Davide Furceri and Joao Tovar Jalles بتقدير المستوى المتوسط والمسار الزمني لمعامل الاستقرار المالي الموجود في المعادلة (٢) و (٣) لعينة مكونة من ٥٣ اقتصاد سوق متقدم وناشئ، خلال فترة زمنية تزيد عن ٢٠ سنة كما هو موضح بالشكل البياني رقم (١)^(٤٠).



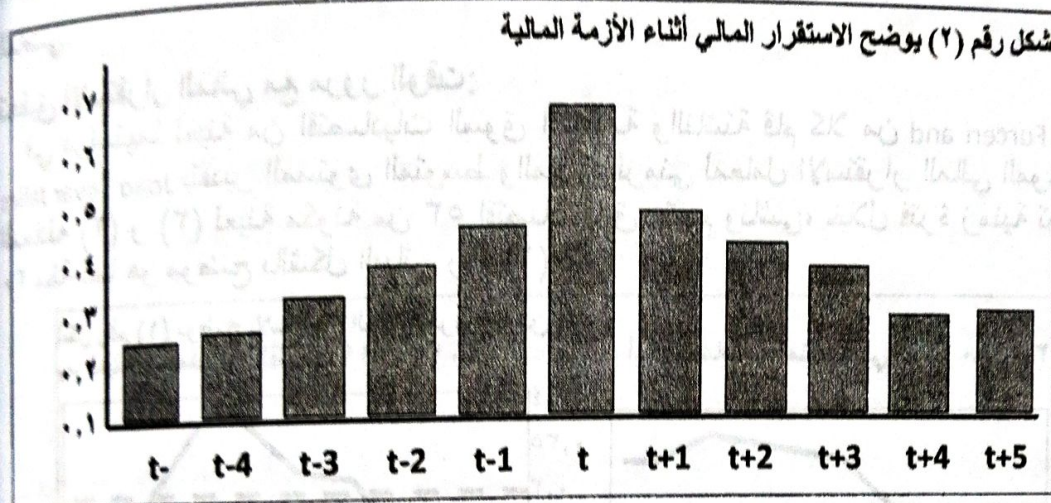
⁽³⁹⁾ Aghion, P. and I. Marinescu (2008), "Cyclical Budgetary Policy and Economic Growth: What Do We Learn from OECD Panel Data?", NBER Macroeconomics Annual, Volume 22

⁽⁴⁰⁾ Davide Furceri and Joao Tovar Jalles (2015), Determinants and Effects of Fiscal Stabilization: New Evidence from Time-Varying Estimates, IMF, Working Paper.

ملاحظة: الشكل السابق يوضح تلميح الوقت الخاص بتقديرات المعاملات المتغيرة بتغير الوقت TVC، ومجموعتي الدخل، والاقتصادات السوق المتقدمة والناشئة. حيث تشمل اللوحة 18 أ بلداً مع ما لا يقل عن 34 ملاحظة، واللوحة ب تشمل على 21 بلداً مع 20 ملاحظة على الأقل، واللوحة ج تشمل على 25 بلداً مع 20 ملاحظة على الأقل، واللوحة د تشمل على 26 بلداً مع 20 ملاحظة على الأقل.

نستنتج من الشكل السابق عدة ملاحظات: أولاً، لا يمكن للمتوسط الزمني لمعامل الاستقرار المالي أن يكون موجب (حوالي 0.25-0.3)، وهو ما يتفق مع الحقيقة التي تقول أن عجز الموازنة بشأ بوجه عام نتيجة مواجهة الاقتصاد للتقلبات الدورية⁽¹⁾. ثانياً، أن درجة الاستقرار المالي بالنسبة للاقتصادات السوق المتقدمة والناشئة تتزايد بمرور الوقت.

ومع ذلك، ففي حين أن الزيادة في الاقتصادات المتقدمة حدثت معظمها خلال الثمانينيات والتسعينيات، فقد ازداد الاستقرار المالي في اقتصاديات الأسواق الناشئة في أواخر التسعينيات وأوائل العقد الأول من القرن الحالي. ومن المثير للاهتمام، أن الاستقرار المالي يبدو أنه ازداد أيضاً خلال فترات الانكماش، خاصة خلال الأزمات المالية وهذا ما يظهره الشكل رقم (2).



ملاحظة: يعرض الشكل السابق تقديرات لمتوسط قيمة معامل TVC في فترة خمس سنوات قبل بداية أزمة مالية معينة (t) وفترة خمس سنوات بعد بدايتها محسوبة من عينة متوازنة من البلدان.

محددات الاستقرار المالي:

في هذا الجزء من البحث سوف ندرس أهمية عوامل الاقتصاد الكلي والعوامل السياسية المختلفة في تأثيرها على درجة الاستقرار المالي. لهذا الغرض تم تقدير نموذج الانحدار التالي لعينة متوازنة مكونة من 61 بلداً، والتي لها تقديرات استقرار اقتصادي لمدة 20 سنة على الأقل.

$$\beta_{it} = \delta_i + \gamma_1 X_{it} + \theta + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

حيث أن δ_i تمثل أثر استقرار الدولة للاستدلال عن التجانس غير الملحوظ عبر البلدان، والعوامل غير المتغيرة بمرور الوقت مثل المتغيرات الجغرافية التي قد تؤثر في درجة الاستقرار المالي⁽²⁾؛ γ_1 تمثل الأثر الثابتة مع مرور الوقت للتحكم في الصدمات العالمية؛ X_{it} يمثل متجه للمتغيرات الاقتصادية الكلي والمتغيرات السياسية.

⁽¹⁾ Lane, P. R. (2003), "The Cyclical Behavior of Fiscal Policy: Evidence from the OECD," Journal of Public Economics, 87(12), 2661-2675.

⁽²⁾ Afonso, A., and D. Furceri. (2010). "Government Size, Composition, Volatility and Economic Growth." European Journal of Political Economy 26 (4): 517-32.

وتتمثل محددات الاستقرار المالي في متغيرات الاقتصاد الكلي، والمتغيرات السياسية، وفيما يلي عرض لأهم هذه المتغيرات:

أولاً: متغيرات الاقتصاد الكلي:

١- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي: حيث أنه من المتوقع أن يكون الاستقرار المالي أعلى في البلدان الأكثر تقدماً، مثل تلك التي تميل إلى أن تتميز بجودة أفضل للمؤسسات^(٤٣).

٢- التطور المالي، والذي ينوب عنه نسبة الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي: حيث يؤثر المستوى المرتفع للتطور المالي تأثيراً إيجابياً على قدرة الحكومة على الاقتراض أثناء فترات الركود، وبالتالي فإنّه من المتوقع زيادة الاستقرار المالي^(٤٤).

٣- الانفتاح التجاري، والذي ينوب عنه نسبة إجمالي الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي: حيث تميل الاقتصادات الأكثر انفتاحاً إلى أن تكون أكثر عرضة للصدمات الخارجية وبالتالي قد تستخدم سياسات مالية أكثر فعالية من أجل توفير الاستقرار^(٤٥).

٤- انفتاح حساب رأس المال، والذي ينوب عنه مؤشر Chinn-Ito الخاص بانفتاح حساب رأس المال: حيث من المرجح أن يتدفق رأس المال الأجنبي (إلى الخارج) في فترات التوسعات (حالات الركود)، وبالتالي زيادة تكلفة تمويل السياسات المالية لمواجهة للدورات الاقتصادية^(٤٦).

٥- حجم الحكومة، والذي ينوب عنه نسبة الانفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي^(٤٧): حيث يمكن اعتبار حجم الحكومة متغير نائباً للاستقرار المالي في ظل افتراض أن مرونة الضرائب بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي تساوي الواحد. لذلك، من المتوقع أن يكون هناك علاقة طردية بين الاستقرار المالي وحجم الحكومة.

٦- الأزمات المالية، استنتج كل من Leaven and Valencia من خلال تحليل البيانات التي قاما بتجميعها عام ٢٠١٠ أن تأثير الأزمات المالية على الاستقرار المالي يكون غامض. فمن ناحية، ستكون الحكومات مستعدة لإتباع سياسات مالية توسعية لتعويض الآثار الانكماشية لهذه الأزمات. ومن ناحية أخرى، قد تزيد تكلفة تمويل السياسات المالية اللازمة لمواجهة الدورات الاقتصادية خلال الأزمات، خاصة في البلدان ذات مستويات الديون المرتفعة^(٤٨).

ثانياً: المتغيرات السياسية:

١- القيود المفروضة على السلطة التنفيذية: تتمثل المتغيرات الرئيسية المستخدمة للتعبير عن هذه القيود في تلك التي اقترحها كل من Fatas and Mihov عام ٢٠١٣، وكان أول هذه القيود هو حق النقض

(٤٣) Talvi, E., and C. Vegh. (2005). 'Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy', Journal of Development Economics, Vol. 78, pp. 156-90

(٤٤) Aghion, P. and I. Marinescu (2008), "Cyclical Budgetary Policy and Economic Growth: What Do We Learn from OECD Panel Data?", op cit.

(٤٥) Lane, P. R. (2003), "The Cyclical Behavior of Fiscal Policy: Evidence from the OECD," Journal of Public Economics, 87(12), 2661-2675.

(٤٦) Aghion, P. and I. Marinescu (2008), "Cyclical Budgetary Policy and Economic Growth: What Do We Learn from OECD Panel Data?", op cit.

(٤٧) Fatas, A. and I. Mihov (2013). "Policy Volatility, Institutions, and Economic Growth." Review of Economics and Statistics 95: 362-376.

(٤٨) Leaven, L. and Valencia F., (2010), "Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly." International Monetary Fund Working Paper No. 10/146

(Veto) المحتمل على قرارات السلطة التنفيذية. الثاني، خصائص المؤسسات والناتج السياسية في البلاد، حيث يتم تعديل قيمتها عندما يكون الرئيس والسلطة التشريعية، على سبيل المثال، عضواً في نفس الحزب. بالإضافة إلى استخدام المتغيرات الوهمية للدلالة على وجود الإنفاق، الضرائب، وقواعد الدين، وكما وثق كل من Fatas and Mihov عام ٢٠١٣ أنه من المحتمل أن تحد القيود المفروضة على السلطة التنفيذية من تقلبات الإنفاق، وبالتالي يكون هناك علاقة طردية بين القواعد المفروضة على السلطة والاستقرار المالي^(٤٩).

٢- الانتخابات - بناء على استخدام متغيرات وهمية للتعبير عن حدوث انتخابات للسلطة التنفيذية والتشريعية: فإن السياسيين قد يميلوا خلال الانتخابات إلى تغيير الإنفاق والضرائب لأسباب انتخابية وليس بالضرورة لأغراض تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي^(٥٠).

٣- متغيرات سياسية أخرى: مثل الأغلبية، التمثيل النسبي والأنظمة البرلمانية.

ونظراً لأن المتغير التابع في المعادلة (٤) يعتمد على التقديرات، فإن بواقي الانحدار يمكن اعتبار أنها تحتوي على مكونين: الأول، هو خطأ اختيار العينة (والذي يمثل الفرق بين القيمة الحقيقية للمتغير التابع والقيمة المقدرة له). الثاني، هو الصدمة العشوائية التي كان من الممكن الحصول عليها حتى لو كانت قيم المتغير التابع هي عبارة عن مشاهدات مباشرة مقارنة بالقيم المقدرة. وهذا من شأنه أن يؤدي إلى زيادة في الانحراف المعياري للتقديرات، الأمر الذي سيؤدي إلى خفض إحصائيات t . وهذا يعني أن أي تصحيح لوجود مصطلح الخطأ غير القابل للقياس سيزيد من أهمية تقديراتنا. ولمعالجة هذه المشكلة، يتم تقدير المعادلة باستخدام طريقة المربعات الصغرى المرجحة Weighted Least Squares (WLS). حيث تفترض مقدر طريقة المربعات الصغرى المرجحة، على وجه التحديد، أن الأخطاء في المعادلة (١) يتم توزيعها كالتالي: $\epsilon_{it} \sim N(0, \sigma^2/s_{it})$ ، حيث أن s_{it} تمثل الانحرافات المعيارية المقدرة لمعامل الاستقرار المالي لكل بلد i ، و σ^2 هي معلمة غير معروفة يتم تقديرها في الانحدار في المرحلة الثانية. وأخيراً، من أجل تقليل السببية العكسية، يتم ادخال جميع المتغيرات الاقتصادية الكلية بفرق فترة تأخير واحدة.

نتائج القياس:

يعرض الجدول رقم (٤) النتائج التي تم الحصول عليها عن طريق تقدير المعادلة (٤). حيث تظهر المعاملات المرتبطة بالمحددات المختلفة بإشارة متوقعة لتؤكد التخمينات التي تم مناقشتها من قبل. حيث نجد أنه بدءاً من متغيرات الاقتصاد الكلي، نجد أن الاستقرار المالي يرتبط ارتباطاً قوياً وموجباً بمستوى التطور المالي، حيث أنه مع زيادة ١٠% في نسبة الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي فإن الاستقرار المالي يزيد بنحو ٠,٢-٠,٣ (أي بانحراف معياري حوالي ٣/٤ - ١). كما نجد أيضاً أن الاقتصاديات الأكثر تطوراً وانفتاحاً للتجارة الدولية تميل إلى أن يكون بها درجة أكبر من الاستقرار المالي. وبالمثل، فإن البلدان ذات حجم الحكومات الأكبر تكون قادرة على توفير مزيد من الاستقرار،

^(٤٩) Fatas, A. and I. Mihov (2013). "Policy Volatility, Institutions, and Economic Growth, op cit.
^(٥٠) Drazen, A. 2000. "The Political Business Cycle after 25 Years." In: B. Bernanke and K. Rogoff, eds. NBER Macroeconomics Annual 2000. Cambridge, MA: MIT Press.

رغم من أن الحجم ليس ذا أهمية اقتصادية: إلا أن زيادة ١٠% في نسبة الإنفاق الحكومي إلى إجمالي تؤدي إلى زيادة الاستقرار المالي بنسبة ٠,٠٥ فقط. أخيراً، نجد أن الاستقرار المالي يزداد خلال الأزمات المالية عندما يتم التحكم في المتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى، وأن جدول رقم (٤) يوضح نتائج تقدير المعادلة رقم (٤) لمحددات الاستقرار المالي.

	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
Credit to GDP (t-1)	0.0285*** (4.9883)	0.0299*** (5.1180)	0.0285*** (4.9283)	0.0265*** (4.4760)	0.0266*** (4.4589)	0.0292*** (4.8660)
GDP per capita (t-1)	0.1840*** (4.2328)	0.1767*** (3.9331)	0.1737*** (3.9594)	0.1888*** (4.3247)	0.1762*** (3.9893)	0.1644*** (3.7060)
Trade openness (t-1)	0.1213*** (3.0063)	0.1129*** (2.6907)	0.1125*** (2.7799)	0.1254*** (3.0938)	0.1162*** (2.8550)	0.1187*** (2.9143)
Capital account openness (t-1)	0.0053 (1.0222)	0.0073 (1.3561)	0.0041 (0.7872)	0.0066 (1.2497)	0.0051 (0.9457)	0.0058 (1.0723)
Government expenditure to GDP (t-1)	0.0053** (2.1380)	0.0052** (2.0481)	0.0050** (2.0207)	0.0050* (1.9616)	0.0048* (1.8940)	0.0052** (2.0116)
Executive constraints			0.0245*** (3.3180)		0.0233*** (3.1308)	
Parliamentary regime			-0.0519 (-1.5517)		-0.0513 (-1.5271)	0.0346 (1.0641)
Presidential election held			-0.0021 (-0.1543)		-0.0022 (-0.1573)	0.0024 (0.1758)
Legislative election held			-0.0010 (-0.1236)		-0.0014 (-0.1688)	-0.0017 (-0.2050)
Proportional representation			-0.0294 (-1.0670)		-0.0302 (-1.0866)	0.0371 (1.3236)
Margin of majority			-0.0474* (-1.6138)		-0.0477* (-1.6030)	-0.0417 (-1.3683)
Financial crises		0.0109 (0.6442)				
Expenditure rule				-0.0154 (-0.9860)	-0.0174 (-1.1041)	-0.0184 (-1.1646)
Revenue rule				1.5973 (1.5973)	1.2106 (1.2106)	1.4063 (1.4063)
Debt rule				-0.0206 (-1.3218)	-0.0153 (-0.9796)	-0.0103 (-0.6526)
Political constraints						0.1060*** (2.5962)
N	929	929	929	929	929	29
R ²	0.7372	0.7353	0.7422	0.7385	0.7431	.7421

ملحوظة: الأرقام التي بين القوسين هي أرقام إحصاءات t استناداً إلى أخطاء قياسية قوية متفاوتة. وأن النجوم **، * تشير إلى المعنوية عند مستوى معنوية ١٠،٥،١%، على التوالي.

وبالنظر إلى المتغيرات السياسية، نجد أن القيود المفروضة على السلطة التنفيذية (القيود ومؤشر التقيد السياسي) (البولكون) The Political Constraint Index (POLCON) ترتبط ارتباطاً قوياً وكبيراً بالاستقرار المالي. حيث أن المزيد من القيود على السلطة التنفيذية تميل إلى الحد من تقلب الإنفاق الحكومي وتؤثر بشكل موجب على الاستقرار المالي. في المقابل، وأن جميع المتغيرات السياسية الأخرى، وكذلك المتغيرات الوهمية للقواعد المالية، ليست ذات دلالة إحصائية.

وللتحقق من صلاحية النموذج، تم تكرار النتائج للحصول على التحديد الكامل من خلال استبعاد آثار البلد و/ أو ثبات الزمن. وتؤكد النتائج الواردة في الجدول رقم (٥) الأهمية الإحصائية لمتغيرات الاقتصاد الكلي. إلى جانب أنها أظهرت أن القيود المفروضة على السلطة التنفيذية تظل ذات دلالة إحصائية في جميع المواصفات، كما أظهرت أيضاً أن بعض المتغيرات السياسية التي لم تكن مهمة في نموذج الانحدار الأساسي أصبحت مهمة عند حذف آثار للبلد و/ أو ثبات الزمن. وقد أوضحت هذه البيانات أن كلا من التمثيل النسبي وقواعد الإنفاق يرتبطان، بشكل خاص، ارتباطاً سلبياً وإحصائياً كبيراً بالاستقرار المالي عبر مختلف المواصفات من الثاني إلى الرابع.

جدول رقم (٥) بوضوح تصنيفات بديلة لمحددات الاستقرار المالي

	(I)	(II)	(III)	(IV)
Credit to GDP (t-1)	0.0266*** (4.4589)	0.0103*** (2.7439)	0.0070 (1.5137)	0.0167*** (3.2251)
GDP per capita (t-1)	0.1762*** (3.9893)	0.0228*** (4.3173)	0.0260*** (4.3644)	0.0954*** (2.8242)
Trade openness (t-1)	0.1162*** (2.8550)	0.1027*** (7.2485)	0.0944*** (6.2870)	0.0899** (2.4565)
Capital account openness (t-1)	0.0051 (0.9457)	0.0014 (0.2654)	0.0031 (0.5460)	0.0005 (0.0982)
Government expenditure to GDP (t-1)	0.0048* (1.8940)	0.0052*** (3.8320)	0.0046*** (3.1396)	0.0036 (1.4908)
Executive constraints	0.0233*** (3.1308)	0.0236*** (3.7227)	0.0202*** (3.1041)	0.0265*** (3.6316)
Parliamentary regime	-0.0513 (-1.5271)	0.0388* (1.8966)	0.0512** (2.1614)	-0.0526 (-1.5891)
Presidential election held	-0.0022 (-0.1573)	0.0000 (0.0002)	0.0042 (0.1975)	-0.0029 (-0.2178)
Legislative election held	-0.0014 (-0.1688)	-0.0090 (-0.7358)	-0.0103 (-0.8055)	-0.0010 (-0.1294)
Proportional representation	-0.0302 (-1.0866)	-0.0803*** (-5.8236)	-0.0831*** (-5.8118)	-0.0452* (-1.6835)
Margin of majority	-0.0477* (-1.6030)	-0.1220*** (-3.2449)	-0.1508*** (-3.8349)	-0.0384 (-1.3625)
Expenditure rule	-0.0174 (-1.1041)	-0.0679*** (-3.5348)	-0.0702*** (-3.5085)	-0.0310** (-2.0425)
Revenue rule	0.0257 (1.2106)	0.1145*** (4.7537)	0.1140*** (4.6558)	0.0234 (1.1159)
Debt rule	-0.0153 (-0.9796)	-0.0105 (-0.7400)	-0.0079 (-0.4733)	-0.0350** (-2.5525)
N	929	929	929	929
R ²	0.7431	0.3196	0.3318	0.7331

ملحوظة: الأرقام التي بين القوسين هي أرقام إحصاءات t استناداً إلى أخطاء قياسية قوية متفاوتة. وأن النجوم *, **, *** تشير إلى المعنوية عند مستوى معنوية ١٠، ٥، ١%، على التوالي.

آثار الاستقرار المالي

في هذا الجزء سوف نتطرق بالدراسة إلى تأثير الاستقرار المالي على تقلبات الناتج. ولهذا الغرض، يتم تقدير نموذج الانحدار التالي بناءً على عينة متوازنة من ٦١ بلداً والتي لديها تقديرات حول استقرارها المالي لمدة ٢٠ عاماً على الأقل:

$$S_{it} = \delta_i + \gamma_t + \theta\beta_{it} + \pi Z_{it} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

حيث تشير S_{it} إلى التقلبات التي تحدث في الناتج - مقاسة بالقيمة المطلقة لفجوة الناتج في البلد i في الزمن t ; β_{it} تشير إلى مقياس الاستقرار المالي المقدر في الجزء السابق للبلد i في الزمن t ; δ_i تشير إلى ثبات آثار البلدان وذلك للاستدلال على عدم التجانس غير الملحوظ عبر البلدان، والعوامل التي لا تتغير بمرور الزمن مثل المتغيرات الجغرافية التي قد تؤثر على درجة الاستقرار المالي وتقلبات الناتج؛ γ_t تشير إلى ثبات آثار الزمن، وذلك للتحكم في الصدمات العالمية^(٥١).

من أجل تقليل التجانس الناشئ بسبب المتغيرات المحذوفة التي قد تؤثر في الوقت نفسه على تقلبات الناتج والاستقرار المالي، فإننا نضمّن في التوصيف مجموعة من متغيرات التحكم (Z_{it}) التي تم العثور عليها والتي ثبت في الجزء السابق أنها ذات صلة مثل: (١) الانفتاح التجاري (٢) انفتاح حساب رأس المال. (٣) نسبة الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي؛ (٤) نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي؛ (٥) معدل النمو في الناتج

(٥١) يتم أخذ بيانات فجوة الناتج من صندوق النقد الدولي. وبما أن هذا الإجراء حساس للتغيرات في النمو المحتمل، فإننا نتحقق من صلاحية هذه النتائج من خلال إجراء قياس بديل في القسم الفرعي التالي.

د. إبراهيم زكريا الشربيني

المؤثرات الإجمالية؛ (٦) عدد السكان؛ (٧) حجم الحكومة. هذا بجانب، كل متغيرات الاقتصاد الكلي الداخلة في التصنيف بفترة تأخير واحدة، وذلك لتدنية السببية العكسية. يتم تقدير المعادلة (٥) باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS مع وجود أخطاء معيارية متفاوتة. ويتم عرض نتائج هذا التقدير في الجدول رقم (٦).

جدول رقم (٦)
بوضوح تقديرات المعادلة رقم (٥) بطريقة المربعات الصغرى والتي توضح أثر الاستقرار المالي على تقلبات الناتج

	(I)	(II)	(III)	(IV)	(V)	(VI)
Fiscal stabilization (t)	-1.117*** (-2.88)		-1.481*** (-2.85)		-1.383** (-2.47)	
Fiscal stabilization (t-1)		-1.421*** (-3.51)		-1.814*** (-3.29)		-1.665*** (-2.89)
Trade openness (t-1)			-0.010* (-1.73)	-0.012* (-1.82)	-0.010 (-1.50)	-0.011 (-1.58)
Capital account openness (t-1)			0.074 (0.76)	0.075 (0.77)	0.113 (1.01)	0.119 (1.07)
Credit to GDP (t-1)			0.009** (2.65)	0.009** (2.65)	0.007* (1.84)	0.007** (1.82)
GDP per capita (t-1)			-0.335 (-0.72)	-0.385 (-0.81)	0.284 (0.37)	0.254 (0.33)
GDP growth (t-1)					-0.005 (-0.11)	-0.007 (-0.17)
Log population (t-1)					-4.636** (-2.11)	-4.573** (-2.08)
Government expenditure to GDP (t-1)					0.033* (1.67)	0.032 (1.66)
N	1039	1023	823	811	689	689
R ²	0.32	0.33	0.36	0.35	0.39	0.39

ملحوظة: تقاس التقلبات في الناتج بالقيمة المطلقة لفجوة الناتج. أيضاً القيم التي بين قوسين تشير إلى إحصاءات t المقدره معتمدة على أخطاء معيارية قوية ومتفاوتة، وتشير النجوم **،*** إلى مستوى المعنوية ١٠، ٥، ١ % على التوالي.

نتائج التقدير تكون قوية عندما يتم تضمين متغيرات الرقابة السابق ذكرها في التصنيف (الأعمدة من الثالث إلى السادس من الجدول ٣)، وبالرغم من أن تأثير الاستقرار المالي على تقلبات الناتج يكون في تزايد فعلي، إلا أن الاختلافات مع التقديرات الأساسية ليست ذات دلالة إحصائية. ومن بين متغيرات الرقابة، نجد أن نسبة الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي يرتبط ارتباطاً موجباً مع التقلبات في الناتج؛ وبالرغم من أن البلدان الكبيرة تتسم بتقلبات منخفضة في الناتج، إلا أنه ومن المثير للاهتمام أن هناك بعض المتغيرات مثل الانفتاح التجاري ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وحجم الحكومة - والتي عادة ما ترتبط بتقلبات الإنتاج في دراسات البلدان المختلفة ليست ذات دلالة إحصائية. والسبب هو أن تضمين التأثيرات الثابتة للبلاد يؤدي إلى التخلص من معظم التقلبات بها. وتوضح أهمية هذا، في الواقع، عندما يتم إعادة تقدير المعادلة (٥) باستبعاد التأثيرات الثابتة للبلاد (الأعمدة III-II من الجدول رقم (٧)).

جدول رقم (٧) بوضوح أنتقدير الاستقرار المالي على تقلبات الناتج، تصنيفات أخرى بديلة

	(I)	(II)	(III)
Fiscal stabilization (t)	-1.383** (-2.47)	-1.204*** (-3.91)	-1.062*** (-3.42)
Trade openness (t-1)	-0.010 (-1.50)	0.003** (2.48)	0.003** (2.44)
Capital account openness (t-1)	0.113 (1.01)	0.031 (0.45)	-0.027 (-0.46)
Credit to GDP (t-1)	0.007* (1.84)	0.001 (0.33)	0.002 (1.02)
GDP per capita (t-1)	0.284 (0.37)	-0.114*** (-2.86)	-0.107*** (-2.74)
GDP growth (t-1)	-0.005 (-0.11)	-0.035 (-0.96)	-0.027 (-0.97)
Log population (t-1)	-4.636** (-2.11)	-4.009 (0.16)	-1.013 (0.24)
Government expenditure to GDP (t-1)	0.033* (1.67)	-0.017** (-2.42)	-0.013** (-1.96)
N	689	689	689
R ²	0.39	0.17	0.06

د. إبراهيم زكريا الشرايبي

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج

- بالرغم من مرور عدة سنوات على الأزمة المالية العالمية، إلا أن معدلات النمو في العديد من اقتصاديات السوق المتقدمة والناشئة لا تزال أقل بكثير مما كانت عليه قبل الأزمة. فقد جاء في مجلة (أفاق الاقتصاد العالمي، أكتوبر ٢٠١٥) التي يصدرها صندوق النقد الدولي، أن نمو الاقتصاد العالمي شهد انخفاضاً مضطرباً منذ عام ٢٠١١، وهذا يبرز الشكوك حول إمكانية النمو في الأجل المتوسط. في نفس الوقت الذي ارتفعت فيه نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في العديد من اقتصاديات السوق المتقدمة والناشئة، حتى أنها وصلت إلى مستويات غير مسبوقة في بعضها، فكيف يمكن أن تساهم السياسة المالية في تحقيق زيادة النمو الاقتصادي في أي بلد في الأجل المتوسط في ظل هذه الظروف؟

من هذه الدراسة يمكن استنتاج أنه يمكن للسياسة المالية أن تؤثر في النمو الاقتصادي في الأجل المتوسط من خلال دعمها لتحقيق استقرار الاقتصاد الكلي. ومن خلال استخدام تقديرات متفاوتة الأمانة لاستقرار المالي، كما يمكن للسياسة المالية من خلال عكس اتجاه الدورات الاقتصادية أن تقلل إلى حد كبير من تقلبات الناتج. حيث أشارت هذه الدراسة إلى أن زيادة معامل الاستقرار المالي بحوالي ٠,٥ سوف يقلل التقلبات في الناتج بحوالي ١%.

- والسؤال الآن هو كيف يمكن للبلد تحسين الاستقرار المالي بها، لا سيما في البلدان ذات مستويات الدين المرتفعة كمصر؟، بالرغم من أن العديد من الدراسات قد وجدت أن حجم الحكومة هو محدد أساسي لاستقرار المالي، إلا أن نتائج هذه الدراسة تشير إلى أن سياسات الاقتصاد الكلي والخصائص السياسية الأخرى يمكن أن تؤثر على الاستقرار المالي عند حجم حكومي معين، حيث تشير الدراسة، على وجه الخصوص، إلى أنه بالإضافة إلى القيود السياسية، فإنه يمكن للسياسات التي تهدف إلى تعزيز الاستقرار المالي، ومستوى المؤسسات الاقتصادية (التي ينوب عنها نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي) والانفتاح التجاري، أن تسهم بدرجة كبيرة في زيادة الاستقرار المالي.

- تعتبر أدوات الرقابة الاحترازية الجزئية من أهم وسائل الرقابة التي تستخدمها السلطات الإشرافية، حيث يمكن من خلالها ضمان استقرار أهم الوحدات المكونة للنظام المالي وهي البنوك، والتي يعتبر الإضرابات التي تتعرض لها من أهم المخاطر المالية على الإطلاق.

- يؤثر استقرار الاقتصاد الكلي على الاستقرار المالي، وذلك لأن متغيرات الاقتصاد الكلي تمثل أهم أبعاد الاستقرار المالي.

- يمثل حجم السيولة لدى الجهاز المصرفي مصدر ثقة للمتعاملين الماليين، حيث تمثل درع واق عند تعرض الاقتصاد لصدمات محلية أو خارجية.

- لقد أصبح التعامل مع الاستقرار المالي على مدى العقدين الماضيين، أصبح موضوعاً هاماً على جداول أعمال السياسات الوطنية والدولية. وقد خصص صناعات السياسات، بشكل عام، والمصارف المركزية،

على وجه الخصوص، موارد متزايدة لرصد الأخطار المحتملة على الاستقرار المالي ووضع أطر تحليلية لتحقيق هذا الهدف.

لمصبح الاستقرار المالي أحد المهام الرئيسية للسلطات بعد أزمة الرهن العقاري عام ٢٠٠٧.

إن قياس الاستقرار المالي له دوران متميزان. أحدهما هو المساعدة في ضمان مساءلة السلطات المسؤولة عن أداء المهمة. والآخر هو دعم تنفيذ الاستراتيجيات المختارة لتحقيق الهدف في الوقت المحدد.

هناك العديد من الأساليب المستخدمة لتقييم الاستقرار المالي النظامي، لكل منها مزايا وعيوب فيما يتعلق بالقدرة على توفير معلومات دقيقة عن مستوى الاستقرار. حيث تمكن أنظمة الإنذار المبكر (early warning systems) (EWS) من التنبؤ باحتمال ظهور الأزمة المالية، ولكنها لا تتيح إمكانية تضمين جميع الحسابات التي يتعرض لها النظام، ولا توفر معلومات تتعلق باستجابته للصددمات. في حين تسمح أساليب اختبارات الإجهاد بتحديد الصدمات المحتملة وتقدير مقاومة النظام المالي، لكنها لا تتيح إمكانية مقارنة مستوى الثبات خلال فترات مختلفة أو مستوى الاستقرار في نظامين ماليين أو أكثر.

إن إنشاء مؤشر استقرار مالي إجمالي يمثل إحدى الطرق التي يمكن استخدامها لقياس الاستقرار المالي النظامي. ويقصد بمؤشر الاستقرار المالي الإجمالي (AFSI) aggregate financial stability index بأنه مؤشر لا يكمل عمل أنظمة الإنذار المبكر التي تسمح بتقييم احتمال ظهور الأزمة المالية فقط، بل يعمل على استكمال اختبارات الإجهاد المالي، والتي تظهر مقاومة النظام المالي للصددمات المحتملة التي تؤدي إلى زعزعة للاستقرار. وتكمن مزايا AFSI في بساطة الحسابات وإمكانية الوصول إلى البيانات ومستوى الشفافية المناسب. كما يوفر هذا المؤشر للمحللين إمكانية مقارنة الأنظمة المالية المختلفة من حيث الاستقرار ويتيح لهم أيضاً مراقبة تحركات الاستقرار المالي.

ثانياً: التوصيات:

- ١- الاستقرار المالي للبنوك يوفر الربحية التي تحققها من أنشطتها، وكذلك السيولة الكافية التي تشير إلى أن البنوك لديها هيكل متوازن للأصول والخصوم.
- ١- يمكن تخفيض الاستقرار المالي للبنوك في المدى المتوسط بسبب عدم كفاية جودة رأس المال والأصول والالتزامات المرتبطة بالتعدي على سياسة الائتمان الخاصة بها والتي تزيد من مخاطر الائتمان، ونتيجة لذلك، هناك احتمال تحقيقها لخسائر. حيث أن تدني جودة محفظة الائتمان يشير إلى استخدام طرق إدارة غير مؤهلة لمحفظه الائتمان وعدم كفاية تحويلها إلى رأس المال في بعض البنوك. حيث يحدد حجم رأس المال قدرة البنك على الحفاظ على الاستقرار خلال فترات الأزمة، والاعتماد على سوق الائتمان بين البنوك وزيادة حصة التزامات الطلب في هيكل التزامات البنك.
- ٢- ضرورة توفير الكوادر البشرية المؤهلة في مختلف مجالات العمل المصرفي والمالي والقانوني، والتي تتمتع بالكفاءة والخبرة، والتي تمكنها من وضع التشريعات ورسم السياسات، وتحديد واختيار الأدوات المناسبة في إطار السياسات الاحترازية الكلية بما يحقق الاستقرار المالي.
- ٤- ضرورة توفير بيئة رقابية قادرة على تحقيق النمو المنضبط للنظام المصرفي والمالي.

محددات وأثار الاستقرار المالي وكيفية قياسه

د. إبراهيم زكريا الشربيني

- ٥- عند بناء مؤشر للاستقرار المالي في مصر، فإنه من الضروري محاكاة المؤشر التجميعي المستخدم في عمليات التنبؤ وأنظمة الإنذار المبكر، مع إخضاع هذا المؤشر التجميعي لاختبارات الإجهاد المالي، وذلك لتحديد أهمية وأثر المتغيرات المختارة.
- ٦- تفعيل السياسات الكلية، وخاصة السياسة النقدية، من خلال وضعها على أسس موضوعية أو اقتصادية من طرف متخصصين دون ادخال الحسابات السياسية، وذلك للتحكم في معدلات التضخم، من جهة، وتوفير العرض النقدي اللازم للنشاط الاقتصادي، من جهة أخرى.
- ٧- ضرورة استكمال برامج إصلاح وتحديث القطاع المصرفي والمالي، وكذلك متابعة التطور في كل من السوق المالي والسوق النقدي بوصفهما أحد أهم ركائز تطبيق السياسة النقدية.
- ٨- ضرورة التنسيق بين السياستين المالية والنقدية من أجل تحقيق الاستقرار المالي، بحيث يكون الهدف هو تحقيق أعلى معدلات للنمو الاقتصادي.

- Aghion, P. and I. Marinescu (2008), "Cyclical Budgetary Policy and Economic Growth: What Do We Learn from OECD Panel Data?", NBER Macroeconomics Annual, Volume 22.
- Afonso, A., and D. Furceri. (2010). "Government Size, Composition, Volatility and Economic Growth." *European Journal of Political Economy* 26 (4): 517-32.
- Allen, W. and Wood, G. (2006): "Defining and achieving financial stability", *Journal of financial stability*, June.
- Borio, C., 2003, 'Towards a Macro Prudential Framework for Financial Supervision and Regulation?', BIS Working Papers, No. 128, Basel.
- Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) (2006): Financial Stability Report, June 2006, Volume 2.
- Crockett, Andrew, 1997, "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?" In: *Maintaining Financial Stability in a Global Economy, a Symposium* (Jackson Hole, Wyoming: Federal Reserve Bank of Kansas City).
- Davis, E.P., 2002, 'A typology of Financial Instability', *Financial Stability Report*, No. 2, Oesterreichische Nationalbank, Wenen.
- Davide Furceri and Joao Tovar Jalles (2015), *Determinants and Effects of Fiscal Stabilization: New Evidence from Time-Varying Estimates*, IMF, Working Paper.
- De Bandt and Hartmann, 2000, 'Systemic risk: A survey', Working Paper, No. 35, European Central Bank.
- Drazen, A. 2000. "The Political Business Cycle after 25 Years." In: B. Bernanke and K. Rogoff, eds. *NBER Macroeconomics Annual 2000*. Cambridge, MA: MIT Press.
- European Central Bank (ECB) (2006a): *EU Banking Sector Stability*, November 2006.
- Foot, Michael, 2003, "What Is 'Financial Stability' and How Do We Get It?" *The Roy Bridge Memorial Lecture* (United Kingdom: Financial Services Authority), April 3.
- Fatas, A. and I. Mihov (2013). "Policy Volatility, Institutions, and Economic Growth." *Review of Economics and Statistics* 95: 362-376.,
- Haldane, A., 2004, "Defining Monetary and Financial Stability," mimeo (London: Bank of England).
- Houben, Aerd C.F.J., Jan Kakes, and Garry Schinasi, 2004, "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability," *IMF Working Paper 04/101* (Washington: International Monetary Fund) and *DNB Occasional Paper* (Amsterdam, *Forthcoming*).
- IMF (2008): *Global Financial Stability Report*, April.
- IMF (2006): *Financial Soundness Indicators: Compilation Guide*, March 2006.
- IMF and WB (2005): *Financial Sector Assessment: A Handbook*, September 2005
- Kindleberger, C.P. and Robert Z. Aliber (2005) "Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises", 5th Ed, John Wiley & Sons, INC, New Jersey.
- Lager, J., (1999) "Monitoring Financial System Stability", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, October.
- Lane, P. R. (2003), "The Cyclical Behavior of Fiscal Policy: Evidence from the OECD," *Journal of Public Economics*, 87(12), 2661-2675.
- Illing, M., Liu, Y. (2003): *An Index of Financial Stress for Canada*, Bank of Canada Working Paper No. 2003-14
- Llewellyn, D.T., 2001, *A regulatory regime for financial stability*, Working Paper, No. 48, Oesterreichische Nationalbank, Vienna.

- M. Quimby, and K. Chenard, 2003, 'Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability: An Empirical Analysis', paper prepared for Bank of Canada Conference 'The Evolving Financial System and Public Policy', Ottawa.
- Jeunen, L. and Valencia F., (2010), "Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly." International Monetary Fund Working Paper No. 10/146
- Mishkin, F.S., 1999, 'Global Financial Instability: Framework, Events, Issues', Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, No. 4.
- Mörttinen L., Poloni P., Sandras P., Vesala J. (2005): Analyzing Banking Sector Conditions: How to Use Macro Prudential Indicators, ECB Occasional Paper no. 26, April 2005, pp.22-23.
- Nelson, W. R., Perli, R. (2005): Selected Indicators of Financial Stability. 4th Joint Central Bank Research Conference on "Risk Measurement and Systemic Risk", ECB Frankfurt am Main, November 2005
- Oosterloo, S., and J. de Haan, 2003, 'An Institutional Framework for Financial Stability', Occasional Studies, Vol. 1, No. 4, De Nederlandsche Bank, Amsterdam.
- Padoa-Schioppa, Tomasso, 2003, "Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in Between," in The Transformation of the European Financial System, ed. by Vitor Gaspar and others (Frankfurt: European Central Bank.
- Schinasi, 2004b, 'Defining Financial Stability', IMF Working Paper, Forthcoming, Washington DC.
- Schinasi, G. J. (2005): Preserving Financial Stability, Economic Issues, No. 36, Washington, D.C., International Monetary Fund.
- Sundararajan V., Enoch C., San José A., Hilbers, P., Krueger R., Moretti M., Slack G. (2002): Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices, IMF Occasional Paper No. 212, pp.46-47.
- Schlicht, E., 1985, Isolation and Aggregation in Economics, Berlin-Heidelberg-New York Tokyo: Springer-Verlag.
- Schlicht, E., 1988, "Variance Estimation in a Random Coefficients Model," paper presented at the Econometric Society European Meeting Munich 1989.
- Talvi, E., and C. Vegh. (2005). 'Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy', Journal of Development Economics, Vol. 78, pp. 156-90
- Van den End, J. W., Tabbae, M. (2005): Measuring Financial Stability: Applying the Mf Risk Model to the Netherlands, DNB Working Paper No. 30/March 2005