

الاستقرار المالي رهينة قطاع المحروقات في الجزائر

د. بوكساني رشيد

أ. مزيان أمينة

جامعة بومرداس

المدرسة العليا للتجارة

الملخص

إن الفرضية التي تلقى القبول الواسع بين الاقتصاديين اليوم في دراسة العلاقة بين تطور القطاع المالي و التنمية الاقتصادية هي فرضية العرض القائد، وهي تشير إلى الظاهرة التي تكون فيها التنمية المالية بما تقدمه المؤسسات المالية من خدمات توفير السيولة و سد فجوة المعلومات في بيئة الأعمال وكذا تسعير المخاطر و إرساء قواعد الحوكمة ضمن ما يعرف بمدخل (القانون- التمويل)(Law&Finance)، بدعم حقيقية للتنمية الاقتصادية، كما أن الاستقرار في القطاع المالي يعتبر الركنية المباشرة للقفزة في القطاع الحقيقي، و يقصد بالاستقرار المالي أن يقوم النظام المالي بالوظائف السابقة بشكل جيد وان يكون قادرا على استيعاب الصدمات الداخلية و الخارجية (و التي يعتبر النفط احدها)، إلا أن هذه العلاقة شوهدت في الدول النفطية، ذلك أن الإيرادات النفطية أصبحت الداعم الرئيسي لاستقرار النظام المالي على حساب تنافسيته وكفاءته، بما تقدمه الحكومة (بسبب الطفرة النفطية) من دعم للمصارف والمودعين والمقترضين على حد سواء، وهو ماشوه الوظائف التقليدية للنظام المالي وأصبح عاجزا عن القيام بها كما تمليه عليه النظرية المالية، وباعتبار أن المحروقات عموما و النفط على وجه الخصوص تعتبر طاقة غير قابلة للتجدد، فهذا يعني أن الاستقرار المالي في هذه الاقتصاديات سيكون غير قابل للاستمرار لأنه تحقق بعوامل خارج مكوناته، وستظهر الاختلالات التي تم حجبها لعقود من الزمن بفعل الإيرادات النفطية ولكن الكارثة المالية ستكون أكبر وسيحملها القطاع غير المالي، فنخلص إلى أن الاستقرار المالي و منه التنمية ستكون رهينة قطاع المحروقات .

سنعالج الأفكار السابقة ضمن المحاور التالية:

1- التأسيس النظري لأدبيات الاستقرار المالي.

2- قنوات تأثير النفط على الاستقرار المالي (نظرات في المنهج الإسلامي).

3-المصادر النفطية للاستقرار (أو اللااستقرار) المالي في الجزائر .

4-الأزمة المالية العالمية وانكشاف معضلة النفط في الجزائر .

5-النتائج و التوصيات.

Abstract

The assumption, which has a broad acceptance among economists in the study of the relationship between the development of the financial sector and economic development is "supply leading" hypothesis , referring to the phenomenon in which financial development, including provided services by financial institutions(the services of the provision of liquidity and filling the information gap in the business environment as well as the pricing of the risks and the establishment of governance principles within the so-called in the (Law & Finance) approach, is a real foundation for economic development ,also the stability in the financial sector is the direct pillar for the boom in the real sector, its intended to financial stability that the Financial system can fulfill the previous functions well and be able to absorb shocks (internal and external), but this relationship has been altered in the oil countries, so that oil revenues have become the main supporter of the stability of the financial system at the expense of his competitiveness , and efficiency, as a result the financial support provided by the Government for both banks ,depositors and borrowers, the financial system has become unable to do it's traditional functions as dictated by the financial theory, Given that fuel and oil, in particular, is the non-renewable energy, this means that financial stability in these economies would be non-viable because it has been achieved by factors outside its components(not endogenous financial stability), will show the imbalances that have been withheld for decades by oil revenues, but the financial disaster will have hard effects on non-financial sector, and we conclude that the financial stability and development still be as a hostage of hydrocarbon sector.

I.التأصيل النظري لأدبيات الاستقرار المالي:

يعتبر تعريف الاستقرار المالي في غاية الأهمية لتطوير أدوات التحليل وكذا وضع السياسات والأطر التشغيلية,كما أن الباحثين في الموضوع يعلمون انه من الصعوبة بمكان إعطاء تعريف للاستقرار المالي يلقي القبول العام , وتعود هذه الصعوبة لحدائثة مجالات البحث في استقرار الأنظمة المالية مقارنة بتحليل الأسعار أو الاستقرار النقدي و اللذان لهما تاريخ طويل في مجال البحث(Abayomi&Allawode,2008)

1-يقترح (Garry Schinasi,2005) بعض المبادئ الرئيسية في تعريف الاستقرار المالي

نوجزها فيما يلي:

المبدأ1: وهو أن مفهوم الاستقرار المالي مفهوم واسع ,يضم مختلف مظاهر علم التمويل و النظام المالي,و باعتبار الترابط الوثيق بين كل مكونات النظام المالي فان الاختلالات التي

تصيب أي مكون منها يمكن أن تضعف الاستقرار المالي الإجمالي وهو ما يتطلب منظورا منهجيا، ففي أي وقت كان فالاستقرار أو عدم الاستقرار لا بد أن يكون نتيجة إما للمؤسسات الخاصة و أفعالها ، المؤسسات العامة و إجراءاتها ، أو كلا منهما بشكل متزامن .

المبدأ 2: وهو أن الاستقرار المالي لا يقتضي فقط بان يقوم التمويل بشكل تام بدوره في تخصيص الموارد و المخاطر، تبعث الادخارات، تسهيل تراكم الثروة، التنمية و النمو، ولكنه يقتضي أن تقوم أنظمة المدفوعات بدورها الاقتصادي السليم، بكلمة أخرى فان الاستقرار المالي وما يعتبر عادة كعنصر حيوي للاستقرار النقدي يتداخلان.

المبدأ 3: إن مفهوم الاستقرار المالي لا يرتبط فقط بغياب الأزمات في الوقت الحاضر ولكن بقدرة النظام المالي للحد، احتواء، معالجة نشأة الاختلالات قبل أن تشكل تهديدا له أو للعملية الاقتصادية، ففي نظام مستقر ويعمل بشكل جيد فان هذا يحدث من خلال التصحيح الذاتي (self-correction)، وفي هذا الصدد، يمكن أن يكون هناك مفاضلة في السياسات، الاختيار بين السماح لميكانيزمات الأسواق العمل لحل الصعوبات المحتملة أو التدخل السريع و الفعال، وهكذا فان الاستقرار المالي يضم كلا من الأبعاد الوقائية و التدخلية.

المبدأ 4: وهو أن يتم صياغة الاستقرار المالي باعتبار النتائج المحتملة على القطاع الحقيقي، فالاختلالات في الأسواق المالية أو على مستوى فرادى المؤسسات المالية تحتاج ألا يتم اعتبارها تهديدا للنظام المالي إذا لم تشكل خطرا على الأنشطة الاقتصادية بشكل واسع.

المبدأ 5: وهو أن يتم التفكير في الاستقرار المالي كسلسلة مستمرة، لان التمويل أساسا ينطوي على اللائقيين فهو حركي سواء عبر الزمن أو الابتكارات المالية، و يتركب من العديد من العناصر و الروابط المتطورة، ما يمكن أن يمثل الاستقرار المالي في نقطة زمنية معينة يمكن أن يكون أكثر أو أقل استقرارا في نقطة أخرى، إضافة إلى انه يمكن النظر إلى الاستقرار المالي على انه يتوافق مع استقرار أجزائه المكونة له مثل سلامة المؤسسات المالية، ظروف الأسواق المالية، وكذا فعالية مكونات البنية التحتية.

2- مدارس الاستقرار المالي: هناك مدرستان معروفتان في الأدبيات بشكل واضح: الاقتصاديون الذين يفضلون تعريف الاستقرار المالي و أولئك الذين يحاولون إعطاء تعريف مقبول للاستقرار المالي.

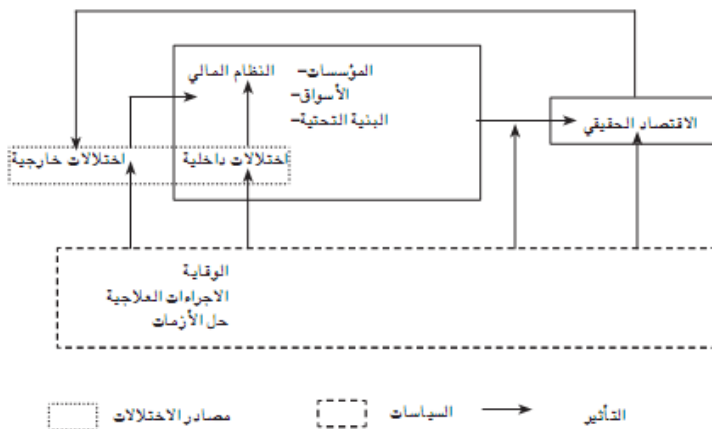
أ/مدرسة اللاستقرار المالي: (Financial instability school)

هناك العديد من اللذين حاولوا إعطاء تعريف لعدم الاستقرار المالي، فبينما يركز (Mishkin, 1999) على الدور المركزي لعدم تناظر المعلومات في إحداث اللاستقرار المالي وبين أن اللاستقرار المالي يزيد عندما يحدث انقطاع في تدفق المعلومات. أما (Davis, 2001) هو يعرف اللاستقرار المالي بالخطر النظامي وان تشجيع الاستقرار المالي هو بمثابة إدارة الخطر النظامي ويعرج إلى إقصاء الانهيار في أسعار الأصول من تعريف اللاستقرار المالي كما أن الخطر النظامي يمكن أن يتجلى في شكل إخفاقات السيولة للسوق وتحطم البنية التحتية للسوق. في حين يصف (Ferguson, 2003) اللاستقرار بأنه الوضعية المتسمة بالخصائص الثلاثة التالية: 1. جزء هام من أسعار الأصول ينحرف بشكل قوي عن الأساسيات- 2. يتم تشويبه وظيفه السوق وإمكانية الحصول على القرض على المستوى المحلي و المستوى الدولي- 3. الإنفاق الكلي سينحرف أو في طريقه إلى الانحراف عن قدرة الاقتصاد للإنتاج. أما (Chant, 2003) يوضح انه يمكن فهم الاستقرار المالي جيدا من خلال غيابه، ويوضح أن اللاستقرار المالي يضم أنواعا من اللاستقرار، من الأزمات المصرفية إلى الانهيارات في الأسواق المالية، وهكذا فإنه يقترح أن يتم التمييز بين الاستقرار المالي و الأنواع الأخرى من الاستقرار مثل عدم استقرار الاقتصاد الكلي، فالاختلاف المبدئي الأول هو أن اللاستقرار المالي له مصادره السريعة في الأسواق المالية بينما اللاستقرار في الاقتصاد الكلي يتأتى من صدمات العرض و الطلب، وأخيرا فلقد وضح أن الأسواق المالية تتميز بالتغيرات الثابتة في الأسعار و الشروط، وهو مالا يمكننا اعتباره لا استقرارا ماليا وإنما اقترح أن ينظر الى اللاستقرار المالي بالأخذ في الاعتبار الأثر المحتمل للتغيرات في الشروط المالية على الاقتصاد الحقيقي. وأخيرا فان (Allen & Wood, 2006) ينسبون إلى اللاستقرار المالي تلك الحلقات التي يعاني فيها عدد كبير من الأجزاء سواء العائلات، الشركات، الأفراد من ويلات الأزمة المالية و التي لم تكن مرتبطة بسلوكياتهم السابقة، وهكذا نجد أنهما قد دمجا القطاع غير المالي، ان وجهة النظر هذه تنتج تعريفا شاملا لاستقرار المالي، حيث ان إدخال المؤسسات التي لا يمكن للبنك المركزي التنبؤ للتأثير المباشر لتحسين الاستقرار المالي، وكذا ادخلوا مفهوم "المتفرج البريء" (Innocent bystander) مبينا أن العائلات و الشركات تعاني بشكل مفرط في

ب/مدرسة الاستقرار المالي: (Financial stability school)

يوضح (Crocket,1997) بان الاستقرار المالي يتطلب أن تكون المؤسسات القائمة في النظام المالي مستقرة حيث تكون هناك درجة عالية من الثقة بأنه يمكنها مقابلة التزاماتها التعاقدية بدون انقطاع وبدون إعانة خارجية، إضافة إلى انه يقصي الحالات التي يكون فيها للاستقرار المالي محجوبا بالدعم المالي أو أشكال أخرى من الدعم مقدمة للمؤسسات من طرف السلطات التنظيمية أو السياسية. أما (Lager,1999) فلقد أكد على أن الهدف الحقيقي من وراء تحقيق الاستقرار المالي هو تجنب الاختلالات في النظام المالي التي من المحتمل أن تسبب تكاليف معتبرة على مخرجات القطاع الحقيقي. وحسب (Foot,2003) فإننا نتحصل على استقرار مالي عندما يكون هناك: 1. استقرار نقدي-2. مستويات التشغيل تتوافق بشكل وطيد مع المعدلات الطبيعية للاقتصاد-3. الثقة في المؤسسات المالية القائمة-4. لا تكون هناك حركات سعرية في الأصول المالية و الحقيقية و التي تفسد الشرطين الأول و الثاني. أما (Padoa-Schioppa,2002) فانه يصف الاستقرار المالي بأنه الوضعية التي يكون فيها النظام المالي قادرا على مقاومة الصدمات بدون أن تكون هناك آثار تراكمية من شأنها أن تحول دون تخصيص المدخرات للفرص الاستثمارية و عمليات الدفع والتسوية في الاقتصاد، فالافتراض هنا يكمن في قدرات امتصاص الصدمات أو متانة النظام المالي، بمعنى إذا كان بإمكانه المواصلة في القيام بوظائفه الضرورية في تخصيص الموارد وتقديم خدمات الدفع، ولقد ذكر خدمات الدفع هنا لأنه على غرار التوقف في قيام الوسطاء بوظائفهم فان اهتزاز نظام المدفوعات له القدرة على أن يسبب آثارا انعكاسية على مستوى النشاط الاقتصادي (David Sheppard,1996). في حين يعتبر (Garry schinasi,2004) النظام المالي مستقرا متى كان قادرا على تسهيل كفاءة توزيع الموارد الاقتصادية حسب المناطق الجغرافية ومع مرور الوقت، إلى جانب العمليات المالية و الاقتصادية الأخرى وتقييم المخاطر المالية و تسعيرها و تحديدها و إدارتها مع استمرار القدرة على أداء هذه الوظائف الأساسية حتى مع التعرض للصدمات الخارجية أو في حال تراكم الاختلالات. كما يضيف (Schinasi,2005) القدرة على تسهيل بدلا من إعاقه أداء الاقتصاد و تبديد الاختلالات المالية التي تنشأ داخليا أو نتاج أحداث سلبية غير متوقعة.

الشكل البياني (1): عرض مبسط للعوامل المؤثرة في أداء النظام المالي



إن مصطلح تبديد الاختلالات المالية يعني بأنه توجد أوقات ضمن المسيرة في اتجاه الاستقرار تحدث ميكانيزمات التصحيح الذاتي، إضافة إلى أن بعض التعديلات تتضمن مغادرة بعض المشاركين في السوق فعلى سبيل المثال تراكم الاختلالات المتسببة من خلال التسعير السيء وإخفاقات الأسواق، وهذا يتوافق مع تاريخ الأنظمة المالية المملوء بالشواهد على هذا، خصوصا الأنظمة المصرفية تكون عرضة للاختلالات وتراكمها وحتى عدم الاستقرار، فالمصارف الربوية تحتوي الهشاشة المرتبطة بامتلاك السيولة، وتكون عرضة لتعريض نفسها لعدم الاستقرار بشكل ذاتي (Minsky, 1992) إلا أن موضوع ورقنتنا هذا يركز على الاختلالات ذات المصادر الخارجية، كالاضطرابات الاقتصادية الكلية سواء تعلق الأمر بالمخاطر القائمة على البيئة الاقتصادية أو اختلال السياسات أو أحداث أخرى، حيث يمكن تصنيف الصدمات النفطية الموجبة منها أو السالبة ضمن هذه العوامل الخارجية المهددة للاستقرار المالي (Schinasi, 2004)، إلا أن هذا لا يعني أن هناك تباينا بين العوامل الخارجية وتلك الداخلية المهددة للاستقرار المالي، إلا أن الأمر سيزداد سوءا لو صاحب الاختلالات الخارجية اختلالات في البنية الداخلية للنظام المالي وهو ما يجعل النظام المالي معمقا للصدمات بدلا من أن يكون مستوعبا لها (Allen & Carletti, 2008)

الاستقرار المالي رهينة قطاع المحروقات في الجزائر

الجدول ١ - مصادر عدم الاستقرار المالي المحتملة

المخاطر الخارجية	المخاطر الداخلية
اضطرابات اقتصادية كلية مخاطر قائمة على البيئة الاقتصادية اختلالات السياسات	مخاطر على أساس المؤسسات المخاطر المالية - الائتمان - السوق - السيولة - سعر الفائدة - العملة المخاطر التشغيلية جوانب الضعف في تكنولوجيا المعلومات المخاطر القانونية/المتعلقة بالزمامة مخاطر السمعة مخاطر استراتيجية الأعمال تركيز المخاطر مخاطر كفاية رأس المال مخاطر على أساس الأسواق مخاطر الطرف المقابل عدم اتساق أسعار الأصول - الائتمان - السيولة
الأحداث الكوارث الطبيعية التطورات السياسية انهيار الشركات الكبرى	العدوى مخاطر على أساس البنية التحتية مخاطر نظم المقاصة والدفع والتسوية مواطن البشاشة في البنية التحتية - القانونية - التنظيمية - المحاسبية - الرقابية انهيار الثقة المؤدي إلى موجات السحب سلسلة الآثار التعاقبية

II/ قنوات تأثير النفط على الاستقرار المالي:

تمدنا ذخيرة الدراسات النظرية التي عنيت بتحليل أسباب اللااستقرار المالي بمجموعة من العوامل التي تساهم في تراكم الاختلالات و تتسبب في عدم استقرار النظام المالي (Mirakhore,2009) يمكن أن نوجزها في نقص و تشوه نظام الحوكمة الاقتصادية و المؤسساتية، صدمات السيولة، السياسة الجبائية و عجز الموازنة، خطر الانتقاء المعاكس، اختلال الاستقرار النقدي، الخطر المعنوي، عدم تنوع الاقتصاد، ومنه فانه بالإمكان أن نربط علاقة قطاع المحروقات بكل واحد من العوامل السابقة لنرى كيف يؤثر الاعتماد الشبه الكامل على النفط من خلالها على الاستقرار المالي:

1- النفط و خطر الانتقاء المعاكس:

خطر الانتقاء المعاكس ظاهرة معروفة في علم التمويل وهو من أهم القضايا التي يسعى المليون لحها، و يتمثل في انه خلال سعينا لانتقاء المقاولين (أو الذين هم بحاجة إلى التمويل) الجيدين و الجادين نجد أنفسنا قد انتقينا المقاولين السيئين (الذين يحوزون مشاريع خطيرة) وهو ينشأ أساسا من وجود فجوة في المعلومات بين الممولين و الممولين تسمى في علم التمويل "عدم تناظر المعلومات" (Frederic Mishikin,2007) كما تلعب أسعار الفائدة في

سوق المداينات بالغ الأثر في إحداه هذه الظاهرة، ذلك انه و في سعيها المحموم لمنح القروض وزيادة الأرباح يظهر هؤلاء المقاولون السيئون وفي ظل نظام تسعير يعتمد الفائدة كمحدد للطلب و عرض الأموال أنهم مستعدون لدفع معدلات فائدة عالية لا تعكس إطلاقاً خصائص مشاريعهم، اما المقاولون الجيدون فيخرجون من السوق لان سعر الفائدة المطلوب يعكس درجة مخاطر اكبر من التي تمثلها مشاريعهم ، وهكذا يتوقف السوق عن تقديم الائتمان بعدما يكتشف انه لا يحتوي إلا المقاولون السيئون.

إذا تقرر ما سبق، فانه يمكن أن نبين كيف يمكن للطفرات النفطية أن تشوه سوق الائتمان في الدول النفطية، و سنعطي ثلاثة أمثلة تضم كل فروع النظام المالي (المقترضون، العائلات أو الأفراد، المصارف بما فيها المصرف المركزي):

- في ظل الطفرات النفطية، تعاني جميع الاقتصاديات النفطية من حجم السيولة العالية في الاقتصاد، هذه السيولة الكبيرة التي ستتوفر للمصارف مثلاً، تجعلها تركز على سوق الاقتراض بدلاً من سوق الإيداع، و في ظل إطار من المنافسة الشديدة بين المصارف، و قلة إقبال من طرف المستثمرين و المستهلكين للحصول على القروض (لما يتوفر لديهم من سيولة)، فان المصارف تقدم الائتمان لكل من يريد الحصول على الأموال و تخفض من معايير الإقراض و تكاليف مراقبة المقترضين وغيرها من التكاليف، و في محيط يسوده التفاؤل بمستقبل الاقتصاد و حجم المشاريع، فانه يصعب التمييز بين المقاول الجيد و المقاول السيئ، فيحدث خطر الانتقاء المعاكس، لكن و بعد مدة ، ستتقلب أسعار النفط على عقبيها، و تنشح السيولة ، فتلجأ المصارف لإعادة مراجعة محافظها، و في ظل ضغوط المودعين لسحب مدخراتهم، تتكشف المصارف (Bank exposures) مما يدفعها للتهافت على المدينين لتسهيل أصولها (Run on debtors) فينهار النظام المالي بأكمله، لان صدمات السيولة الموجبة الناتجة عن الطفرات النفطية شوهدت وظيفته في تخصيص الموارد بكفاءة و شوهدت وظيفته في القيام بالرقابة الوكيلية في نموذج (Diamond Dybvig, 1983) Delegated monitoring.

- المثال الثاني يركز على جانب الأفراد و العائلات، ففي ظل ارتفاع أسعار النفط تتحسن مداخيل الحكومات ، فتسعى (في ظل الضغوط الاجتماعية الحالية أو اتقاء لضغوط محتملة مسبقاً) لزيادة مداخيل الأفراد و العائلات بشكل معتبر ، وهو ما يعتبر زيادة في ملاءتهم

وجدارتهم الائتمانية أمام المصارف , مما يؤهلهم للحصول على قروض سكنية أو استهلاكية انطلاقا من الزيادات الحالية في الأجور, وهنا يتضح جليا كيف ساهمت الطفرة النفطية في تشويه وظيفة النظام المالي في انتقاء الجيدين (فسمه الجيدين في نظرية التمويل تتطلب عنصر الدوام) اما المصارف و انطلاقا من الوفرة في السيولة المتوفرة في الاقتصاد و التنافس المحموم بينها تسعى لتقديم القروض لهذه الفئة , وهو مايعتبر خطأ استراتيجيا فادحا من وجهين: الوجه الأول وهو في حال انقلاب أسعار النفط إلى الانخفاض, فان هذا يعني انخفاضا في مداخيل الأفراد الذين قدمت لهم القروض, وعجزهم عن السداد , طبعا هذا السيناريو يكون محققا في ظل نظام مرن للأجور و سوق العمل(وسيزداد الأمر سوءا إذا ما تحققت نظرية السباق نحو القاع في سوق العمل المرن), أما إذا كان نظام الأجور غير مرن فهذا هو الوجه الثاني للمسألة: حيث إن انخفاض أسعار النفط يشكل ضغوطا على موازنة الحكومات , فتلجا هذه الأخيرة لزيادة الضرائب و الرسوم مما يتقل كاهل الأفراد و العائلات و يجعل الحكومة تقاسم المصارف مداخيل هاته الفئة من المقترضين و سيزداد الأمر سوءا إذا كانت طبيعة القروض المقدمة تفوق مدة الدورة النفطية, مما يزيد في الضغوط على النظام المالي بأكمله.

-المثال الثالث: وهو علاقة الطفرة النفطية بسوق ما بين المصارف, وكيف تشوه الطفرة النفطية تطبيقات نظرية معضلة السجناء في السوق ما بين المصارف, فالمصرف المركزي وفقا لتطبيقات هذه النظرية يعتبر منفذا للسجناء (المصارف الذين امتنعوا عن اتخاذ استراتيجيات تعاونية فيما بينهم فوقعوا في المعضلة) لكن بوجود هذا التشويه يتحول المنقذ الى سجين معضلة السجناء (prisoner of prisoner's dilemma) , و يتوقف قلب النظام المالي عن العمل, فينهار بعده النظام بأكمله, كيف يحدث ذلك ؟ في محيط محموم بالمنافسة و السيولة, نجد المصارف الكبيرة الناجحة و المصارف الصغيرة التي لم تتمكن من اقتحام سوق الإقراض نظرا للمعايير المتشددة التي تتبعها في منح الائتمان بحكم حدائتها في السوق أو صغر حجمها, فالحاصل إن احتياج السيولة في المصارف الكبيرة يكون أكبر من صدمات السيولة في المصارف الصغيرة, فيتم اللجوء إلى السوق ما بين المصارف, وهنا تجد المصارف الصغيرة نفسها, تقدم السيولة لمنافستها من المصارف, و ربما تغطي جزءا من خطر القرض لهذه المصارف, فتمتنع عن تقديم السيولة لها, فيتوقف قلب النظام المالي

عن العمل، ووفقا لنظرية معضلة السجناء، فالمصارف انطلاقا من إتباعها استراتيجيات لا تعاونية فيما بينها بتقديم السيولة لبعضها البعض، فإنها تنهار جميعها، بمعنى أنها انطلقت من السعي لمصالحها الخاصة وقعت في معضلة الانهيار الشامل، إلا انه يمكن أن يكون هناك منقذا للمصارف ، ألا وهو المصرف المركزي بالسيولة التي يملكها، سيعمد إلى منح السيولة للمصارف المحتاجة لها بصفة مؤقتة، لكن هنا المصرف المركزي(في ظل التشويه الذي تسببت فيه الطفرة النفطية) لا يمكنه أن يميز بين المصارف التي تعاني حقا من أزمة سيولة و تخضع لنظرية الصدمة الصغيرة(أو لطخة الشمس) و تلك المصارف التي كانت تدير مخطئا احتياليا و استراتيجيا للاستفادة من حجم السيولة الكبيرة التي تتوفر للمصرف المركزي و المتأتية من الطفرة في الإيرادات النفطية، فهي لا تعتبر خاضعة لنظرية الصدمة الصغيرة، ولأنها تعلم أنها "أكبر من ان تنهار"(TBTF)،و بهذا يتضح وقوع المصرف المركزي سجيناً لمعضلة السجناء، وهنا إما يتوقف مطلقا عن لعب دور المقرض الأخير(وهذا مستبعد) و إما يجد نفسه محتاجا لوقت لا تعطيه له نظرية الصدمة الصغيرة حتى يتحقق من المصارف كونها حقا وقعت في أزمة سيولة ام أنها تعمدت ذلك فيسبقه الانهيار للنظام المالي ،فهو حقا في معضلة .

2- النفط و الخطر المعنوي في النظام المالي:

إن الثروة النفطية تجعل النظام المالي بأقسامه هشاً متواكلا على الحكومة ،إنها ستقدم الدعم للامشروط لجميع أطراف النظام المالي سواء كانوا مصارف،مقترضين،مودعين، وهو ما يقلل من الحوافز و العقوبات في النظام المالي و اللذان يعتبران دعامة الانضباط السوقي Market Discipline القوة الثانية للوقاية من الأزمات المالية و تحقيق الاستقرار المالي .

إن غياب الانضباط السوقي الناجم عن التواكل التام أو شبه التام على الثروة النفطية يمكن ان يتجلى في كل دعامة من دعائم النظام المالي .

فبالنسبة للمصارف خصوصا اذا ما كانت مملوكة للدولة ، فان الحافز لديها يقل سواء في تقديم القروض وان قدمت القروض فان الحافز لديها(وكذا العقوبات) في التقييم الحذر للقروض و تحمل تكاليف الرقابة الوكيلة يقل ،لأنها تعلم انه في حال تعرضها لمشاكل مالية فان الحكومة ستعيد رسملتها دوريا ، وستمدها بالسيولة اللامشروطة باعتبار انها تمثل

الكيان المصرفي و المالي للدولة, وهكذا نجد ان هذا التهاون الناتج عن غياب الحافز يخفض من فعالية القوة الثانية للاستقرار المالي, أما إذا كانت المصارف مملوكة ملكية خاصة ومهيمنة على القطاع المصرفي, وكانت ذات حجم كبير فانها ترى نفسها اكبر من ان تنهار (too big to fal) وانه لا يمكن للحكومة ان تضحي بنظامها المالي لما له من الآثار السلبية على القطاع الحقيقي,البطالة....الخ و بهذا يغيب الحافز لهذا النوع من المصارف للبعد عن الخاطرة, بل يزيد توجهها باتخاذ المشاريع الخطرة وهو ما يزيد من احتمالات انهيارها فعلا.

- العنصر الثاني في القضية ,يتمثل في سلوك المودعين فانه يقل الحافز لهم لمراقبة المصارف في إدارتها للمخاطر لأنهم يعلمون انه سيتم دفع أموالهم بالفوائد. وبهذا يتضح أن الفهم الخاطئ لقدرة الحكومة استنادا على ما تملكه من إيرادات نفطية كبيرة على حماية المصارف و المودعين من الخسائر, يعيق قدرة السوق على فرض الانضباط المطلوب وهذا يقود الى توسع غير صحي في حجم القروض , مديونية جامحة, أو حتى تقديم قروض ثانوية (Sub-prime) يكون لها في النهاية بالغ الأثر على استقرار النظام المالي.

3-النفط و العجز الموازني المزمّن:

ان من شان قيام الحكومة بتغطية خطر الانتقاء المعاكس و الخطر المعنوي في النظام المالي يجعلنا نستنتج ان جزءا هاما من الإنفاق العام موجه لتغطية خطر القرض في النظام المالي, وكان ذلك بدافع ما تتوفر عليه الحكومة من إيرادات نفطية كبيرة , فبنود الإنفاق العام في هذه الحالة , تتضمن مخصصات ضمان الودائع للمودعين ,ضمان القروض للمقترضين, دعم معدلات الفائدة, اعادة رسملة المصارف, كل هذا لتحقيق الاستقرار المالي الوهمي, فإجمالا سيظهر النظام المالي مستقرا لكن عند دراسة مكامن استقراره لانجدها لا في الصناعة المالية التي يقدمها, ولا في الأطر التنظيمية و لا التشريعية ولا المحاسبية , بمعنى انه ليس استقرارا ماليا ذاتيا(Endogenous Financial Stability) و انما استقرار محقق بفعل عوامل خارجة عن سيطرة النظام (Exogenous). وهو ما لا يمكننا اعتباره استقرارا حسب (Crocket,1997) الذي يشترط عدم وجود إعانة خارجية .

- ان التحليل السابق يصب في ان العجز المستقبلي لموازنات الاقتصاديات النفطية لا محال متحقق فمعظم الدول النفطية اليوم (سواء دول الخليج أو الجزائر) تعاني من عجوزات أولية (Primary Budget Deficit) كبيرة، إضافة الى ان التوقعات تشير الى ان التراجع في أسعار النفط بمقدار دولار واحد للبرميل سيتسبب في تراجع العائدات النفطية العربية بمقدار ينراوح ما بين 4 الى 10 مليارات دولار سنويا في ظل ثبات كل العوامل الأخرى، وهو ما يطرح إشكالا أمام دافعي الضرائب المستقبليين Future Taxpayers لانهم سيدفعون ضرائب لتغطية عجوزات لم يكونوا سببا فيها و لم ينتفعوا منها وهو بدوره ما يخلق تحديات امام العقود الاجتماعية في المستقبل، فمعظم الدول النفطية تتبنى سياسة الحد الأدنى الضريبية جزءا من العقد الاجتماعي غير الرسمي بين الدولة و المجتمع (ابراهيم سيف، 2009)، حيث تختار الدول الا تفرض ضرائب على مواطنيها في مقابل ألا يشاركوا في صناعة القرار بشكل فعال ، على ان يتمتعوا بمزايا الإيرادات النفطية ، وبالطبع لغياب المشاركة الحقيقية تأثيرات هامة على الشفافية و الحوكمة الرشيدة من اهم دعائم تحقيق الاستقرار المالي.

4- النفط و القطاع غير النفطي:

لقد اثبت تاريخ الأنظمة المالية بان هناك خطرين غير قابلين للتنويع يواجههما النظام المالي هما النفط و الفلاحة (IMF Country report 01/108,2004)، فالنظام المالي يحتاج الى قطاع حقيقي متنوع و كفي " فرضية الطلب التابع" (KHALID AL-QUDIR,2004)، فإذا كان الاقتصاد في معظمه يعتمد على قطاع واحد أو اثنين مرتبحين، فانه لا احد يمكن ان يلوم المصارف على امتناعها تقديم القروض للقطاعات الأقل ربحية و الأكثر مخاطرة، كما أن تقديم القروض فقط للقطاعات الرائدة (رغم محدوديتها) يرفع تحديا آخر يتمثل في التركيز الائتماني وما ينجم عنه من مخاطر مقابلة ذات طبيعة نظامية (Systemic Conterparty Risk) تهدد الاستقرار المالي.

شئى آخر مفضل في غاية الأهمية عند تحليل الاستقرار المالي في الاقتصاديات النفطية، يكمن في حالة وجود قطاع غير نفطي ينمو بمعدلات جيدة، فهذا الأمر غير كاف، وذلك ان معظم نشاطات القطاعات غير النفطية تكون مقادة من قبل المشاريع الحكومية التي تمويلها من ميزانياتها العمومية وذات المورد المالي الواحد وهو إيرادات القطاع النفطي، وبهذا يتضح الارتباط الجامد بين القطاع النفطي و القطاع غير النفطي في ظل غياب القطاع

الخاص غير النفطي وقيامه بدور فعال في دعم النمو و الاستقرار المالي الذاتي, ففي حال انقلاب اسعار النفط فستتخفص الإيرادات الحكومية مما يدفعها لمراجعة المشاريع الحكومية فينخفص نمو القطاع غير النفطي. (Farooq Malik & Bradley T. Ewing,2009).
بالإضافة الى ما سبق هناك العديد من الأدبيات و الدراسات التجريبية التي درست العلاقة بين المرض الهولندي و الانتاجية المنخفضة في القطاعات غير النفطية (Egil Matsen&Ragnar Torvik,2005).

وبهذا يتضح المشهد جيدا, فملكية المصارف تعود للحكومة, وكذا القوة الفائزة للقطاع غير النفطي تعود للحكومة, وكذا معظم الودائع هي لأجراء يعملون لدى الحكومة , وأيضا القطاع النفطي ملكيته تعود للحكومة, إلا شئى واحد فقط لا تستطيع الحكومة التحكم فيه و هو أسعار النفط , وبهذا يتضح من تحليل الاستقرار المالي انه رهينة قطاع المحروقات و انه محقق بعوامل خارجية غير قابلة للاستمرار.

5- النفط و معضلة التضخم :

لقد رأينا سابقا في تعريف (Foot,2003) للاستقرار المالي انه يشترط الاستقرار النقدي, وهو من التعاريف القليلة التي اعتبرت الاستقرار النقدي جزء هام من الاستقرار المالي , إضافة الى تحقيق الاستقرار المالي لا يعني بالضرورة تحقيق الاستقرار النقدي, فالمصارف المركزية مثلا في سعيها لاستعادة الثقة في النظام المالي تقوم بحقن جرعات من السيولة على شكل نقد فارغ يؤثر في النهاية على معدلات التضخم بعد استعادة عافية النظام المالي , الا ان الاستقرار النقدي يبقى ضروريا ليبقى النظام المالي مستقرا , وهنا نورد بعض القنوات التي يمكن ان تؤثر فيها الصدمات النفطية على الاستقرار النقدي ومن ثمة الاستقرار المالي :

-بالنسبة للاقتصاديات التي تعتمد على قطاع المحروقات بشكل كلي أو شبه كلي فإنها ستستورد معظم حاجياتها الاستهلاكية و الاستثمارية من العالم الخارجي, وفي محيط عالمي محموم بالضغوطات التضخمية فانه سينتقل ليضاف لسلة التضخم المحلي, باعتبار الترابط الجامد بين صادرات النفط و الواردات في هذه الدول (Mohamad ramadhan&Adel Naseeb,2008), خصوصا اذا ماكانت اسعار النفط في العالم ملتهبة , فان هذا من شأنه أن يدفع بعض القوى للبحث عن بدائل للنفط و منها الوقود الحيوي

المستخرج من الحبوب كالمح و الذرة و الأرز، مما يرفع من أسعار هذه السلع العالية الاستهلاك في الدول المصدرة للنفط، أمر آخر في غاية الأهمية اذا علمنا ان حوالي 200 منتج يتم استخراجها من النفط أو يستخدم في تصنيعه النفط و تستورده الدول المصدرة للنفط، وهو ما يعني ان ارتفاع اسعار النفط في الاسواق العالمية سينقلب على الدول المصدرة للنفط في شكل تضخم مستورد.

- رغم إن الإطار النظري يشير الى انه يمكن لجانب العرض و النمو الاقتصادي أن يخفف من التضخم الا ان هذا لا ينطبق على الدول المصدرة للنفط و التي تعاني من تشوه في هيكل انتاجها (Howard Handy&call,2009) اضافة الى ان النمو الاقتصادي في هذه الدول هو من النوع الموسع و ليس النمو المكثف (Ahmed Alkawaz,2008) باستثناء النرويج التي تعتبر بلدا نموذجيا للتوزيع مقارنة بدول مجلس التعاون الخليجي وبقية الدول النفطية.

- يضاف الى ذلك الإيرادات الحكومية و الإنفاق العام في ظل الطفرات النفطية عادة ما يزيد من الضغوطات التضخمية في هذه الدول.

- شئ آخر في غاية الأهمية يرتبط بنظم الصرف و إدارة السياسة النقدية، حيث انه وسعيا للحفاظ على الإيرادات النفطية المسعرة بالدولار يتم ربط عملات الدول النفطية بالدولار وهو ما يحرم البنوك المركزية من استغلال أسعار الفائدة المحلية كأداة للسيطرة على التضخم (رغم اعتراف العديد من الاقتصاديين بعدم فعالية استهداف معدلات الفائدة لهذا الغرض) (Mirakhor,2009)، وفي حال وجود اختلاف في دورة الأعمال بين الدول النفطية و دورة الأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهو ما يؤدي الى جدل كبير في شأن مدى ملاءمة السياسة النقدية المحلية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية التي بدأ اقتصادها بالتباطؤ أواسط العام 2007، أدى هذا إلى تسهيل السياسة النقدية وخفض أسعار الفائدة و بالتالي كانت دول مجلس التعاون الخليجي مرغمة على خفض أسعار الفائدة أيضا على الرغم من أن اقتصادياتها كانت محمولة النمو و تعاني من ضغوط تضخمية، فقد أسفرت معدلات التضخم المرتفعة و سعر الفائدة الاسمية المنخفضة عن سعر فائدة حقيقي سلبي ما أدى إلى نمو سريع للالتئمان و تعزيز الطلب المحلي الذي كان يتوسع أصلا (إبراهيم سيف، 2009) .

6- فقاعات النفط، خطر الائتقاء المضاد، الخطر المعنوي، صدمات السيولة:

ماذا يمكن أن يقدمه التمويل الإسلامي:

- لقد رأينا فيما سبق أن الطفرات النفطية تتسبب في تشويه وظيفة انتقاء الممولين الجيدين ومن ثمة وظيفة تخصيص الموارد بشكل كفاء، واشرنا إلى أن هذا الخطر ماكان له ان يحدث (أو على الأقل كان بالإمكان تخفيض حالات التعرض له) لو لم تكن الفائدة هي سعر التوازن بين طلب و عرض الأموال في النظام القائم على الفائدة (Interest-based system) فكيف يمكن لمبادئ التمويل الإسلامي ومنتجات هندسته المالية أن تستوعب صدمات السيولة الفائضة التي شوهدت النظام الربوي في القيام بوظائفه.

- إن النظام المالي الإسلامي وفق المنهج القرآني قائم على التجارة و الإنتاج و ليس الربا (Mirakhor,2009), فالتجارة و الإنتاج هما اللذان يقودان النظام المالي و ليس السعي وراء النقود الفارغة (empty money) التي تطرحها فلسفة ان النقد يلد النقد.

- ان النظام المالي الإسلامي يسعى الى تحقيق العدالة ولا يقتصر على تحقيق الاستقرار المالي فقط (Umar Chapra,2009), وحتى يمكن لأي نظام مالي ان يطور العدالة , اذا كان بإمكانه إضافة إلى متانته واستقراره, ان يشبع أو يحقق على الأقل الشرطين التاليين: أولها على الممول ان يقاسم المقاول المخاطر ولا يحول كل عبئها على المقاول, و الثاني التقسيم العادل للموارد المالية, ليتاح للفقراء القضاء على فقرهم , وتخفيض اللامساواة في الدخل و الثروة. فلقيام بالشرط الأول للعدالة, فان الإسلام يتطلب التقسيم العادل للمخاطر بين الممول و الممول, بمعنى اقتسام عادل للأرباح و الخسائر, ولهذا الغرض احد المبادئ الرئيسية للتمويل الإسلامي "لا خطر, لا ربح", فإذا ما أردنا الحصول على ربح فانه لابد علينا التحضير لاقتسام الخطر, ولهذا فان إدخال مبدأ اقتسام العائد و الخطر في النظام المالي يساعد على دفع المؤسسات المالية لقياس الخطر بشكل أكثر حذرا ومراقبة بشكل أكثر فعالية استعمال الأموال من قبل المقترضين , فالقياس المزدوج للخطر من قبل الممول و المقاول على حد سواء سيساعد على إدخال انضباط اكبر في النظام المالي و السير قدما في تخفيض الائتمان الجامح الذي تسببه الطفرات النفطية.

- إن المبدأ القائل بجعل المصارف وحدها تقيم المخاطر ليس كافيا لان الرغبة في تعظيم الربح يبقى دافع المصارف في عمليات الإقراض الجامح وهو ما أوقعها في خطر الائتقاء

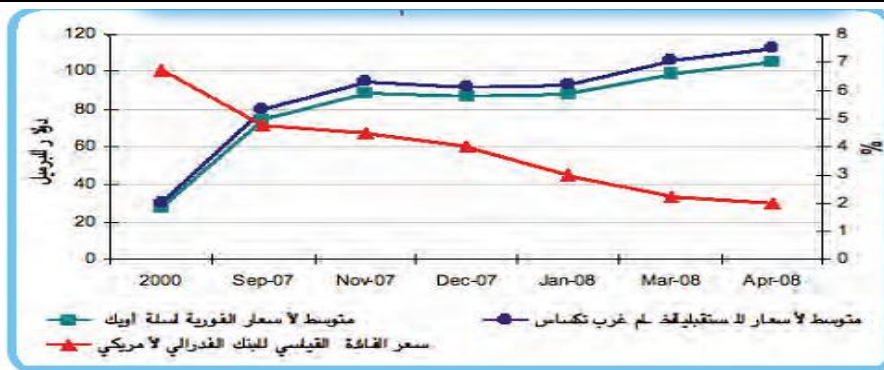
المعكس , فلا بد من تحريك المودعين للعب دور أكثر نشاطا لتقوية هذا الانضباط وهذا سيكون ممكنا اذا ما اقتسم المودعون أيضا الأرباح و الخسائر مع المصارف. و الشاهد من هذا كله ان غياب ميكانيزم PLS سيخفض من انضباط السوق و يتم إدخال خط الصدع في النظام المالي (Fault line) الذي يجعل الإقراض الجامح و غير المراقب أو الحذر ممكنا بمجرد تغير ايجابي و لو مؤقتا في الظروف الاقتصادية مثل زيادة السيولة في الاقتصاد الناتجة عن الطفرة النفطية الموجبة.

- أما الشق الثاني من المنتجات المالية الإسلامية (عقود المداينات), فالنظام المالي الإسلامي لايسمح بخلق الدين مباشرة من خلال الإقراض و الاقتراض وإنما يتطلب خلقا للدين من خلال بيع أو ايجار الأصول الحقيقية (المرابحة, الإجارة, السلم, الاستصناع, الصكوك) فالغرض هو السماح للفرد أو الشركة بشراؤه الآن احتياجاته المستعجلة من السلع و الخدمات الحقيقية بشكل يتوافق مع قدرته على الدفع لاحقا فخلق الدين يكون تبعا فقط و فقط لحركة خلق الثروة الحقيقية (مع العلم ان خلق الثروة و الإنتاج و التسويق تستدعي وقتا فهي بطيئة مما يجعل نمو الديون بطيئا وفقا لسرعة القطاع الحقيقي فيتجنب الهرم المقلوب).

- إن التحليل السابق لايعني خلو النظام المالي الإسلامي من مخاطر الانتقاء المضاد, لكن الانضباط السوقي الذاتي (Endogenous Market Discipline) المتضمن في العقود المالية الإسلامية يجعل التوسع مضبوطا وليس كما هو الحال في الانظمة القائمة على الربا ,جانبا آخر في غاية الأهمية , وهو حتى في حال تعرض غير معتبر لخطر الانتقاء المعكس فان ميكانيزمات معالجته تختلف بين النظام الربوي و النظام الإسلامي ,فهذا الأخير ينفرد بالتمويل غير الربحي الذي يحافظ على القوة الشرائية للنقد التي يضعها في سهم الغارمين , عكس النظام الربوي الذي يستعين بالنقود الفارغة كل مرة لإنقاذ المصارف المتسببة في الأزمة , وهو ما يعني ضخ سيولة اكبر و التي تعتبر تهديدا لاستقرار النقدي و الإقراض الموسع و غير الحذر مستقبلا, أمر آخر ينفرد به النظام المالي الإسلامي في علاج خطر الانتقاء المعكس وهو انظار المعسر و الذي يعتبر قمة الحلول لعلاج الهبوط الاقتصادي و انقاذ النظام المالي بمجمله, وهذا غير موجود في النظام القائم على الربا , فإما يتم الحجر على المقترض لبيع ممتلكاتهم فتنهار الاسعار و يتحقق الركود و اما اعادة جدولة الدين

بدين زائد مما يتقل كاهل المقترضين و يزيد في الازمة, وصفوة القول ان نظام اقتسام الأرباح و الخسائر PLS وكذا دور التمويل غير الربحي ونظرية انظار المعسر كلها تساعد في تجنب الخطر المضاد و الخطر المعنوي المتسببان في انقباض أسواق الائتمان أو علاجها بشكل سليم.

- بقي الآن أن نعالج مسألة الفقاعات النفطية, فلقد تضاربت الآراء وكثر الجدل بين محليي السوق النفطية حول الأسباب الكامنة وراء هذا الارتفاع, فبالرغم من الاتفاق على دور أساسيات الطلب و العرض والعوامل التقليدية التي تحكم آلية السوق, كان هناك إجماع بين أوساط المحللين أن أساسيات السوق النفطية من عرض وطلب ومستويات المخزون غير كافية لتبرير الصعود القوي في مستويات الأسعار خاصة خلال السنوات الأخيرة, حيث لم يكن هناك أي شح في الإمدادات النفطية التي تعتبر العامل التقليدي الرئيسي وراء أي ارتفاع قد يطرأ على الأسعار, لقد كان هناك عوامل أخرى مستحدثة لا تمت إلى أساسيات السوق النفطية بأي صلة, وتمثلت هذه العوامل في ظهور لاعبين جدد على ساحة السوق النفطية كان لهم دور فاعل في التأثير على أسعار النفط وصولاً إلى مستويات قياسية غير مسبوقة, وساهموا إلى حد بعيد في رفع حدة التذبذب في أسعار النفط خلال هذه الفترة بدرجة تعكس مرئياتهم لآلية السوق والظروف الحالية و المستقبلية لاتجاهات الأسعار, هؤلاء كانوا المضاربون (المجازفون) و صناديق التحوط من خلال عقود المستقبلية و خيارات المستقبلية (الإدارة الاقتصادية لاوابك, 2009) وغيرها من العقود المتضمنة للغرر, كما كان لسياسات تخفيض الفائدة من قبل المصرف الفدرالي الأمريكي منذ سنة 2000 وخفض الاحتياطي المطلوب من البنوك و المؤسسات المالية مقابل القروض التي يمنحونها إلى 2.5 بالمئة بالغ الأثر في تخفيض العائد على الادخار المصرفي ومنح الفرصة للمجازفين بالاستثمار في النفط والزج بهم في حمى شراء لعقود النفط الأجلية, حيث أن بقاءها في المصارف مع تواصل تخفيض الفائدة يتسبب في خسارة القيمة الحالية للنقود بسبب التضخم مما يخلق عائداً سلبياً عليها, كما ان المزيد من الخفض للفائدة الأمريكية يضعف الدولار و يدفع بأسعار النفط صعوداً.



والشكل السابق يوضح العلاقة العكسية بين معدلات الفائدة المرجعية وأسعار البراميل الورقية المتمثلة في الأسعار الفورية لسلة أوبك ومتوسط الأسعار المستقبلية لخام غرب تكساس الأمريكي و التي تعكس كثافة نشاط المضاربة بانخفاض الفائدة وفيما يلي نورد بايجاز بعض الشروط التي وضعها الاسلام لمنع نشوء هذه الفقاعات من اصلها:

1- الأصل محل البيع لا بد ان يكون حقيقيا وليس خياليا أو وهميا (النفط وليس مستقبلات النفط)

2- على البائع ان يمتلك السلع محل البيع .لا ان يبتاعها اجلا لتسليم اكتوبر ويقوم ببيعها ضمن مستقبلات اوت قبل ان يتسلمها)

3- لا بد ان تكون المعاملة التجارية حقيقية بنية تامة باعطاء و اخذ البضاعة.

4- لا يمكن بيع الدين وكذا الخطر المرتبط به لا يمكن تحويله لشخص آخر بل لا بد ان يتحملة الدائن بنفسه. (وهذا لتفادي الخطر المعنوي Moral Hazard)

* ان الشرط الأول يساعد على القضاء على المعاملات المضارباتية و التي تتطوي على الغرر (excessive uncertainty) و القمار (gambling) , اما الشرط الثاني يساعد في ضمان ان يتحمل البائع جزءا من الخطر ليتسنى له الحصول على قسم من العائد، فعندما يحوز البائع السلع لاغراض البيع فانه يتحمل الخطر ، الا ان الشريعة وضعت استثناء لهذه القاعدة في حال "السلم" أو "الاستصناع" عندما تكون السلع غير متوفرة الان في السوق و يحتاج الى انتاجها قبل تسليمها (كما هو الحال في انتاج النفط) فالتمويل المتاح لعقود النفط وفقا

للأساليب الإسلامية ينمو فقط بشكل مرحلي مع احتياجات الاقتصاد الحقيقي والطلب الحقيقي على النفط ويساعد على كبح جماح الفقاعات النفطية.
* ان الشرطين الثالث و الرابع سيساعدان في القضاء على المعاملات المضارباتية و المشتقات و تمنع من ارتفاع أسعار النفط بعيدا عن حجم الطلب الحقيقي للاقتصاد العالمي من هذه المادة.

II/تحليل علاقة قطاع المحروقات بالاستقرار المالي في الجزائر

1-المصادر النفطية للاستقرار المالي في الجزائر:

بسبب الوفرة النفطية التي جعلت الدولة تقدم الدعم للمقترضين والمقرضين على حد سواء جعل النظام المالي يظهر مستقرا بالرغم من أن هذا الاستقرار سيكون مكلفا بالنسبة لدافعي الضرائب (Tax payers)، إلا أن الطريقة التي تحقق بها هذا الاستقرار شوهدت تسعير المخاطر والحوكمة وأدت إلى اعتلال المصارف، وتشويه السلامة المصرفية ودور التمويل في التنمية.

فخلال العشرية السابقة حاولت الجزائر بشجاعة تحديث نظامها المالي بالرغم من الضغوط الاجتماعية و التحديات المطروحة من قبل قطاع واسع للمحروقات وقطاع عام غير كفؤ، إلا أن البنوك المملوكة للدولة ظلت تمثل الوساطة المالية المهيمنة على القطاع المالي، السوق المالي يبقى في مراحله الأولى، وبقية الإصلاحات الضرورية بطيئة بسبب الوفرة النفطية، فبالرغم من إعطاء الترخيص لـ 15 بنكا خاصا منذ 1998، تبقى البنوك العمومية تمثل أكثر من نصف القروض المصرفية لعام 1998، كما يتم دوريا وبصفة متكررة إعادة رسملة البنوك العمومية (في المتوسط 4% من GDP منذ 1991 حتى 2002) وهذا كنتيجة لعدم قدرة المؤسسات العمومية الوفاء بخدمات ديونها وكذا الإدارة الضيقة (الرديئة) للعوائد من قبل البنوك العمومية. كما أن الفشل الواسع لقطاع البنوك الخاصة في عام 2003 شوه الرأي العام تجاه البنوك القطاع الخاص، وفي تلك الأثناء لم تقدم السلطات السيولة لدعم المصارف الخاصة المتعثرة.

ان العمل الجيد للمصارف يبقى رهينة تقديم القروض لاقتصاد ضعيف التنويع ومتقلب، فالبنوك الجزائرية هي مقابل عاملين من المخاطر غير قابلة للتنويع على الأقل حاضرا،

أسعار المحروقات والفلاحة. فتاريخ الأنظمة المالية يبين أن هذين الخطرين من الصعوبة بمكان إدارتها.

وفي ظل هذه الظروف فإن المصرفيين يجدون أنفسهم بالطبيعة يركزون على التمويل قصير الأجل والمضمون (التمويل التجارية الخارجية) (Foreing trade Finance) مما يجعل الاموال توجه بعيدا عن مقاصد تنويع الاقتصاد، كما أن البنوك الأجنبية تركز على هذا النوع من الوساطة حيث يكون اتخاذ المخاطر المحلية مراقب بشكل صارم من قبل الإدارة العليا.

- تنفيذ الرقابة يحتاج للتقوية في العديد من المجالات: بالرغم من أن القوانين والتنظيمات تدعم رقابة البنوك، إلا أن الملكية الواسعة للدولة لهذه البنوك أو هن حوكمة هذه المصارف، وهنا يطرح سؤال مهم حول الشروط المسبقة للرقابة المصرفية الفعالة، إضافة إلى أن الأمرية الجديدة للقرض والنقد خفضت من الاستقلالية المالية والتشغيلية لبنك الجزائر. فالرقابة (المقصودة رقابة المصرف المركزي) تعاني من التماطل في إظهار المعلومات من قبل المصارف، ضعف في المهارة، ضبابية (Blurred) قنوات المسؤولية، فالمداهنة لا بد أن تنتهي بشكل حاسم (نهائي).

- منذ عملية الإنقاذ الأخيرة، قامت الحكومة بتحمل خطر القرض على البنوك العمومية بطريقة أكثر من مباشرة من خلال الضمانات أو إعانات معدلات الفائدة (تقديم أسعار فائدة تفضيلية)، وبهذا الإجراء أصبحت المصارف العمومية بحاجة لتسعير البيانات وإجراءات الاكتتاب لتركيبة معدل الفائدة التي تتحملها الشركات كتكلفة تمويل. فالإنفاق العام أصبح في جزء منه ضمانا لخطر القرض قيمة الضمانات إن طبقت وهامش الربح.

- بالرغم أن البنوك الجزائرية تطبق معدل فائدة واحد على كل نوع من القروض لتجنب التمييز بين المقترضين وفقا للهوامش الحالية بين البنوك العمومية سترى الكثير من الخسائر بالنسبة إلى القروض البسيطة وبدون قدرة المصارف العمومية على تسعير المخاطر، فعلى الحكومة أن تقدم دعمها (في حال إصرارها على تقديمه) إلى الشركات العمومية المتعثرة بطريقة مباشرة من خلال تخصيص تلك المبالغ في موازنتها وهذا الإجراء من شأنه أن ينظف جيدا موازنات (ميزانيات) المصارف العمومية وتبقى القروض المقدمة فقط انطلاقا من التسعير الشخصي للمصارف للقروض الممنوحة أما بقية القروض المقدمة لشركات

القطاع العام المتعثرة فلا بد من مبادلتها بأوراق الخزينة وعدم تقديم قروض جديدة (الشركات المملوكة للدولة طبعا) فهذه المطلوبات المتعثرة لا بد أن تتحملها الخزينة مباشرة.

- الانتقادات المتكررة للبنوك العمومية يمكن أن توهم جهودا أخرى لدعم إدراك المستثمر الأجنبي متضمن استدامة الدين، ففشل المصارف العمومية دعى لإعادة هيكلتها بتكلفة تقارب 4% من الناتج المحلي الإجمالي سنويا لمدة مستمرة، والخسائر استمرت في التراكم ربما بسرعة بطيئة، وهكذا فالحصيلة الإجمالية لتكاليف العسر المصرفي في الجزائر يمكن مقارنتها بتركيا (40%) تايلاندا (30%) والمكسيك (30%).

كما أن الإنقاذ المصرفي لم يكن مصاحبا بفك الارتباط بالشركات المملوكة للدولة وكذا إعادة هيكلة تشغيلية لهذه المصارف العمومية.

- شكلت محفظة القروض السكنية لصندوق التمويل والاحتياط CNEP ما قيمته 97% من التمويل السكني، كما أنها لم تسجل أي حالة حجز السكن، ومنذ 1997، بسبب أن 75% من محفظتها غير الجيدة، تم إعادة هيكلتها بتكلفة 10% من الناتج المحلي الخام GDP خلال الثلاثين سنة الأولى من إنشائها، لم يتم تأمين القروض السكنية بتسجيل الضمانات، لكن ابتداء من عام 1997، ركزت الإدارة على الربحية بإعادة جدولة القروض القديمة التي احتفظت بمؤونات السيولة ومعاملات الملاءة (18% في نهاية 2002).

- خسائر البنوك العمومية في المتوسط حوالي 4% من GDP كل عام ابتداء من سنة 1991 لغاية 2002 بالرغم من أن الميزانية دوما تسجل توازنا، فإنه في المتوسط خلال نفس الفترة كان لإعادة الهيكلة المالية للمصارف العمومية في الموازنات الثلاث (1991-1994) (1995-1998)، 2001 إعادة الهيكلة الأخيرة كانت موجهة لتطبيق معيار كفاية رأس المال مقداره 14%، كما أن التقدير الأخير لبنك الجزائر في نهاية 2002 بين أن البنوك العمومية تبقى بحاجة لـ 4% أخرى من GDP للحفاظ على نسبة كفاية رأس المال لمدة عشر سنوات. التكلفة الحالية يمكن أن تكون 3% إذا ما قامت المصارف العمومية بتخفيض النسبة إلى أدنى قيمتها (8%) وهنا من الجدير بالذكر بأن هذا المقدار الأمن حوالي 10-12% المطبق على الأنظمة ذات مخاطر كتلك التي للجزائر.

- المؤسسات المملوكة للدولة (SOE) تبقى المستخدم المهيمن للقروض المصرفية (معظمها على المكشوف بمعدلات فائدة متغيرة) (Float rates overdrafts)، ضمانات الدولة تلقي تحصيلات الرقابة والمتابعة على هؤلاء المقترضين، الائتمان العالي جعل المؤسسات المملوكة للدولة غير حصينة مقابل تذبذبات التدفقات النقدية، إلا أن هذه الهشاشة (عدم توفر الحصانة) كانت لها نتائج قليلة على النظام المالي بسبب توفير السلطات للسيولة اللامشروطة للمؤسسات العمومية والبنوك.

وبهذا يتضح دور الإيرادات النفطية في إعادة هيكلة المصارف العمومية و إعادة رسميتها دوريا، وكذا تغطية خسائرها، وتسخير جزء هام من الاتفاق العام لتغطية خطر القرض ضمان اموال المودعين، وتقديم الدعم حتى للمقترضين المتعثرين من المؤسسات العمومية.

2- الأزمة المالية العالمية 2007-2008 (معضلة النفط)

حسب التقرير الصادر من قبل صندوق النقد الدولي في ابريل 2009 الذي يركز على آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري و القنوات التي سيتأثر من خلالها بالأزمة، فلقد جاء في التقرير أن الجزائر بمعزل عن العدوى المالية المباشرة، لكن أسعار النفط المنخفضة من شأنها إضعاف الوضعية المالية و الخارجية، ويبدو ان القنوات المالية المباشرة لانتقال الأزمة الى الجزائر ضعيفة أو محدودة الأثر وذلك يرجع الى:

* إجمالي الديون الخارجية حوالي 3% من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2008 ويعود الفضل في ذلك إلى الطفرة النفطية خصوصا أن نسبة الدين العام الخارجي إلى GDP تم تخفيضها لتصل إلى أقل من 1% من GDP.

* الخصوم الخارجية للبنوك ضئيلة: أقل من 1% من إجمالي الخصوم، فالبنوك مطالبة بإيداع الحصيلة اليومية لعمليات الصرف الأجنبي عند المصرف المركزي وهكذا تم نقل المخاطر المرتبطة مستحقات البنوك ذات المصادر الأجنبية.

* تسعون بالمائة 90% من النظام المصرفي تابع للحكومة، أما الباقي فهو ذو ملكية أجنبية، معظمها لبنوك دولية النشاط، فإذا ما حصل أن تم التهاافت على الودائع في هذه البنوك الأجنبية فإن حجمها سيكون صغيرا مما يسمح للبنوك العامة بحل المشكلة بمساعدة الحكومة، ولكن بنمو القطاع خارج المحروقات فإنه ستظهر مخاطر القرض في البنوك.

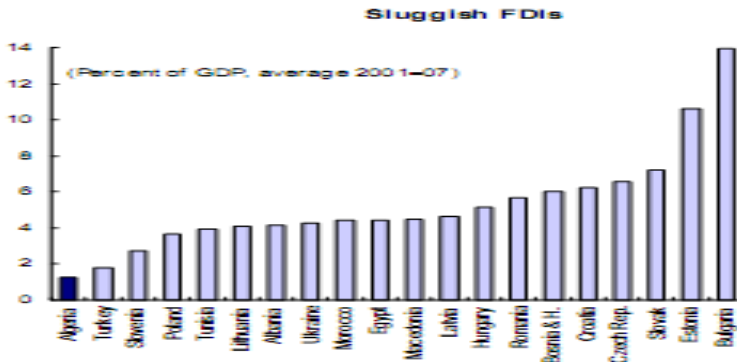
كما ان وتيرة الإصلاحات المالية جد بطيئة فحسب تقرير البنك الدولي حول بيئة الأعمال و بالضبط في مؤشر الإصلاحات المالية المكون من ثلاثة مؤشرات هي: الحصول على القروض, إنفاذ العقود وتسجيل الملكية بلغت الجزائر المرتبة 140 (الأخيرة تقريبا)



Sources: Algerian authorities; and Fund staff estimates and projections.

*ما زالت المحافظة الأجنبية للاستثمار غير مسموح بها.

*الاستثمار الأجنبي المباشر ضئيل إلى حد بعيد في المتوسط تمثل 1% من GDP السنوي وحوالي 8.5 بليون دولار خلال 10 سنوات الاخيرة، أما بالنسبة لتوظيف الأرباح تزايد في ظل الأزمة المالية العالمية فإنها تمثل حوالي 1% من الاحتياطات الأجنبية.



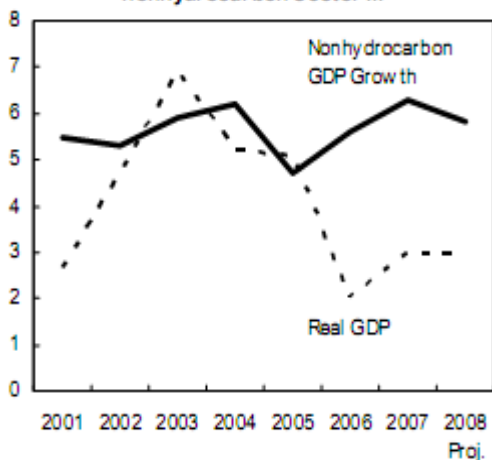
Sources: Algerian authorities; and Fund staff estimates and projections.

*ان حدوث ركود في العالم خصوصا في أوروبا سيعمل على تخفيض حجم الصادرات من المحروقات. أن الصادرات السائلة من المحروقات (النفط الخام، المنتجات المكررة) ستكون

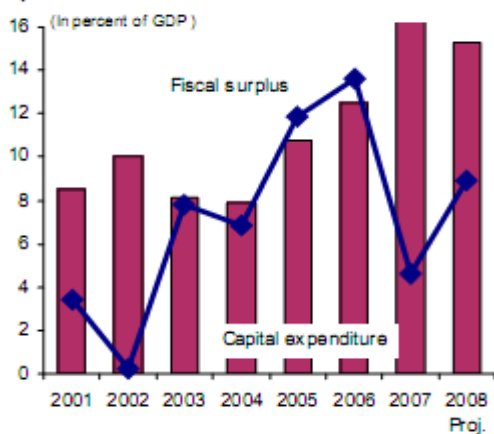
الأقل تأثراً من صادرات الغاز الطبيعية (NG) وذلك أنها موزعة في كل العالم بينما الغاز الطبيعي للجزائر يتم تصديره بشكل رئيسي إلى أوروبا (إيطاليا، إسبانيا، فرنسا، المملكة المتحدة)، وليس من السهل توزيعه في أي مكان، وهكذا فإن الركود الذي سيهيمن على أوروبا سيؤثر أيضاً على صادرات الغاز الطبيعي الجزائري.

* استمرار انخفاض أسعار النفط في أجل المتوسط من شأن أن يضع نمو القطاع خارج المحروقات في محك الشك، ذلك أن النمو في هذا القطاع مقاد ببرنامج الاستثمار العمومي (PIP) كما أن صادرات القطاع غير النفطي تمثل حوالي 2% من الناتج المحلي الخام خارج المحروقات إضافة إلى انه من المحتمل أن يتم تخفيض أو تأجيل الاستثمار المخطط وهو ما يؤثر على نمو هذا القطاع بشكل جدي، كما أن مشاريع التوسع في قطاع المحروقات بقيادة سوناطراك خصوصا في مجال البتروكيماويات التي تسمح احتياطات الشركة من تمويل نصفها ستؤثر بالاتجاه الهبوطي لأسعار المحروقات وكذا حالة الركود المحتملة على العالم وهو ما من شأنه أن يعمل على تأجيل مثل هذه المشاريع.

Sustained growth in the job-intensive nonhydrocarbon sector ...



.. and the fiscal position, despite a large public investment program in infrastructure and human capital.



Sources: Algerian authorities; and Fund staff estimates and projections.

وبهذا يتضح الخطر الرئيسي للأزمة المالية العالمية على الجزائر يرجع إلى آثار انخفاض مداخيل النفط في حال استمرارها (امتدادها) فإنه يعمل على إبطاء البرامج الواسعة

للاستثمار العمومي ويضعف النمو خارج المحروقات. فالسلطات تعمل على المحافظة على الموقف المالي (Fiscal) لدعم الطلب المحلي والنمو خارج المحروقات في الأجل القصير، باعتبار أن احتياجات صندوق ضبط الموارد تكفي لهذا الغرض في الأجل القصير إلا أنه في الأجل المتوسط والطويل السلطات تحتاج إلى تطبيق إجراءات مبكرة إذا بدأت تتحقق مخاطر استدامة انخفاض (تدهور) أسعار النفط. كما أن الإصلاحات الهيكلية محتشمة خصوصا ما يتعلق بتنمية القطاع الخاص وتطوير الوساطة المالية وبيئة الأعمال وكذا الاندماج في الاقتصاديات الإقليمية والدولية. ذلك أن استمرار الوضع على هذا الحال سيظهر الضغوط المكبوتة على الميزانية الحكومية، فلقد بلغت العجزات الأولية خارج الإيرادات النفطية أرقاما مذهلة مما سيجعل العقود الاجتماعية في المستقبل غير واضحة المعالم. والشكل الموالي يوضح توقعات صندوق النقد الدولي حول العجز الموازني الأولي حتى عام 2013.

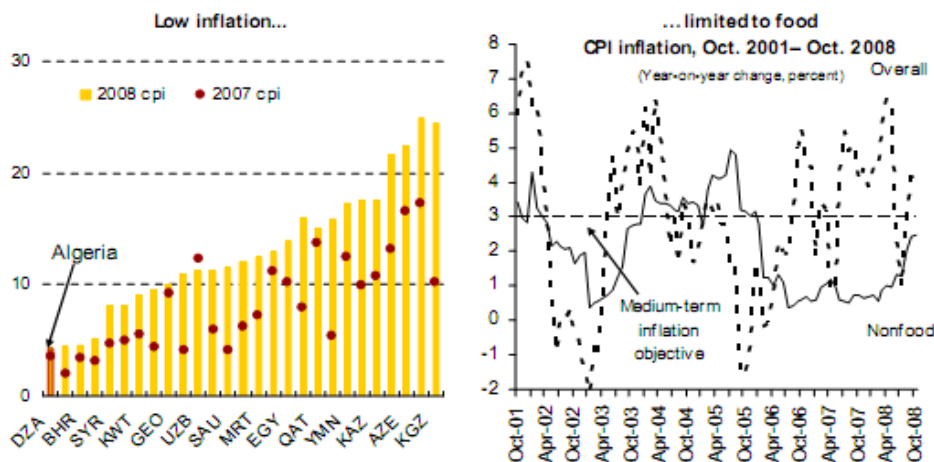
Algeria: Nonhydrocarbon Primary Deficit, 2009–13
(In Percent of NHGDP)

	2009	2010	2011	2012	2013
Sustainable primary deficit	-40.0	-38.4	-36.9	-35.5	-34.2
Staff projections for actual primary deficit	-51.4	-49.7	-47.9	-44.7	-42.5
Crude oil export unit value (US\$/bbl)	54.3	64.8	71.3	75.0	77.5

Sources: Algerian authorities; and Fund staff estimates and projections.

ولا يقتصر تأثير النفط على العجز الموازني فقط، بل ورغم أن التضخم في الجزائر يعتبر الأخفض في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا إلا أن تحليل سلة التضخم توضح مساهمة أزمة الغذاء العالمي بحوالي 2%، فبسبب استقرار أسعار الطاقة محليا، وارتفاع الطلب المحلي على الواردات وكذا الإعانات الحكومية لدعم أسعار القمح والحليب

والسياسة النقدية الحذرة بلغ مؤشر اسعار الاستهلاك 4.2 بالمئة (1.2 بالمئة عند اقضاء الغذاء من سلة التضخم)



Sources: Algerian authorities; and Fund staff estimates and projections.

III / النتائج و التوصيات :

- بسبب الوفرة النفطية التي جعلت الدولة تقدم الدعم للمقترضين والمقرضين على حد سواء جعل النظام المالي يظهر مستقرا بالرغم من أن هذا الاستقرار سيكون مكلفا بالنسبة لدافعي الضرائب (Tax payers)، إلا أن الطريقة التي تحقق بها هذا الاستقرار شوهت تسعير المخاطر والحوكمة وادت إلى اعتلال المصارف، وتشويه السلامة المصرفية ودور التمويل في التنمية.

- إن السياسة المالية الدورية للجزائر تدعم الدورات الاقتصادية خصوصا في الأوقات الصعبة تثبط البنوك على اتخاذ المخاطر (Risk taking)، فالإنفاق في الأوقات الصعبة أكبر بمرتين إلى ثلاث مرات من الإنفاق في الأوقات الجيدة، فالسياسة المالية ترفع من خطر القرض وهو عكس ما نجده في الاقتصاديات المتقدمة السياسات العمومية تعمل على كبح الدورات الاقتصادية.

- الرفع من الدين العام وإدارة النفقات يمكن أن يدعم الاستقرار في الوساطة المصرفية

والتنمية من خلال التخفيف من دورات النفط على السيولة المصرفية ومخاطر القرض بالرغم من إنشاء صندوق استقرار النفط (صندوق ضبط الموارد) عام 2000، إلا أن متحصلات صادرات النفط والغاز (المحروقات) مازالت تسبب آثارا دورية على الإنفاق العام وسيولة النظام المصرفي وهو ما يضخم من السيولة المصرفية ومخاطر القروض، إن حل هذه المشاكل يرتبط بإضعاف العلاقة بين الإنفاق العام وتذبذبات مداخيل المحروقات وذلك من خلال الدفع من شفافية العمليات شبه الضريبية والدين العام.

- ان التدقيق من قبل وكالات التصنيف ذات السمعة يمكن أن يكشف عن قيمة البنوك العمومية، حقيقة أن عملية التدقيق ستكون مكلفة وتستهلك وقتا من إدارة المصارف، إلا أن هذا التدقيق ضروري لكشف القيمة الحقيقية للمساهمين الحاليين والمحتملين لهذه المصارف العمومية، كذلك من شأنه إرشاد المديرين ووزارة المالية من التركيز على تكاليف أي إجراءات من شأنها استعادة قيمتها في السنوات التي تلي الخصصة.

- بالنسبة إذا ما أرادت الحكومة بعض الخدمات من القطاع العام فإنه يتعين عليها دفع أجور أو عمولات مقابل ذلك وليس بالمجان، أيضا لا بد من فتح المناقصات لمن يريد تقديم هذه الخدمات من مكاتب الاستشارات وهنا يمكن للمصارف العمومية أن تربح المناقصات في حال ما إذا كانت تنافسية بشكل كبير.

- بنك الجزائر كمشرف يمكن أن يلعب دورا بالغ الفائدة في إعادة الهيكلة الشخصية للبنوك العمومية من خلال سن القوانين التي تأخذ على يد الشركات المؤثرة سلبا على ربحية البنوك العمومية وأن يركز على أن أسعار الفائدة المطبقة لا تعكس فقط تكاليف التمويل أو التشغيل، لكن أيضا تكاليف تعثر المحتمل (charge-offs) فقط التسعير الكامل (full-pricing) يمكنه أن يكشف الربحية الحقيقية التي تقيس الأداء المصرفي.

- تضخم تكاليف المراقبة والمتابعة بسبب ضعف التدقيق والمحاسبة، كذلك بسبب كتم المعلومات المالية لأسباب جبائية، كذلك أمر آخر في غاية الأهمية وهو ما يتعلق بالانفصام العالي بين المحاسبة والتدقيق وكذا التدريب المحدود، وهو ما أدى أن الممارسات التدقيقية لا ترتقى إلى مستوى العالمي المعمول بها، إلا أن هذا لا يعني أن هناك استثناءات قاصرة للإطار العام فهناك بعض الشركات تسعى حثيثا للرفع من الشفافية كما أن هناك بعض المدققين يعملون وفق الممارسات المطورة.

- يمثل تذبذب السيولة الهم الأكبر للبنوك: خلال عام 1998 (أين كانت أسعار النفط في القاع) مؤونات السيولة لدى المصرف المركزي كانت تمثل نصف قروض النظام المصرفي، بعدها متحصلات صادرات المحروقات نمت بسرعة، الخزينة راکمت ودائع كبيرة لدى المصرف المركزي (جزء هام منها في صندوق ضبط الموارد FRR)، البنوك لديها فائض السيولة حوالي 30% من إجمالي قروض النظام المصرفي. ولمعالجة تذبذب السيولة يرى صندوق النقد الدولي انه على السلطات أن تمزج الإجراءات الثلاثة التالية:

- 1- ترك جزء متحصلات صادرات النفط خارج البلد (ممنوع بقوة القانون).
- 2- مواءمة الإنفاق من خلال صندوق ضبط الموارد.
- 3- تكوين مخزون من أدونات الخزينة لدى المصرف المركزي للمساعدة على إدارة السيولة .

ذلك أن القدرة الجيدة للامتصاص لبنك الجزائر على امتصاص تتطلب مخزونا من أوراق الخزينة بمقدار 500 بليون دينار وأما المقدار المتاجر به من ديون الخزينة فمقداره 100 بليون دينار .

- إن إدارة السيولة المصرفية ومخاطر القرض تبقى إلى حد ما مطعمة النفقات العامة من خلال تأرجح مداخيل المحروقات. فإذا ما انخفضت أسعار النفط إلى 15 دولار للبرميل وحافظت عليه فإن ودائع الخزينة لدى المصرف المركزي (حوالي 13% من GDP عام 2004) يمكن أن تحافظ على النفقات لمدة عام دون تغيير السياسات.

توصيات لاستعادة سلامة الوساطة المالية في الجزائر

الأمثال	السياسة الرئيسية
<ul style="list-style-type: none"> - البيع السريع لأحسن مصريين بنوميين - البنوك المتبقية يتم خصمها للخصومة في غضون ٦ سنوات - في نفس الوقت التركيز على رفاة المديرين - التمويل الكامل للشركات العمومية المتفتره والبرامج لا بد أن يكون من خلال عمصصات الميزانية، يعقبه إصلاح المؤسسات العمومية 	<p>حوصصة البنوك العمومية خلال الأجل المتوسط</p>
<ul style="list-style-type: none"> - تطوير المحاسبة المالية والتدقيق - تفعيل الرقابة القللة - التطبيق الصارم القواعد المصنوع عليها - تحديث نظام المدفوعات - تدريب المديرين في الجالات المالية التجارية - زيادة اصنارات الدين العام لإدارة السيولة - الدفع المسبق لبعض الديون الأجنبية من خلال احلافها بالدين المحلي - إنشاء البنية التحتية التقاوية للسوق ما بين المصارف (Interbank repomarket) 	<p>تطوير المحيط التشغيلي للمصارف حتى تم تخفيض تكاليف الوساطة المالية</p> <p>تعديل السيولة المخزنة من قطاع المحروقات ودورات التروض التي تمتع المصارف من أخذ برمام المخاطرة Risk-racing</p>

المراجع المستعملة و المقترحة

المراجع باللغة العربية:

- إبراهيم سيف،(2009) "الطفرة النفطية في بلدان مجلس التعاون الخليجي 2002-2008،تحديات قديمة وديناميات متغيرة" أوراق كارنغي.مؤسسة كارنغي للسلام العدد15 مارس.
 - سفين بيرينت،(2008) " حين يتكلم المال،صناديق الثروة السيادية في خطاب العولمة" أوراق كارنغي ، العدد 12 أكتوبر.
 - الإدارة الاقتصادية لمنظمة اوابك(2009) "الأزمة المالية العالمية و انعكاساتها الأولية المحتملة على صناعة البنترول في الأقطار العربية"، مجلة النفط و التعاون العربي ،المجلد35،العدد128،ص 09-60 .
- المراجع باللغة الأجنبية:**

- Abayomi&Allawode(2008)"What is financial stability?" financial stability paper series N01,Central bank of Bahrain.
- Ahmed Alkawaz,(2008) "Economic diversificatin;The case of Kuwait with reference to oil producing countries" journal of economic cooperation 29,3 pp 23-48.
- Allen, W. and Wood, G. (2006), "Defining and achieving financial stability", Journal of Financial Stability, June, pp. 152 - 172
- 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.
- Chant, Alexandra Lai, Mark Illing, and Fred Daniel(2003) " Essays on Financial Stability" Technical Report No. 95. Bank of Canada.
- Chapra M.Umar, (2008) The global financial crisis: can islamic finance help minimize the severity and frequency of such a crisis in the future?" A paper prepared for presentation at the forum on the global financial crisis to be held at the Islamic Development Bank on 25 october2008.

- Davis, E.** (2001), "A Typology of Financial Instability", Oesterreichische Nationalbank (Central Bank of Austria), Financial Stability Report No. 2, pp. 92 - 110.
- Diamond et Dybvig** " Bank Runs , Deposit Insurance and Liquidity .journal of Political Economy vol.91 1983 page page 401-419
- Edward P. Neufeld,**(1983)"Intenational Financial Stability in the new Oil price senarios" Canadian Public Policy, The royal bank of Canada, pp 304-313.
- Egil Matsen&Ragnar Torvik,**(2005) " Optimal Dutch disease" Journal of Development Economics 78 pp 494– 515
- Farooq Malik & Bradley T. Ewing,**(2009) " Volatility transmission between oil prices and equity sector returns" International Review of Financial Analysis 18 , 95–100.
- Ferguson, R.,** (2003), "Should Financial Stability Be an Explicit CentralBank Objective?", in Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views, BIS Paper No. 18, September, pp. 7 - 15.
- Foot, M.,** (2003), "What is "financial stability" and How do we get it?" TheRoy Bridge Memorial Lecture, F inancial Services Authority, April.
- Idris El-Sharif & all,**(2005) " Evidence on the nature and extent of the relationship between oil prices and equity values in the UK" Energy Economics 27 , 819–830
- IMF Country Report**(2004), No. 04/138 Algeria: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Monetary and Financial Policy Transparency and Banking Supervision
- IMF Country Report** (2009) ,No. 09/108 Algeria: 2008 Article IV Consultation—Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Algeria
- KHALID H.A. AL-QUDIR,**(2005), « The effect of financial Development on the Growth in Saudi Arabia » College of Administrative science, King saud University, Riyadh. Saudi Arabia
- Lager, J.,** (1999), "Monitoring Financial System Stability", Reserve Bank of Australia Bulletin, October.
- Mishkin, F.,** (1997), "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers", in Maintaining Financial Stability in a Global Economy, Symposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, August, pp. 55 - 96.
- Mishkin Frederic** (1991)Asymmetric Informationand Financial Crises:A Historical Perspective" University of Chicago Press.
- Mishikin Frederic** " Monnaie, banque et marché financiers" 8édition nouveaux horizons 2007.
- Minsky** (1992) "The Financial Instability Hypothesis" Working Paper No. 74 Prepared for Handbook of Radical Political Economy.
- Mirakhor& Noureddine Kirchene**(2009) " Resilience and Stability of the Islamic Financial System – An Overview" presented at the seminar held on 30 January 2009 on 'Comparative Development of the Islamic Economic Model in context of current market conditions', organised by KPMG, London, UK.
- Mohamad ramadhan&Adel Naseeb,**(2008)"The long relationship between Oil exports and Agregate import in the GCC" journal of economic cooperatin 29,2 pp 69-84
- Padoa - Schioppa,** (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.
- Schinasi, G.,** (2004), "Defining Financial Stability", IMF Working Paper No. WP/04/187, October.
- - - - ., (2006), "Understanding Financial Stability: Toward a Practical Framework", Paper presented to the Seminar on Current Developments in Monetary and Financial Law, Washington, D.C., October 23 - 27.
- .,(2005) " Preserving Financial Stability." The Economic Issues Series N°36 International Monetary Fund.