



جامعة محمد بوضياف المسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



محاضرات موجهة لطلبة السنة الاولى ماستر تخصص اقتصاد دولي
في مقياس:

الازمات المالية الدولية

إعداد الدكتور: بوخرص عبد الحفيظ

المحاضرة الاولى : النظريات المفسرة للدورات الاقتصادية

بعد أن تناولنا في المحاضرة السابقة مفهوم الدورات الاقتصادية، أنواع الدورات الاقتصادية، مراحلها وخصائصها ، نتناول في هذه المحاضرة أهم النظريات المفسرة للدورات الاقتصادية.

فقد ظهرت منذ القرن التاسع عشر نظريات عديدة تفسر اسباب حدوث الدورات الاقتصادية نذكر منها :

المطلب الاول: نظرية هوتري Hawtrey

تعتبر هذه النظرية من أشهر النظريات النقدية المفسرة لحدوث الدورات الاقتصادية، و يمكن التمييز بين اتجاهين متميزين ضمن إطار النظريات النقدية المفسرة للدورة الاقتصادية، الاتجاه الأول يضم الاقتصاديين الذين قدموا تفسيرات نقدوية بحتة للدورة الاقتصادية، فهم يعتبرون أن هذه الأخيرة عبارة عن ظاهرة نقدوية تحدث بسبب طبيعة النظام النقدي والمصرفي للرأسمالية، أما الاتجاه الثاني فيفسر الدورة الاقتصادية بالإفراط في الترسمل الناتج عن طبيعة الاقتصاد النقدي للرأسمالية، ويأخذ هذا الاتجاه بفكرة معدل الفائدة الطبيعي التي ابتكرها فيكسل، كقاعدة نظرية محورية في تفسير الدورة الاقتصادية.

فنظرية هوتري ترجع ظاهرة الدورات الاقتصادية إلى عوامل نقدية بحتة، إذ إن التغيرات الاقتصادية التي تحدث في الطلب الكلي وتسبب مراحل الدورة ،هي تغيرات في الأساس نقدية. تتمثل في التغيرات في سعر الفائدة وانعكاساتها في تغير الكمية المرغوبة منها في المخزون والسبب في ذلك قيام البنوك التجارية بالتوسع الائتماني يؤدي إلى خفض سعر الفائدة مما يدفع المستثمرين نحو زيادة حجم المخزون والاقتراض وهذا ينعكس في الزيادة في الطلب الاستهلاكي والاستمرار بالتوسع مما يجعل أسعار الفائدة ترتفع من جديد وانخفاض المخزون من المبيعات ويبدأ الانكماش وينخفض الدخل ، بمعنى آخر ان سبب الدورة قلة الادخار وارتفاع معدل الفائدة ..

ومنه يركز هوتري على دور المخزون السلعي في خلق الدورات الاقتصادية، التقليل من أهمية الاستثمارات طويلة الأجل في خلق ذات الدورة . ويرى هاوتري أن التوسع في المخزون السلعي من جانب مؤسسات الأعمال يؤدي إلى بدء حركة توسع تراكمية في الإنتاج والدخل والإنفاق وهي التي تقوى وتزداد بالمزيد من الاقتراض من البنوك ، بيد أن هذا الانتعاش يصل إلى نهايته في وقت ما ، عند ذلك تجد البنوك إنها على وشك استنفاد الاحتياطيات السائلة لديها ، مما يدفعها ذلك إلى اتخاذ إجراءات من شأنها رفع أسعار الفائدة وتقييد حجم الائتمان ، وان ذلك كله يرغم رجال الأعمال على الحد من الطلب على المخزون السلعي ، ومن هنا تبدأ حلقة تراكمية من انخفاض الإنتاج والدخل والإنفاق ، وتستكمل الدورة مراحلها بالعودة ثانية إلى مرحلة الكساد.

المطلب الثاني: نظرية المغالاة في الإستثمار.

تعتبر نظريات المغالاة في الإستثمار إحدى النظريات الهامة التي أبرزت دور كل من الإدخار والإستثمار خلال الدورة الاقتصادية، و تتمثل الفكرة الأساسية لنظريات المغالاة في الإستثمار في أنه خلال فترة التوسع يتزايد نمو الصناعات المنتجة للسلعة الرأسمالية بالمقارنة بالصناعات المنتجة للسلع الإستهلاكية، أي وجود حالة من المغالاة في الإستثمار ويحدث العكس خلال فترات التراجع، ويحدث ذلك لأن صناعات السلع الرأسمالية تتأثر بشدة بالتقلبات الاقتصادية بالمقارنة مع صناعات السلع الإستهلاكية. وهذا يؤدي بدوره إلى عدم التوازن بين المراحل المختلفة للعملية الإنتاجية المكتملة لبعضها البعض مما يؤدي حتماً إلى التراجع.

تنقسم نظريات المغالاة في الإستثمار إلى مجموعتين، الأولى ترى أن أسباب زيادة الإستثمارات خلال فترة التوسع ترجع إلى عوامل نقدية فيما يعرف بإسم النظرية النقدية للمغالاة في الإستثمار، و الثانية ترجع تزايد الإستثمارات خلال فترات التوسع إلى عوامل غير نقدية فيما يعرف بإسم النظرية غير النقدية للمغالاة في الإستثمار.

أولا : النظرية النقدية للمغالاة في الإستثمار.

يرجع الجانب النقدي لهذه النظرية إلى عدد من الإقتصادييين في مقدمتهم النمساوي هايك 'Hayek' ، الذي انطلق من فكرة سعر الفائدة الطبيعي أو التوازني التي أشار إليها 'ويكسل'، حيث يرى هايك أنه عندما يكون سعر الفائدة السائد في السوق أقل من سعر الفائدة الطبيعي، تبدأ مرحلة التوسع حيث تصبح الإستثمارات أكثر ربحية مما يشجع المستثمرين للقيام بمزيد من الإستثمارات، و يتزايد الطلب على الإستثمارات ليصبح أعلى من تدفق المدخرات، و بالتالي يتم تمويل هذه الإستثمارات من خلال زيادة الطلب على القروض و التوسع في عملية خلق الإئتمان المصرفي. ، و بالتالي تتطلب الإستثمارات الجديدة خلال مرحلة التوسع تحويل عناصر الإنتاج و الموارد من صناعات السلع الإستهلاكية إلى صناعات السلع الرأسمالية، و نتيجة لذلك ينخفض المعروض من السلع الإستهلاكية و تزايد أسعارها. و تنتهي مرحلة التوسع عندما تواجه البنوك قيد الحفاظ على نسبة معينة من الإحتياطات النقدية فتتوقف عن التوسع الإئتماني من خلال رفع سعر الفائدة، و بالتالي تنخفض الأرباح المتوقعة للإستثمارات الجديدة، أي أن مرحلة التوسع تنتهي عندما تحدث مغالاة في الإستثمارات الجديدة، حيث تصبح الإستثمارات في السلع الرأسمالية أكبر بكثير من تدفق المدخرات المتاحة.

ثانيا : النظرية غير النقدية للمغالاة في الإستثمار.

من أشهر كتاب الجانب غير النقدي لنظرية المغالاة في الإستثمار 'سبيتهوف' 'Spiethof' ، و 'كاسل' 'Cassel' ، فالنظرية غير النقدية للمغالاة في الإستثمار تجعل للنقود دور ثانوي أو مساعد و ليس لها دور محوري في بداية التوسع الإقتصادي و نهايته، حيث تركز هذه النظرية على العملية الإنتاجية بمراحلها المختلفة، و تؤكد أن خصائص الدورة الإقتصادية تتحدد بالتغيرات في إنتاج السلع الرأسمالية.

تشير النظرية إلى أنه بإفتراض مظاهر الركود الإقتصادي مثل إنتشار البطالة، و إنخفاض سعر الفائدة، و إنخفاض الأجور، و تراكم الأرصدة النقدية، و غيرها من مظاهر الركود الإقتصادي، فإن بداية الإنتعاش في النشاط الإقتصادي يكون من خلال حدوث قوى خارجية تحفز على القيام بإستثمارات جديدة، و تتمثل القوى الخارجية في مجموعة من العوامل العينية و النقدية مثل الإكتشافات الجديدة، و فتح أسواق جديدة، و إنخفاض تكاليف الإنتاج مع التطور التكنولوجي أو حدوث أي سبب يؤدي إلى زيادة الكفاية الحدية لرأس المال، و كذلك تؤكد النظرية أهمية إنخفاض في سعر الفائدة مع تراكم الأرصدة النقدية، و يستمر التوسع في القيام بالإستثمارات الجديدة نتيجة لإستغلال الأرصدة النقدية المتاحة لدى رجال الأعمال، و كذلك مع التوسع الإئتماني من قبل البنوك، إلى أن يصل الإقتصاد إلى وضع التشغيل الكامل، و هنا تبدأ الأسعار في التزايد و بالتالي تزايد الأرباح و الأجور، و لكن نتيجة لأن تزايد الأجور يكون عادة لاحقا بفترة إبطاء لتزايد الأرباح، فإن المنتجين يتمكنون من تحقيق المزيد من الأرباح و إستغلالها في تمويل المزيد من الإستثمارات، و تنتهي مرحلة التوسع لعدم وجود مدخرات كافية للقيام بالمزيد من الإستثمارات في إنتاج السلع الوسيطة للإستفادة من الإنتاج المبالغ فيه من السلع الرأسمالية الثابتة، أي يكون هناك

نقص في المدخرات و مبالغة في إنتاج السلع الرأسمالية الثابتة في ذات الوقت، و هنا تبدأ مرحلة التراجع و تستمر بشكل تراكمي إلى أن تحدث قوى خارجية تحفز القيام بالإستثمارات الجديدة مرة أخرى.

المطلب الثالث: نظرية النقص في الإستهلاك .

ترجع جذور هذه النظرية إلى الأدبيات القديمة للفكر الإقتصادي، حيث ترجع إلى كتابات 'سيسموندي' 'Sismondi'، و 'مالتوس'، 'Malthus'، و 'ماركس' 'Marx'، هذا إلى جانب الإسهامات الحديثة لكل من 'فوستر' و 'كاشنجز' 'Catchings' and 'Foster'، و كذلك 'هوبسون' 'Hobson'، لم تقدم نظرية النقص في الإستهلاك شرحاً كاملاً لمراحل الدورة الإقتصادية المختلفة مثل باقي النظريات الخاصة بذلك، حيث أنها تركز على مرحلة حدوث الأزمة، و إنتشار الركود الإقتصادي لذا يمكن تسميتها نظرية الأزمة و الركود و هذا يؤكد رجوعها إلى الأدبيات الإقتصادية القديمة.

يرى 'سيسموندي' أن الركود يرجع إلى عدم قدرة المستهلكين على شراء المنتجات الصناعية، حيث أن العاملين و هم المستهلكين الأساسيين يواجهون عدم زيادة أجورهم لتواكب الزيادة في الإنتاج، مما يؤدي إلى حالة من الركود و عدم بيع المنتجات عند مستوى الأسعار المرهبة للمنتجين، و هذه الفكرة تمثل الجذور الأولى لنظرية نقص الإستهلاك. كذلك أيد 'مالتوس' من خلال كتابه مبادئ الإقتصاد السياسي ما أشار إليه 'سيسموندي'، حيث تحدث الأزمات نتيجة تزايد الإنتاج و بالأخص في الصناعات التي تطبق أساليب فنية جديدة، و هذا التزايد لا يقابله توسع في الطلب الكلي من قبل المستهلكين فيصبح هناك كمية كبيرة من السلع المنتجة و غير المباعة.

فيما يتعلق بإسهام 'هوبسن' نجد أنه طرح بعض الأفكار الهامة، و التي تؤكد فكرة نقص الإستهلاك كسبب رئيسي لحدوث الركود الإقتصادي، حيث أشار إلى أن ثبات دالة الإستهلاك النابعة من ثبات العادات الإستهلاكية لدى المستهلكين، مما يجعل معدل نمو الإنتاج - الذي يتزايد مع التقدم التكنولوجي و دافع تحقيق الربح من قبل المنتجين- أعلى بكثير من معدل نمو الإستهلاك، و هذا الفرق بين خصائص الإستهلاك و الإنتاج يؤدي إلى حالة المغالاة في الإنتاج أو قصور في الإستهلاك، و إلى جانب ذلك يشير 'هوبسن' إلى أن تزايد الأجور عادة يلي تزايد الأسعار بفترة زمنية، و خلال هذه الفترة تزايد الأرباح في يد المنتجين و المستثمرين، مما يمكنهم من القيام بالمزيد من الإستثمارات مما يدعم المزيد من عدم المساواة في توزيع الدخل و حدوث حالة من الإفراط في الإنتاج، و مع إنخفاض الأسعار من جانب و تزايد الأجور من جانب آخر، كل ذلك يدفع المنتجين إلى خفض الإنتاج و إنتشار حالة من الركود. و يشير كل من 'فوستر' و 'كاشنجز' إلى أن زيادة عرض النقود من خلال التوسع الإئتماني لا يعني زيادة القوة الشرائية و بالتالي تجنب حدوث الركود، و ذلك لأن هذه الأموال عادة تذهب إلى المستثمرين و الإستثمارات و زيادة المعروض من السلع الإستهلاكية، و من العوامل الأخرى التي تدعم عدم التوازن بين المعروض من السلع الإستهلاكية و القوة الشرائية المتاحة للمستهلكين، هي الأرباح التي يحققها المنتجون يقومون بإعادة إستثمارها بدلا من توزيعها على أصحاب الأسهم، و هذا بدوره يؤدي إلى المزيد من عرض السلع الإستهلاكية التي لا يقابلها الزيادة الملائمة في القوة الشرائية مما يدعم قصور الإستهلاك و إنتشار الركود.

المطلب الرابع : نظرية التوقعات الرشيدة .

تعتبر نظرية التوقعات الرشيدة إحدى نظريات جانب الطلب الكلي الهامة التي وضعت في تفسير الدورات الاقتصادية، حيث ظهرت هذه النظرية في مطلع السبعينيات من القرن العشرين، وتقوم نظرية التوقعات الرشيدة على أن جميع التوقعات حول المستقبل تتم بناءً على استخدام كافة المعلومات المتاحة فيما يعرف بإسم مبدأ التوقعات الرشيدة، ويرجع الفضل إلى الإقتصادي 'روبرت لوكا' في وضع هذا المبدأ. أكد 'لوكا' على أن مبدأ التوقعات الرشيدة من المبادئ الهامة التي تحكم النشاط الإقتصادي، فوفقاً لهذا المبدأ يحدد المستثمر مقدار ما سينفقه على شراء السلع الإستثمارية الجديدة، وكذلك يؤثر على قرار المستهلك حول الإستهلاك والإدخار خلال الفترة المقبلة، حيث يتم إتخاذ هذه القرارات وفقاً للتوقعات الرشيدة من جانب كل من المستثمر والمستهلك.

بناءً على هذا المبدأ تبني نظرية التوقعات الرشيدة في تفسير الدورات الاقتصادية، وفي هذا المجال نجد فكرين مختلفين، وهما الفكر الكلاسيكي الحديث والفكر الكينزي الحديث، حيث أن كل منهما يقوم على أن الأجور الإسمية تتحدد وفقاً لمبدأ التوقعات الرشيدة حول المستوى العام للأسعار مستقبلاً، ولكن يرجع الاختلاف بينهما في مدى إستجابة التغير في الأجور النقدية لهذه التوقعات، وبالتالي الاختلاف في الأثر النهائي على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والتشغيل وفاعلية السياسات الحكومية.

المطلب الخامس : نظرية 'شومبيتر' .

يعد 'شومبيتر' أول من أشار إلى أهمية الإختراعات والإكتشافات الجديدة وما تحدثه من آثار إيجابية على الإنتاج وتوفير فرص عمل جديدة للإستثمار، مما يؤدي إلى حالة من الرواج والتوسع في النشاط الإقتصادي، الفكرة الأساسية في تحليل شومبيتر هي العلاقة العكسية بين الابتكار ومعدل الفائدة، بحيث تؤدي الابتكارات إلى تخفيض معدل الفائدة، فتنتقل موجة التوسع في الإقراض المصرفي لتحويل المبتكرات إلى استهلاك، أي زيادة الاستثمار لتلبية الطلب الزائد الناجم عن الابتكارات الجديدة، فتحدث الدورة الاقتصادية.

وبدأ شومبيتر نظريته بافتراض أن الاقتصاد في حالة توازن مستقر، وأنه يعمل عند مستوى التوظيف الكامل، وافترض ثبات حجم العمال ورأس المال وحجم موارد الإنتاج، وافترض أيضاً وجود منظمين يقومون بالابتكار في مجال الإنتاج السلعي.

وتبدأ الدورة الاقتصادية عند شومبيتر بقيام المنظمين بالافتراض من البنوك لإنتاج سلع جديدة تحقق أكبر ربح ممكن، وما دام الاقتصاد في حالة توازن التوظيف الكامل، فإن زيادة الاستثمار عن طريق الافتراض من البنوك تؤدي إلى ارتفاع أسعار عوامل الإنتاج، وإذا كانت هذه العوامل مستخدمة في إنتاج سلع الإستهلاك فلا يمكن جذبها إلى الاستثمار الجديد إلا من خلال تحفيزها بأسعار أعلى، وذلك يؤدي إلى خفض إنتاج سلع الإستهلاك، ما يجبر المجتمع على تكوين ادخار إجباري لتمويل الاستثمار الجديد، وتؤدي الابتكارات الجديدة إلى تحقيق أرباح عالية، وهذا ما سوف يدفع بمنظمين آخرين إلى الدخول إلى الإنتاج، أي أن الاستثمار الأولي قد جر استثمارات أخرى، وكلما نجح هؤلاء أغروا عدداً أكبر للإقدام على إنتاج نفس هذه السلع، وهذا ما يؤدي إلى تزايد الاستثمار والإنفاق الكلي، بحيث يتجه الناتج للارتفاع، ما ينتج عنه انتعاش اقتصادي، يؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع الاستثمارية بسبب عدم مرونة عرضها في الأجل القصير، وارتفاع أسعار السلع الاستهلاكية .

وفي ظل هذا المناخ الذي خلقته المبتكرات الجديدة، سيضطر المنتجون القدامى إلى تغيير منتجاتهم، قبل أن يبدأ الطلب عليها في الانخفاض، وسعيهم لمسايرة الوضع الجديد بإدخال هذه التكنولوجيات الحديثة إلى مؤسساتهم، قبل فقدانهم السوق بفعل المنافسة، وان عاجلاً أو آجلاً سوف ينتهي الانتعاش الذي خلقته الابتكارات الجديدة، فيزدحم السوق بالسلع، وتبدأ الأسعار في الانخفاض، وهو الأمر الذي يقلل من عدد المنظمين، لهبوط معدلات الربح، مما يخلق آثار انكماشية، وتبدأ مرحلة الركود بسماتها المعروفة، حيث تتعمق الأسعار في الانخفاض، وتدهور الدخل والأرباح، وترتفع معدلات البطالة، وتكثر حالات إغلاق وتصفية المؤسسات، وتحدث عملية تراكمية في الاتجاه الهابط للنشاط الاقتصادي، لكن شومبيتر يرى أن الركود والأزمة بمثابة عملية تدمير خلاقة صعبة من أجل إزالة العناصر القديمة البالية، إلى أن تتم استعادة التوازن الاقتصادي، لتبدأ من جديد عوامل الانتعاش في الظهور بإدخال مبتكرات جديدة في مجال الإنتاج وتمويلها بالائتمان المصرفي كالعادة، لتحدث دورة اقتصادية أخرى.

المطلب السادس : نظرية دورات الأعمال العينية .

تمثل نظرية دورات الأعمال العينية إمتداد للفكر النيوكلاسيكي الذي ظهر خلال سبعينيات القرن الماضي، على يد 'روبرت لوكا' من خلال نموذج متكامل -نموذج دورات الأعمال المتوازنة- تأسس على فكرة المفاضلة بين العمل والراحة داخل حيز زمني محدد، الذي يعتمد عليه في ما بعد 'كيدلاند' و 'برسكوت' في بداية ثمانينات القرن العشرين، حيث تفسر الدورات الاقتصادية على أساس ما يشيعه أطراف الإقتصاد من تصرفات تتعلق بالتفسير الخاطئ لتطورات النقود نتيجة نقص المعلومات.

تقوم نظرية دورات الأعمال العينية على فرضين أساسيين :

أولاً : أن التغير التكنولوجي و الذي يؤدي إلى تغير الإنتاجية (صدمات جانب العرض الكلي) هي المصدر الأساسي لحدوث الدورات الاقتصادية، و أن النقود ليس لها نمط محدد في تفسير الدورات الاقتصادية؛
ثانياً : أن هذه الصدمات الفنية تنتشر في ظل ظروف المنافسة الكاملة، و مرونة تغير الأجور، و الأسعار، بحيث يكون التوازن قائماً بصورة مستمرة، و تقلبات التوظيف لا تعبر عن حالة بطالة إجبارية، و لكنها تعكس التغيرات الإختيارية لعدد الساعات التي يخصصها الأفراد للعمل.

يضيف كذلك كل من 'كيدلاند' و 'برسكوت' أن نظرية دورات الأعمال العينية تفسر الدورات الاقتصادية على إفتراض أساسي، و هو الإستجابة المثلى لوحداث النشاط الإقتصادي للصدمات المختلفة، فيخضع الأفراد لقيود الميزانية عند تعظيم دوال منافعهم، و تخضع المشروعات للقيود التكنولوجية عند تعظيم أرباحهم، و يقوم كل من الأفراد و المشروعات بالإختيار بين عدة بدائل عند إتخاذ القرارات المختلفة، فالأفراد يقومون بالإختيار بين العمل و أوقات الراحة و بالتالي تحديد عرض العمل، و أصحاب المشروعات يقوم بالإختيار بين الإستهلاك الحالي و الإستهلاك في المستقبل لتحديد مستوى الإستثمار.

المحاضرة الثانية: الأزمات المالية: المفهوم، الخصائص والأنواع

المطلب الاول: مفهوم الأزمة المالية.

ليس هناك تعريف موحد متفق عليه لظاهرة الأزمة المالية، بيد أن الباحثين الذين يعكفون على دراستها وتحليل انعكاساتها السلبية قد صاغوا تعريفات متباينة حسب زاوية اهتمامهم ومنطلق بحوثهم وكذا وفق المدارس الفكرية الاقتصادية التي ينتمون إليها ومن اهم تعاريف الازمة المالية نذكر:

تعريف راجان رامكشن « Rajan Ramkishen »: يمكن تعريف الأزمة المالية بأنها "وقوع خلل خطير ومفاجئ نسبيا يضرب السلوك المعتاد للمنظومة المالية ويتضمن أخطارا وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات و الأفراد وجميع "أصحاب المصالح، ويتطلب هذا الخلل تدخلات سريعة وفاعلة من جميع الأطراف ذات العلاقة، وتؤدي الأزمة المالية إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي وخسائر في الموارد المادية و الموارد البشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية قد يعقبها انهيارات حادة لمؤسسات مالية ومؤسسات أخرى".

تعريف فريديريك مينكشن « Frederic Mishkin »: بأنها " اختلال غير خطي في الأسواق المالية بحيث تتفاقم فيها مشكلات الاختيار المعاكس والمخاطر المعنوية، فتصبح الأسواق غير كفؤة، بمعنى تدني قدرتها على أداء أدوارها كقناة لتمويل المستثمرين وهو ما قد يؤدي إلى حدوث انكماش حاد في النشاط الاقتصادي ، والمقصود بمشكلات الاختيار المعاكس هي المشكلات الناتجة عن تقديم المؤسسات المالية قروض إلى عملاء ذوي جدارة ائتمانية منخفضة مما قد يؤدي إلى عدم قدرتها على السداد".

تعريف أوستين ميرفي « Austin Murpgy »: كما تعني الأزمة المالية أزمة في البنوك والأسواق المالية والمؤسسات ذات العلاقة بالنشاط المالي، فتؤدي حين حدوثها إلى تدهور حاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول، ومن أهم سماتها فشل الأداء المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية مما يؤدي إلى تدهور قيمة العملة وتدهور أسعار الأسهم، وقد تنتقل هذه التأثيرات إلى قطاعات الإنتاج المادي وتؤثر سلبا على العمالة وتزيد من عدد العاطلين عن العمل، وتؤثر في إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية العالمية .

تعريف جيكلينغ « Jikling »: تعني الأزمة المالية بأنها "الارتباك والاختلال في الأسواق المالية إلى مستوى الأزمة عندما يقاوم ويرفض تدفق الائتمان إلى الأشخاص ومؤسسات الأعمال، كما أن الاقتصاد الحقيقي للسلع والخدمات يتأثر سلبا ويقترح « Eichengreen » و « Portes » تعريفا آخر فالأزمة المالية هي اختلال أو اضطراب يصيب الأسواق المالية ويتميز بانخفاض معتبر في أسعار الأصول وعدم الملائمة أو عدم قدرة المدينين والوسطاء على الدفع، وبالتالي هذا الاختلال ينتشر عبر كافة النظام المالي مؤديا إلى عدم القدرة على تخصيص رؤوس الأموال في الاقتصاد بشكل فعال .

المطلب الثاني: خصائص الأزمة المالية:

هناك مجموعة من الخصائص تشترك فيها كل الأزمات مهما اختلف شكلها، ويمكن أن نلخص بعضها فيما يلي:

- التعقد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة أو المعارضة لها.

- المفاجأة واستحواذها على الاهتمام لدى المؤسسات والأفراد، بالإضافة إلى نقص المعلومات وعدم دقتها.
- إن مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابكة ومتصارعة.
- تسبب في بدايتها صدمة ودرجة عالية من التوتر مما يضعف إمكانيات الفعل المؤثر والسريع لمجابهتها.
- إن تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة نظرا لأن ذلك يتم تحت ضغط نفسي عال، وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها.
- تشكل تهديد للمبادئ الأساسية التي يقوم عليها النظام وتؤدي إلى حالة من القلق والتوتر الأمر الذي يضاعف من صعوبة اتخاذ القرار ويجعل من أي قرار ينطوي على قدر من المخاطرة.

المطلب الثالث: أنواع الأزمات المالية

تتخذ الأزمة المالية أشكالا مختلفة واهم أنواع الأزمات التي يمكن أن تمس القطاع المالي هي:

أولاً: الأزمات المصرفية.

تنشأ الأزمات المصرفية نتيجة الزيادة الكبيرة والمفاجئة في سحب الودائع من طرف أصحابها من البنوك التجارية بسبب زيادة القروض الرديئة في البنوك، وفقدان الثقة فيما نتيجة المعلومات السلبية التي تنتشر حولها وتعرضها بعض الصعوبات، وفي ظل عدم التأمين على الودائع يندفع العملاء نحو سحب ودائعهم قبل أن يتعرض المصرف إلى الأزمة، ونتيجة للضغط الذي يتعرض له المصرف بسبب الطلب الكبير على السيولة في وقت قصير، يجعل المصرف عاجز عن توفير هذه السيولة الكبيرة التي تم طلبها مما يعجل بإفلاسه، وتتجلى ذلك في العديد من الأزمات حيث لوحظ في السنوات الأخيرة أن تسرب الودائع من المصارف كان له الأثر الكبير في حدوث الأزمات المصرفية في الثمانينات والتسعينات في الأرجنتين، الفلبين، الأوروغواي، تايلاند وفنزويلا، ولعل هروب الودائع من المصارف في كوريا وإندونيسيا نتيجة المشاكل المتمثلة بتدهور نوعية الموجودات المصرفية وتدهور الثقة في الجهاز المصرفي سبب مهم في حدوث الأزمة المصرفية فيها.

وتعرف الأزمة المصرفية على أنها الحالة التي يواجه فيها بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع أو أنها الحالة التي تكون فيها الالتزامات في المؤسسات المالية والتي تكون الجزء الأكبر من النظام المصرفي تفوق قيمة الأصول المقابلة لها، لدرجة أن يكون دخل النظام المصرفي غير كاف لتغطية نفقاته وهناك من يرى بشكل أشمل أن الأزمة المالية تنشأ إما عندما يكون البنك غير قادر على الوفاء بالتزاماته العاجلة تجاه دائنيه، حتى لو كانت القيمة الحالية للأصول موجبة بمعنى أنه لا يملك الأموال الكافية لمواجهة طلبات المودعين في لحظة ما، على الرغم من أنه يمكن القيام بذلك في أوقات أخرى، وتسمى هذه الحالة في الأدبيات المصرفية بأزمة السيولة أو تكون التزامات البنك تفوق القيمة الحالية للأصول ويكاد يكون البنك في حالة إفلاس فعلي وتسمى هذه الحالة بالإعسار.

وتتجلى مظاهر الأزمة المصرفية فيما يلي:

- ارتفاع كبير في مستوى الطلب على النقود بحيث لا يمكن تلبية هذا الطلب لجميع الشرائح وذلك في المدى القصير.

- عدم قدرة المقترضين الذين كانوا في ظل حالة سابقة في وضع جيد على الاقتراض مما يعكس الانهيار في سوق الإقراض.

- الاضطرار إلى بيع الأصول لخروج الالتزامات عن الخط المعتاد نتيجة القيمة السوقية للأصول، وتعرض قيمة الأصول إلى مزيد من التراجع وإحداث فقاعات في مستويات الأسعار.

- انخفاض شديد في قيمة أصول البنوك مما يترجم عدم سلامة الوضع المالي لعدة بنوك وبما يؤدي إلى انهيار بعض البنوك والتدافع على سحب الودائع ويمكن توفر كل المظاهر سابقة الإشارة إليها في أية أزمة مالية مصرفية بدرجات متفاوتة حسب كل حالة.
ثانيا: أزمة سعر الصرف .

تتعرض عملة ما لأزمة الصرف عندما تتعرض قيمتها المعبرة بدلالة عملة مرجعية خلال سنة إلى انخفاض يتجاوز الحدود المعقولة، وتقدر هذه العتبة على العموم ب 25% على العموم ، وتحدث نتيجة للتغيرات المفاجئة في أسعار الصرف بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسعى هذه لأزمة أيضا أزمة ميزان المدفوعات وتحدث تلك الأزمات لما تتخذ السلطات قرارا بتخفيض قيمة عملتها نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي قد تحدث تلك الأزمات انهيارا في سعر تلك العملة، وعلى الرغم من أن قرار تعويم أو تخفيض قسمة سعر الصرف العملة الوطنية قد يبدو قرارا تطوعيا من السلطة النقدية إلا أنه في أغلب الحالات يكون قرارا ضروريا تتخذه في حالة وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في التدفقات الخارجية، ويحدث هذا النوع من الأزمات بسبب ما تتعرض له عملة بلد ما من هجوم مضاربي عنيف يؤدي إلى انخفاض قيمتها انخفاضا كبيرا، أو عندما ترغم سلطات هذا البلد على الدفاع عن عملتها عن طريق إنفاق جانب كبير من احتياطياتها الدولية، أو عن طريق رفع سعر الفائدة عليها بشكل حاد .

ويميز المحللون بين أزمات العملة ذات "الطابع القديم" أو "الحركة البطيئة" وبين أزمات "الطابع الحديث" إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالبا في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال، مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما في الحالة الثانية فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة ميزانيات جزء مهم من الاقتصاد (سواء كان عاما أم خاصا) بالثقة يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية الأكثر تحررا وتكاملا إلى الضغط سريعا على سعر الصرف.

وفي سنة 1998 قدر صندوق النقد الدولي 158 أزمة سعر صرف و 54 أزمة مصرفية على عينة تحتوي 50 دولة متقدمة ونامية خلال الفترة 1975-1997، ما يبين أن الدول أكثر عرضة لأزمات سعر الصرف.

ثالثا: أزمة الديون (الدين الخارجي).

ويحدث هذا الشكل من الأزمة المالية إما عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة بمعنى آخر تحدث أزمة الدين الخارجي عند وجود أحد البلدان في موقف يعجز معه عن الوفاء بخدمة دينه الخارجي سواء للكليات السيادية أو الخاصة.

وترتبط أزمة الدين الخارجي بدين تجاري (خاص) أو دين سيادي كما أن المخاطر المتوقعة بتوقف القطاع العام عن السداد لالتزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي.

رابعاً: أزمات الأسواق المالية.

تحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة لما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعات حيث سرعان ما تنفجر فتؤدي إلى تدهور في مؤشرات الأسواق المالية ويصاب أصحاب الأوراق المالية بذعر فيقومون ببيع أوراقهم المالية حتى بأدنى للأسعار، وهذا ما يجعلنا أمام أزمة الأسواق المالية عند انهيار مؤشرات البورصة بأكثر من 20% لمدة ثلاثين يوماً متتالية على ما كانت عليه المؤشرات قبل ذلك .

تبدأ الفقاعة بالظهور عندما يتم بيع وشراء الأصول بحثاً عن الربح الرأسمالي المتوقع وليس بناء العائد المنتظم أو غير المنتظم لتلك الأصول وتستمر بالتضخم في حجمها مع تزايد أرباح أصل معين نتيجة لارتفاع سعره، وليس على قدرته في توليد الدخل وفي هذه الحالة يصبح انهيار سعر الأصل (انفجار الفقاعة) مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قويًا لبيع ذلك الأصل، فيبدأ سعره بالهبوط ومن ثم تبدأ حالات الذعر بالظهور فتنهار الأسعار، وينتقل هذا الذعر نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو في قطاعات أخرى ، ويترتب على أزمة الأسواق المالية تدهور في أسعار الأسهم والسندات وتدهور تداول في البورصات وفقدان الثقة في بعض الأوراق المالية.

والجدول ادناه يبين تكرار الازمات المالية خلال الفترة 1970-2007.

السنة	أزمة مصرفية	أزمة سعر الصرف	أزمة دين عام	أزمة مزدوجة*	أزمة ثلاثية**
1970					
1971		1			
1972		5			
1973		1			
1974					
1975		5			
1976	2	4	2		
1977	2	1	1		
1978		5	3		
1979		3	2		
1980	3	4	3	3	
1981	3	9	6	1	
1982	5	5	9	1	1
1983	7	12	9	2	1
1984	1	10	4		
1985	2	10	3		
1986	1	4	3		
1987	6	6	1		
1988	7	5	1		
1989	4	8	3	1	1
1990	7	10	2		
1991	10	6	1		
1992	8	9	1	1	
1993	7	8		1	
1994	11	25		2	
1995	13	4		2	
1996	4	6		1	
1997	7	6		4	
1998	7	10	2	3	3
1999		8	2		
2000	2	4			
2001	1	3	2	1	1
2002	1	5	4		
2003	1	4	1	1	1
2004		1			
2005		1			
2006					
2007	2				

*الأزمة المزدوجة هي أزمة مصرفية يلها أو يسبقها أزمة في سوق الصرف،
**الأزمة الثلاثية هي أزمة مصرفية يلها أو يسبقها أزمة في سوق الصرف ويلها أو يسبقها أزمة دين.

المطلب الرابع: أسباب حدوث الأزمات المالية.

لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، فهناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية. ويمكن تخيص أهم هذه الأسباب فيما يلي:

أولاً : عدم استقرار الاقتصاد الكلي.

إن أحد أهم مصادر الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري. فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون. وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75 % من الدول النامية التي حدث بها أزمة مالية، شهدت انخفاضاً في شروط التبادل التجاري بحوالي 10 % قبل حدوث الأزمة.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية. فالتغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها. ويقدر إن ما بين 50-67 % من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية خلال حقبة التسعينات، كان سببها المباشر التقلبات في أسعار الفائدة عالمياً.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية. وأظهرت دراسة أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية قد عانت من اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا..

أما في الجانب المحلي، فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصراً حاسماً في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصاً منح الائتمان وتوفير السيولة. وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي. كما أن هناك آثاراً سلبية أخرى على مستويات النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.

ثانياً: اضطرابات القطاع المالي.

شكل التوسع في منح الائتمان وتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانحياز أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا. فلقد شهد القطاع المالي في تلك الدول خلال حقبة الثمانينات والتسعينات توسعاً كبيراً، تواكب مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبح المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي في الاقتصاد. فلقد عانت تلك الدول من عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر المؤسسية والقانونية والتنظيمية.

كما أدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية كما في حالة الأزمة المالية في كوريا الجنوبية أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري كما حدث في حالة الأزمة المالية في تايلاند. ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي

شهدتها الدول النامية، حصول انتعاش كبير في منح القروض. ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت أيضًا الدول الصناعية مثل فنلندا والنرويج والسويد واليابان والولايات المتحدة. كما كانت انتكاسة سوق الأوراق المالية هي القاسم المشترك في العديد من الأزمات المصرفية في الدول النامية، وكانت الانتكاسة أكبر في الدول النامية مقارنة بالدول الصناعية خلال حقبة الثمانينات والتسعينات. ودلت دراسة Mishkin (1994) أن من الشواهد التي تسبق حدوث الأزمات المالية انهيار سوق الأوراق المالية بصورة متكررة

1. عدم تلاؤم أصول وخصوم المصارف:

يؤدي التوسع في منح القروض إلى ظهور مشكلة عدم التلاؤم والمطابقة بين أصول وخصوم المصارف خصوصًا من جانب عدم الاحتفاظ بقدر كافي من السيولة لمواجهة التزاماتها الحاضرة والعاجلة في فترات تكون فيها أسعار الفائدة العالمية مرتفعة وأكثر جاذبية من أسعار الفائدة المحلية، أو عندما تكون أسعار الفائدة المحلية عالية وسعر الصرف ثابتًا مما يغري المصارف المحلية بالاقتراض من الخارج.

فقد دلت دراسة Honohan (1996) أنه كنتيجة للتقدم التكنولوجي ومعالجة المعلومات والتحسين الكبير في تنظيم القطاع المصرفي فإن نسبة (M_2) إلى الناتج المحلي الإجمالي في عينة من 59 دولة نامية قد زادت من حوالي 25% إلى أكثر من 35% خلال الفترة بدون أن تحدث أية زيادة مقابلة في رأسمال المصارف في تلك الدول.

2. تحرر مالي غير وقائي:

إن التحرير المالي المتسارع بعد فترة كبيرة من الكبح قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية. فمثلا عند تحرير أسعار الفائدة فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل سياسات تحديد أسعار الفائدة. ويتوافق ذلك أيضًا مع التوسع في منح الائتمان والذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية خصوصًا في القروض العقارية أو القروض المخصصة للاستثمار في سوق الأوراق المالية. ومن ناحية أخرى، فإن التحرر المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف والقطاع المالي. كما أن التحرر المالي يعني دخول مصارف أخرى إلى السوق المالي مما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية لا سيما في أنشطة إئتمانية غير مهيأة لها وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصرف.

3. تدخل الحكومة في تخصيص الائتمان:

من المظاهر المشتركة للأزمات المالية في العديد من الدول النامية كان الدور الكبير للدولة في العمليات المصرفية خصوصًا في عملية تخصيص القروض الائتمانية. وفي كثير من الأحيان كانت الحكومة تقوم بتوزيع الموارد المالية المتاحة على قطاعات اقتصادية أو مناطق جغرافية بعينها في إطار خطة لتنمية تلك المناطق والقطاعات أو لخدمة أغراض أخرى قد تكون سياسية بالدرجة الأولى وليست اقتصادية.

4. ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي:

تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظام والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات خصوصًا فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف الائتمانية. كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقرض واحد ونسبتها من رأسمال المصرف.

ثالثا: تشوه نظام الحوافز

لقد دلت التجارب العالمية على أن طريقة تسيير المصارف ، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية وأن عملية تعديل هيكل المصرف وتدوير المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي حدوث الأزمات أو الحد من آثارها لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرارات، بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة وطريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان. ودلت التجارب كذلك على أن الإدارة في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المعدومة للمصرف لسنوات.

رابعا: سياسات سعر الصرف

لقد كانت الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية. ففي ظل مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الملاذ الأخير للاقتراض بالعملة الأجنبية حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها من النقد الأجنبي وحدثت أزمة العملة مثال حالة المكسيك والأرجنتين. وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية مما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي.

المطلب الخامس : المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية.

لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلا بشكل يقيني، إلا أنه توجد بعض المؤشرات التقليدية التي يمكن التنبؤ من خلالها بقرب حدوث أزمة مالية، منها ما يتصل بالسياسات الاقتصادية الكلية، ومنها ما يتعلق بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية.

أولا : المؤشرات المتصلة بالسياسات الاقتصادية الكلية.

يوجد العديد من المؤشرات الاقتصادية العامة التي يمكن التنبؤ من خلالها بإمكانية حدوث أزمة مالية ، ومن بين هذه المؤشرات :

- ✓ ارتفاع معدل التضخم والمستوى العام للأسعار؛
- ✓ نمو سريع في التدفق النقدي؛
- ✓ انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات؛
- ✓ عجز مالي متزايد؛
- ✓ ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد؛
- ✓ النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية ، كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي؛
- ✓ ارتفاع نسبة القروض الغير المنتجة إلى إجمالي القروض؛
- ✓ ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي؛
- ✓ نمو الديون الخارجية، وزيادة الديون في العملات الأجنبية؛
- ✓ انخفاض قيمة الاحتياطي النقدي من العملات الحرة ؛
- ✓ انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي، بتراجع الناتج المحلي الإجمالي بعد ثبات استقراره؛
- ✓ ارتفاع معدل الأسعار والأرباح؛
- ✓ ارتفاع معدلات الفائدة المحلية على الودائع والقروض المحلية؛

✓ الارتفاع في معدل البطالة.

ثانياً: المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية.

يمكن إجمال أهم المؤشرات التي تنبئ بقرب حدوث الأزمات المالية، وتتصل بالأسواق النقدية والمالية في

مايلي :

- ✓ نظام جمود معدلات التبادل؛
- ✓ غلبة الأصول المالية عالية المخاطر كالأصول العقارية على أسواق الائتمان؛
- ✓ تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق رأس المال، وقطاعات البنوك؛
- ✓ غياب الشفافية والإفصاح اللتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية ؛
- ✓ ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية؛
- ✓ ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل؛
- ✓ تحرر سوق المال الحديث؛
- ✓ إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها؛
- ✓ أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية؛
- ✓ سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم؛
- ✓ سيطرة بعض الصناعات على سوق الأسهم؛
- ✓ الرقابة على دخول السوق و الخروج منه.

المحاضرة الثالثة : التفسيرات الحديثة للأزمات المالية

ميزت الدراسات الاقتصادية والمالية بين مدرستين كبيرتين لتفسير الأزمات المالية، الأولى تسمى مدرسة " الأسواق التامة والتوقعات العقلانية والثانية مدرسة عدم الاستقرار المالية.
أولا: مدرسة الأسواق التامة والتوقعات العقلانية:

ظهرت مدرسة التوقعات العقلانية في سبعينيات القرن الماضي 1970 على يد مجموعة من الاقتصاديين من بينهم ج.ف. موتسر. J.F.Muths، لوكا R.Lucas، و ت.سارجنت Th.Sargent، وتقوم هذه المدرسة على عقلانية وتجانس الأعوان الاقتصاديين، فيعتقد أصحابها أن الأسواق تشتغل جيدا تبعا لطبيعتها نظرا لأن الأعوان المتدخلين عقلانيين.

وفي الاقتصاد نجد مصطلح العقلانية مستعمل في معنيين مختلفين، ولكن متقاربين في الدلالة، وذلك عند كل من الاقتصاديين الكلاسيك و النيوكلاسيك وعند مدرسة التوقعات العقلانية.

بالنسبة للاقتصاديين الكلاسيك تعني العقلانية أن يقوم الأعوان باختياراتهم تبعا لنظام معين للتفضيلات بمعلومات تامة وبدون تكلفة، مع الاستعانة في ذلك على منطق الرياضيات الاقتصادية: بمعنى ضمن مجموعة من الأفضليات ذات المخاطر المتكافئة، يجب اختيار الأكبر عن الأقل، بالبحث عن الأعلى مردودية وبأقل التكاليف.
غير أن مدرسة التوقعات العقلانية، والتي هي امتداد للنظرية الكلاسيكية، تفرض أنه في ظل عالم يعتبر فيه المستقبل مجهول، يمكن وصفه عن طريق مجموعة من الاحتمالات الموضوعية، المستوعبة من خلال الملاحظات الماضية، فإذا طابق سلوك الأعوان الاقتصاديين النموذج المفروض والمعطى، يكون ذلك السلوك رشيدا وعقلانيا.
يرتكز تفسير الأزمة عند هذه المدرسة أساسا على فرضية العقلانية، مع تأكيدها كذلك على لا تناظرية المعلومات وعلى حالة عدم التأكد وهي مبادئ يمكن أن تفسر سلوك الأعوان الاقتصاديين عند التعرض لصددمات خارجية.

واستنادا لهذه النظرية فإنه بمجرد ظهور صدمة خارجية يصيب المدعون ذعر مالي فيقبلون نحو البنوك لسحب ودائعهم وهذا وفقا لقاعدة: "أول من يأتي للبنك أول من يسترجع وديعته"، ويحصل المدعون واحدا بواحد على ودائعهم حتى إفلاس البنك، في هذه الظروف لا بد على المودعين العقلانيين أن لا يتأخروا في القدوم إلى البنك قصد تحويل ودائعهم إلى سيولة قبل نفاذ الأصول، وهذا السلوك يستند أساسا إلى فرضية عقلانية المودعين، الأمر الذي قد يعطي تفسيراً عقلانياً للأزمات المصرفية.

نفس هذه الفكرة قد تساهم في تفسير بعض تصرفات البنوك والوسطاء الماليين فيما يخص القروض، وذلك وفقا لمبدأ " تخصيص حصص القروض عن طريق الكميات بدل الأسعار.

وفقا لمبدأ تخصيص القروض بالكميات بدلا من الأسعار يمكن تفسير سلوكيات بعض البنوك و المؤسسات المالية فيما يخص تقديم القروض، إذ أنه بتفاقم إلغاء القيود على عمل البنوك تؤدي المنافسة بين هذه الأخيرة خاصة في حالة عدم التأكد إلى تقدير سيئ للأخطار وعد التمييز بين المقترضين فتقوم بإقراض كميات كبيرة بدلا من أن تقوم بالعمل مثلا على مستوى أسعار الفائدة، فمنطق العقلانية إذن يقود البنوك في مواجهتها أزمات فقدان الثقة الى تقديم كميات كبيرة من القروض بأي سعر كان وسيؤدي ذلك حتما إلى تفاقم الأوضاع، ويظهر دور عدم

تناسق المعلومات في كون أن المقترضين يملكون معلومات هامة لا تتوافر لدى المقرضين وبالتالي يجعل هؤلاء لا يميزون بين المقترض الجيد والسيئ مما سيؤدي إلى تزايد المخاطر.

ويمكن تطبيق نفس التحليل السابق على الأسواق المالية، فظهور الشكوك حول مستوى السيولة في السوق المالية، أو حول سلوك بعض المتعاملين فيه وصنع السوق، قد ينجر عنه ظهور الميل لدى الأعوان أصحاب الأصول إلى التنازل عن أصولهم، وهو الأمر الذي قد يؤدي إلى ارتفاع الطلب على السيولة وانخفاض أسعار الأصول المالية، من ثم فسيكون من العقلاني لدى كل عون، التخلص الفوري لكل الأصول التي بحوزته، قبل كل الأعوان الآخرين وذلك قصد تجنب كل احتمال لتكبد خسارة في رأس المال أي انخفاض أسعار الأصول.

والى جانب هذه العناصر، فإن عدم تناظر المعلومات لدى الفاعلين على مستوى السوق المالية يؤدي إلى تباين توقعاتهم وبالتالي سلوكياتهم وتوقعاتهم للأسعار، فالتوقعات ذاتية الوقوع تقدم لنا شرحا لتصرف الفقاعة المضاربة "الفقاعة العقلانية" التي تظهر في الأسواق خلال الأشهر السابقة للانهيبار.

ثانيا: مدرسة عدم الاستقرار المالي.

على عكس المدرسة الأولى تعتبر هذه المدرسة أن الأزمة المالية ما هي إلا نتاج آلية داخلية، وتؤكد على ظاهرة عدم الاستقرار المالي الذي تعتبره كعنصر مرتبط وذو صلة وطيدة مع سير الاقتصاد. وتركز هذه المدرسة على عدم عقلانية المتعاملين وسلوك القطيع لديهم.

ووفقا لنظرية مينسكي فإن القطاع المالي في الاقتصاد الرأسمالي عامة يتسم بعدم الاستقرار المالي وبالهشاشة وتختلف درجة هشاشة القطاع المالي بحسب المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من مراحل الدورات الاقتصادية، ومن ثم تزيد خطورة حدوث أزمة في ذلك القطاع مقارنة بغيره من القطاعات الاقتصادية. حيث يرى مينسكي بأن "الديناميكية الداخلية للاقتصاديات الرأسمالية تؤدي إلى هياكل مالية مولدة للأزمات المالية.

وتتمحور نظرية مينسكي في تفسير الأزمات المالية في النظام الرأسمالي حول فكرة أن أي اقتصاد يمر بالمرحل المعروفة للدورة الاقتصادية، فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تعمل الشركات على تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى "التمويل المتحوط".

أما في مرحلة النمو، فتبدأ التوقعات المتفائلة في البروز وتتوقع الشركات ارتفاع معدلات الأرباح، ومن ثم تبدأ في طلب التمويل والتوسع في أخذ القروض إيمانا بقدرتها المستقبلية على سداد القروض بسهولة. وتنتقل عدوى التفاؤل بدورها بعد ذلك إلى القطاع المالي، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون أخذ التدابير الضرورية أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجددا، ولكن بالاستناد إلى قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظرا لأرباحهم المرجوة، وهو ما يخلق مخاطر كبرى .

وبشكل عام، في مرحلة النمو، تفقد كلا من البنوك، المؤسسات والمستهلكين الإحساس بالخطر، فيندفعون لتحصيل أرباح عالية، عن طريق إصدارهم لتمويلات أكثر خطورة، ويتم تدعيم هذا الميل عن طريق الحدس الجماعي والمنافسة الشديدة بين البنوك.

عند حدوث أي تعثر أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في إدراك حجم المخاطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره سلبا على قدرة معظم الكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ

الأزمة المالية التي قد لا يتمكن ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مرة أخرى.

وميز مينسكي بين ثلاث علاقات للوحدات الاقتصادية فيما يتعلق بدخلها والديون المترتبة عليها:

النوع الأول: هو الوحدات القادرة على سداد جميع (أصل المبلغ المقترض والفوائد المترتبة عليه) ما عليها من التزامات من التدفقات النقدية التي تحققها من عملياتها المختلفة، وسمّاها "وحدات التحوط".

النوع الثاني: هو الوحدات التي تستطيع دفع الفوائد من العوائد التي تجنيها لكنها تبقى على أصل الدين إما بتأخير موعد السداد أو بمزيد من الاقتراض، وأطلق عليها وحدات المجازفة.

النوع الثالث: فهي الوحدات التي لا تملك الدخل الكافي المحصل من التدفقات النقدية لعملياتها المختلفة لسداد ما عليها من التزامات مما يدفعها إلى مزيد من الاستدانة أو بيع ما لديها من أصول أو أن تعجز عن السداد ونعتها بوحدة "بونزي (Ponzi)"، ويمكن وصفها بوحدة الملاءة المنخفضة.

ويخلص مينسكي من هذا الشرح إلى أن الاقتصاد الذي يغلب على تركيبته وحدات التحوط هو الأكثر استقراراً، وأن الذي يغلب على تركيبته وحدات "المجازفة" و"البونزية" هو الاقتصاد الهش الذي يكون محلاً للتعرض للأزمة المالية في أية لحظة نتيجة سياسة نقدية متشددة كرفع معدلات الفوائد أو غيرها مما يدفع بوحدة المجازفة إلى أن تتحول إلى "بونزية" بإقدامها على بيع أصول كانت محل مجازفتها، مما يؤدي إلى انهيار كبير في قيم الأصول محل الإشكال، فتتساقط الوحدات الواحدة بعد الأخرى "البونزية"، فالمجازفة "ثم" المتحولة. وفي ثنايا التحليل للفرضية ولهذه التركيبة من العلاقات المالية يصل مينسكي إلى أن الوحدات التي يكون غالب التزاماتها أو تمويلاتها مبني على التمويل القائم على المشاركة كلما أمكن وصفها "بالوحدة التمويلية المتحولة"، والعكس صحيح. ومن جهة أخرى فإن طول فترة الرخاء يدفع بالاقتصاد إلى أن يطغى على عمليات وحداته الاقتصادية جانب "المجازفة" و"البونزية" أو التمويلات الهشة. بمعنى أن نشوة الرخاء، والآمال التي يعلقها الفاعلون الاقتصاديون على تطور الاقتصاد، أو تطور قيم أصل من أصوله كقيم الأسهم أو العقار مع وجود سياسات نقدية رخوة متمثلة في معدلات فوائد منخفضة يدفع بالفاعلين، وخاصة مؤسسات الوساطة المالية التي تعتقد أن الابتكار يضمن مزيد من الأرباح بتصميم منتجات غاية في التعقيد تسمح لها إلى إنشاء مزيد من الديون مع القيام بتسويقها والمتاجرة فيها، إلى الإقبال على الديون بشكل قياسي مما يؤثر على "مزاج" التوجه العام للاقتصاد بانقلابه من وضعية قوية إلى وضعية هشة، وبالنسبة لمينسكي وضعية مالية هشة مرادفة للإفراط في المديونية. وهذا التحول في "المزاج" بات يعرف بلحظة مينسكي، التي أطلقها أول مرة الاقتصادى ماكولي (McCulley) في أزمة روسيا عام 1998م أو ما يعرف بأن الاستقرار في ظل العلاقات المالية المعقدة للنظام الرأسمالي القائم يقود إلى عدم الاستقرار والأمر الآخر الذي تظهره الفرضية أو نظرية مينسكي في تفسير الأزمات هو أن السبب الرئيس داخلي وليس خارجي، أي أنه مرتبط ببنية النظام التي تتسم بالتطور والديناميكية والذي يؤدي إلى تغلغل عوامل الهشاشة فيه مما يتطلب التدخل والتقنين لكي يعمل هذا النظام في الحدود المعقولة.

المحاضرة الرابعة: عدوى الأزمات المالية وقنوات انتقالها.

عرف الاقتصاد العالمي أزمات مالية وهزات عنيفة، اتسمت بسرعة انتشارها سواء من قطاع الى اخر او من دولة الى اخرى، وارتبطت هذه الازمات بظاهرة جديدة نسبيا الا وهي العدوى المالية ، مما جعل الاقتصاديين يهتمون بدراسة هذه الظاهرة.

أولا: تعريف العدوى المالية.

يعتبر مصطلح العدوى المالية حديثا نسبيا، حيث تم تداوله بين الاقتصاديين على نطاق واسع خلال النصف الثاني من عقد التسعينيات من القرن الماضي كعامل مفسر لنشوب مختلف الأزمات المالية التي مسّت دولا عديدة.

لا يتفق الاقتصاديون على تعريف واحد ، حيث توجد تعاريف كثيرة:

حيث عرّف كل من الباحثان "بيار كليتيو وإدوارد فيدون" (pierre cailleton & Edward vidon) أن مصطلح العدوى المالية يعني "أن أزمة أو هجمة مضاربيه في سوق ما يزيد بشكل مهم من احتمال الضغوطات في أسواق مالية أخرى، كما يمكن أيضا أن يؤدي إلى سلسلة متوالية من الأزمات في أسواق مختلفة".

ويعرف كل من ساندر (Sander) وكليميير (Kleimeier) العدوى المالية على أنها ظاهرة انتقال الاضطراب المالي من الدولة الأساس التي حدثت فيها الأزمة لدولة أخرى، بسبب مجموعة روابط مشتركة بين الأسواق الناشئة لتلك الدولة.

بذلك يشير مصطلح العدوى المالية إلى ظاهرة تقع عندما يتأثر اقتصاد بلد ما تأثيرا سلبيا ناتجا عن تغيرات في أسعار الأصول في أسواق مالية في بلد آخر. ولا يقصد بالعدوى المالية هنا تلك الصدمات العادية الحقيقية والتي تحدث في النظام المالي بصفة دورية، بل يراد بها تزايد وانتشار الصدمة بشكل مفاجئ وغير مسيطر عليه داخل وخارج الدولة التي تحدث فيها الأزمة المالية.

عادة ما تنتقل الصدمات الاقتصادية من دولة إلى أخرى بسبب الارتباط بين اقتصاديات الدول المختلفة، لكن المفاجئ أن تنتقل الصدمات من دولة إلى أخرى ليس بينهما روابط اقتصادية، وتفصل بينهما حدود جغرافية بعيدة، مما يجعل انتقال العدوى أمرا غير متوقع. ومثال ذلك الأزمة الروسية التي وقعت في أوت عام 1998، وامتدت آثارها إلى المكسيك وعدد من دول أمريكا اللاتينية.

قدم يانغ (Yang) أربعة طرق لقياس انتقال عدوى الأزمات المالية تتمثل في:

- قياس درجة الارتباط بين أسعار أسهم أسواق مجموعة دول، حيث تعكس درجة الارتباط العالية فيما بينها وجود عدوى مالية، وتفسر تلك الدرجة العالية ظاهرة انتقال الأزمات بين الأسواق المالية.
- الاحتمالات المشروطة لأزمات العملة وتشير هذه الطريقة إلى قياس انتقال عدوى أزمة العملة عندما تكون هناك روابط مشتركة بين أسعار عملات الدول التي تحدث فيها عدوى مالية (مثلا ارتباط العملات المالية لجميع دول جنوب شرق آسيا بالدولار الأمريكي).
- الانتقال السريع في المؤشرات المالية وتعني قياس التغير في مؤشر مالي معين في سوق مالية ما ومقارنة ذلك مع التغير في نفس المؤشر لدولة أخرى.
- التغيرات المشتركة في حركة وتدفق رؤوس الأموال ومعدلات الفوائد.

ثانياً: قنوات انتشار الأزمات المالية داخل الدولة.

يمكن للأزمات المالية الانتقال عبر العديد من القنوات، سواء كان ذلك من دولة إلى أخرى أو من سوق مالي لآخر، ويشير مات بريتاسكر (Matt Pritasker) في دراسته لعملية انتقال أثر الأزمات المالية أو ما يعرف بالعدوى إلى وجود ثلاثة احتمالات لانتقال الصدمات الحقيقية من دولة إلى أخرى، وتتمثل هذه الاحتمالات فيما يلي:

الاحتمال الأول: التزامن، ويقصد بها حدوث الأزمة في كل من الدولتين في نفس الوقت.

الاحتمال الثاني: أن تكون الصدمات ذات طابع عالمي مشترك، وهي أن تتعرض الدولتان لنفس الأزمة المالية العالمية مثل: التغيرات في أسعار البترول العالمية.

الاحتمال الثالث: العدوى، وهي أن تنتقل الأزمة أو الصدمة من مجموعة دول أو أسواق مالية أو مؤسسات مالية إلى مجموعة أخرى من الدول أو الأسواق المالية أو المؤسسات المالية.

يمكن توضيح قنوات انتشار العدوى المالية داخل النظام المالي للدولة:

1- القناة رقم (1): حيث توضح هذه القناة إمكانية الانتقال من سوق القروض والسندات نحو الجهاز المصرفي، وذلك بسبب الانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول مما يؤثر سلباً على البنوك ويزيد من احتمال إفلاسها، مثلما حدث في أزمة المديونية سنة 1982.

2- القناة رقم (2): وتمثل الحالة العكسية للقناة الأولى، أي انتقال أزمة الجهاز المصرفي (إفلاس البنوك) نحو سوق القروض والسندات (إفلاس المدينين)، حيث أن ظهور حالات إفلاس لدى البنوك سيؤدي حتماً إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين وهو ما يزيد من احتمالات إفلاسهم كذلك، وذلك على غرار ما حدث في الأزمة البنكية بالولايات المتحدة الأمريكية سنة 1929..

3- القناة رقم (3): تؤدي أزمة سعر الصرف إلى تذبذب في أسعار السندات الأمر الذي جعل المستثمرين يتخلون عنها مقابل سندات بعملة أخرى.

4- القناة رقم (4): إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين وخاصة الأجانب، فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر الصرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبير المعروضة.

5- القناة رقم (5): قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر الصرف، وهو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك.

6- القناة رقم (6): إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات التزامات من الخارج خاصة، سيؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقدمون بالعمليات مع الخارج.

7- القناة رقم (7) و (8): وتمثلان الانتقال من الأزمة في أسواق الأسهم إلى أزمة في أسواق السندات وهي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم.

8- القناة رقم (9) و (10): وتعتبر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال والعكس، حيث عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في الأسواق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية كما أن البنوك خاصة في الدول المتقدمة تملك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية.

9-القناتان رقم (11) و (12): وتصف كيف يمكن لأزمة في أسواق الصرف أن تتحول إلى أزمة في أسواق المال والعكس، فضلا عند تخفيض العملة يحدث هلعاً لدى المستثمرين الأجانب ويقبلون التخلي عن أصولهم المالية والمقدمة بتلك العملة.

ثالثاً: قنوات انتشار الأزمات المالية دولياً.

وتتمثل أهم قنوات التعولم التي تسمح بانتشار الأزمات المالية دولياً فيما يلي:

1-قناة التجارة الدولية:

إن أحد أهم مصادر انتقال الأزمات الخارجية هو التقلبات في شروط التبادل التجاري، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون، إذ ترتبط التجارة العالمية بالعديد من المتغيرات الاقتصادية والمالية للدول، وقد سمح تأثر هذه المتغيرات بالأزمات المالية في الدول المصابة بتولد عوامل قوية تسمح بوصول آثار الأزمات المالية إلى باقي الدول.

2-قناة سعر الصرف وسعر الفائدة:

يتحدد سعر الفائدة في الأسواق الدولية كأى سعر آخر نتيجة تفاعل العرض والطلب، بالإضافة إلى عوامل أخرى لها علاقة وثيقة ومتبادلة مع سعر الفائدة، وهي حركة رؤوس الأموال و تغيرات أسعار صرف العملات، وبذلك تنعكس السياسات النقدية والمالية للدول الصناعية ذات العملات الرئيسية الدولية بشكل مباشر أو غير مباشر على نشاط الأسواق النقدية والمالية ومنها تنتقل إلى باقي الدول و الدول النامية على وجه الخصوص، ومن أمثلة ذلك أزمة آلية أسعار الصرف الأوروبية 1992-1993، حينما أدى تخفيض قيمة بعض العملات الأوروبية إلى ضعف بقية العملات، و أزمة أكتوبر 1987 حيث تسبب تدهور قيمة الدولار الأمريكي في تفاقم الأزمة المالية الدولية.

3-التشابه على مستوى الاقتصاد الكلي:

يمكن لأزمة معينة أن تنتشر إلى باقي الدول التي لديها نفس الخصائص الاقتصادية، وفي هذه الحالة حدد كل من "فالسكو وتونيل" (Velsco) و (Toenll) ثلاثة مؤشرات والمتمثلة في تدهور سعر الصرف الحقيقي، ضعف الجهاز المصرفي ونقص في احتياطات الصرف بالنسبة للالتزامات؛

4-سلوك القطيع:

تدفع الأزمة في أحد الدول الدائنين إلى إعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية الأساسية في الدول الأخرى من أجل تخفيض مخاطر استثماراتهم حتى وإن لم تكن هناك أية تغيرات في هذه الدول، وغالباً ما يكون هذا السلوك ناتج عن تأثير عوامل نفسية و عن نقص في المعلومات والشفافية، فيميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض و بذلك يقوم المستثمرون بخلق عدوى مالية، وقد لعب هذا العامل دوراً مهماً في الأزمة الآسيوية 1997، و بذلك يتمثل سلوك القطيع للمستثمرين في إهمالهم أو تغاضيهم عن أنواع معينة من الاستثمارات في الأوراق المالية استجابة لإقناعهم بما يفعله المستثمرون الآخرون، بحيث في سلوك القطيع ليس المهم هو قناعة المستثمر بسوق معين و لكن قناعته بسلوك الآخرين.

5-الروابط المالية:

يترتب عن نشوب أزمة في دولة ما تغير سلوك المستثمرين لأسباب مرتبطة بتسيير المخاطر أو للبحث عن السيولة، فإذا ظهرت أزمة في دولة معينة، يلجأ المستثمر الذي لديه أصول في الدول الأخرى إلى بيعها بهدف التقليل من مخاطر انتشار الأزمة، وبالتالي يقومون ببيع الأصول لاعتقادهم أنها تساوي درجة المخاطر في دولة الأزمة، وعليه تعتبر هذه الآلية أن تعرض الدولة لأزمة مالية يحدث بمعزل عن أساسيات الاقتصاد الكلي.