



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة د. مولاي الطاهر بسعيدة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم
التسيير

مطبوعة بعنوان:

محاضرات في

سياسات وإدارة مخاطر الصرف

موجهة لطلبة الماستر تخصص مالية وتجارة دولية

من إعداد:

د. حجاوي توفيق

السنة الجامعية: 2021/2020

المحتويات

1	قائمة المحتويات.....
3	قائمة الجداول والأشكال.....
5	مقدمة.....
8	المحور الأول: مفاهيم وعموميات حول الصرف.....
21	المحور الثاني: سوق الصرف الأجنبي.....
32	المحور الثالث: محددات سعر الصرف.....
46	المحور الرابع: نظم وسياسات سعر الصرف.....
72	المحور الخامس: إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف.....
108	المحور السادس: تمارين.....
121	الخاتمة.....
123	المراجع.....

قائمة الجداول و الأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
12	الرموز المختصرة المستخدمة للتعبير عن بعض العملات	1-1
29	أمثلة عن سويفت كود Swift code لبعض البنوك الجزائرية	1-2
63	وصف لنظام سعر الصرف الأجنبي	1-4
85	سعر الصرف الحاضر والآجل أورو-دولار	1-5
93	الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	2-5

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
60	تحديد سعر صرف الإسترليني £ بالنسبة للدولار \$	1-4
76	مثال عن عمليات المقاصة بين الفروع	1-5
76	مثال عن المقاصة الثنائية	2-5
77	مثال عن المقاصة المتعددة الأطراف	3-5
102	أنواع عقود المبادلات	4-5
104	مبادلة العملات في أسواق المالية الدولية	6-5
106	عقود مبادلة العملات	7-5
107	عقود مبادلة الصرف	8-5

المقدمة

مقدمة:

شهد العقود الماضية زيادة كبيرة في حجم التجارة والأعمال الدولية بسبب موجة التغيرات الكبيرة التي مر بها العالم من تغير في العلاقات الاقتصادية بين الدول، وتهاوي القيود التي كانت مفروضة على دخول وخروج الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة؛ وزيادة التداخل بين مختلف دول العالم على الأصعدة الاقتصادية والسياسية والتجارية والثقافية والاجتماعية نتيجة تطور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. هذه العوامل وأخرى قد تؤدي إلى تغيرات سريعة وغير متوقعة في أسعار الصرف؛ والتي يكون لها الأثر المباشر على التدفقات النقدية المتوقعة الخارجية والداخلية والمقومة بالعملة الأجنبية؛ مما ينجر عنه في الأخير حدوث خسائر كبيرة ما لم يتم إدارتها. وهذا ما يشكل تحديا كبيرا للمستثمرين (شركات وأفراد) الممارسين للأعمال الدولية في مواجهة عدم اليقين والتقلب في أسعار الصرف، الأمر الذي يتطلب البحث عن الطرق والتقنيات التي تساعد في تجنب هذه المخاطر أو على الأقل تقليلها. وقد تلجأ المؤسسات في ذلك إلى التقنيات الداخلية لإدارة مخاطر الصرف، و/أو إلى التقنيات الخارجية خاصة مع تطور الهندسة المالية وظهور سوق المشتقات الذي يعد إنجازا هاما في توفير حلول فعالة وبأقل تكلفة (العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلة) التي أصبحت تمكن من التحوط ضد الأنواع المختلفة للمخاطرة، سواء كانت مخاطر تقلبات أسعار الفائدة أو أسعار السلع أو مخاطر سعر الصرف.

لأهمية الموضوع ارتأينا إعداد هذه المطبوعة بلغة واضحة وميسورة للقراء، من طلبة الماجستير وكذا طلبة الليسانس، كمرجع مساعد في مقياس سياسات وإدارة مخاطر الصرف. تهدف هذه المطبوعة إلى تزويد الطالب بخلفية علمية شاملة عن المقياس، وعن أهم التقنيات الداخلية والخارجية المستخدمة من طرف المؤسسات، المحلية والدولية التي تعمل على النطاق الدولي، في التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف. ولتحقيق هذه الغاية قمنا بتقسيم هذا العمل إلى مجموعة من المحاور الرئيسية محاولين بذلك الإحاطة بمختلف جوانب البرنامج

المعتمد. فالمحور الأول يقدم فكرة عامة عن طبيعة وماهية سعر الصرف، وفي المحور الثاني حاولنا إعطاء صورة شاملة عن سوق الصرف الأجنبي بطريقة تسمح للطالب الالمام بأهم المتدخلين والمشاركين في سوق الصرف والأدوات المستخدمة فيه. في حين تم تخصيص المحور الثالث لدراسة المحددات الأساسية لسعر الصرف. وفي المحور الرابع قدمنا عرضاً عن نظم وسياسات سعر الصرف. وفي المحور الخامس نجد تحليلاً شاملاً عن إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف، متطرقين بذلك إلى مختلف وأهم التقنيات الداخلية والخارجية المستخدمة من طرف المؤسسات في هذا الشأن. أما المحور الأخير فقد خصصناه لطرح مجموعة من التمارين المختلفة التي تخص جميع المحاور.

المحور الأول

مفاهيم وعموميات حول الصرف

المحور الأول: مفاهيم وعموميات حول الصرف

أولاً: ماهية سعر الصرف:

إن التعامل بين مختلف الدول ذات العملات المختلفة يدخل عنصراً اقتصادياً جديداً هو سعر الصرف الأجنبي.

1- مفهوم سعر الصرف:

قد ينظر إلى العملة الأجنبية على أنها سلعة تباع وتشتري، ومن ثم يمكن تعريف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات من عملة معينة الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى؛ أي هو السعر الذي تقيم به العملة المحلية بالنسبة إلى العملة الأجنبية.

2- طرف تسعير العملة:

هناك طريقتان لتسعير العملات وهما التسعير المباشر والتسعير غير المباشر (الطرش، 2003، صفحة 96):

2-1- التسعير المباشر (المؤكد) Cotation au certain ou cotation directe:

هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية. وقليل من الدول من يستعمل هذه الطريقة (في منطقة الأورو عموماً).

مثال: في فرنسا يتم اعتماد الصيغة التالية للتعبير عن تسعيرة الدولار والأورو:

EUR / USD 1,4542 : هذا يعني 1 أورو يساوي 1,4542 دولار

2-2- التسعير غير المباشر (غير المؤكد) Cotation l'incertain ou cotation

:indirecte

هو عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية. ومعظم الدول في العالم تستعمل هذه الطريقة بما في ذلك الجزائر.

مثال: في سويسرا يتم اعتماد الصيغة التالية للتعبير عن تسعيرة الدولار والفرنك السويسري:

USD / CHF 1,1006 : هذا يعني 1 دولار يساوي 1,006 فرنك سويسري

2-3- سعر الشراء وسعر البيع (Fontaine, Cours acheteur et vendeur (2009, p. 22)

سعر الشراء **Prix d'achat ou Bid price**: هو عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يدفعها البنك لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

سعر البيع **Prix de vente ou Ask price**: هو عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يطلبها البنك لبيع وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

هامش البنك **Spread**: هو الفرق بين السعرين، بحيث يكون سعر البيع دوماً أكبر من سعر الشراء.

$$\text{الهامش \%} = \left(\frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر البيع}} \right) * 100$$

تسعير العملات في الشاشات الالكترونية عموماً يعبر عنه كما يلي (Fontaine, 2009, p. 22)

EUR / USD 1,4544 - 1,4545

سعر الشراء

سعر البيع

(مع الأخذ ب 4 أرقام بعد الفاصلة)

Le deuxième chiffre après la virgule s'appelle la figure et le quatrième le point de base (ou *pip*). Un point de base est égal à 0,01 %, soit 0,0001.

3- أسعار الصرف التقاطعية Les cours croisés

يعبر عن أسعار صرف العملات في السوق الدولي، عموماً، بالدولار الأمريكي أو الأورو. فإذا ما أردنا مبادلة عملة أخرى مقابل الأورو أو الدولار نلجأ إلى أسعار الصرف التقاطعية لأسعار الشراء والبيع.

3-1- تعريف سعر الصرف التقاطعي:

يمكن تعريف سعر الصرف التقاطعي بأنه سعر عملة مقابل سعر عملة أخرى من خلال علاقة كل من هاتين العملاتين بعملة ثالثة مشتركة (كنج شكري و عوض، 2004، صفحة 248). فإذا عرفنا سعر الأورو مقابل عملتين كالجنيه الإسترليني والفرنك السويسري، كما هو موضح أسفله، فإنه يمكن تحديد سعر التقاطع لهاتين العملتين مقابل بعضهما البعض. لتوضيح ذلك نفترض ان البنك "A" أعلن عن الأسعار التالية:

EUR / GBP 0.7465 – 0.7466

EUR / CHF 1.5944 – 1.5949

ما هو عدد الوحدات من العملة CHF التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من

العملة GBP ؟

يتم الحصول على التسعيرة كما يلي:

سعر شراء 1GBD هو 2.1355 CHF

سعر البيع 1GBD هو 2.1365 CHF

4- الرموز المختصرة المستخدمة للتعبير عن العملات:

إن الرموز المختصرة والمستخدمه للتعبير عن العملات فهي معتمدة من طرف ISO،

كما أنها مستخدمة بصفة خاصة كرموز في المعاملات المنجزة عن طريق نظام جمعية

الاتصالات المالية العالمية لما بين البنوك (Swift).

الرمز يشمل ثلاث حروف، الحرفان الأوليان يحددان البلد أما الحرف الثالث فهم مؤشر

مشتق للوحدة النقدية Un indicateur dérivé de l'unité monétaire.

الجدول رقم 1-1: الرموز المختصرة المستخدمة للتعبير عن بعض العملات.

الرموز المختصرة المستخدمة Abréviat ion	العملة Monnaie	دولة إصدار العملة Pays d'émission
USD	Dollar	الولايات المتحدة الأمريكية
EUR	Euro	منطقة الأورو
AUD	Dollar australien	أستراليا
CAD	Dollar canadien	كندا
DKK	Couronne danoise	الدنمارك
GBP	Livre sterling	بريطانيا
JPY	Yen	اليابان
MXP	Peso	المكسيك
NOK	Couronne norvégienne	النرويج
CHF	Franc suisse	سويسرا
؟	؟	الجزائر
؟	؟	المغرب

تونس	؟	؟
------	---	---

المصدر: من إعداد الباحث

؟: على الطالب تحديدها

5- أشكال الصرف:

قبل التطرف لمفهوم سعر الصرف نعطي توضيحا عن مفهوم عملية الصرف الأجنبي والذي عادة ما يتم الخلط بينه وبين سعر الصرف من طرف الطلبة.

5-1- الصرف الأجنبي:

يعرف الصرف الأجنبي على أنه العملية التي يتم بموجبها مبادلة النقود المحلية بنقود مختلف الدول من أجل التسديد الخارجي أو تحويل رؤوس الأموال إلى الخارج. أي هو العملية التي يتم بمقتضاها استبدال العملة المحلية بعملات أجنبية.

5-2- سعر الصرف الاسمي (الرسمي) Le taux de change nominal:

يعرف سعر الصرف الاسمي الثنائي على أنه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية أو سعر عملة محلية بدلالة وحدات عملة أجنبية، والمقصود بهذا العريف هو سعر العملة الجاري والذي لا يأخذ بعين الاعتبار قوتها الشرائية من سلع وخدمات بين البلدين (بلقاسم، 2003، صفحة 2).

5-3- سعر الصرف الاسمي الموازي Le taux de change parallèle:

خلافًا لسعر الصرف الاسمي الرسمي فإن سعر الصرف الاسمي الموازي هو السعر المطبق والمعمول به في السوق الموازي (غير الرسمي).

5-4- سعر الصرف الحقيقي Le taux de change réel:

إن سعر الصرف الاسمي لا يعكس تطور القدرة التنافسية للاقتصاد، فإذا ارتفعت الأسعار في بلد ما بشكل أسرع من الأسعار في الخارج فإن القدرة التنافسية تتخفض ما لم يتم تعويض هذه الزيادة بتخفيض سعر الصرف الإسمي، ومن هنا تأتي أهمية استخدام سعر الصرف الحقيقي. وعليه يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات من السلع الأجنبية لشراء وحدة

واحدة من السلع المحلية، فهو يقيس القدرة على المنافسة (قدي، 2003، صفحة 104). وبالتالي فإن سعر الصرف الحقيقي هو عبارة عن سعر الصرف الاسمي مرجحا بمستويات الأسعار النسبية.

5-4-1- مقاييس حساب سعر الصرف الحقيقي:

تستعمل عدة مقاييس إحصائية لحساب سعر الصرف الحقيقي كالحساب الشائع المعتمد على مؤشرات أسعار الاستهلاك. أما المقياس الثاني فهو السعر النسبي للسلع القابلة للتجارة والسلع غير القابلة للتجارة؛ وهناك مقياس ثالث هو قيمة الأجور النسبية والمحسوبة بالدولار. ويستعمل هذا المعيار لتقادي مشكلة المؤشرات النسبية التي تتغير من دولة لأخرى (بلقاسم عباس، 2003، صفحة 5).

أ- حساب سعر الصرف الحقيقي بالاعتماد على مؤشرات الأسعار:

لنفرض أن مستوى الأسعار العام في بلد ما هو P وفي البلد الأجنبي P^* و E هو سعر الصرف الاسمي، فإن سعر الصرف الحقيقي يعرف كالتالي:

$$\varepsilon = \frac{EP^*}{P}$$

حيث أن:

P : مستوى الأسعار في البلد المحلي.

P^* : مستوى الأسعار في البلد المحلي.

E : سعر الصرف الاسمي.

ε : سعر الصرف الحقيقي (يعكس الأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية).

مثال:

لنفترض أن مستوى سعر الصرف بين الدينار الجزائري والدولار الأمريكي بلغ 114 دينار لكل واحد دولار سنة 2010. وتدهور هذا السعر عبر الزمن ليصل 116 سنة 2020. كما ارتفع مؤشر أسعار الاستهلاك من 140 سنة 2010 إلى 220 سنة 2020 في الجزائر ومن

218 إلى 260 في أمريكا في نفس الفترة. هذا يعطي سعر صرف حقيقي ما بين 2010 و2020 كالتالي:

$$\varepsilon = \frac{EP^*}{P}$$

$$\varepsilon_{2010} = \frac{114 \times 218}{140} = 177.51$$

$$\varepsilon_{2020} = \frac{116 \times 260}{220} = 137.09$$

ومنه فقد مر سعر الصرف من 177.51 دينار إلى 137.09 دينار مسجلاً بذلك ارتفاع حقيقي قدره 29.48%، وهذا راجع لارتفاع مستويات التضخم في الجزائر مقارنة بما هو مسجل في الولايات المتحدة الأمريكية.

ب- حساب سعر الصرف الحقيقي بالاعتماد على السعر النسبي للسلع القابلة للتجارة والسلع غير القابلة للتجارة:

قد عرف سعر الصرف الحقيقي (Real Exchange Rate) بأنه نسبة الأسعار النسبية المحلية للسلع الداخلة في التجارة إلى أسعار السلع غير الداخلة في التجارة، وهو ما يعبر عنه بالصيغة التالية (محي الدين و كجوك، 2002، صفحة 165):

$$RER = \frac{EP_t^*}{P_n}$$

حيث أن:

E : هي القيمة الاسمية لسعر الصرف الرسمي الثنائي (Rate Exchange Bilateral) (Nominal) الذي يعبر عن عدد الوحدات من العملة الوطنية التي تدفع ثمناً لوحدة واحدة من العملة الأجنبية.

P_t^* : هو السعر الخارجي للسلع الداخلة في التجارة.

P_n : هو السعر المحلي للسلع غير الداخلة في التجارة.

وحسب (Edwards1988) هناك دافعين لاستخدام هذا التعريف، أولاً، انه يقدم مؤشراً لقياس درجة تنافسية الدولة في الأسواق الدولية، ومن هنا، بافتراض ثبات الأسعار الدولية،

سوف يعكس ارتفاع (انخفاض) قيمة سعر الصرف أو تخفيض قيمة سعر الصرف الحقيقي Depreciation (ارتفاع قيمة سعر الصرف الحقيقي Appreciation) انخفاض (ارتفاع) في الكلفة المحلية لإنتاج السلع الداخلة في التجارة، ومن ثم، تحسن (تدهور) في القدرة التنافسية الدولية. ثانياً، يقدم هذا التعريف مؤشراً داخلياً يقيس تغير الحوافز بين القطاعات المختلفة للدولة، ومن ثم، فإن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي يعد مؤشراً للارتفاع النسبي لأسعار السلع الداخلة في التجارة، وبالتالي يصبح هذا القطاع آثر ربحية عن غيره من القطاعات مما يعد حافزاً للمستثمرين لزيادة حجم استثماراتهم في هذا القطاع، وبالتالي فإنه على المستوى الكلي سوف يحدث تحول للموارد من قطاع السلع غير الداخلة في التجارة إلى قطاع السلع الداخلة في التجارة (محي الدين و كجوك، 2002، صفحة 165).

5-5-5- سعر الصرف الفعلي (المتعدد) Le taux de change effectif:

في واقع الأمر فإن المتاجرة لا تتم فقط بين دولتين وإنما تتم بين عدة دول، الأمر الذي يطرح قضية تبادل الكثير من العملات بأسعار صرف مختلفة. وهذا ما يستدعي الانتقال من سعر الصرف الثنائي إلى سعر الصرف الفعلي (المتعدد).

ويعرف سعر الصرف الفعلي على أنه المتوسط المرجح لأسعار الصرف بين العملة الوطنية وعملات الدول التي تمثل أكبر الشركاء في التجارة، على أن يتم تحديد الأوزان النسبية حسب الأهمية النسبية لكل دولة في هيكل تجارتها (عابد، 2001، صفحة 314).

ويمكن لسعر الصرف الفعلي أن يكون اسمياً أو حقيقياً:

5-5-1- سعر الصرف الفعلي الاسمي Le taux de change effectif nominal (TCEN):

سعر الصرف الفعلي الاسمي هو عبارة عن متوسط هندسي مرجح لأسعار الصرف الثنائية بين البلد المعني و أهم شركائه التجاريين و المنافسين الرئيسيين (Hidane, 2003, p. 2)، و يستخدم للإشارة إلى أي مدى يتغير سعر الصرف الاسمي لعملة البلد المعني بالنسبة لهذه البلدان، فهو بذلك لا يعكس تطور سعر صرف عملة البلد المعني مقابل عملة أجنبية واحدة و إنما مقابل عملات جميع هذه الدول (Hidane, 2003, p. 6)؛ و عليه فإن أي تغير في سعر صرف عملة بلد ما مقابل سلة ثابتة من العملات خلال فترة زمنية، لا

يعكس القدرة التنافسية لهذا البلد بالشكل الكامل إلا بعد إدخال الرقم القياسي للأسعار النسبية لتكون مؤشرا حقيقيا للتنافسية الدولية للبلد المعني (حميدات، 1996، صفحة 87).

5-5-2- سعر الصرف الفعلي الحقيقي Le taux de change effectif réel (TCER):

إن سعر الصرف الحقيقي، يعتمد فقط على المبادلات ثنائية الأطراف (بين البلد المعني وبلد أجنبي واحد)، وهو ما أدى إلى استخدام سعر الصرف الفعلي الحقيقي الذي يدرس تطور معدل الصرف الحقيقي لعملة ما مقارنة بمجموعة (سلة) من عملات لأهم الشركاء التجاريين والمنافسين الرئيسيين لذلك البلد. فتحليل القدرة التنافسية للأسعار في بلد ما يستند على قياس سعر الصرف الفعلي الحقيقي، والذي يمكن تعريفه بأنه سعر الصرف الفعلي الاسمي مرجح بالأسعار النسبية بين البلد المعني وأهم شركائه التجاريين والمنافسين الرئيسيين.

ويمكن التعبير عن سعر الصرف الفعلي الحقيقي باستخدام الصيغة التالية (waheed & Ayodele, 2012, pp. 8-10):

$$REER_t = \sum_{i=1}^n W_{it} \frac{E_{it} P_{it}^*}{P_t}$$

حيث أن:

$REER_t$: سعر الصرف الفعلي الحقيقي في الزمن t

E_{it} : سعر الصرف الاسمي في الزمن t

P_{it}^* : الأسعار الأجنبية في الزمن t

P_t : الأسعار المحلية في الزمن t

W_{it} : الأوزان النسبية لكل شريك تجاري (حسب الأهمية النسبية لكل دولة أجنبية في هيكل

تجارة البلد المحلي)، حيث أن مجموع الوزن التجاري للشركاء هو 1.

وباستخدام طريقة مرجحة هندسية يتم إعادة صياغة المعادلة السابقة على النحو التالي:

$$REER_t = \prod_{i=1}^n W_{it} \frac{E_{it} P_{it}^*}{P_t}$$

حيث أن:

$$W_{it} = \frac{M_{it} + X_{it}}{\sum_{i=1}^n X_{it} + \sum_{i=1}^n M_{it}}$$

وأن:

M_{it} : واردات البلد المحلي من البلد i في الزمن t .

X_{it} : صادرات البلد المحلي إلى البلد i في الزمن t .

$\sum_{i=1}^n X_{it}$: صادرات البلد المحلي إلى الشركاء التجاريين في الزمن t .

$\sum_{i=1}^n M_{it}$: واردات البلد المحلي من الشركاء التجاريين في الزمن t .

5-6- سعر الصرف الحقيقي التوازني:

هو تعريف لسعر الصرف متسق مع التوازن الاقتصادي الكلي، أي أن سعر الصرف التوازني يمثل توازن مستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي. وهو بالتالي سعر الصرف الذي يسود في بيئة اقتصادية غير مختلة (بلقاسم عباس، 2003، صفحة 7).

كما يمكن تعريفه على أنه سعر الصرف الفعلي المتزامن مع التوازن الداخلي والخارجي (Hyder & Mahboob, 2006, p. 238). ويمكن تحديد أنواع مختلفة من أسعار الصرف المتوازنة اعتماداً على الأفق الزمني للتحليل، بحيث يكون سعر الصرف في حالة توازن على المدى المتوسط عندما يكون الاقتصاد في حالة توازن داخلي ويكون الحساب الجاري على مسار يجعل الدين الخارجي في حالة توازن خلال فترة زمنية محددة؛ ويتم تمثيل التوازن الداخلي من خلال التوظيف الكامل واستقرار الأسعار، أي الناتج الفعلي يساوي الإمكانيات. ويكون سعر الصرف في حالة توازن طويل الأجل عندما يكون الاقتصاد في حالة توازن خارجي (Hansen & Roeger, 2000, p. 6).

وفي حالة انحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني (Misalignment) يفشل سعر الصرف الحقيقي في أداء دور تخصيص الموارد، ولا يقدم الإشارات المناسبة لتوجيه تخصيص الموارد Edwards 1988 Montiel 2003 وهذا ما يكون له عواقب وخيمة على

النمو الاقتصادي، لأنه يضعف كفاءة رأس المال ويشبط تراكم رأس المال Corbo and Rojas 1995؛ كما يمكن أن تؤدي المغالاة في تقدير سعر الصرف الحقيقي إلى تقويض القدرة التنافسية للصادرات وإضعاف المركز الخارجي. في حين أن سعر الصرف المقوم بأقل من قيمته قد يؤدي إلى ضغوط تضخمية (Hyder & Mahboob, 2006, p. 238).

5-6-1- قياس سعر الصرف الحقيقي التوازني:

لقد ظهرت عدة مقاربات لقياس سعر الصرف التوازني، منها مقاربات تقليدية كمنظريّة تعادل القوى الشرائية التي طورها الاقتصادي السويدي كوستاف كاسل (1922) Gustav Cassel ونظريّة تعادل سعر الفائدة (وسنتطرق إليها بشيء من التفصيل في المحور الخاص بمحددات سعر الصرف)، ومنها مقاربات حديثة كمقاربة سعر الصرف التوازني الأساسي FEER، ومقاربة سعر الصرف التوازني الدائم PEER ومقاربة سعر الصرف التوازني السلوكي BEER، ومقاربة سعر الصرف الحقيقي الطبيعي NATREX.

6- وظائف سعر الصرف:

يقوم سعر الصرف بعدة وظائف يمكن إيجازها فيما يلي (برقوق و يوسف، 2016، صفحة 105):

أ- وظيفة قياسية: يستعمل سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية بمثلثاتها الأجنبية.

ب- وظيفة تطويرية: يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات معينة، كما يمكن أن يؤدي سعر الصرف إلى الاستغناء أو تعطيل فروع صناعية معينة أو الاستعانة عنها بالاستيرادات التي تكون أسعارها أقل من الأسعار المحلية، في حين يمكن الاعتماد على سعر صرف ملائم لتشجيع استيرادات معينة، وبالتالي يؤثر سعر الصرف على تركيب السلعي والجغرافي للتجارة الخارجية للدول.

ج-وظيفة توزيعية: يقوم سعر الصرف بممارسة الوظيفة التوزيعية على مستوى الاقتصاد الكلي، وذلك بفعل ارتباطه بالتجارة الخارجية، حيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيع الدخل القومي العالمي والثروات الوطنية بين دول العالم.



سوق الصرف الأجنبي

المحور الثاني: سوق الصرف الأجنبي

1- تعريف سوق الصرف الأجنبي:

يمكن تعريف سوق الصرف الأجنبي على أنه السوق الذي يتم من خلاله تبادل عملات مختلف الدول، وتحدد فيه أسعار الصرف الأجنبي؛ وتبادل العملات الأجنبية في جميع البنوك والمؤسسات ذلك أن طبيعة الصرف لا تختلف عن طبيعة المبادلات الأخرى.¹

وسوق الصرف الأجنبي نوع خاص من أسواق المال يهدف فيه المتاجرون إلى تحقيق الربح عن طريق بيع وشراء العملات، كما أنه سوق لا مركزي أي ليس له مكان معين تتم فيه عمليات الشراء والبيع بل ترتبط هذه العمليات بين المستثمرين من خلال أجهزة الاتصال الحديثة كالكومبيوتر أو الهاتف أو الفاكس وغيرها (سالقادر، 1994، صفحة 146).

2- دوافع التعامل في سوق الصرف:

هناك أسباب عديدة تدعو إلى القيام بعمليات الصرف أهمها:²

❖ **القيام بتسوية المدفوعات الدولية (المقاصة الدولية):** وذلك لتسهيل عمليات التجارة الدولية، بعبارة أخرى نقل القوة الشرائية من دولة إلى أخرى، على أساس أن هناك الكثير من العملات غير مؤهلة لتسوية المدفوعات وعليه لا بد من شراء العملات القيادية لإنجاز تلك التسويات.

❖ **المراجعة (التحكيم) : Les opportunités d'arbitrage**

والتي تعني الاستفادة من اختلاف أسعار إحدى العملات في أسواق منفصلة عن بعضها وفي وقت معين، وذلك عن طريق شراء العملة من أحد الأسواق بسعر معين وبيعها مباشرة في سوق أخرى بسعر أعلى بقصد تحقيق الأرباح. من هذا التعريف يمكن استنباط النقاط الأساسية التي تمثل عملية المراجعة، والمتمثلة فيما يلي (كنج شكري و عوض، 2004، صفحة 281):

¹ عبد الكريم جابر العيساوي، مرجع سابق، ص 273.

² عبد الكريم جابر العيساوي، مرجع سابق، ص 273، 274.

- ✓ شراء العملة من سوق وبيعها في سوق آخر.
 - ✓ أن يتم ذلك في نفس الوقت حتى لا يحدث هناك أي تحمل لمخاطر تقلبات أسعار العملات الأجنبية.
 - ✓ تحقيق ربح من العملية بحيث يكون مردود العملية أكبر من مصاريف التعامل.
- وتظهر عمليات المراجعة (التحكيم) نتيجة أسباب مختلفة منها (كنج شكري و عوض، 2004، الصفحات 270-280):
- ✓ أن العرض والطلب على العملات الأجنبية يختلف من سوق إلى آخر وأي تغيير مفاجئ في أي منهما قد يجعل أسعار هذه العملات مختلفة عن تلك التي في الأسواق الأخرى مما يؤدي إلى بروز إمكانية الاستفادة من هذه الفروقات عن طريق شراء عملة معينة من سوق ما بسعر أقل وإعادة بيعها في سوق آخر بسعر أعلى وتحقيق هامش ربح من وراء ذلك.
 - ✓ بعض الأسواق الجيدة والنشطة تعطي أسعارها بهامش ضيق بين سعري الشراء والبيع، في حين أن الأسواق الأخرى تعرض أسعارها بهامش أكبر مما يتيح فرصة الاستفادة من اختلاف الهوامش بين هذه الأسواق.
 - ✓ إن التعامل بين البنوك المحلية في نفس السوق يتم في بعض الأحيان من خلال الوسطاء، بينما يتم التعامل مع البنوك الخارجية مباشرة وبدون أي وسطاء مما يظهر إمكانية وجود اختلافات بين أسعار هذه الأسواق.
 - ✓ عندما يكون التذبذب في أسعار العملات كثيرا فإن أي تغيير مفاجئ وسريع لابد وأن يترك بعض التأخير في التعديل المستمر للأسعار مما يظهر بعض الفروقات فيها.

✓ بالرغم من تطور وسائل الاتصالات السريعة فإنه لا يزال يوجد إمكانية ولو بسيطة لبعض التأخير في عمليات الاتصال الأمر الذي قد يترك فجوة في تبادل بعض الأسعار.

تجدر الإشارة إلى أن إن عملية المراجعة لا تدوم طويلا لأنه سرعان ما يعود السوق لحالة التوازن المعهودة. وقد يمكن التمييز بين عدة أنواع للمراجعة (التحكيم) فيما يتعلق بتبادل العملات، والتي يمكن إيجازها فيما يلي (لطرش، 2005، الصفحات 100-102):

- **عمليات المراجعة المباشرة:** وهي تلك العمليات التي تنجم عن المقارنة بين سعر عملة معينة بدلالة عملة أخرى في مركزين ماليين مختلفين.
- **عمليات المراجعة غير المباشرة:** هذا النوع من العمليات يظهر عندما تكون هناك ثلاث عملات حيث لا تكون إحدى هذه العملات المسعرة مباشرة بدلالة إحدى العملتين الأخرتين ولكنهما مسعرة بدلالة العملة الثالثة.
- **عمليات المراجعة على معدلات الفائدة:** ينشأ هذا النوع من التحكيم عندما يكون هناك فرق في معدلات الفائدة على عملة معينة في مركزين ماليين مختلفين.
- ❖ **القيام بعملية التغطية (التحوط) ضد المخاطر، خاصة وأن تقلبات سعر الصرف تسبب مخاطر كبيرة بالنسبة إلى الجهات الملتزمة بدفع عملات أجنبية أو بالنسبة للذين يستلمون تلك العملات ولا سيما في ظل نظام النقود الورقية.**
- ❖ **المضاربة:** المضاربة عن طريق شراء العملة التي تنخفض أسعارها وإعادة بيعها مستقبلا عندما ترتفع وتحقيق عائد من وراء ذلك إذا ما كانت التوقعات صحيحة.

3- أنواع سوق الصرف الأجنبي:

هناك نوعين من سوق الصرف الأجنبي هما (حاتم، 1989، صفحة 175):

3-1- أسواق الصرف الحاضرة (العاجلة أو الآنية):

وهي الأسواق التي يتم فيها التعامل على أسعار الصرف الحاضرة (Spot Exchange)
 (Taux de change au comptant rates)، ويتم في هذا السوق تسليم واستلام العملات
 لحظة إبرام عقد الصرف، مطبقين سعر الصرف السائد لحظة إبرام العقد. وتمتد فترة الصرف
 نقدا إلى غاية 48 ساعة من لحظة إبرام العقد (لطرش، 2003، الصفحات 97-105).

3-2- أسواق الصرف الآجلة:

وهي الأسواق التي يتم فيها التعامل على أسعار الصرف الآجلة (Taux de change
 à terme (Forward Exchange rates)، ويتم في هذا السوق تسليم واستلام العملات
 بعد فترة معينة من تاريخ إبرام العقد (بعد 48 ساعة من تاريخ إبرام العقد)، ومدة التأجيل قد
 تكون في حدود شهر أو ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو سنة على أكثر تقدير، مطبقين سعرا
 للصرف يحسب بناء على سعر الصرف السائد لحظة إبرام العقد. وتستعمل عملية الصرف
 لأجل من طرف الشركات العالمية في التجارة الخارجية لتقادي الأخطار الناجمة عن التقلبات
 المحتملة وغير المتوقعة في أسعار صرف العملات.

✚ فإذا كان السعر الآجل (A terme (Forward) أقل من السعر العاجل الحالي (Au
 comptant (Spot)، فإن السعر الآجل يكون بخضم عن السعر الحاضر مقارنة
 بالعملة المحلية (Un déport (Discount).

✚ أما إذا كان السعر الآجل (A terme (Forward) أعلى من السعر العاجل الحالي
 (Au comptant (Spot) يكون السعر الآجل بعلاوة عن السعر الحاضر، مقارنة
 بالعملة المحلية (Un report (Premium).

وعليه يمكن استخدام الصيغتين التاليتين للتعبير عن سعر الصرف الآجل:

▪ السعر الآجل = السعر العاجل + علاوة (Report)

▪ السعر الآجل = السعر العاجل - الخضم (Déport)

أما العلاوة (أو الخضم) فيتم التعبير عنها بالصيغة التالية (Fontaine, 2009, p.

:26)

العلاوة أو الخضم = ((السعر الآجل - السعر العاجل) / السعر العاجل) * 100

4- تنظيم وآلية سوق الصرف الحاضر:

تتصل البنوك فيما بينها عن طريق الهاتف (بنك-بنك) أو من خلال الوسطاء. أما تعاملها مع البنوك الأجنبية وعملائها في الخارج فيتم كذلك عن طريق الهاتف مع تأكيد ذلك عن طريق التلكس. مع العلم أن احترام الالتزام والتعهد الشفهي يعتبر في غاية الأهمية لحسن صيرورة السوق، كما أنه يعبر عن سمعة المتدخلين فيه (المتعاملين في سوق الصرف) (Fontaine, 2009, pp. 15-17).

5- المشاركون في سوق الصرف العاجل:

البنوك والسماسة والبنوك المركزية والعملاء هم المتعاملون الأساسيون في سوق الصرف الأجنبي (Fontaine, 2009):

5-1- البنوك:

يعتبر سوق الصرف سوق كبير ما بين البنوك حيث نجد البنوك الكبيرة فقط التي تتعامل في هذا النادي المرتبطة فيما بينها بالهاتف والتلكس.

مختصي هذه البنوك في عمليات الصرف يطلق عليهم أعوان الصرف Les cambistes، ويمكن التمييز بين نوعين من هؤلاء الأعوان:

▪ أعوان الصرف صانعي السوق Les cambistes teneurs de marché

(*market makers*): ويتمثل دورهم في تسعير أسعار العملات مباشرة في سوق ما

بين البنوك لصالح المؤسسات التي توظفهم.

▪ أعوان صرف زبائن Les cambistes clientèle (ou *sales*): ويعتبرون بائعون

مكلفون بتنفيذ الأوامر التي تتلقوها من عملائهم.

وعليه يمكن القول أن البنوك قد تلجأ إلى سوق الصرف للقيام بعمليات لحسابها الخاص

من أجل التغطية ضد مخاطر الصرف أو لحل بعض المشاكل في خزينتها على المدى القصير

و المتوسط، أو لتحقيق مكاسب عن طريق التحكيم أو القيام بالمضاربة إلا أن هذا نادرا ما

تلجأ إليه البنوك. كما قد تلجأ البنوك إلى سوق الصرف لتنفيذ الأوامر التي تتلقاها من عملائها أثناء ممارستهم للتجارة الخارجية (تصدير واستيراد).

5-2- السماسرة Les courtiers:

قد يلجأ بعض المعاملين إلى خدمات السماسرة- هم الذين يقومون بدور الوساطة بين العرض الطلب على العملات الأجنبية- بدلا من اللجوء إلى البنوك. ويقوم السماسرة بتقديم خدماتهم مقابل عمولة معينة معبر عنها عموما بنسبة مئوية قد تحدد ب 0.01% من مبلغ العملة.

5-3- البنوك المركزية:

تعتبر البنوك المركزية من أهم المتدخلين في سوق الصرف، وذلك من أجل التأثير على قيمة عملتها إما كمشتريّة أو كبائعة للعملات الأجنبية؛ سواء كان ذلك في إطار سياستها الاقتصادية الداخلية أو من أجل تحقيق صرف عادل Parités fixées لعملتها الوطنية ضمن الحدود التي وضعتها.

5-4- الزبائن:

يمكن تصنيف الزبائن إلى ثلاث فئات، ألا وهي (Fontaine, 2009, p. 17):

* المؤسسات الصناعية والتجارية والتي تلجأ إلى سوق الصرف لتسوية عملياتها مع الخارج (تصدير واستيراد، استثمار...).

* المؤسسات المالية: لجوء المؤسسات المالية إلى سوق الصرف يعتبر كضرورة حتمية للعمليات التي تقوم بها مع الخارج من اقتراض، الحصول على قروض، استثمار... إلخ.

* الخواص: وهذه الفئة لا تتدخل بصفة مباشرة إلى السوق، وإنما عن طريق البنوك.

6- الأدوات المستخدمة في سوق الصرف العاجل Les supports

بالإضافة إلى الأوراق النقدية البنكية والشيكات السياحية، هناك أدوات أخرى للتعامل في سوق الصرف كحوالات الصرف Lettre de change، التحويلات ما بين البنوك (Fontaine, 2009, p. 15):

6-1- حوالة الصرف:

هي أمر محرر من طرف البائع ومقبول من طرف المشتري (أو بنكه)، يلزم هذا الأخير (أو بنكه) بدفع مبلغ معين للبائع بتاريخ محدد وبعملة معينة. هذا الاجراء كان شائع الاستعمال في التجارة الدولية، أما الآن فهو قليل الاستخدام.

6-2- التحويلات ما بين البنوك:

الوسيلة الرئيسية للتداول في سوق الصرف هي التحويلات ما بين البنوك (Le virement Interbancaire) عن طريق التلكس أو السويفت (Swift)، وتتمثل هذه العملية في ارسال أمر عن طريق التلكس بخصم مبلغا معيناً من حساب ما بعملة معينة، وفي نفس الوقت تغذية حساب آخر بعملة أخرى؛ وهنا يمكن القول يعني أن عملية التبادل هذه لا يترتب عنها تحويل مادي للعملتين، وإنما هي مجرد عملية تحويل الملكية أي حدوث تغيرات بين حساب وآخر في سجلات البنوك المعنية بهذه العملية.

ومع مرور الوقت أصبحت عملية التحويلات ما بين البنوك لا تتم عن طريق التلكس وإنما عن طريق نظام جمعية الاتصالات المالية العالمية لما بين البنوك (Swift).

أ-نظام جمعية الاتصالات المالية العالمية بين البنوك (السويفت):

Society For Worldwide Interbank Financial Telecommunications

(SWIFT)

أنشئ هذا النظام في 19 أكتوبر 1977 كطريقة ووسيلة لتحويل المدفوعات ما بين البنوك، ويستخدم هذا النظام عادة من طرف البنوك ليرسلوا تعليمات الدفع، وإشعارات البنوك، وإشعارات أخرى ولكن بشكل موحد قياسي متعارف عليه بين المصارف الأعضاء في جمعية السويفت. ويعتمد هذا النظام في التحويلات الدولية على سويفت كود Swift code والذي يعتبر من البيانات الهامة التي تعتمد عليها البنوك في تعاملاتها. وسويفت كود عبارة عن رمز تعريفي ثابت للبنك، فلكل بنك سويفت كود خاص به يختلف عن أي بنك آخر، بل ولكل فرع من

فروع البنك سويفت كود خاص به يتم استخدامه في التحويلات الدولية بين البنوك أو حتى في مراسلة البنوك فيما بينها؛ ويتكون هذا الكود (الرمز) من 8 أرقام إذا كان البنك فرع رئيسي ومن 11 رقما إذا كان البنك فرع،
ويأخذ هذا الكود الصيغة التالية (SWIFT, s.d.):

AAAA BB CC DDD

حيث أن:

AAAA : تشير إلى كود البنك ويعبر عنها بحروف فقط.

BB : تشير إلى كود الدولة و يعبر عنها بحروف فقط.

CC : تشير إلى كود موقع البنك ويعبر عنها بحروف وأرقام

DDD : تشير إلى فرع البنك، وهذا الجزء من الكود لا نجده في كود الفرع الرئيسي للبنك.

ولتوضيح ذلك نستشهد بأمثلة عن سويفت كود Swift code لبعض البنوك الجزائرية.

الجدول رقم 2-1: أمثلة عن سويفت كود Swift code لبعض البنوك الجزائرية.

البنك	فرع رئيسي أو فرع ثانوي	سويفت كود Swift code
بنك الخليج الجزائري	فرع رئيسي بالجزائر العاصمة	AGUBDZAL
بنك الجزائر	فرع رئيسي الجزائر العاصمة	BALGDZAL
بنك السلام الجزائري	فرع رئيسي الجزائر العاصمة	SALGDZAL
بنك البركة الجزائري	فرع رئيسي الجزائر العاصمة	BRKADZAL
بنك التنمية المحلية	فرع رئيسي الجزائر العاصمة	BDLODZAL

BEXADZAL113	فرع ثانوي الجزائر العاصمة	البنك الجزائري الخارجي
BEXADZAL072	فرع ثانوي عين تموشنت	البنك الجزائري الخارجي
BEXADZAL096	فرع ثانوي تلمسان	البنك الجزائري الخارجي
BEXADZAL061	فرع ثانوي سعيدة	البنك الجزائري الخارجي
BNALDZAL526	فرع ثانوي أبو تشفين تلمسان	البنك الوطني الجزائري
NATXDZAL	فرع رئيسي الجزائر العاصمة	بنك ناتيكسيس الجزائر
SOGEDZAL	فرع رئيسي الجزائر العاصمة	بنك سوسيتي جنرال

المصدر: من إعداد المؤلف بالاعتماد على الموقع www.theswiftcodes.com

ب- عمليات التحويل تتم بعدة طرق:

1- تتم من خلال فتح حسابات للبنك لدى مراسليه في كل بلد (Correspondants)، هذه الحسابات تبين ما يمتلكه البنك من عملة وما عليه من ديون، وهذه الحسابات تنقسم إلى (Fontaine, 2009, p. 15):

▪ حساب نوسترو **Le compte nostro**:

هو حساب مفتوح من طرف البنك لدى مراسله الأجنبي، ويتم فيه تسجيل العمليات بالعملة الصعبة.

▪ حساب لرو **Le compte loro**:

هو حساب مفتوح من طرف المراسل الأجنبي لدى البنك، ويتم فيه تسجيل العمليات بالعملة الوطنية فقط.

ولتوضيح كيفية استخدام هذه الحسابات نستشهد بالمثل التالي:

لنفترض أن شركة فرنسية تريد تسوية وارداتها من أمريكا بمبلغ 1 مليون دولار، وأن السعر الآني هو 1 دولار للأورو الواحد.

2- عن طريق نظام مقاصة المدفوعات بين البنوك (التشيبس) (The Chips Clearing House Interbank Payment System):

هذا النظام يعمل على تأمين المقاصة، ويقصد بالمقاصة clearing معالجة عمليات الدفع والتسليم وتحديد حجم الدائنية والمديونية بين المتعاملين، وبالتالي تحديد التزامات كل طرف تمهيداً للتسوية. أما التسوية settlement فيقصد بها التحويل الفعلي للنقود من المشتري إلى البائع، وتسليم المثلث (أي توثيق نقل ملكية المثلث كالأوراق المالية) من البائع إلى المشتري. وبالرغم من إمكانية التفريق بين المقاصة والتسوية من الناحية النظرية، إلا أنه في الواقع العملي يتولى كلا الوظيفتين في الغالب شركة واحدة يطلق عليها عادة شركة المقاصة (السحبياني، 1428هـ، صفحة 64).

ويستخدم هذا النظام لحوالات الدولار بين البنوك الأمريكية والبنوك الأجنبية مما يسهل المدفوعات الإلكترونية إلى شركات موجودة خارج حدود الولايات المتحدة. وهو نظام تحويل إلكتروني فوري يستخدم للحوالات عالية المبالغ المدفوعة لمرة واحدة أو عدة مرات، ولكنها لا تحتوي في طياتها على تعليمات وشروط الدفع.

المحور الثالث

محددات سعر الصرف

المحور الثالث: محددات سعر الصرف change au comptant

بعد التخلي عن قاعدة الذهب أصبح سعر صرف العملة يتحدد عموماً بقانون العرض والطلب والذان بدورهما يتأثران بعوامل اقتصادية ومالية وفنية. فغالبا ما يعبر ارتفاع سعر العملة في السوق مقابل جميع العملات عن قوتها، ويعبر انخفاض سعرها مقابل هذه العملات عن ضعفها؛ إلا أن مجرد الارتفاع أو الانخفاض لا يعبر حقيقة عن قوة العملة أو ضعفها وإنما يتطلب الأمر أن تكون العملة مهمة ورئيسية في السوق.

ويعتبر كل من معدل التضخم، أرصدة ميزان المدفوعات والمستوى النسبي لأسعار الفائدة من المحددات الأساسية لأسعار الصرف العاجل (Yves & Delphine, 2005, p. 165).

1- معدل التضخم وسعر الصرف Le taux d'inflation et le taux de change

كقاعدة عامة يعتبر سعر العملة دالة في معدل التضخم للبلد المعني، فالدول التي لديها معدل تضخم مرتفع تشهد في العادة تراجع في قيم عملاتها مقارنة بعملات شركائها التجاريين؛ وهو أمرٌ عادةً ما يرافقه سعر فائدة أعلى.

تستند هذه العلاقة على نظرية تعادل القدرة الشرائية التي صاغها في البداية ريكاردو (1772-1823) ثم قام بتطويرها الاقتصادي السويدي G. Cassell 1918 غوستاف كاسل، حيث قام هذا الأخير بإثبات العلاقة بين الفرق في معدلات التضخم لدولتين وتطور أسعار عملاتهما في سوق الصرف، فهذه النظرية ترى بأن سعر الصرف يتغير تبعاً للتغير في القدرة الشرائية للعملتين. أي أن قيمة العملة تتحدد على أساس قدرتها الشرائية ومن ثم فإن سعر الصرف التوازني بين عملتين هو السعر الذي يساوي بين القوة الشرائية لهما، أي تحويل مبلغ معين من العملة الوطنية إلى ما يقابله من العملة الأجنبية ينبغي أن يسمح بشراء نفس القدر من السلع والخدمات في الدولتين.

1-1- قانون السعر الموحد: La loi du prix unique

تقوم نظرية تعادل القوة الشرائية على قانون السعر الموحد الذي ينص على أن السلع المماثلة والمباعة في دول مختلفة يجب أن تباع بنفس السعر، عندما تكون هذه الأسعار مقومة بنفس العملة.

لتوضيح ذلك نفترض أن كل من الو. م. أ وأوروبا ينتجان في التاريخ t_0 نفس السلعة (B) وب نفس الشروط وأن معدل التضخم نفسه في البلدين، فإن سعر السلعة في أحد البلدين ما هو إلى سعر السلعة في البلد الثاني مضروباً في سعر الصرف.

$$B_{1, EUR} = B_{1, USD} \times S_{1, USD/EUR} \dots \dots (1)$$

ومنه:

$$S_{1, USD/EUR} = \frac{B_{1, EUR}}{B_{1, USD}} \dots \dots (2)$$

حيث أن:

$B_{1, EUR}$: سعر السلعة B بالأورو في التاريخ 1

$B_{1, USD}$: سعر السلعة B بالدولار في التاريخ 1

$S_{1, USD/EUR}$: سعر الصرف في التاريخ 1

مثال:

إذا كانت سعر السلعة (B) في الو م أ وأوروبا هي 11 دولار، 10 أورو على التوالي. ما

هو سعر صرف بين العملتين؟

باستخدام العلاقة (1) يمكن استنتاج سعر صرف الأورو مقارنة بالدولار كما يلي:

$$1\text{€} = \frac{11}{10} = 1,1 \text{ USD}$$

أو

$$1\text{USD} = \frac{10}{11} = 0,91 \text{ €}$$

فإذا افترضنا أن هذا القانون لم يتحقق، وأن سعر الصرف كان كما يلي $1 \text{ EUR} = 0.9 \text{ USD}$ ، أي أن الدولار أصبح مرتفعاً مقارنةً بسعره التوازني *Surévaluation du dollar* (الأورو منخفض مقارنةً بسعره التوازني *Sous-évaluation de l'euro*).

فهذه الحالة لها أثرتين هما:

❖ الأثر الأول:

ارتفاع الواردات الأمريكية، لأن السلع المنتجة في أوروبا والمستوردة من طرف دول أوروبا بسعر صرف قدره $1 \text{ EUR} = 0.9 \text{ USD}$ تكلف أقل مقارنةً بسعرها في أمريكا.

❖ الأثر الثاني:

انخفاض الصادرات الأمريكية نحو أوروبا، مما يؤدي إلى حدوث عجز في الميزان التجاري الأمريكي، والذي لا يمكن تصحيحه إلا بانخفاض سعر الصرف إلى مستواه التوازني $1 \text{ EUR} = 1.1 \text{ USD}$.

وإذا افترضنا أن سعر الصرف كان كما يلي $1 \text{ EUR} = 1.3 \text{ USD}$ ، أي حدوث انخفاض في سعر الدولار (ارتفاع سعر الأورو)، فهذا سيؤدي إلى ارتفاع الصادرات الأمريكية اتجاه أوروبا، ويخفض الواردات الأمريكية من أوروبا. مما يؤدي في الأخير إلى حدوث فائض في الميزان التجاري الأوروبي والذي لا يمكن معالجته إلا بارتفاع سعر الصرف إلى مستواه التوازني $1 \text{ EUR} = 1.1 \text{ USD}$.

هذا المثال يبدو غير منطقي لأنه مثال بيداغوجي، لأن في الحقيقة سعر الصرف لا يتغير بتأثير سعر سلعة واحدة وإنما بمجموعة من السلع، وهذا ما دفع إلى تعميم قانون السعر الموحد على مجموعة من السلع من خلال التطرق إلى صيغ نظرية تعادل القوى الشرائية.

فانخفاض القدرة الشرائية للدولار حسب هذه النظرية مقارنةً بالأورو (بمعنى آخر أن معدل التضخم في الو م أكبر من معدل التضخم في أوروبا) سوف يدفع بالدولار إلى

الاتجاه عاجلا أم آجلا إلى التصحيح بما يسمح بتساوي القدرة الشرائية للبلدين، حجم هذا التصحيح يكون مساويا للفرق بين معدلات التضخم للبلدين؛ أي أن تغير سعر الصرف يفسر بالفرق في معدلات التضخم للبلدين.

1-2- الصيغة المطلقة لنظرية تعادل القوى الشرائية La version absolue de la théorie des pouvoirs d'achat

يمثل قانون السعر الموحد أساس الصيغة المطلقة لنظرية تعادل القوى الشرائية إذ يتم تطبيق هذا القانون على سلة من السلع (مجموعة من السلع)، حيث تشير النظرية إلى أن أسعار السلتين يجب أن تكون متساوية في الدولتين. وبالتعويض في المعادلة (1) السعر الواحد للسلعة (B) بمؤشر الأسعار (P) للسلع المكونة للسلة؛ نحصل على الصيغة التالية:

$$P_{1,EUR} = P_{1,USD} \times S_{1,USD/EUR} \dots \dots (3)$$

ومنه:

$$S_{1,USD/EUR} = \frac{P_{1,EUR}}{P_{1,USD}} \dots \dots (4)$$

حيث أن:

$P_{1,EUR}$: مؤشر الأسعار في أوروبا معبرا عنه بالأورو في التاريخ 1

$P_{1,USD}$: مؤشر الأسعار في الو م أ معبرا عنه بالدولار في التاريخ 1

$S_{1,USD/EUR}$: سعر الصرف في التاريخ 1

1-3- الصيغة النسبية لنظرية تعادل القوى الشرائية La version relative de la théorie des pouvoirs d'achat

لقد أثبتت الدراسات القياسية وجود نقائص في نظرية تعادل القوى الشرائية في صيغتها المطلقة، بسبب وجود عوامل هيكلية خاصة بكل دولة؛ ولتجاوز هذه النقائص تم اعتماد نظرية

تعاقد القوى الشرائية في صيغتها النسبية التي تعتمد على تحليل التغيرات في الأسعار وأسعار الصرف بدلا من اعتماد مستوى الأسعار وأسعار الصرف في تاريخ معين.

ويمكن التعبير عن هذه الصيغة انطلاقا من المعادلة السابقة (3):

$$P_{1,EUR} = P_{1,USD} \times S_{1,USD/EUR} \dots \dots (5)$$

ويمكن إعادة كتابة العلاقة (5) في التاريخ t_2 كما يلي:

$$P_{2,EUR} = P_{2,USD} \times S_{2,USD/EUR} \dots \dots (6)$$

فإذا رمزنا لمعدلات التضخم في كل من الو م أ وأوروبا ب π_{USD}, π_{EUR} على التوالي، فإنه من الممكن إعادة صياغة العلاقتين (5) و (6) كما يلي:

$$P_{2,EUR} = P_{1,EUR} \times (1 + \pi_{EUR}) \dots \dots (7)$$

$$P_{2,USD} = P_{1,USD} \times (1 + \pi_{USD}) \dots \dots (8)$$

وبتعويض الصيغتين (7) و (8) في العلاقة (6) نحصل على ما يلي:

$$P_{1,EUR} \times (1 + \pi_{EUR}) = P_{1,USD} \times (1 + \pi_{USD}) \times S_{2,USD/EUR} \dots \dots (9)$$

وبتعويض $P_{1,EUR}$ المشار إليه في العلاقة (5) في المعادلة (9) نحصل على ما يلي:

$$\begin{aligned} P_{1,USD} \times S_{1,USD/EUR} \times (1 + \pi_{EUR}) \\ = P_{1,USD} \times (1 + \pi_{USD}) \times S_{2,USD/EUR} \dots \dots (9) \end{aligned}$$

وبتبسيط العلاقة (9) نحصل على الصيغة التالية:

$$S_{1,USD/EUR} \times (1 + \pi_{EUR}) = (1 + \pi_{USD}) \times S_{2,USD/EUR} \dots \dots (10)$$

ومنه:

$$\frac{1 + \pi_{EUR}}{1 + \pi_{USD}} = \frac{S_{2,USD/EUR}}{S_{1,USD/EUR}} \dots \dots (11)$$

وبطرح (1) من الجانبين نحصل على ما يلي:

$$\frac{1 + \pi_{EUR}}{1 + \pi_{USD}} - 1 = \frac{S_{2,USD/EUR}}{S_{1,USD/EUR}} - 1 \dots \dots (12)$$

ومنه:

$$\frac{\pi_{EUR} - \pi_{USD}}{1 + \pi_{USD}} = \frac{S_{2,USD/EUR} - S_{1,USD/EUR}}{S_{1,USD/EUR}} \dots (13)$$

وتصبح نظرية تعادل القوى الشرائية محققة إذا تم استخدام التوقعات في المعادلة (13):

$$\frac{\pi_{EUR}^* - \pi_{USD}^*}{1 + \pi_{USD}^*} = \frac{E(S_{2,USD/EUR}) - S_{1,USD/EUR}}{S_{1,USD/EUR}} \dots (14)$$

مثال:

لنفترض أن سعر الصرف الدولار مقارنة بالأورو للفترة t_1 هو $1 USD = 0.91 EUR$ وأن مؤشر الأسعار بين البلدين هو 100، وبعد سنة أصبح مؤشر الأسعار 102 في أوروبا و105 في أمريكا.

فإن سعر الصرف يعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$\frac{2\% - 5\%}{1 + 5\%} = \frac{E(S_{2,USD/EUR}) - 0.91}{0.91} \Rightarrow E(S_{2,USD/EUR}) = 0.884$$

بالرغم من أن هذا النموذج أثبت قدرة كبيرة على التنبؤ بأسعار الصرف في المدى الطويل إلا أنه يعاب عليه ما يلي:

- تركز نظرية تعادل القدرة الشرائية، على فرضيات غير واقعية منها فرضية توفر منافسة حرة وكاملة في الاقتصاد الدولي وعدم وجود تكاليف التنقل وحقوق الجمارك.
- بعض الدراسات التجريبية أكدت على وجود فوارق هامة بين سعر الصرف المتوقع للنموذج، وسعر الصرف المسجل في المدى القصير مما يؤكد على أن هناك عوامل أخرى، كمعدلات الفائدة، الأحداث السياسية والاقتصادية تتدخل في تحديد سعر الصرف في المدى القصير (قدي، 2003، الصفحات 126-127).

2- سعر الصرف وسعر الفائدة.

تستند العلاقة بين سعر الصرف وسعر الفائدة على نظرية تعادل أسعار الفائدة التي صاغها كينز 1923 في كتاب له بعنوان (Yves & A Tract on Monetary Reform) (Delphine, 2005, p. 191)، وحسب هذه النظرية لا يمكن للمستثمرين الحصول على معدلات مردودية مرتفعة في الخارج عن تلك الممكن تحقيقها في السوق المحلي، لأن الفرق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الآني وسعر الصرف الآجل (ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة في المستقبل).

لتوضيح العلاقة بين سعر الصرف وسعر الفائدة ننطلق من فرضية أن مستثمر يسعى لنقل أمواله من بلده إلى بلد آخر بغرض توظيفها وتحقيق أرباح من وراء ذلك، فهذه العملية تحتم عليه تحويل أمواله بعملة البلد الآخر. وبالمثل، يقوم المستثمر في نهاية مدة التوظيف بإعادة تحويل المبالغ التي يحصل عليها والمتمثلة في رأس المال والفوائد إلى العملة الوطنية. القيام بهذه العملية من طرف الكثير من المستثمرين سوف يؤثر بالضرورة على سعر الصرف في المدى القصير.

إن الدافع وراء سلوك المستثمر يتمثل على وجه الخصوص في محددتين يمكن أن يؤثرتا على ربحيته وهما:

- الفرق في العائد بين البلدين والمتمثل في الفرق بين معدلات الفائدة الاسمية للبلدين.
 - التغير في سعر الصرف بين لحظة تحويل الأموال بعملة البلد الآخر لتوظيفها، وبين لحظة إعادة تحويل المبالغ التي تحصل عليه من رأس المال وفوائد إلى العملة الوطنية.
- لتوضيح هذه النظرية نفترض أن مستثمر أمريكي يبحث فيما إذا كان من الأفضل توظيف أمواله في أمريكا أو في أوروبا.

❖ يحصل المستثمر في نهاية المدة بتوظيف أمواله في أمريكا على ما يلي:

$$C(1 + i_{USD}) \dots \dots (1)$$

حيث أن:

C : رأس المال بالدولار

i_{USD} : معدل الفائدة في أمريكا

❖ يحصل المستثمر في نهاية المدة بتوظيف أمواله في أوروبا على ما يلي:

$$\frac{C}{S_{EUR/USD}} (1 + i_{EUR}) \dots \dots (2)$$

حيث أن:

C : رأس المال بالدولار

i_{EUR} : معدل الفائدة في أوروبا

S : سعر الصرف الحاضر (تسعيرة غير مباشرة 1EUR= S USD)

توظيف الأموال في أوروبا سيعرض المستثمر لمخاطر الصرف لأنه سوف يلجأ إلى تبديل الدولار بالأورو في سوق الصرف الحاضر، ثم إعادة ما سيحصل عليه من رأسمال وأرباح في نهاية مدة التوظيف إلى الدولار، إلا أن المستثمر قد يلجأ إلى التغطية من خلال اللجوء إلى سوق الصرف الآجل، ومن هنا يمكن التمييز بين صيغتين لنظرية تعادل أسعار الفائدة هما:

- تعادل أسعار الفائدة المغطاة La théorie de la parité couverte de taux d'intérêt

- تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة La théorie de la parité non couverte de taux d'intérêt

2-1 - نظرية تعادل أسعار الفائدة المغطاة La PTCl:

فحوى هذه النظرية أن المستثمر الذي يريد توظيف أمواله في بلد آخر كما رأينا في المثال أعلاه، يمكن له أن يلجأ إلى سوق الصرف الآجل ليحمي نفسه ضد الأخطار الناجمة عن التقلبات المحتملة وغير المتوقعة في أسعار صرف العملات، لأنه في نهاية مدة التوظيف قد يرتفع سعر الأورو بالنسبة للدولار وهذا في صالح المستثمر الأمريكي، أما إذا انخفض سعر الأورو بالنسبة للدولار فإن المستثمر الأمريكي في هذه الحالة سيتحمل خسارة ناتجة عن

انخفاض سعر الصرف؛ ولتفادي هذه الخسارة يلجأ هذا المستثمر إلى سوق الصرف الآجل لبيع ما سيحصل عليه من دولارات في سوق الصرف الآجل. توضح المعادلة التالية ما سيتحصل عليه المستثمر في نهاية مدة التوظيف بعد لجوئه إلى سوق الصرف الآجل:

$$F_{EUR/USD} \frac{C}{S_{EUR/USD}} (1 + i_{EUR}) \dots \dots (3)$$

F : سعر الصرف الآجل (تسعيرة غير مباشرة 1 EUR = S USD)

فإذا قام المستثمر بتوظيف أمواله في أمريكا دون تحمل مخاطر تقلبات أسعار الصرف، فإنه في هذه الحالة سيحصل على:

$$C(1 + i_{USD}) \dots \dots (4)$$

ومن خلال ما سبق يمكن القول أن المستثمر سيكون غير مبالي بمكان توظيف أمواله (في أمريكا أو في أوروبا) إذا ما تعادل العائد بينهما، أي بما يحقق الصيغة التالية (Yves & Delphine, 2005, pp. 186-192):

$$F_{EUR/USD} \frac{C}{S_{EUR/USD}} (1 + i_{EUR}) = C(1 + i_{USD}) \dots (5)$$

يمكن إعادة صياغة المعادلة (5) كما يلي:

$$F_{EUR/USD} = S_{EUR/USD} \frac{1 + i_{USD}}{1 + i_{EUR}} \dots \dots (6)$$

يتضح من المعادلة (6) أن سعر الصرف الآجل للأورو مقارنة بالدولار هو دالة في سعر الصرف العاجل ومعدلات الفائدة في كل من الو. م. أ وأوروبا.

ملاحظة:

إذا كانت المدة المعبر عنها أقل من سنة، فإن معدل الفائدة يجب قسمته على 360 وضربه في عدد الأيام (n)، وبالتالي يمكن إعادة صياغة المعادلة (6) كما يلي:

$$F_{EUR/USD} = S_{EUR/USD} \frac{1 + (i_{USD} * \frac{n}{360})}{1 + (i_{EUR} * \frac{n}{360})} \dots \dots (7)$$

من المعادلة السابقة يمكن التمييز بين حالتين:

✚ إذا كان معدل الفائدة في أوروبا أكبر من معدل الفائدة في الو. م. أ

($i_{EUR} > i_{USD}$) فهذا يجعل من سعر الصرف الآجل $F_{EUR/USD}$ أقل من سعر

الصرف العاجل $S_{EUR/USD}$ أي أن السعر الآجل يكون بخصم عن السعر الحاضر

مقارنة بالعملة المحلية (هنا الدولار) (Un déport (Discount).

$$D = S - F \dots \dots (8)$$

ويمكن إعادة صياغة المعادلة (8)، وذلك بتعويض F بقيمتها في المعادلة (6) كما يلي:

$$D = S - S_{EUR/USD} \frac{1 + i_{USD}}{1 + i_{EUR}} \dots \dots (9)$$

✚ إذا كان معدل الفائدة في أوروبا أصغر من معدل الفائدة في الو. م. أ

($i_{EUR} < i_{USD}$) فهذا يجعل من سعر الصرف الآجل $F_{EUR/USD}$ أكبر من سعر

الصرف العاجل $S_{EUR/USD}$ أي أن السعر الآجل يكون بعلاوة عن السعر

الحاضر مقارنة بالعملة المحلية (هنا الدولار) (Un report (Premium).

$$R = F - S \dots \dots (10)$$

ويمكن إعادة صياغة المعادلة (10)، وذلك بتعويض F بقيمتها في المعادلة (6) كما يلي:

$$R = S_{EUR/USD} \frac{1 + i_{USD}}{1 + i_{EUR}} - S \dots \dots (11)$$

تستند هذه النظرية على عدة فرضيات والمتمثلة في:

- غياب تكلفة الصفقات.
- تنقل رؤوس الأموال بحرية تامة، وبدون تكلفة.

2-2- نظرية تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة La PNCTI:

تشير نظرية تعادل أسعار الفائدة المغطاة إلى أنه في حالة تحققها تنعدم امكانية القيام بالمراجحة (التحكيم) في سوق الصرف، وأن المستثمر بإمكانه التغطية ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف. كما أن العلاقة بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف العاجل لا تعني بالضرورة وجود علاقة بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف العاجل المستقبلي Le taux .de change au comptant future.

ويتم تعريف سعر الصرف الآجل حسب هذه النظرية كدالة في سعر الصرف العاجل المستقبلي المتوقع، وذلك باستخدام الصيغة التالية (Yves & Delphine, 2005, pp. 195-196):

$$F_{A/B} = E_t[S_{A/B}(T)] \dots \dots (11)$$

والتي يمكن صياغتها كما يلي (Yves & Delphine, 2005, p. 204) :

$$\frac{F_{A/B} - S_{A/B}}{S_{A/B}} = \frac{E_t[S_{A/B}(T)] - S_{A/B}}{S_{A/B}} \dots \dots (12)$$

3- سعر الصرف وميزان المدفوعات:

تعتبر أرصدة ميزان المدفوعات عوامل مفسرة لتغير سعر الصرف في المدى المتوسط، فزيادة الطلب على صادرات الدولة بمعدل أكبر من وارداتها (حدوث فائض) ينتج عنه زيادة في الطلب على عملتها وبالتالي زيادة في قيمة عملتها؛ أما ارتفاع الطلب على الصادرات بمعدل أقل من زيادة الطلب الواردات (حدوث عجز في الميزان التجاري) ينتج عنه زيادة في الطلب على العملات الأجنبية وبالتالي حدوث تراجع في قيمة العملة المحلية بالنسبة لشركائها التجاريين.

كما تم التطرق إليه سابقاً، فإن للتضخم علاقة بأرصدة ميزان المدفوعات، فالدولة التي تتميز بمعدل تضخم مرتفع تجد صعوبات كبيرة في تصدير منتجاتها مما يؤثر ذلك على

الميزان التجاري لها، والعكس في حالة معدل تضخم منخفض. في حين أن معدلات الفائدة هي التي تحكم حركة تدفق رؤوس الأموال في المدى الطويل والقصير. إلا أنه يجب الإشارة إلى أن التنبؤ بسعر الصرف لا يتوقف فقط على أرصدة ميزان المدفوعات وإنما يستدعى الأمر الأخذ بمجموعة من المؤشرات الأخرى.

4- عوامل أخرى:

العملات شكلها شكل باقي السلع تحكمها عوامل العرض والطلب فعندما ترتفع الكميات المطلوبة عن الكميات المعروضة فإن سعر العملة سيرتفع، وعندما يحدث العكس فإن سعر العملة سينخفض؛ فارتفاع وانخفاض العملة في السوق قد تحكمه أسباب وظروف وعوامل أخرى، غير المحددات الرئيسية التي سبق ذكرها، والتي لها ارتباط بمؤشرات العرض والطلب في السوق (كنج شكري و عوض، 2004، صفحة 218) والمتمثلة في النقاط التالية:

4-1- ظروف السوق:

تعد الاشاعات والايخبار والتصريحات من المؤثرات السريعة على سعر الصرف (نعمة بخيت، 2006)، إلا أن حجم التأثير قد يكون حساسا وقويا كما قد يكون ضعيفا، وذلك حسب درجة تجاوب السوق معها (كنج شكري و عوض، 2004، صفحة 219).

4-2- خبرة المتعاملين وأوضاعهم:

انطلاقا من خبراتهم ومهاراتهم يتوقع المتعاملون في سوق العملات الأجنبية اتجاه الأسعار والذي على أساسه يتخذون القرارات اللازمة بشأن الأسعار حيث يتخذون قراراتهم في تحديد عروضهم من الأسعار على ضوء تحليلاتهم لاتجاهات الأسعار، وبالتالي فإن الأسعار تتأثر بخبرة هؤلاء المتعاملين وقوتهم التفاوضية والأساليب المستخدمة من قبلهم لتنفيذ عملياتهم المختلفة (كنج شكري و عوض، 2004، صفحة 219).

4-3- الموازنة العامة:

للموازنة العامة دور كبير في التأثير على سعر الصرف، فإذا اتبعت الدولة سياسة انكماشية من خلال تقليص حجم الانفاق العمومي الذي يؤدي إلى الحد من حجم الطلب وانخفاض في مستوى النشاط الاقتصادي والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض التضخم ومن ثم ارتفاع سعر صرف العملة المحلية (نعمة بخيت، 2006، صفحة 419).

4-4- التغيرات في الأسواق المالية والأسواق الأخرى غير سوق العملات:

إن ارتفاع أسعار الأسهم أو ارتفاع أسعار الأدوات الاستثمارية الأخرى في السوق النقدي قد يدفع المستثمرين إلى زيادة الطلب على عملات هذه الأسواق للاستثمار في أدواتها، الأمر الذي قد ينتج عنه ارتفاع في أسعار عملات؛ وعندما يحدث العكس فقد يلجأ المستثمرون إلى التخلص من هذه الأدوات وبيعها وبالتالي زيادة عرض عملات هذه الأسواق، الأمر الذي قد يتولد عنه انخفاض في أسعار عملات هذه الأسواق (كنج شكري و عوض، 2004، صفحة 221).

4-5- السياسة الجبائية:

قد تؤثر الإجراءات الجبائية بشكل غير مباشر على أسعار الصرف وذلك بمن خلال تأثيرها على الدخل والإنتاج وأسعار الصادرات والواردات.



نظم وسياسات سعر الصرف

المحور الرابع: نظم وسياسات سعر الصرف

أولاً-نظم سعر الصرف:

عرف الاقتصاد العالمي خلال القرن العشرين عدة أنظمة عالمية، تهدف كلها إلى تنظيم المبادلات الدولية المتعددة تركز أساساً على أنظمة صرف مختلفة. إن تعدد الأنظمة النقدية الدولية مرتبط أساساً بتعدد أنظمة الصرف، إلا أن جميعها يهدف إلى إيجاد أو توفير قاعدة يمكن من خلالها تحويل عملة بلد ما إلى عملة أخرى، وتتوع أنظمة الصرف في الزمان والمكان، ناتج عن تنوع المقاييس التي تتخذها المجتمعات في حساب القيم الاقتصادية، وهو ما يعرف بالقاعدة النقدية.

1- مفهوم نظام سعر الصرف:

ويقصد بنظام الصرف تلك الكيفية التي حددت على أساسها أسعار صرف العملات.

2- نظم سعر الصرف:

الحديث عن نظم الصرف يتوقف على فهم وإدراك أهم محطات النظام النقدي الدولي وتطوراتها. تاريخياً يمكن إجمال نظم الصرف التي مر بها النظام النقدي الدولي في ثلاثة نظم أساسية يرتبط كل نظام منها بقاعدة معينة من القواعد النقدية (زينب عوض الله، 2008، صفحة 73). وعليه سنعرض بإيجاز هذه النظم والمراحل التي مرت بها نتيجة تغير الظروف والأحداث السياسية والاقتصادية العالمية.

2-1- نظام ثبات الصرف (قاعدة الذهب):

لقد ساد نظام ثبات الصرف في ظل قاعدة الذهب، حيث يرتبط الإصدار النقدي برصيد البلد من الذهب. وبالتالي فإن حرية البنك المركزي في إصدار النقود مقيدا تقييدا تاما بكمية الذهب الموجودة في التداول. فإذا كانت عملتان تسيران على قاعدة الذهب فإن سعر الصرف بينهما يتحدد آليا وهو ما يعبر عنه بنسبة بين الذهب في كل من العملتين، وهذه النسبة تسمى سعر التعادل (بسام الحجار، 2003، الصفحات 102-103).

وقد بدأت قاعدة الذهب في الانتشار في الثلث الأول من القرن التاسع عشر باتخاذ بريطانيا لها كقاعدة نقدية بقانون صدر في 1819 وأصبح ساري المفعول في سنة 1821. وبحلول عام 1870 لحقت بها بعض الدول الأخرى مثل ألمانيا، فرنسا والولايات المتحدة حتى جاء

عام 1900 الذي أضحت فيه جميع الدول تقريبا تأخذ بقاعدة الذهب باستثناء الصين والمكسيك اللتان فضلتا قاعدة الفضة.

ولقد عرفت قاعدة الذهب ثلاثة مراحل:

المرحلة الأولى: قاعدة المسكوكات الذهبية (Gold Specie Standard)

تتمثل المسكوكات الذهبية في قطع نقدية مصنوعة من الذهب المضاف إليه بعض المعادن الأخرى. وقد سميت هذه القاعدة بنظام الذهب المتداول نظرا لأن الذهب أصبح متداولاً من يد إلى يد في شكل مسكوكات تحتوي على قدر معين من الذهب وبدرجة نقاوة معينة، فالدولار الأمريكي كان يحتوي 0.888671 غ من الذهب الخاص، أما الجنيه الإسترليني فكان يحتوي على 4.7865 أضعاف ما احتواه الدولار (خبازي، 2013، صفحة 29). وبالتالي فإن قيمة العملة تحدد بكمية أو وزن الذهب الموجود فيها. هذا النظام لم يقتصر على تداول القطع النقدية فقط، وإنما كان يشمل أيضا الأوراق النقدية. ومن أجل ثبات قيمة الوحدة النقدية كان للفرد الذي يملك أوراق نقدية كل الحق في تبديلها مقابل الذهب من المصرف المركزي. ومن أجل تحقيق هذه العملية وتثبيتها، لا يستطيع البنك المركزي أن يصدر كميات كبيرة من الأوراق النقدية للتداول.

وقد سارا هذا النظام وفق بعض الشروط الضرورية، والمتمثلة في النقاط التالية:

- تحديد قيمة ثابتة للعملة الوطنية بوزن وعتيار معين من الذهب وهذا الشرط هو الذي أعطى للذهب سعره الرسمي (بسام الحجار، 2003، صفحة 102).

- أن يضمن البنك المركزي شراء وبيع الذهب بكميات غير محدودة وبسعر ثابت.

- حرية السك والصهر بحيث يستطيع أي فرد لديه قطعة من الذهب أن يقدمها لدار السك من أجل تحويلها إلى مسكوكة ذهبية أو بالعكس.

- حرية تصدير الذهب واستيراده من الخارج بدون أي قيد أو شرط.

- قابلية أنواع النقود الأخرى للصرف عند حد التعادل بمسكوكات ذهبية.

أنهيار نظام قاعدة المسكوكات الذهبية:

لقد ساد نظام قاعدة المسكوكات الذهبية إلى ما قبل الحرب العالمية الأولى، حيث استنفذت الدولة المشاركة فيها أموال طائلة، ومن أجل تمويل نفقاتها الباهظة، لتغطية نفقات الحرب والتعويض عن توقف العجلة الإنتاجية أو تدمير البنى التحتية، اضطرت حكومات هذه الدول إلى ضرورة التوسع في الإصدار النقدي؛ وقد كان هذا مخالفا لما تفرضه قاعدة الذهب وهو الإصدار بما يتوافق مع كمية الذهب. وكنتيجة لذلك قامت هذه الحكومات بإعفاء بنوكها المركزية من عملية تبديل الأوراق النقدية بالذهب، وأقرت التداول الإلزامي للأوراق المصرفية، وهذه كانت بداية الخروج من نظام القاعدة الذهبية وإتباع سياسات نقدية مستقلة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الداخلي.

المرحلة الثانية: قاعدة السبائك الذهبية (Gold Block)

عقب انتهاء الحرب العالمية الأولى اجتمعت الدول الرئيسة في جنوة سنة 1922، واتفقت على العودة إلى نظام القاعدة الذهبية. لكنهم اصطدموا بمشكلة جديدة واجهتهم، وهي أن القسم الأكبر من أرصدة العالم من الذهب، وخاصة أرصدة الدول الأوروبية المشاركة في الحرب، قد أرسل إلى الولايات المتحدة الأميركية لتغطية الاستيراد. والعودة إلى نظام القاعدة الذهبية تقتضي وجود قاعدة ذهبية واسعة. وفي ظل هذه الوضعية قررت الدول الأوروبية العودة إلى قاعدة الذهب في صورة السبائك الذهبية المتمثلة في احتفاظ البنك المركزي بأرصده الذهبية على شكل سبائك من وزن معين يعتبر كحد أدنى. تختلف السبائك عن المسكوكات في عدم تداول السبائك من يد إلى يد بين الناس وإنما يمكن مبادلة الأوراق النقدية التي أصدرها بنك الإصدار مقابل وزن محدد من الذهب لكل ورقة نقدية. ويجوز لحامل الأوراق النقدية تحويلها إلى سبائك ذهبية وفق سعر محدد وثابت للذهب.

ففي 25 أبريل 1925 أعلن ونستون تشرشل Winston Churchill رئيس وزراء بريطانيا عودة بريطانيا إلى قاعدة الذهب ولكن في صورة قاعدة السبائك الذهبية وذلك بعد أن ساد الاعتقاد بأن الأسباب الحقيقية وراء الاضطرابات الاقتصادية والنقدية على صعيد

العلاقات الاقتصادية الدولية التي حدثت بعد نهاية الحرب العالمية الأولى كانت بسبب الخروج عن قاعدة الذهب واتباع نظام الأسعار المرنة والقيود. وتم بموجب ذلك إلغاء القيود المفروضة على تصدير الذهب، كما أقر بنك إنجلترا استعداده لبيع الذهب للجمهور في شكل سبائك شرط ألا تقل الكمية عن 400 أونصة من الذهب أو ما يعادل 1700 جنيه إسترليني أو 7575 دولاراً أمريكياً. وقد تم تثبيت الإسترليني بنفس سعره القديم القائم قبل الحرب 4.87 دولارات مقابل جنيه واحد (بسام الحجار، 2003، صفحة 106).

وبذلك تكون السلطات النقدية الإنجليزية قد عملت على تحقيق هدفين في آن واحد (بسام الحجار، 2003، صفحة 106):

- الإبقاء على شرط تحويل الأوراق النقدية إلى ذهب، والعكس كذلك، وبدون قيد أو شرط.
- التخفيض من حجم ونطاق التعامل بالذهب، حيث أصبحت النقود المتداولة في الداخل هي النقود الورقية.

إلا أن هذه القاعدة الذهبية المقيدة بحد أدنى لوزن السبيكة، القابلة للتبديل، لم تستمر طويلاً؛ لأنها اصطدمت باندلاع الأزمة العالمية الكبرى سنة 1929 التي مست جميع الدول الرأسمالية دون استثناء، حيث انهارت أسعار الأسهم والسندات إلى مستويات متدنية، تلاها حدوث هبوط حاد وشديد في حجم الطلب والأسعار، وظهور بطالة كبيرة. وبرزت عن هذه الأزمة مخاوف أدت إلى فقدان الثقة لدى الأفراد والمتعاملون، ما دفعهم إلى الإقبال الشديد على تحويل الأوراق النقدية التي بحوزتهم إلى ذهب، ولما كانت الكمية المغطاة بالذهب لا تزيد عن 40% فإن تهافت الأفراد والمعاملون على الذهب عرض مؤسسات الائتمان إلى حالة عجز حقيقي عن الدفع، مما أدى إلى إفلاسها؛ وقد وصل عدد البنوك التي أفلست حتى العام 1932 إلى أكثر من 3500 بنكا (بسام الحجار، 2003، صفحة 107). وكننتيجة لذلك عمدت أغلب دول العالم إلى تعليق عملية تبديل الذهب بالنقود الورقية، وبهذه الخطوة انتهى نظام القاعدة الذهبية، وبدأ أولاً في بريطانيا سنة 1931، ثم في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1933. ولم يأت عام 1936 إلا وكانت جميع الدول التي كانت تسير على نطاق الذهب قد خرجت منه (بسام الحجار، 2003، صفحة 108).

2-2- نظام حرية الصرف:

ساد نظام حرية الصرف في ظل النقود الورقية غير القابلة للتحويل إلى ذهب. وقد عرفت الدول هذا النظام عقب تخلي إنجلترا عن قاعدة الذهب في 31 سبتمبر 1931، وكذا جميع الدول التي كانت تسيطر على نطاق الذهب.

ويقوم هذا النظام على التداول النقدي للأوراق النقدية التي يتحدد لها السعر الإلزامي، بحيث تعتبر هذه النقود نقوداً نهائية لا يمكن تحويلها إلى ذهب. وعلى ذلك يعفى البنك المركزي في ظل هذا النظام من مهمة حماية الرصيد الذهبي للدولة واتباع الأساليب الكفيلة بمنع خروج الذهب منها أو دخوله إليها وفقاً لقواعد لعبة الذهب.

ففي ظل هذا النظام فإن ثبات سعر الصرف لا يتحقق دائماً، بل يكون عرضة للتقلبات وفقاً لقوى العرض والطلب على العملة في السوق. فمستوى التوازن لسعر الصرف في نظام حرية الصرف يتحدد وفقاً للقواعد التي يتحدد بها سعر أي سلعة؛ أي أن سعر التوازن يتحدد بتعادل الكمية المعروضة من العملة المحلية مع الكمية المطلوبة منها. فانخفاض قيمة العملة المحلية يؤدي إلى تشجيع الصادرات نظراً لانخفاض قيمتها بالنسبة للمتعامل الأجنبي، وإلى انخفاض الواردات لارتفاع قيمتها بالنسبة للمتعامل المحلي. وفي المقابل، فارتفاع قيمة العملة المحلية يؤدي إلى تشجيع الواردات نظراً لانخفاض قيمتها بالنسبة للمتعامل المحلي، وإلى انخفاض الصادرات لارتفاع قيمتها بالنسبة للمتعامل الأجنبي (زينب عوض الله، 2008، صفحة 76).

2-3- نظام الرقابة على الصرف:

ساد هذا النظام في ظل النقود الورقية الإلزامية خلال الثلاثينات وعلى الأخص بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية؛ وإلى غاية أواخر عام 1958 في دول أوروبا الغربية. ويتمثل نظام الرقابة على الصرف في تولي الدول بصفة احتكارية شراء وبيع العملات الأجنبية، وذلك من أجل تعبئة الصرف الأجنبي المتاح بكميات قليلة نسبياً وتوزيعه على أوجه الطلب

الممكنة في حدود الكمية المعروضة منه. وفي ظل هذا النظام فإن سعر التوازن لا يتحدد بتعادل قوى الطلب والعرض، بل أن الطلب الفعلي على الصرف الأجنبي إنما يحصر بواسطة الدولة في حدود الكمية المعروضة منه، وذلك على أساس سعر معين تحدده الدولة بنفسها إدارياً. ويعتبر نظام الرقابة على الصرف سياسة من سياسات الصرف المتبعة لتحقيق جملة من الأهداف والتي يمكن حصرها في النقاط التالية (زينب عوض الله، 2008، الصفحات 79-80):

- المحافظة على قيمة مرتفعة للعملة الوطنية (Surévaluation).
 - منع خروج رؤوس الأموال من الدولة.
 - الحد من الواردات غير الضرورية.
 - عزل الاقتصاد القومي عن الخارج بالشكل الذي يمكن من تحقيق سياسة العمالة الكاملة في الداخل دون خشية حدوث اختلال في التوازن الخارجي للدولة.
 - الحصول على إيرادات لخزانة الدولة.
 - تحقيق الدولة لإيراد يتمثل في الفرق بين سعر شراء وسعر بيع النقد الأجنبي.
- 2-4- نظام استقرار أسعار الصرف (النظام النقدي الدولي في ظل اتفاقية بريتون وودز 1944):**

شهد الاقتصاد العالمي قبيل انتهاء الحرب العالمية الثانية هزات واضطرابات عنيفة في نظامه النقدي ومعدلات منخفضة لحركة التجارة العالمية، مما دفع بالولايات المتحدة وبريطانيا إلى التفكير في خلق نظام نقدي جديد يكون أساساً لعلاقات نقدية دولية لعالم ما بعد الحرب ولهذا الغرض نظمت مؤتمراً في مدينة بريتون وودز Bretton - Woods بولاية نيوهامبشير New Hampshire - بالولايات المتحدة في جويلية 1944 شاركت فيه 44 دولة.

وقد أقر المؤتمر نظاما نقديا جديدا أطلق عليه نظام استقرار الصرف قائما على قاعدة صرف الدولار بالذهب، حيث التزمت الولايات المتحدة الأمريكية بقابلية تحويل الدولار الورقي إلى ذهب بسعر التعادل المعلن بين الدولار والذهب وبواقع 35 دولارا لكل أونصة من الذهب، (الأونصة الواحدة تساوي 31.103 غم من الذهب)، وهذا يعني أن الدولار الأمريكي قد تساوي مع الذهب من حيث السيولة والقبول؛ على ألا تتحرف أسعار السوق للعملات أعلى أو أقل عن سعر صرفها الثابت بالنسبة للدولار $\pm 1\%$ ، وعلى هذا الأساس فإن أسعار الصرف الثابتة تقع داخل هذا النطاق المحيط بالسعر الرسمي، وهذا ما يعني أن البنوك المركزية تلتزم بوضع نظام لدعم سعر الصرف؛ فإذا انخفض (أو ارتفع) سعر صرف عملة ما بالنسبة للدولار عن $\pm 1\%$ فإن البنك المركزي يتدخل بشراء (أو بيع) العملة الوطنية (بسام الحجار، 2003، صفحة 110). ونتيجة لذلك تحول الدولار ليكون العملة الاحتياطية الدولية وبالتالي جعل أسعار الصرف مستقرة عند أسعار التعادل للعملات خلال فترة ممتدة وغير محدودة من الزمن مع إمكانية تعديل هذه الأسعار إذا ما دعت إلى هذا ضرورة علاج الاختلال في ميزان المدفوعات.

ويعرف سعر التعادل في ظل هذا النظام بأنه قيمة الوحدة الواحدة من العملة الوطنية للدولة معبرا عنها في شكل وزن معين من الذهب أو في شكل مقدار معين من الدولارات الأمريكية ذات الوزن المحدد من الذهب. وهكذا يكون الذهب هو القاسم المشترك لعملات كافة الدول الأعضاء في الصندوق. وطبقا لهذا النظام فإن للدول كامل الحرية في اتباع الوسائل الكفيلة بتحقيق التطبيق الفعلي لسعر التعادل بشرط أن تكون هذه الوسائل متفقة مع أحكام الصندوق. فمن الناحية العملية تلجأ الدول ذات العملات القابلة للتحويل إلى التدخل في أسواق الصرف الوطنية فيها ببيع العملات الأجنبية أو بشرائها، أما الدول التي تتبع نظام الرقابة على الصرف فإنها تراعي تطبيق سعر التعادل عن طريق مختلف الإجراءات الإدارية التي يتبعها هذا النظام. وفي سياق المحافظة على سعر التعادل، فإن

صندوق النقد الدولي قد راعى استحالة تطبيق سعر صرف للعملة ثابت عند سعر التعادل، وذلك لأسباب عملية بحتة، مما دفعه لإجازة أن تتم المعاملات التجارية على أساس سعر صرف يزيد أو يقل بهامش قدره 1% عن سعر التعادل. ثم تم رفع هذا الهامش في جويلية 1959 إلى 2% ليصل إلى 2.25% في ديسمبر 1971 (زينب عوض الله، 2008، الصفحات 82-83).

2-4-1- انهيار نظام بريتون وودز:

مع حلول عام 1970 تحول الفائض في الميزان التجاري الأمريكي إلى عجز بسبب تضاؤل القدرة الشرائية للولايات المتحدة الأمريكية في الاقتصاد العالمي بفعل التأثير الشديد لحرب الفيتنام. الأمر الذي أدى إلى فقدان الثقة لدى دول الفائض مع الولايات المتحدة في احتياطاتها الدولارية، مما جعلها تقبل على تحويل هذا الفائض إلى ذهب مما أدى إلى هبوط مخزون الرصيد الذهبي الموجود في حوزة الولايات المتحدة حيث انخفض من 18 مليار دولار إلى 11 مليار دولار (1960 - 1970) وأصبحت مستحقات الدول اتجاه أمريكا تفوق ما لديها من رصيد ذهبي الشيء الذي طرح الكثير من التساؤلات فيما يخص قدرتها على تحويل الدولار إلى ذهب .

وفي 9 مايو 1971 رفعت كل من سويسرا (الفرنك) والنمسا (الشلن) من قيمة عملتهما بنسبة 7.1% و 5.1% على التوالي بينما قررت ألمانيا وهولندا تعويم عملتهما في ذلك الوقت، ثم حدثت العديد من الأحداث والأزمات كان أبرزها الانتكاسة التي شهدتها الإسترليني عامي 1965 و 1966 مما دفع الولايات المتحدة لعملية إنقاذه خوفا من انعكاس ذلك على تنامي حركة المضاربة بالدولار، وأمام هذه الأوضاع المتأزمة في أسواق الصرف والحالة التي وصل إليها الدولار الأمريكي واحتياطياتها الذهبي قامت أميركا في 19 أوت 1971 بالتدخل لإصلاح الأوضاع وذلك بإقرار مجموعة من القرارات أهمها فرض ضريبة على الواردات بنسبة 10% وهذا يعني من الناحية العملية تخفيض للقيمة الخارجية للدولار بنفس

هذه النسبة، كما لجأت الولايات المتحدة إلى تخفيض المساعدات الخارجية بنفس النسبة؛ ووضع قيود على الاستثمارات الأمريكية في الخارج، فضلا عن فرض القيود على الأجور والأسعار في الاقتصاد الأمريكي في محاولة لاحتواء التضخم المحلي المتصاعد وزيادة الصادرات. إضافة إلى هذه القرارات أعلن الرئيس الأمريكي إلغاء قابلية تحويل الدولار إلى ذهب.

وكمحاولة إضافية للخروج من هذه الأزمة اتخذت مجموعة العشرة في 18 جانفي 1971 قرارا بالعودة إلى أسعار الصرف الثابتة مع زيادة تقلبات أسعار الصرف من $\pm 1\%$ إلى $\pm 2.25\%$ ، ومعنى هذا أنه يمكن أن يبلغ الفرق في لحظة معينة بين سعري صرف عملتين إلى 4.5% ، وأن يبلغ هامش التقلب في لحظتين معينتين بين سعري صرف عملتين 9% . وإزاء هذه التطورات توصلت مجموعة العشر في اجتماع لها في 18 ديسمبر 1971 في سيموثونيان بواشنطن (اتفاقية سيموثونيان) إلى قرارات تتعهد من خلالها الولايات المتحدة الأمريكية إلغاء ضريبة الواردات. كما قررت الولايات المتحدة الأمريكية تخفيض قيمة الدولار بنسبة 8.6% بالنسبة للذهب، ما نتج عنه ارتفاع في سعر الأونصة من الذهب من 35 دولارا إلى 38 دولارا وهو ما عبر عنه بالسعر المركزي. كما أعاد الألمان تقييم المارك بنسبة 4.6% مقابل الذهب، وهو ما يعادل 13.6% مقابل الدولار. كما قام اليابانيون بإعادة تقييم الين بنسبة 7.7% مقابل الذهب، وبنسبة 16.9% مقابل الدولار (Lelart, 1998, pp. 65-66).

وفي محاولة منها للحد من عرقلة التبادل فيما بينها قررت الجماعة الاقتصادية الأوروبية (فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، بلجيكا، هولندا، ولوكسنبورج) في مارس 1972 في بروكسل تقليل هامش أسعار صرف عملاتها على مراحل بحيث لا يتجاوز الفارق الموجود في لحظة معينة بين أقوى عملة وأضعف عملة 2.25% وذلك بعد أول جويلية التالي على الأقل، وفي أبريل 1972 اتفق محافظو البنوك المركزية في الجماعة الاقتصادية الأوروبية في

مدينة بال السويسرية (اتفاقية بال) على أن يتم تنفيذ هامش التقلب الجديد 2.25%، وبهذا أصبحت نسبة التقلب المسموح بها بين سعري صرف أية عملتين من عملات دول الجماعة مساويا لنسبة التقلب المسموح بها بمقتضى اتفاقية سيموثونيان في 18 ديسمبر 1971 ما بين سعر صرف أية عملة من هذه العملات وسعر تعادلها بالدولار. وأصبح هامش التقلب المسموح به ما بين سعر صرف أي عملة من هذه العملات وسعر التعادل المركزي هو 1.125% ارتفاعا أو انخفاضاً؛ (زينب عوض الله، 2008، الصفحات 87-88).

وقد عرفت اتفاقية بال باسم الثعبان داخل النفق ذلك أن أسعار صرف عملات الجماعة الاقتصادية الأوروبية بالدولار يمكنها أن تتحرك داخله، أي أن أسعار صرفها بالدولار ترتفع معا وتنخفض معا في حدود النسبة المسموح بها كهامش لتقلب هذه الأسعار أو لابتعادها عن بعضها البعض في حدود الهامش المقدر ب 2.25%. ويعتبر خروج إحدى العملات عن النفق (منطقة الثعبان) عندما لا تستطيع أضعف عملة أن تحافظ على نسبة 2.25% كفارق بين سعر صرفها بالدولار وسعر صرف أقوى عملات الثعبان بالدولار (عملات الجماعة الاقتصادية الأوروبية). وحتى تحافظ دول الجماعة الاقتصادية الأوروبية (دول الثعبان) على بقاء أسعار صرف عملاتها بالدولار داخل النفق، أي في حدود 2.25% من أسعار تعادلها بالدولار ارتفاعا أو انخفاضاً، فإن بنوكها المركزية تتدخل في أسواق الصرف مشترية الدولار (بائعة لعملاتها) أو بائعة للدولار (مشتريه لعملاتها) (زينب عوض الله، 2008، الصفحات 88-89).

مع بداية شهر فبراير 1973 بدأ سيل من التدفقات النقدية لرؤوس الأموال طويلة الأجل إلى أوروبا وبشكل خاص إلى ألمانيا واليابان. وفي ظل مواصلة ميزان الدفعات الأمريكي عجزه اضطرت الولايات المتحدة الأمريكية في 13 فبراير 1973 إجراء تخفيض ثاني في قيمة الدولار وبنسبة 10% بالنسبة لحقوق السحب الخاصة والذهب. وعلى إثر ذلك ارتفع سعر الأونصة من الذهب إلى 42.222 دولاراً. وكان ذلك بمثابة انهيار قاعدة الدولار التي

قام عليها النظام النقدي الدولي بعد الحرب العالمية الثانية (بسام الحجار، 2003، الصفحات 111-113). وقد أعلنت على إثر ذلك كل من سويسرا واليابان تعويم عملتهما، بينما اتفقت دول الجماعة الاقتصادية الأوروبية بالإضافة إلى النرويج على إعفاء بنوكها المركزية من التزامها بالتدخل في أسواق الصرف الأجنبية لتدعيم سعر الدولار الأمريكي بعدم السماح لسعره بالانخفاض عن 2.25% عن سعر التعادل، كما اتفقت على الاستمرار في الإبقاء على هامش التقلب المسموح به بين أسعار صرف عملاتها عند نسبة 2.25% كحد أقصى. ومن هنا كانت نهاية التنظيم النقدي المعروف بالثعبان داخل النفق، وجاء مكانه تنظيم جديد سمي بالثعبان خارج النفق.

2-5- مرحلة نظام أسعار الصرف المرنة (المعومة) 1973:

بعد انهيار التنظيم النقدي المعروف بالثعبان داخل النفق انتقل العالم الرأسمالي من مرحلة ثبات الأسعار إلى مرحلة تعويم العملة، وجعل سعر صرف العملة المحلية مستقلا عن العملات الأخرى في السوق العالمية، أي مرتبط بقوى العرض والطلب. وسادت فكرة جديدة مفادها أن أسعار الصرف المرنة المرتبطة بقوى العرض والطلب، يمكن أن تدير نظام النقد الدولي بقدر قليل من الذهب والاحتياطات الدولية.

في حقيقة الأمر فقد تم اللجوء إلى نظام أسعار الصرف المرنة قبل هذه المرحلة، حيث تم استخدامه في أوائل القرن العشرين من طرف الدول (كما أشرنا إليه آنفا لما تطرقنا إلى مرحلة نظام حرية الصرف) كإجراء مؤقت في أثناء الفترات التي كانت تتميز بعدم استقرار كبير، فعلى سبيل المثال لا الحصر، فقد لجأت ألمانيا إلى هذا النظام في عام 1923 ولجأت إليه مرة ثانية في الفترة من 1929-1933؛ كما تم استخدامه من طرف دولة البيرو في الفترتين بين 1932-1945 و بين 1950-1954، كما تم اعتماده من طرف دولة كندا في الفترة بين 1950 و 1961. وقد جربته أيضا كل من دولة تايلاند والاكوادور والمكسيك في السنوات التي تلت الحرب العالمية الثانية.

لقد شهدت فترة نظام استقرار أسعار الصرف العديد من الأزمات في أسواق النقد الأجنبي، والتي أفضت في النهاية إلى فشل عدة دول في الحفاظ على أسعار تعادل عملاتها وفق ما جاءت به مبادئ اتفاقية بريتون وودز. فقد فشلت كل من السلطات البريطانية في المحافظة عام 1966 على قيمة الجنيه الإسترليني، كما فشلت فرنسا هي الأخرى في ذلك عم 1969. إضافة إلى ذلك فقد تضمنت الأزمة ضعف الدولار الأمريكي في أواخر الستينات وأوائل السبعينات والذي كان يمثل حجر الزاوية في نظام استقرار أسعار الصرف الذي جاءت به اتفاقية بريتون وودز؛ كما شهدت هذه الفترة أزمة البترول لسنة 1973 التي زادت من حدة الاضطرابات التي عرفت أسواق النقد الأجنبية، وأصبح بذلك تداول العملات بين مختلف الدول هدفه المضاربة، الأمر الذي زاد من صعوبة تدخل الدول للمحافظة على أسعار تعادل عملاتها؛ ومن هنا كانت بداية نهاية نظام استقرار أسعار الصرف الذي جاءت به اتفاقية بريتون وودز، حيث تخلت البنوك المركزية عن مساندة أسعار التعادل لعملاتها الوطنية وتركت أسعار صرف عملاتها تتحدد وفقا لقوى العرض والطلب (زينب عوض الله، 2008، الصفحات 85-86).

وفي شهر جانفي من عام 1976 عقد مجلس محافظي صندوق النقد الدولي مؤتمرا في كينغستون بجامايكا (اتفاقية جمايكا) تم فيه تعديل ثاني لاتفاقية بريتون وودز، بحيث يسمح للدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي اختيار ما تشاء من نظم الصرف (أسعار صرف ثابتة، أسعار صرف عائمة، أو الدمج بينهما). وبذلك تصبح السلطات النقدية في كل دولة لها مسؤولية التدخل في أسواق الصرف الأجنبي للحد من آثار التقلبات قصيرة الأجل لأسعار الصرف، دون محاولة التأثير على اتجاهات أسعار الصرف في المدى الطويل، ولكل سلطة نقدية حرية اختيار أية سياسة للتدخل وحرية تغيير تلك السياسة في أي وقت تشاء ودون موافقة خارجية.

وهنا يمكن أن نميز بين نوعين من التعويم هما التعويم الحر أو ما يسمى بالتعويم النقبي والتعويم المدار أو ما يسمى بالتعويم غير النقبي. ويقصد بالتعويم النقبي ترك سعر صرف العملة يتحدد وفقا لقوى العرض والطلب في السوق دون تدخل البنك المركزي بأي شكل من الأشكال لمساندته. أما التعويم غير النقبي فيقصد به تدخل البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي لمنع حدوث تقلبات في سعر صرف العملة خارج حدود معينة. كما يمكن التمييز بين التعويم المستقل أو الفردي والتعويم المشترك أو الجماعي. ويكون التعويم مستقلا أو فرديا عندما لا يرتبط سعر صرف العملة الوطنية في ارتفاعه أو انخفاضه بأسعار صرف عملة أو عملات أخرى. ويكون مشتركا أو جماعيا عندما تشترك مجموعة من العملات معا بالنسبة لما يحدث من تغيرات في أسعار صرفها.

وقد اتبعت الدول بعد ذلك عددا متنوعا من نظم أسعار الصرف، ففي عام 1987 ارتبطت 23 عملة بالدولار الأمريكي، و14 عملة بالفرنك الفرنسي، و5 بعملات أخرى، وارتبطت عملات 10 دول بحقوق السحب الخاصة، و28 عملة ارتبطت بسلات أخرى، و8 عملات ارتبطت بترتيبات تعاونية للنقد، و6 عملات كانت تعدل وفقا لمجموعة من المؤشرات، و46 عملة تحتفظ بترتيبات أخرى للصرف تتطوي على قدر أكبر من المرونة (بسام الحجار، 2003، صفحة 114).

2-5-1- نظام الصرف المرن **Systeme de change flexible**:

في سنة 1971 قامت الو.م. أ بإلغاء إمكانية تحويل الدولار إلى ذهب فأصبحت عمليات الصرف التي تتم بين دول عملاتها غير قابلة للتحويل تخضع لشراء وبيع العملات الصعبة أي فقط قواعد السوق هي التي تحدد سعر صرف العملات. فنقول عن عملة أنها عائمة إذا كان سعر صرفها يتحدد فقط بالعرض والطلب في سوق الصرف. إن كل العملات الرئيسية اليوم تخضع لنظام الصرف المرن لكن أسعار الصرف تخضع لمراقبة البنوك المركزية في هذه الدول حتى تتجنب الارتفاع أو الانخفاض الكبير في أسعار صرف عملاتها. فبالرغم أن نظام الصرف المرن يفترض عدم تدخل السلطات في تحديد سعر الصرف، إلا أن السلطات

النقدية والمالية للدول المتبعة لهذا النظام قد تتخذ بعض الإجراءات المناسبة للتأثير على سعر الصرف في الاتجاه الذي ترغب فيه، تجنباً لحدوث تغيرات غير مرغوب فيها على مستوى المتغيرات الاقتصادية للدولة (حاتم، 1994، الصفحات 56-57).

يتفرع عن أنظمة الصرف المرنة، نظامان رئيسان هما أنظمة الصرف الحرة وأنظمة الصرف المدارة:

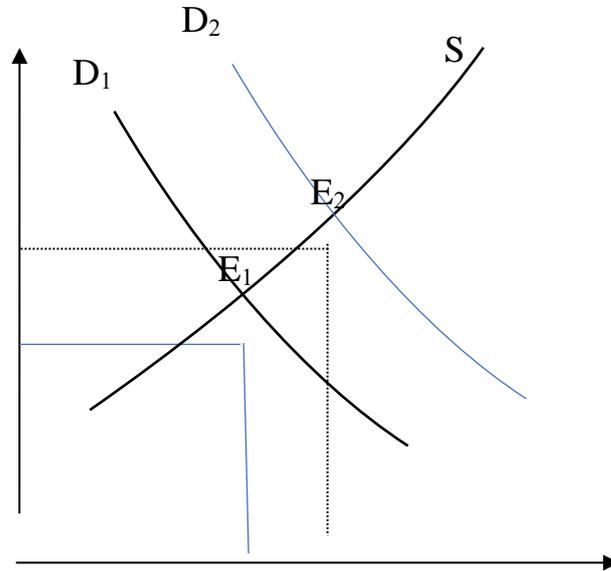
أ- أنظمة الصرف الحرة (التعويم النظيف **Le flottement pur, Free Float**):

في ظل هذا النظام فإن أسعار الصرف تتحدد بواسطة قوى السوق التي تحقق التوازن بين العرض والطلب على الصرف الأجنبي دون تدخل من قبل السلطات النقدية والمالية. ويتحدد سعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية نتيجة لتفاعلات قوى العرض والطلب من العملة المحلية والعملة الأجنبية، فالطلب المحلي على العملة الأجنبية مشتق من الطلب على السلع والخدمات والأصول المالية الأجنبية في حين أن عرض الصرف الأجنبي مشتق من الطلب الأجنبي على السلع والخدمات والأصول المالية المحلية.

■ تحديد سعر الصرف الحر:

يتحدد سعر العملة بالنسبة للعملات الأجنبية وفق نظرية الأثمان في النظرية الاقتصادية على ضوء تقاطع منحى عرض العملة مع منحى الطلب عليها مثل باقي السلع الأخرى. ولتوضيح الفكرة أكثر نستشهد بالشكل البياني التالي عن كيفية تحديد سعر الصرف الحر بين الدولار الأمريكي والجنيه الإسترليني:

الشكل رقم 4-1: تحديد سعر صرف الإسترليني £ بالنسبة للدولار \$.



يتحدد سعر الصرف الحر للجنيه الإسترليني بالنسبة للدولار الأمريكي عند مستوى التوازن (E_1) المتمثل في نقطة تقاطع منحنى الطلب (D) مع منحنى العرض (S)، وتحرك السعر إلى الأعلى يعني زيادة سعر الإسترليني بالنسبة للدولار. وينشأ الطلب على الصرف الأجنبي من جميع العمليات الواردة في الجانب المدين من ميزان المدفوعات، والتي تمثل واردات السلع والخدمات، التحويلات إلى الخارج، حركات رؤوس الأموال إلى الخارج، واردة الذهب؛ في حين تتمثل مصادر عرض العملة الأجنبية من جميع العمليات الواردة في الجانب الدائن من ميزان المدفوعات، والتي تمثل مختلف صادرات السلع والخدمات، التحويلات إلى الداخل، حركات رؤوس الأموال الداخلية وصادرات الذهب (عفيفي حاتم، 2000، الصفحات 166-169).

▪ المزايا الرئيسية لأنظمة الصرف الحرة:

ومن المزايا الرئيسية التي تدفع الدول لاستخدام أنظمة الصرف الحرة هو عزل الدولة عن التضخم والبطالة في الدول الأخرى. كما أن هناك استقلالية أكبر للسلطات النقدية في الدول التي تستخدم أنظمة الصرف الحرة فهي ليست ملزمة بالتدخل للمحافظة على سعر الصرف ضمن حدود معينة. مما يعني عزل قراراتها النقدية عن هذه الحدود، والتي قد يكون لتدخلها أثر غير محمود اقتصادياً. إلا أن استخدام الدول أنظمة الصرف الحرة تعمق من حجم المشاكل الاقتصادية داخل الدول التي تعاني منها، بالإضافة إلى تأثير التذبذبات في أسعار الصرف على المتغيرات الاقتصادية الكلية بالدولة وعلى رغبة المستثمرين بدخول أسواق تلك الدول (ماهر جلال بعقوب، 2017، صفحة 170).

ب- نظام الصرف المعوم المدار **Le flottement impur, Managed Float**:

في ظل هذا النظام فإن الدولة تعدل أسعار عملاتها مقابل العملات الأخرى بناء على تقدير وضع الاحتياطات وميزان المدفوعات. فهي تشبه أنظمة الصرف الحرة في أنه يسمح لأسعار الصرف بالتحرك على أساس يومي إذ لا توجد حدود رسمية لسعر العملة، وتشبه أسعار الصرف الثابتة في تدخل السلطات أحياناً بغرض التخفيف من حدة التقلبات في سعر الصرف (ماهر جلال بعقوب، 2017، صفحة 170).

ج- نظم أسعار الصرف الثابت **Système de change fixe**:

وهي عبارة عن أسعار صرف مثبتة إما إلى عملة واحدة (Paged Currency) ، إذ تثبت الدولة عملتها إلى عملة دولية رئيسية قوية، وتتمتع بالقبول على المستوى الدولي، دون تعديلات إلا في حالات نادرة وتعلن مسبقاً مقدار التعديل مقابل عملة الارتكاز (Peg). أو تثبت الدولة سعر صرف عملتها إلى سلة من العملات (Basket currency) تعكس عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين (أي تعكس هيكل تجارتها الخارجية)، أو أن تلجأ الدولة إلى تثبيت عملتها مقابل وحدة معيارية مثل وحدة حقوق السحب الخاصة أو الوحدة الأوروبية. في ظل نظام الصرف الثابت يبقى سعر صرف العملة المحلية ثابتاً قابل عملة التثبيت أو مقابل سلة العملات أو مقابل حقوق السحب الخاصة (ماهر جلال بعقوب، 2017، صفحة 170).

▪ المزايا الرئيسية لنظم أسعار الصرف الثابت:

من المزايا الرئيسية لنظم أسعار الصرف الثابتة أنه يتيح للمنتجين القدرة على تحديد الكميات التي يرغبون في إنتاجها في ضوء تقديرهم للأرباح المتوقعة على أساس السعر الثابت للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية. إلا أن من مساوئ هذا النظام أنه يعكس الأوضاع الاقتصادية السيئة لدولة عملة التثبيت إلى العملة المحلية. كما أنه يفرض على السلطات النقدية الاحتفاظ بالاحتياطيات الكافية من العملات الأجنبية للحفاظ على حدود تثبيت العملة مما يشكل عبئاً على تلك السلطات لإدارة وتجميع تلك الاحتياطيات (ماهر جلال بعقوب، 2017، صفحة 171).

وفي الأخير يمكن القول بأن النظام النقدي الدولي قد عرف عدة أنظمة صرف يمكن إيجازها في الجدول التالي:

الجدول رقم 4-1: وصف لنظام سعر الصرف الأجنبي:

النظام	الوصف	الملاحظات
التعويم الحر Free Float	حرية كاملة لقوى السوق	رغم إمكانية تطبيقه من الناحية النظرية إلا أنه عملياً من النادر استمراره لفترة طويلة حيث يرغب البنك المركزي في العادة في التدخل بدرجة محددة.
التعويم المدار Managed Float	يتدخل البنك المركزي ولكن عادة للحد من التقلبات فقط	شائع الوجود، المشكلة أن البنك المركزي لا يعرف ما إذا كانت حركة سعر الصرف هي تقلب قصير الأجل أم

<p>علامة على وجود اتجاه أساسي.</p>		
<p>موجود بصورة آثر شيوعاً ولكن مستمر فقط في حالة اتفاق السوق مع رؤية البنك المركزي لتعديل مسار المعدل. ويمكن أن تكون الإصلاحات وفقاً لصيغة ما (مثال: للتأثير على الربط بسلة من العملات أو لتعكس اختلاف معدلات التضخم مع الدول المنافسة، وعادة ما يتم نشر صيغة أو قواعد التعديل الأخرى.</p>	<p>يتدخل البنك المركزي في تحقيق تعديل خاضع للسيطرة في سعر الصرف وعادة ما يكون ذلك بصورة مستمرة.</p>	<p>الربط مع الزحف Crawling Peg</p>
<p>مثل نظام النقد الأوروبي الذي يعمل في ظل هامش يتراوح بين حدى 21/2% و15% فإذا ما اقترب المعدل أو وصل للحد فان البنك المركزي يواجه اختيارات و</p>	<p>يسمح له بالتقلب في حدود هذا الهامش، ولكن يتدخل البنك المركزي لمنع المعدل من تعدى هذا الهامش</p>	<p>ثابت مع هامش أو منطقة مستهدفة Fixed with margin or Target Zone</p>

<p>تحديات أما هو الحال في نظام الصرف الثابت</p>		
<p>نظام Woods Bretton حيث كان الحد الأقصى لهامش التقلبات 1% على أي من جانبي النسبة المعلنة مقابل الدولار، وقد شاع استخدام هذا النظام في الفترة 1945-72.</p>	<p>ثابت، (ويتدخل البنك المركزي إذا لزم ذلك) لفترات ممتدة، وهو وإن كان في حدود هامش ضيقة إلا أنه قابل للتعديل في حالة عدم التوازن أو في حالة وجود ضغوط لا يمكن تحملها.</p>	<p>ثابت ولكن قابل للتعديل Fixed but Adjustable</p>
<p>الثبات يقصد الدائم (Indefinite Fixity) ولكن لا يمكن ضمانه، قد يكون الإصلاح ضرورياً حتى وإن لم يتم صراحة الاعتراف بإمكانية قياسه، خلافاً لذلك يحظر التدخل. نادراً هذه الأيام ولكن قد يظهر كمقدمة للاتحاد النقدي الأوروبي. بعض الأمثلة التاريخية لإرجاء الثبات إذا ما كانت هناك تعبئة منخفضة أو قيود</p>	<p>يعد نسخة أثار صرامة وشدة من نظام ثابت ولكن قابل للتعديل.</p>	<p>ثابت من قبل البنك المركزي Fixed by Central Bank</p>

على رأس المال (مثال: الجنيه البريطاني والجنيه الإيرلندي حتى 1979)		
نظام آلي وصارم يضمن تحول النقود الأساسية عند معدل ثابت ومن ثم بالمراجعة أو الموازنة Arbitrage يتضمن سعر قريب من معدل السوق، إلا أن الضغط على مكان آخر داخل الاقتصاد (مثال: على البنوك، الأنشطة أو الأسعار) قد يزيد الضغوط السياسية لتغيير المعدل أو للتنازل عن نظام مجلس النقد.	النقود الأساسية (= العملة+ ميزانية البنوك لدى البنك المركزي) ولا بد من تغطيتها بالكامل بالعملة الأجنبية (الذهب) عند معدل ثابت.	ثابت بمجلس النقد (معياري الذهب) Fixed by Currency board or a gold standard
وهنا يظهر تساؤل حول ما إذا كانت الدولة تابعة بالكامل لدولة أخرى في تحديد السياسة النقدية ونيل الرسوم أو يسمح لها بحصة.	التنازل عن العملة المستقلة واتباع عملة أخرى.	عملة موحدة Unified Currency

المصدر: (محي الدين و كجوك، 2002، صفحة 212)

ثانياً: سياسة سعر الصرف La politique de change

تعتبر سياسة الصرف أحد مكونات السياسة الاقتصادية العامة في الدولة، فهي تسعى بواسطتها إلى استقرار معدلات التضخم وتنمية الصناعات المحلية وتخصيص أمثل للموارد وحسن توزيعها، وتحقيق النمو الاقتصادي والحد من اختلال توازن ميزان المدفوعات.

1-تعريف سياسة سعر الصرف :

تعبر سياسة سعر الصرف عن مجموع التدابير والاجراءات التي تتخذها السلطات النقدية للدولة فيما يخص الصرف قصد تحقيق أهداف معينة.

2-أهداف سياسة سعر الصرف :

تلجأ السلطات النقدية إلى سياسة الصرف من أجل تحقيق العديد من الأهداف أهمها (قدي، 2003، صفحة 131):

1-2-مقاومة التضخم :

ان المستوى العام للأسعار هو المتغير الأساس الذي يسبب تدهور سعر صرف في الأجل القصير، فتحسن سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض مستوى التضخم المستورد، بالإضافة إلى زيادة القدرة التنافسية للمؤسسات، كما أن انخفاض تكاليف الاستيراد في المدى القصير لها تأثير إيجابي على مستويات التضخم من ترشيد أداة الإنتاج في المدى القصير وبالتالي الحصول على عوائد إنتاجية، وهذا يؤدي إلى رفع جودة المنتجات، وهو ما يحسن من تنافسية الاقتصاد.

2-2-تخصيص الموارد :

ينعكس أثر تغير سعر الصرف الحقيقي على إعادة تخصيص الموارد في أسواق عوامل الإنتاج، إذ يؤدي انخفاضها إلى استعمال عنصر العمل ورأس المال في قطاع التصدير وفي الصناعات المنافسة.

2-3-توزيع الدخل :

يلعب سعر الصرف دورا كبيرا في توزيع الدخل بين مختلف الفئات والقطاعات، فعند ارتفاع القدرة التنافسية للقطاعات التقليدية، نتيجة انخفاض سعر الصرف الاسمي، هو ما يجعله أكثر ربحية، وبالتالي زيادة عوائد أصحاب الأموال وارتفاع القدرة الشرائية للعمال.

2-4- تنمية الصناعة المحلية :

قد يلجأ البنك المركزي إلى اعتماد سياسة تخفيض سعر الصرف من أجل حماية السوق المحلي من المنافسة الخارجية وتنمية الصناعات المحلية، أو لتشجيع الصادرات.

3- أدوات سياسات سعر الصرف.

من أجل المحافظة على استقرار أسعار الصرف تلجأ مختلف الدول إلى إتباع سياسات متنوعة تهدف في مجملها إلى استقرار عملاتها بالنسبة لعملات الدول الأخرى. ومن هذه السياسات ما يلي:

3-1- استخدام احتياطي العملات الصعبة (احتياطي الصرف):

يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف عن طريق شراء أو بيع العملات الصعبة من أجل التأثير في كل من العرض والطلب على العملات الأجنبية والتأثير على سعر الصرف. فعند انخفاض العملة يتدخل البنك المركزي ببيع العملات الصعبة لديه مقابل العملة المحلية، وعندما تتحسن العملة يقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، وفي حالة أن الاحتياطات كانت غير كافية يلجأ البنك المركزي إلى تخفيض العملة المحلية.

3-2- سياسة الرقابة على الصرف :

يعرف نظام الرقابة على الصرف بأنه عبارة عن الاشراف الحكومي المنظم على سوق الصرف الأجنبي، أي قيام البنك المركزي كسلطة رقابية بتنظيم الطلب والعرض على الصرف الأجنبي في هذه الدولة.

3-2-1- قواعد الرقابة على الصرف:

للرقابة على الصرف عدة قواعد لتجسيدها أهمها (حاتم، 1989، صفحة 203):
-عدم السماح بحرية تحويل العملة الوطنية إلى عملات أخرى إلا في ظل القواعد المنظمة التي تضعها الدولة.

-إخضاع حركة تصدير واستيراد الصرف الأجنبي لقواعد معينة.

3-2-2- أهداف نظام الرقابة على الصرف:

هناك العديد من الاهداف التي تسعى الدول إلى تحقيقها بإتباع نظام الرقابة على الصرف، من أهمها (حاتم، 1989، صفحة 205):

- المحافظة على القيمة الخارجية للعملة بأعلى من قيمتها الحقيقية Surévaluation من خلال قيام السلطات بوضع إجراءات تنظيمية وقانونية تقييدية على الطلب على الصرف بما يتناسب مع القدر المتاح منه، مما ينتج عنه وجود جزء من الطلب الداخلي على الصرف دون إشباع.

- حماية الصناعة الوطنية من المنافسة الأجنبية عن طريق رفض الترخيص بالصرف لاستيراد سلع منافسة للسلع المحلية.

- تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات حيث تقوم الدولة بالحد من الواردات غير الضرورية، وتشجيع الصادرات ذات الأهمية الكبرى.

- تعمل الرقابة على الصرف على دعم خطط التنمية من خلال إعطاء معاملة تفضيلية للواردات الضرورية التي تخدم مشاريع التنمية والمحافظة على احتياطي البلد من العملات الأجنبية.

- تعمل الرقابة على الصرف على منع هروب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج.

4- اللجوء إلى تعديل معدل الفائدة:

من أجل المحافظة على سعر صرف قوي يلجأ البنك المركزي إلى الرفع من معدل الفائدة الأمر الذي يجذب رؤوس الأموال ويقلل من هروبها نحو الخارج. فمعدل فائدة مرتفع يحدث طلباً كبيراً على العملة الوطنية مما يرفع من سعر صرفها.

5- سياسة تعديل سعر صرف العملة:

قد تنتهج بعض الدول سياسة رفع وخفض قيمة عملتها (سعر صرفها) من أجل تحقيق أهداف معينة:

5-1- تخفيض قيمة العملة Dévaluation :

تخفيض قيمة العملة Dévaluation هو لجوء السلطات النقدية إلى تخفيض قيمة عملتها مقارنة بالعملات الأجنبية، أي تخفيض قدرتها الشرائية في الخارج، وبالتالي يعتبر هذا الإجراء تصرف إداري تقررته السلطات النقدية بناء على سياسة مقصودة. أما مصطلح انخفاض قيمة العملة Dépréciation فهو انخفاض سعر صرف العملة الوطنية في سوق النقد الأجنبي

دون تدخل من طرف السلطات النقدية، وإنما الانخفاض ناتج عن قوى العرض والطلب على العملة.

5-1-1- أسباب اللجوء إلى التخفيض:

هناك مجموعة من الأسباب التي تدفع بالسلطات النقدية إلى تخفيض العملة منها:

- معالجة العجز في ميزان المدفوعات : حيث أن تخفيض سعر الصرف قد يؤدي إلى تشجيع الصادرات والحد من الواردات، وهذا ما قد يؤدي في النتيجة إلى إعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات الذي كان مختلا. وذلك أن تخفيض سعر صرف العملة الوطنية بالنسبة إلى العملات الأجنبية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار السلع في البلد المخفض بالنسبة إلى المقيمين في الخارج وهو ما من شأنه زيادة الصادرات. وفي المقابل، فإن هذا التخفيض قد يحد من قدرة المقيمين على الاستيراد، نظرا لارتفاع أسعار الواردات إليهم.
- تشجيع الصناعة المحلية.

5-1-2- شروط نجاح عملية التخفيض:

إن سياسة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية قد لا تحقق الأهداف المرجوة منها، وقد يرجع السبب في ذلك لوجود اختلالات هيكلية في اقتصاد البلد المخفض. ولنجاح سياسة التخفيض يتطلب الأمر توفر مجموعة من الشروط أهمها:

- مرونة الطلب الخارجي على السلع والخدمات الوطنية القابلة للتصدير : إذا كان الطلب الخارجي على الصادرات الوطنية غير مرن، أي إذا لم يترتب على انخفاض أسعار السلع الوطنية المعدة للتصدير زيادة في الطلب الخارجي عليها، فهذا سيؤدي في الأخير إلى ازدياد عجز ميزان المدفوعات خاصة إذا كانت مدخلات السلع المحلية مستوردة. وهل يتزايد هذا الطلب بنسبة تتماشى مع تخفيض سعر الصرف؛ فحسب مارشال ومن بعده ليرنر فإن تخفيض قيمة العملة يحسن من ميزان المدفوعات إذا كان مجموع مرونة الطلب أكبر من الواحد (محمود شهاب و عدلي ناشد، الطبعة الأولى 2006، الصفحات 145-146).

- مرونة الجهاز الانتاجي الداخلي من السلع والخدمات القابلة للتصدير لمواجهة الطلب الخارجي.

- عدم اتباع الدول المنافسة لنفس الاجراء (تخفيض العملة).

- القدرة التنافسية للسلع الوطنية المعدة للتصدير (الجودة والمعايير الصحية والأمنية الضرورية للتصدير).
- مرونة الطلب المحلي على الواردات: إذا كان الطلب على الواردات من السلع والخدمات غير مرن، فهذا يعني أن خفض قيمة العملة لا يؤدي بالضرورة إلى انخفاض الواردات وإنما ينتج عنه ارتفاع في المبالغ المنفقة على الاستيراد نتيجة ارتفاع أسعار السلع المستوردة بالعملة الوطنية وبالتالي حدوث عجز إضافي في رصيد ميزان المدفوعات.

5-2- رفع قيمة العملة Surévaluation:

رفع قيمة العملة Surévaluation هو لجوء السلطات النقدية إلى رفع قيمة عملتها مقارنة مع العملات الأجنبية، تهدف هذه العملية أساساً إلى تخفيض الفائض التجاري، فالفائض المستمر في ميزان المدفوعات لمدة طويلة قد يشكل بالنسبة للدولة عدة مساوئ، باعتباره يؤدي إلى تدفق السيولة التي تعتبر من العوامل المؤدية إلى التضخم إضافة إلى ذلك فالخطورة تزداد عندما تقود المضاربة في أسواق الصرف إلى اجتذاب رؤوس الأموال القصيرة الأجل التي تقيم على أنها دون قيمتها الحقيقية بانتظار رفع تلك القيمة لاحقاً. أما مصطلح ارتفاع قيمة العملة Appréciation فهو ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية في سوق النقد الأجنبي دون تدخل من طرف السلطات النقدية، وإنما الارتفاع ناتج عن قوى العرض والطلب على العملة.

5-2-1- أسباب الرفع من القيمة الخارجية للعملة:

- للرفع من القيمة الخارجية للعملة أسباب نذكر منها:
 - فائض الميزان التجاري وبالتالي العمل على التخلص من هذا الفائض بإعادة التوازن لميزان المدفوعات.
 - لمواجهة الارتفاع الحاصل في الأسعار العالمية الاستراتيجية، كما فعلت فرنسا عندما قامت بالرفع من قيمة الفرنك الفرنسي لمواجهة ارتفاع أسعار النفط في السبعينات.

المحور الخامس

إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف

المحور الخامس: إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف

إن ممارسة الأعمال الدولية من طرف المستثمرون (شركات وأفراد) عادة ما يعرضهم إلى مخاطر تقلبات أسعار الصرف غير المتوقعة، والتي يكون لها الأثر المباشر على التدفقات النقدية المتوقعة الخارجة والداخلة للشركات والمقومة بالعملة الأجنبية؛ مما ينجر عنه في الأخير حدوث خسائر كبيرة ما لم يتم إدارتها.

وهذا ما يشكل تحديا كبيرا للمستثمرين في السعي لمواجهة مخاطر أسعار الصرف، والبحث عن الطرق والتقنيات التي تساعد في تجنب هذه المخاطر أو على الأقل تقليلها، وقد تلجأ المؤسسة في ذلك إلى مجموعة من الاستراتيجيات أو التقنيات المناسبة لإدارتها.

1- ماهية مخاطر سعر الصرف:

قد عرف **Weston** وآخرون 1996 مخاطر سعر الصرف على إنها التعرض إلى خسارة أو ضرر ناتج عن احتمالية وقوع بعض الأحداث غير المرغوب فيها.

أما Shapiro 2003 فقد عرفها على أنها درجة التقلب في سعر صرف عملة معينة نسبة إلى العملات الأخرى أو إلى العملة المرجعية.

في حين عرفها كل من Sharpe & Alexander, 1990 على أنها حالة عدم التأكد حول السعر الذي من الممكن أن تبادل به العملة المحلية بدلالة العملة الأجنبية مستقبلا.

2- إدارة مخاطر اسعار الصرف**1-2- مفهوم إدارة المخاطرة**

تعرف إدارة المخاطرة على أنها عملية تقتضي تحديد وتقييم المخاطر، واختيار الأدوات المناسبة وتنفيذها وفقا لنوع المخاطرة Stulz, 1996.

3- تقنيات تغطية مخاطر سعر الصرف Les modalités de couverture du**:risque de change**

يقصد بتقنيات تغطية مخاطر الصرف مجموع الإجراءات والتدابير التي تستعملها المؤسسة من أجل تخفيض مخاطر أسعار الصرف أو تحييدها.

ويمكن تصنيف هذه التقنيات إلى مجموعتين:

- الأولى تعتبر تقنيات داخلية لأن المؤسسة تحاول التحكم في هذه المخاطر وإدارتها على مستواها وبإمكانياتها الداخلية أو الخاصة دون الحاجة إلى دخول الأسواق الخارجية أو الاستعانة بأطراف خارجية.
- والمجموعة الثانية تتمثل في استخدام تقنيات خارجية والتي تتمثل بشكل رئيس في استخدام أدوات الهندسة المالية (المشتقات) التي تشمل العقود الآجلة (Forwards) والمستقبليات (Futures) والخيارات (Options) والمبادلات (Swaps).

3-1- التقنيات الداخلية لإدارة مخاطر سعر الصرف:

Les méthodes de couverture interne du risque de change

تتمثل هذه التقنيات فيما يلي:

3-1-1- اختيار عملة الفوترة Le choix d'une devise et du prix en devises:

إذا كان بإمكان المؤسسة اختيار عملة الفوترة بالنسبة لمبيعاتها أو متحصلاتها المستقبلية من الأموال (Encaissements)، فعليها اختيار العملة القوية أي اختيار العملة التي من المتوقع أن ترتفع مقارنة بالعملة المرجعية.

والعكس بالنسبة لمشترياتها أو مخرجاتها المستقبلية من الأموال (Décaissements)، فعليها اختيار العملة الضعيفة التي من المتوقع أن تنخفض مقارنة بالعملة المرجعية.

3-1-2- الامداج النقدي L'indexation monétaire:

هناك امكانية في إعداد العقود (البيع والشراء) تسمح للمؤسسة بإدماج شرط يسمح بتغيير سعر البيع (على سبيل المثال) تبعا للتغير في معدلات الفائدة أو معدلات التضخم، وبالتالي فان المؤسسة في هذه الحالة لا تتحمل مخاطر الصرف إذا كانت التغيرات في سعر الصرف تتبع التغيرات في معدلات الفائدة (Parité des taux d'intérêt) أو معدلات التضخم (Parité des pouvoirs d'achat).

وفقا لهذه التقنية فإن مخاطر الصرف يتم نقلها إلى المشتري وهو ما لا يقبله أكيد.

3-1-3- نظام المقاصة المتعددة الأطراف للمدفوعات Le système de compensation multilatérale (Netting)

الهدف من هذا النظام هو إلغاء التحويلات بين الفروع التي تكون بينها روابط مالية (مدفوعات ومستحقات) عن طريق استخدام تقنيات المقاصة، الأمر الذي يستدعي انشاء مركز المقاصة Un centre de Netting الذي ينظم عمليات المقاصة (الطرق، الاجراءات...)، أي تقليص عدد ومبالغ التحويلات فيما بين الفروع والاكتفاء بدفع فوارق الديون بينها. ويجب الاشارة إلى أن نظام المقاصة يمكن تطبيقه بالنسبة للتدفقات المعبر عنها بنفس العملة.

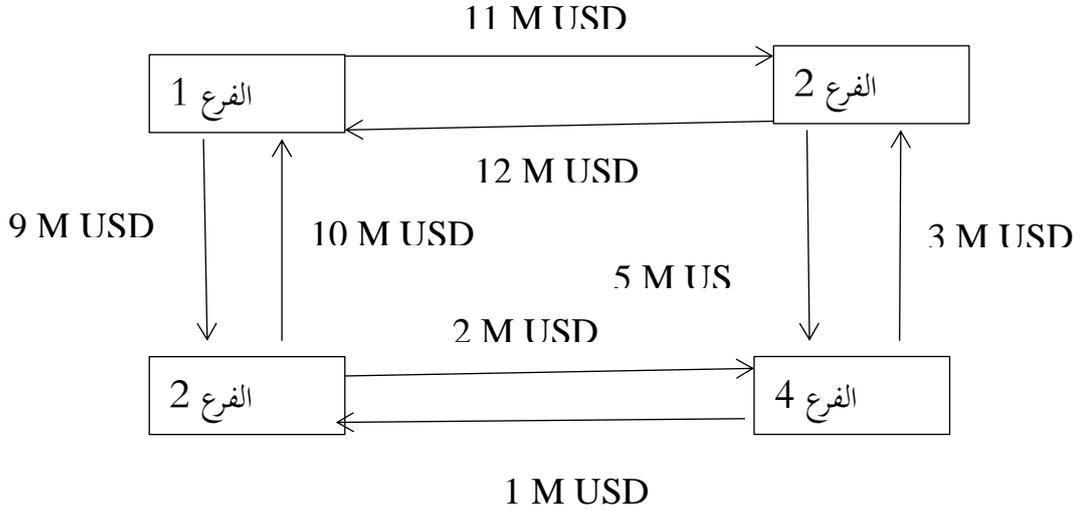
المقاصة الثنائية:

إذا قامت مؤسسة ألمانية، والتي تمثل فرع لمجمع متعدد الشركات، ببيع سلع لمؤسسة فرنسية (والتي تمثل فرع لنفس المجمع) بقيمة 3 ملايين دولار، وأن هذا الأخير باع للفرع الألماني سلع ب 2 مليون دولار، ففي هذه الحالة تستدعي المقاصة الثنائية Compensation bilatérale أن الفرع الفرنسي يدفع للفرع الألماني ما قيمته 1 مليون دولار.

مثال عن المقاصة الثنائية:

إذا افترضنا وجود عدة فروع لنفس المجمع بينهم عمليات متبادلة (شراء وبيع) كما يوضحه الشكل التالي:

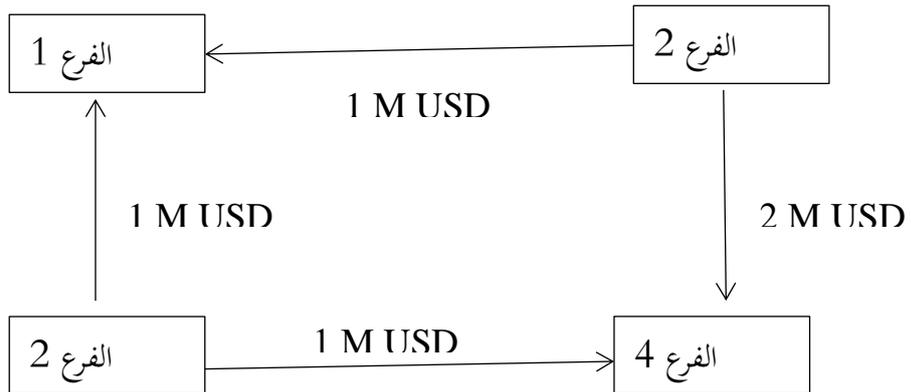
الشكل رقم 5-1: مثال عن عمليات المقاصة بين الفروع:



Source : (Fontaine, 2009, p. 135)

من الممكن في هذه الحالة اللجوء إلى المقاصات الثنائية بين كل الفروع، كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم 5-2: مثال عن المقاصة الثنائية:



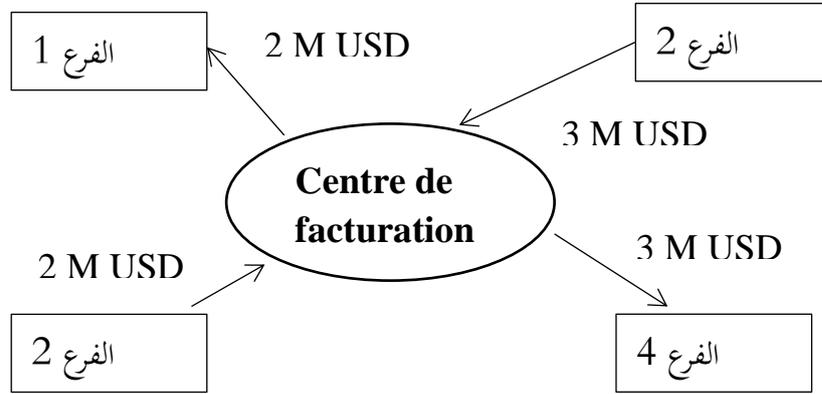
Source : (Fontaine, 2009, p. 135)

المقاصة المتعددة الأطراف:

كما يمكن إنشاء مركز مقاصة على مستوى المجمع يعمل على مركزية مجموع الذمم والديون المتبادلة لجميع فروع المجمع بالعملات المختلفة.

يستقبل هذا المركز الأموال من الفروع التي لها رصيد إجمالي مدين ويعمل على إعادة توزيع الأموال على الفروع التي لها رصيد إجمالي دائن كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 5-3: مثال عن المقاصة المتعددة الأطراف:



Source : (Fontaine, 2009, p. 135)

في الأخير يجب الإشارة إلى أن اعتماد نظام المقاصة فيما بين المؤسسات الموجودة في بلدان مختلفة غير مسموح به في جميع الدول، فعلى سبيل المثال يمنع تطبيق هذا النظام في فرنسا، في حين أن سويسرا تسمح باعتماده.

3-1-4- مراكز إعادة الفوترة بالعملة الصعبة Les centres de réfacturation :en devises

إذا كان مركز المقاصة المشار إليه سابقا يأخذ فقط بعين الاعتبار المدفوعات الداخلية للمجمع (ما بين الفروع)، فإن نظام مركز إعادة الفوترة يأخذ بعين الاعتبار كل المدفوعات.

المبدأ الذي تقوم عليه هذه المراكز هو أن الفروع المختلفة للمجمع لا تقوم بإعداد الفواتير لصالح زبائنها، وإنما لصالح مركز إعادة الفوترة الذي يسدد لهم (للفروع) مستحقات هذه الفواتير بعملاتهم، ومن بعد ذلك يقوم المجمع بإعادة الفواتير وإرسالها إلى زبائن الفروع الذين بدورهم سيسدون مستحقاتهم للمجمع.

مثال:

الفواتير الفرع الفرنسي بالجنيه الاسترليني يتم إعدادها باسم مركز إعادة الفوترة، والذي يقوم بالتسديد للفرع الفرنسي بالأورو، ويحصل من زبائن هذا الفرع بالجنيه استرليني. وباتباع هذه التقنية يمكن القول أن خطر الصرف يتم تحميله إلى مركز إعادة الفوترة.

3-1-5- مركزة تدفقات الخزينة (Pooling) La mise en commun:

في هذه التقنية يتم مركزة (Centralisation) كل تدفقات الخزينة بالعملة سواء كانت فيما بين شركات المجمع أو بين شركات المجمع وشركات خارج المجمع، حيث أن الفوائض في العملة لبعض الفروع يتم استخدامها في تمويل الاحتياجات من العملة لفروع أخرى؛ أي أن هذه التقنية تقوم على مبدأ تسيير خزينة المجمع بطريقة مركزية (La gestion de trésorerie est totalement Centralisée)

3-1-6- تسيير آجال العملية Le termaillage:

يعني مصطلح Le termaillage تنويع آجال دفع الديون وتحصيل المستحقات من أجل الاستفادة من التغيرات في أسعار الصرف. ويتمثل المبدأ الذي تقوم عليه هذه التقنية فيما يلي:

✓ العمل على تسريع تحصيل الذمم المستحقة على الزبائن (المستوردين)، إذا كان العملة المحرر بها العقد ضعيفة (متوقع انخفاضها)؛ وتسريع تسديد الديون للمورد (المصدر) إذا كان العملة المحرر بها العقد قوية (المتوقع ارتفاعها).

✓ العمل على تأخير المدفوعات إذا كان العملة المحرر بها العقد ضعيفة (متوقع انخفاضها)، وتأخير الإيرادات إذا كان العملة المحرر بها العقد قوية (متوقع ارتفاعها).

مثال:

- إذا كان متوقع أن الدولار سينخفض خلال الأيام القليلة، فإن المجمع سيسعى إلى تأخير تسديد فواتيره المحررة بالدولار وانتظار حدوث الانخفاض، وفي المقابل سيحاول تسريع تحصيل المبالغ المستحقة.
- وإذا كان المجمع يتوقع ارتفاع الدولار فإنه سيسرع مدفوعاته المحررة بالدولار، وسيعمل على تأخير تحصيل مستحقاته (منح آجال للزبائن).

3-1-7- التنوع النقدي La diversification monétaire:

لتوضيح هذه التقنية نستشهد بالمثال التالي:

لنفترض أن شركة أمريكية متعددة الجنسيات لها فرعين، فرع فرنسي وفرع ياباني، وخلال الشهر فإن الفرع الفرنسي سيقوم بتسديد 5 مليون أورو وتحصيل 500 مليون ين. في حين أن الفرع الياباني لنفس الفترة سيسدد ما قيمته 700 مليون ين وسيحل ما قدره 7 مليون أورو؛ فكيف سيتم تخفيض مخاطر الصرف باستخدام هذه التقنية مع العلم أن العملة المرجعية للشركة المتعددة الجنسيات هي الدولار.

فإذا افترضنا أن $1 \text{ USD} = 1 \text{ EUR}$ و $1 \text{ USD} = 100 \text{ JPY}$ ، فإن حصيلة المجمع بالأورو تساوي 2 مليون دولار، و ما سيتم تسديده بالين هو 2 مليون دولار و بالتالي فإن التعرض لخطر الصرف بالنسبة للدولار معدوم.

وإذا تغير كل من الأورو والين بنفس النسبة مقارنة بالدولار كما يلي:

$$1 \text{ USD} = 1.25 \text{ EUR} \text{ و } 1 \text{ USD} = 125 \text{ JPY}$$

وعليه تصبح الإيرادات 1.6 مليون دولار والمستحقات 1.6 مليون دولار، أي أن أرباح

الصرف تعوض خسائر الصرف.

في الحقيقة أن هذا المثال مخالف للواقع، لأنه نادرا ما نجد مقاصة كاملة، إلا أنه وكقاعدة عامة، فإن أرباح الصرف تعوض خسائر الصرف لمختلف العملات ولو جزئيا.

3-2- التغطيات الخارجية لتغطية خطر الصرف Les méthodes de couverture :externe du risque de change

تتمثل التغطيات الخارجية المستخدمة في عملية التحوط من التقلبات قصيرة الأجل في أسعار الصرف الاسمية في استخدام أدوات الهندسة المالية (المشتقات) التي تشمل العقود الآجلة (Forwards) والمستقبليات (Futures) والخيارات (Options) والمبادلات (Swaps) (جابر الشكرجي و إبراهيم العامري، 2013، صفحة 31).

لقد زادت في السنوات الأخيرة أهمية المشتقات Produits dérivés في الأسواق المالية، حيث أصبحت تمثل العقود المستقبلية وعقود الخيارات معاملات معتبرة في العديد من الأسواق المنتظمة Marchés organisés كما أن العقود الآجلة والمبادلات وأنواع أخرى من المعاملات أصبحت تتداول بصفة منتظمة في الأسواق غير المنتظمة Marchés de grés à grés من طرف المؤسسات المالية.

3-2-1- مفهوم المشتقات المالية:

اكتسبت المشتقات المالية مكانة بارزة في العقود القليلة الماضية، فبالرغم من حداثتها إلا أنها شهدت معدل نجاح مرتفع، ويكمن هذا النجاح في استخدامها على نطاق واسع في المؤسسات المالية وغير المالية. وأضحت اليوم عنصر حيوي في التمويل وشكل من أشكال التغطيات المستخدمة في عملية التحوط ضد التقلبات قصيرة الأجل في أسعار الصرف الاسمية. ومن ثم تطورت لتصبح إحدى أدوات الاستثمار، غير أن استخدامها الخاطئ أدى إلى إفلاس العديد من المؤسسات مالية كانت أم تجارية (العارضي، العباسي، و الجبوري، 2016، صفحة 25).

أ. مفهوم الأصل المشتق: Le Produit dérivé:

يمكن تعريف العقود المشتقة على أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، أي أن وجودها مرتبط بوجود أصل آخر. وتتنوع هذه العقود وفق طبيعتها ومخاطرها وأجلها (العارضي، العباسي، و الجبوري، 2016، صفحة 26). وقد عرفت المجموعة الاستشارية لنظم المحاسبة القومية على أنها أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية؛ أما قيمة المشتق فإنها تتوقف على سعر الأصل أو المؤشر محل التعاقد (بن رجم، 2017، صفحة 150).

ب- الأسواق التي يتم فيها تداول المشتقات:

تمثل العقود المستقبلية (**Futures**) وعقود الخيارات (**Options**) معاملات معتبرة في العديد من الأسواق المنتظمة **Marchés organisés**، في حين أن العقود الآجلة (**Forwards**) والمبادلات (**Swaps**) وأنواع أخرى من المعاملات يتم تداولها بصفة منتظمة في الأسواق غير المنتظمة **Marchés de grés à grés** من طرف المؤسسات المالية.

1. الأسواق المنتظمة **Les Marchés organisés**:

السوق المنتظم للأصول المشتقة هو سوق يتم فيه تبادل العقود النمطية المعدة من طرف سلطات السوق، ومن أهم هذه الأسواق (Hull, 2007, p. 2) :

في أمريكا:

1- سوق (www.cbtc.com) **Le chicao Board of trade** والذي تم إنشائه في سنة 1848، في البداية كان الهدف الأساسي من هذا السوق هو تنميط كميات ونوعيات الحبوب المتبادلة، سنوات من بعد تم استخدام العقود الآجلة للمضاربة بها بدلا من المضاربة بالحبوب.

2- المنافس الأساسي لسوق **cbot** هو بورصة شيكاغو التجارية **Le chicao Marcantille Exchange (www.cme.com)** والذي أنشئ في 1910. وغالبا ما تسمى "شيكاغو ميرك"، أو "ميرك" وهي بورصة للمشتقات المالية والسلعية الأمريكية ومقرها شيكاغو، تتداول ميرك

عدة أنواع من الأدوات المالية: أسعار الفائدة، والأسهم، والعملات والسلع الأساسية. وتوفر أيضا التداول في الاستثمارات البديلة، مثل حالة الطقس والمشتقات العقارية، ولديها عدد من عقود الخيار والعقود الآجلة والعقود المفتوحة (ويكيبيديا، 2020).

3- سوق (www.cboe.com) Le Chicago Board Options Exchange، والذي اقترح بداية من سنة 1973 عقود خيار الشراء على الأسهم معرفة بطريقة واضحة فيما يخص الخصائص النمطية، أما عقود خيار البيع فبدأت سنة 1977.

في أوروبا:

1- يعتبر سوق (www.eurex.com) EUREX واحد من المتعاملين الأساسيين في التعامل بالمشتقات، والذي انبثق عن الادماج بين Association de la Deutsche و Terminbourse و La Soffex SA Suisse

2- سوق لندن

Le LIFFE (London International Financial Futures Exchange : (www.liffe.com) و الذي أصبح جزء من سوق EUREX في سنة 2001.

3- سوق الخيارات الفرنسي (Marché d'options négociables de Paris) الذي أنشئ في سنة 1987، ويتم فيه تداول الخيارات لأكثر من 100 سهم وعدة مؤشرات فرنسية وأوروبية.

2. الأسواق غير المنتظمة Les Marchés de grés à grés:

يمثل السوق غير المنظم (Over the counter (OTC) بديل هام للسوق المنظمة، وتتم فيه المبادلات عن طريق الهاتف أو بواسطة شبكة اتصالات بين المؤسسات المالية من جهة وبين المؤسسات المالية وزبائنهم من جهة أخرى. ويتم في هذا السوق تسجيل المكالمات الهاتفية لحل النزاعات المحتملة (Hull, 2007, p. 3).

ج- حجم سوق الأصول المشتقة La taille du marché:

إن حجم المبادلات بالنسبة للأصول المشتقة كبير سواء كان في الأسواق المنتظمة أو الأسواق غير المنتظمة، بالرغم من أن إحصائيات بنك التسويات الدولية La Banque des Règlements Internationaux تشير إلى أن حجم المبادلات في الأسواق غير المنتظمة أكبر مما هو عليه في الأسواق المنتظمة (Hull, 2007, p. 3).

د- المشاركون في سوق المشتقات:

1- **المتحوظون Hedgers**: هم المتعاملون الذين يستخدمون العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود الخيارات لتدنية الخطر الناتج عن التغير السلبي في تحركات أسعار العملات التي يتعاملون فيها. ولديهم الرغبة في الحصول فعلياً على الأصل (العملة)، فلجؤهم لشراء وبيع العملة ما هو إلا لتأمين سعرها.

2- **المضاربون Les spéculateurs**: الذين يراهنون على الاستفادة من التطور المستقبلي للأسعار. يجذب المضاربون إلى المشتقات المتداولة في البورصة بسبب السيولة العالية والرافعة المالية العالية وانخفاض تكلفة التأثير وانخفاض تكلفة المعاملات ومخاطر عدم السداد. المضاربون هم من يحافظون على استمرار السوق لأنهم يتحملون المخاطر التي لا يرغب أي شخص آخر في تحملها (Misbahul & Jayanta, 2015, p. 69). بقدر ما تساعد المضاربة في إدارة المخاطر بقدر ما تأتي بنتائج عكسية في بعض الأحيان، فقد تكهنت العديد من شركات الطيران بارتفاع أسعار الوقود ما دفعها إلى التحوط باستخدام المشتقات، إلا أن الأزمة المالية 2007-2008 أدت إلى انخفاض أسعار الوقود بشكل كبير في السوق الفورية (Ltd, 2018).

3- **المحكمون Les arbitragistes**: يبحثون عن الربح من خلال الاستفادة من تباين الأسعار لمجموعة من العقود من خلال الشراء في سوق والبيع في سوق آخر في وقت واحد.

هـ- أهمية سوق المشتقات في التحوط ضد مخاطر الصرف:

يعتبر التحوط شكل من أشكال التأمين تلجأ إليه المؤسسات لامتناع المخاطر المالية من خلال تثبيت سعر سلعة معينة. ولتوضيح أهمية استخدام المشتقات المالية في التحوط ضد المخاطر المالية بصفة عامة و مخاطر تقلبات أسعار الصرف بصفة خاصة. إن تداول العقود الآجلة على العملات يمثل الأسواق الأكثر فعالية من الأسواق المستقبلية، وتعد العقود الآجلة الأفضل لإدارة مخاطر أسعار الصرف (العارضي، العباسي، و الجبوري، 2016، صفحة 87)، وفي هذا الإطار يشير (Bessembinder, Dec, 1991, p. 519) أن التحوط من مخاطر الشركات باستخدام العقود الآجلة يزيد من قيمة الشركات من خلال تقليل الحوافز على الاستثمار، وفي ذات السياق أشار (Haushalter (2000 في إحدى دراساته إلى وجود ارتباط إيجابي بين قرار التحوط وإجمالي الأصول. وقد توصل (Adelegan, Sep, 2009, p. 1) في دراسة له عن دور سوق المشتقات في جنوب أفريقيا، أن نمو سوق المشتقات في جنوب إفريقيا يدعم تدفقات رأس المال ويساعد المشاركين في السوق على تسعير وتحويل المخاطر. كما أن تطوير أسواق المشتقات في بلدان جنوب صحراء أفريقيا يمكن أن يمكّن المشاركين في السوق من التأمين الذاتي ضد تدفقات رأس المال المتقلبة، وتحسين إدارتهم للمخاطر الموسمية من خلال إدخال العقود الآجلة للسلع.

3-2-2-العقود الآجلة للعملة L'utilisation des contrats à terme

:(forwards)

تعتبر العقود الآجلة أول وأبسط المشتقات الأساسية بظهورها في القرن السادس عشر في الأسواق الزراعية، حيث تم استخدامها في المقام الأول لمقاومة تحركات الأسعار المعاكسة. وبالتالي فهي تمثل مهد المشتقات المالية الأخرى. ولم يعد تداولها يقتصر على المنتجات الزراعية بل تعد ذلك ليشمل المعادن الأساسية، المعادن الثمينة، منتجات الطاقة، والعملات الأجنبية، حيث كانت البداية مع العقود المستقبلية لصرف العملات الأجنبية التي بدأ التعامل فيها في 16 ماي 1972 وذلك في سوق النقد الدولي IMM التابع لبورصة شيكاغو CME

(هندي، 2003، صفحة 311). وقد أصبح من مقدور الأفراد أو الشركات القيام بعملية بيع وشراء العقود الآجلة للعملات الأجنبية كأسلوب أو طريقة للتحوط وحماية أنفسهم ضد ارتفاع قيمة العملة، أو انخفاضها، (جابر الشكرجي و إبراهيم العامري، 2013، الصفحات 31-32)؛ فالعقود الآجلة تمثل التزاما يتم إجراؤه في سوق غير منظم لشراء أو بيع عملة معينة في المستقبل بسعر محدد في الوقت الحالي من أجل تغطية مخاطر الصرف الأجنبي، حيث يمكن للمستوردين شراء العملة آجلاً كما يمكن للمصدرين بيع العملة آجلاً. إلا أن نجاح عملية التغطية مرتبط بمدى التوقع الدقيق للتطور المستقبلي لسعر الصرف الأجنبي، وإلا يتحول المكسب إلى خسارة وتتحول الخسارة إلى مكسب. فمن سمات العقود الآجلة أنها عقود ثابتة حيث يتم تسويتها فقط في تاريخ الاستحقاق عن طريق تبادل العملاتين، وعلى عكس المعاملات الفورية التي يتم تنفيذها خلال يومي عمل من تاريخ بدء المعاملة، فإن استحقاق المعاملات الآجلة يكون في فترة بين ثلاثة أيام إلى خمس سنوات (Balu & Armeanu, 2007, p. 67).

يتم تداول العقد الآجل عموماً في السوق غير المنتظمة OTC بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة و زبون، ويتم تصميمها وفقاً لرغبة واحتياج الزبون من حيث حجم العقد وموعد التنفيذ. الطرف الذي يلتزم بشراء العقد يأخذ الوضعية الطويلة Position longue، بينما يأخذ الطرف الذي يلتزم ببيع العقد الوضعية القصيرة Position courte

الجدول التالي يعطينا مثال عن تسعيرة العقود الآجلة في سوق الصرف للدولار الأمريكي مقابل الأورو (التسعيرة تعطينا عدد الدولارات للحصول على وحدة واحدة من الأورو).

الجدول رقم 5-1: سعر الصرف الحاضر والآجل أورو-دولار

(1)	Bid (2)	Ask (3)
Spot	1.1531	1.1535
Forward 1 mois	1.1520	1.1525
Forward 3 mois	1.1498	1.1503
Forward 6 mois	1.1465	1.1471
Forward 1 an	1.1399	1.1405

- يوضح العمود الأول أفق العقد (تاريخ الاستحقاق)، أي المدة بين أخذ الوضعية وتاريخ الشراء أو البيع للعملة.

- يبين العمود الثاني أسعار الصرف التي يكون البنك عندها مستعد لشراء الأورو.

- يبين العمود الثالث أسعار الصرف التي يكون البنك عندها مستعد لبيع الأورو.

يتضح من الجدول أن البنك مستعد حالياً لشراء 1 أورو ب 1.1531 دولار، وبيع 1 أورو ب 1.1535 دولار، وهو مستعد بعد 6 أشهر لشراء 1 أورو ب 1.1465 دولار، وبيع 1 أورو ب 1.1471 دولار.

▪ الهدف من العقود الآجلة:

يمكن للأفراد أو الشركات القيام بعملية بيع وشراء العقود الآجلة للعملات الأجنبية كأسلوب أو طريقة للتحوط ضد مخاطر تقلب العملات، حيث يمكن للمتحوطين من خلال شراء العقد الآجل للعملة حماية أنفسهم ضد ارتفاع قيمة العملة، أو انخفاضها، فالعقد الآجل يثبت سعر الصرف الاسمي لغاية تاريخ تسوية العقد (جابر الشكرجي و إبراهيم العامري، 2013، الصفحات 31-32).

مثال:

لنفترض أن مؤسسة أمريكية ستدفع بعد 6 أشهر ما قيمته 1 مليون أورو، وفي نفس الوقت تريد التغطية ضد مخاطر الصرف.

من الجدول السابق ستلجأ المؤسسة إلى شراء الأورو لسته أشهر ب 1.1471 = 1.1471 دولار، وبالتالي تكون المؤسسة في وضعية طويلة، وعليه فهي ملزمة أمام البنك بدفع 1.1471 مليون دولار للحصول على 1 مليون أورو، وفي المقابل البنك يأخذ وضعية قصيرة بعد 6 أشهر ويلتزم بتسليم 1 مليون أورو للمؤسسة واستلام منها 1.1471 مليون دولار. - عادة تختلف الأسعار الآجلة Forward عن السعر الحاضر Spot لأية عملة محددة، وبذلك فإن السعر الآجل سيكون محتويا على علاوة أو خصم تعكس الفرق ما بين سعر الفائدة المحلي وسعر الفائدة الأجنبي:

✚ إذا كان السعر الآجل A terme (Forward) أقل من السعر العاجل الحالي Au comptant (Spot)، فإن السعر الآجل يكون بخصم عن السعر الحاضر مقارنة بالعملة المحلية (Discount) Un déport.

✚ أما إذا كان السعر الآجل A terme (Forward) أعلى من السعر العاجل الحالي Au comptant (Spot) يكون السعر الآجل بعلاوة عن السعر الحاضر، مقارنة بالعملة المحلية (Premium) Un report.

وعليه يمكن استخدام الصيغتين التاليتين للتعبير عن سعر الصرف الآجل:

$$\text{السعر الآجل} = \text{السعر العاجل} + \text{علاوة (Report)}$$

$$\text{السعر الآجل} = \text{السعر العاجل} - \text{الخصم (Déport)}$$

أما العلاوة (أو الخصم) فيتم التعبير عنها بالصيغة التالية (Fontaine, 2009, p.

:26)

$$\text{العلاوة أو الخصم} = ((\text{السعر الآجل} - \text{السعر العاجل}) / \text{السعر العاجل}) * 100$$

- أما إذا كان سعر الصرف الآجل يساوي سعر الصرف الحاضر (Au pair) وكانت أسعار الفائدة تختلف في البلدين، ففي هذه الحالة سيلجأ بعض المتعاملين استخدام المراجعة من أجل تحقيق عائدات أعلى من العائدات الممكنة التحقيق محليا من دون تحمل مخاطر إضافية.

■ فوائد وميزات العقود الآجلة:

يتم عرض الميزات الأساسية للعقد الآجل على النحو التالي:

- 1- **إدارة المخاطر:** تعمل العقود الآجلة على تقليل مخاطر تقلبات أسعار الصرف، حيث يتعامل طرفي العقد (البائع والمشتري) بالسعر المحدد في العقد بغض النظر عن سعر السائد في السوق الفوري في تاريخ الاستحقاق.
- 2- **المرونة:** وهذا يعني أن التفاوض بين طرفي العقد (البائع والمشتري) حول نوع العملة وقيمة العقد وتاريخ التسليم، يتم وفق رغبة الطرفين.
- 3- **تعزيز الروابط التجارية:** تسمح العقود الآجلة بالتفاوض على شروط العقد مما يفيد المتداولين في اكتساب الثقة وتعزيز الروابط التجارية بينهم.

■ مخاطر التعامل بالعقود الآجلة:

العقود الآجلة مثلها مثل باقي المشتقات المالية لها جملة من المخاطر، نوجزها في النقاط التالية:

- 1- **مخاطر تقصير الطرف المقابل (Default Risk):** تعمل العقود الآجلة على تخفيف المخاطر المالية، ولكنها قد تؤدي إلى مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالتزامات العقد، والتي تعد واحدة من المخاطر البارزة في العقود المتداولة في السوق غير المنتظمة OTC التي لا تتمتع بالحماية التي توفرها شركة التسوية؛ ويبقى السبيل الوحيد للتقليل من هذه المخاطر بقيام كل طرف من أطراف العقد بالتحقق من قدرة ورغبة الطرف الآخر في الوفاء التالية (قندوز، 2014، الصفحات 221-222):
- 2- **تكاليف المعاملات (Costs Transaction):** من أجل ضمان الصفقات يجب تحديد الأطراف ذات التصنيفات الائتمانية الجيدة وهي عملية مكلفة للغاية.
- 3- **الإجراءات القانونية:** يجب الالتزام بشروط وأحكام العقد الآجل بمجرد الامضاء عليه، وإلا فقد يتم اللجوء إلى الإجراءات القانونية. وباعتبار سوق العقود الآجلة سوق غير

منظم وليس لديه القدرة على التعامل مع النزاعات، فإن البحث عن ملاذ قانوني قد يكون مكلفا للغاية.

4- قضايا السيولة والشفافية: تفتقر التحويلات الآجلة إلى المرونة والسيولة لعدم توفر إمكانية لأغلاق العقد أو إلغائه. إضافة إلى وجود انخفاض في الشفافية باعتبار أن العقد الآجل يتم بين كيانين فقط.

5- عدم الكفاءة المعلوماتية: تنص دراسة أجراها (Machec & Meunier 1983) على أنه لا يوجد نشر مناسب للمعلومات في السوق الآجلة، ولكن في ظل ظروف المعلومات غير الكاملة فإن التداول الآجل يخلق بشكل غير مباشر الكفاءة في السوق الفوري.

3-2-3- العقود المستقبلية للعملة : L'utilisation des contrats à terme (Futures)

أدت ضرورة التعامل مع أوجه القصور في العقود الآجلة، ولا سيما الحاجة والصعوبة في العثور على طرف مقابل، إلى ظهور العقود المستقبلية والتي أضحت من أكثر المشتقات شيوعا المستخدمة للتحوط من المخاطر. وتشارك العقود الآجلة والمستقبلية من حيث المفهوم على أنهما التزام تعاقدى بين طرفين لشراء أو بيع مقدار محدد من العملة الأجنبية بسعر متفق عليه اثناء إبرام العقد وفي تاريخ مستقبلي، إلا أن العقود المستقبلية يتم تداولها في الأسواق المنتظمة وتكون سلطات السوق مسؤولة عن تحديد العقود النمطية Des contrats Standarisés من ناحية حجم العقد وتاريخ التسليم والنوعية، كما تحدد شروط وأحكام العقد وبالتالي تعتبر هذه العقود غير قابلة للتفاوض من قبل أطراف العقد مما يعني أن التعامل بين جميع المستثمرين يكون على قدم المساواة. وتتوفر سوق العقود المستقبلية، مثلها مثل سوق الأوراق المالية، على غرفة مقاصة متكاملة لإجراء عمليات المقاصة والتسوية، حيث يسهر السماسرة على مطابقة أوامر الشراء والبيع دون أن يلتقي المشترون والبائعين، ضمان الامتثال لشروط وأحكام العقود.

وبما أن طرفي العقد (البائع والمشتري) لا يعرفان بعضهما البعض، فإنه توجد آلية تسمح بضمان نهاية جيدة للعمليات بين البائع والمشتري، حيث أنه ولتنفيذ الالتزام بين طرفي العقد يفرض سمسار السوق على الطرفين هامشا $Dépôt\ initial$ قدره نسبة معينة من القيمة الاجمالية للعقد كضمان أو وديعة على حسن نية طرفي العقد، ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد، ويقوم السمسار عادة بتسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد مما تنعكس على رصيد كل منهما، ففي حالة ارتفاع سعر العقد في يوم معين يحقق حامله ربحا يمكن سحبه من حسابه، بينما إذا انخفض السعر فإن حامل العقد يتكبد خسارة ويتم خصم المبلغ من حسابه، وعلى هذا النحو يتعين عليه إيداع هامش لتجديد حسابه إلى مستوى العتبة .

ومثلها مثل العقود الآجلة فإن عقود المستقبلات يمكن استخدامها للتحوط ضد مخاطر التقلبات في أسعار الصرف الأجنبية، من خلال اتخاذ مركز محدد في سوق المستقبلات (مركز طويل أو قصير). ويتم التعاقد المستقبلي على العملات الرئيسية في العالم والمتمثلة في الدولار الأمريكي، اليورو، الدولار الكندي، الجنيه البريطاني، الفرنك السويسري، الين الياباني والبيزو المكسيكي. وقد تم استخدام العقود المستقبلية لسعر الصرف في أوائل السبعينات في الولايات المتحدة وتم نداولها في السوق النقدي الدولي (LMM) من بورصة شيكاغو التجارية (CME) (عيساوي، 2017، صفحة 132).

ويتم حساب سعر الصرف المستقبلي مثله مثل سعر الصرف الآجل باستخدام الصيغة التالية:

$$F_{EUR/USD} = S_{EUR/USD} \frac{1 + (i_{USD} * \frac{n}{360})}{1 + (i_{EUR} * \frac{n}{360})} \dots \dots (15)$$

وهذا ما يمكن التعبير عنه باستخدام الصيغة التالية (Hull, 2007, p. 111):

$$F_0 = S_0 e^{(r-r_f)T} \dots \dots (16)$$

حيث إن:

F_0 : السعر المستقبلي للعملة

S_0 : السعر الحاضر للعملة

r : معدل الفائدة الخالي من المخاطرة للبلد الأجنبي.

r_0 : معدل الفائدة الخالي من المخاطرة للبلد المحلي.

ويحسب الفرق بين السعر المستقبلي للعملة والسعر الحاضر وفق الصيغة الآتية:

$$F_0 - S_0 = B$$

حيث إن:

F_t : السعر المستقبلي للعملة

S_t : السعر الحاضر للعملة

B_T : الأساس لمستقبليات العملة ، وهو الفرق ما بين السعر الحاضر والسعر المستقبلي

قد تلجأ الشركات إلى شراء عقد مستقبلي (مركز طويل) يمثل العملة التي

ستحتاجها بالمستقبل لتسديد مدفوعاتها، وبهذا العقد فإنها تثبت المبلغ بعملتها الوطنية، وبالرغم

من أن عقد المستقبلي للعملة يمكن أن يخفض من التعرض لمخاطرة الصفقات إلا أنه أحيانا

يرتد عكسيا على الشركة، كما قد تلجأ الشركة إلى بيع عقد مستقبلي للعملة (مركز قصير)

يمثل العملة التي سوف تستلمها الشركة، وبذلك فإن الشركة تحوط قيمة مقبوضاتها المستقبلية

من تقلبات أسعار الصرف عن طريق تثبيت سعر الصرف.

■ فوائد العقود المستقبلية:

بشكل أساسي يحقق سوق العقود المستقبلية جملة من الأهداف، أهمها إدارة المخاطر

وضمان التسوية، اكتشاف الأسعار، وتوفير الحماية ضد التخلف عن السداد والتلاعب وإساءة

الاستخدام.

1- إدارة المخاطر وضمان التسوية:

يعتقد Moser 1997 أن العقود المستقبلية تتعارض مع مخاطر التخلف عن السداد وتحمي العقود النمطية التجار لأنها تضمن أن تكون جودة الأصل المسلم على النحو المحدد في العقد، علاوة على ذلك يمكن لبورصة العقود المستقبلية أن تأمر أعضائها بتقديم حساباتهم للتأكد من ملاءمتها. ففي عام 1873 قررت CBOT طرد أي عضو رفض الالتزام بهذه القاعدة (Andreas 1894). كما يساهم نظام الهوامش ونظام MTM في الحد من مخاطر التخلف عن السداد للطرف المقابل، حيث يتم استدعاء المتداولون لتكملة حساباتهم عن الخسائر المتكبدة على عقودهم في غضون 24 ساعة، ويؤدي عدم القيام بذلك إلى تصفية مراكزهم؛ وهذا ما يشكل ضمان تسوية في حالة التخلف عن السداد، كما يضمن التنظيم الجيد والصارم للسوق عدم وجود التلاعب وإساءة الاستخدام (Ltd, 2018).

2- اكتشاف الأسعار:

تعتبر العقود المستقبلية كمؤشر لتوفير معلومات عن السعر في السوق الحاضر في تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي. هذا يعني أن سوق العقود المستقبلية يخلق علاقة بين السعر المستقبلي والسعر الذي يتوقع أن يسود في تاريخ التسليم. ما يمكن للمتعاملين مقارنة الأسعار الفورية بالأسعار المستقبلية ومن ثم تحديد التخصيص الأمثل لكمية الأصول الأساسية بين البيع الفوري والبيع المستقبلي.

3- السيولة:

نظرا لوجود كميات هائلة من العقود المستقبلية المتداولة يوميا، فإن أسواق العقود المستقبلية تتمتع بسيولة كبيرة. وهذا يضمن إمكانية وضع أوامر السوق بسرعة كبيرة حيث يوجد دائما مشتررون وبائعون للسلعة. لهذا السبب، من غير المعتاد أن تقفز الأسعار أو تنخفض بشكل مفاجئ، خاصة في العقود التي لها تاريخ استحقاق قريب.

4- تنوع المحافظ:

تعتبر العقود المستقبلية للسلع فعالة في تنويع محافظ الأسهم والسندات لأنها أقل تقلبا من الأوراق المالية. وفي هذا السياق أشار Bodie and Rosansky 1980 في دراسة لهما أن الأسهم أكثر خطورة من العقود المستقبلية على السلع، وأن العائد الإجمالي على العقود المستقبلية للسلع يرتبط بشكل سلبي بالعائد على السندات طويلة الأجل. ويؤكد Gorton and Rouwenhorst 2005 أن عائدات العقود المستقبلية للسلع الأساسية كانت فعالة في توفير التنوع لكل من محافظ السندات والأسهم (Ltd، 2018).

3-2-4- الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

يوجد مجموعة من الاختلافات الرئيسية بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية، والتي يمكن ايجازها في الجدول التالي:

الجدول 5-2: الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

العقود المستقبلية	العقود الآجلة	طبيعة المقارنة
العقود المستقبلية هي أدوات معيارية من ناحية الحجم والنوعية وتاريخ التسليم.	تنشأ العقود الآجلة وفقا لطلب ورغبة طرفي العقد.	شخصية أو معيارية
يتم المتاجرة بها في الأسواق الرسمية	يتم المتاجرة بها في الأسواق غير الرسمية (OTC)	طبيعة السوق
يتم تسوية عقود المستقبلات حسب السوق وعلى أسام يومي، أي أن	لا تخضع للتسويات اليومية	التسويات اليومية

المكاسب والخسائر تسجل يوميا في العقد؛ وينبغي أن تكون هنالك أموالا لتغطية هذه الخسائر.		
يحدد تاريخ التسليم بفترة	يحدد تاريخ التسليم بدقة	تاريخ التسليم
تمتاز العقود المستقبلية بوجود هامش مبدئي initial Dépôt، تسديد نهائي Versement final وتسديدات وسيطة versements intermédiaires.	لا يتم دفع أي ضمان للتسوية حتى تاريخ الاستحقاق	الهامش المبدئي
يعتبر الهامش المبدئي كضمان أو وديعة على حسن نية طرفي العقد	مخاطر الائتمان أعلى ومرتبطة بنوايا طرفي العقد وملاءتهما	مخاطر التخلف عن السداد
يمكن تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق	تتم تسوية العقد في تاريخ الاستحقاق.	تسوية العقد

المصدر: من إعداد الباحث.

تتميز العقود الآجلة Forwards بشكل رئيسي بكونها قابلة للتخصيص بطبيعتها ولكن في المقابل يترتب عليها تكاليف قانونية أخرى. ما يجعل هذا النوع من العقود مناسباً بشكل عام للشركات الكبيرة. بينما تناسب العقود المستقبلية (Futures) الأفراد لاعتبارها أدوات يمكن تداولها بمتطلبات بسيطة.

3-2-5- الخيارات على العملة Les options sur devises:

خيارات العملة أحد أنواع عقود الخيارات وقد بدأ التعامل بها لأول مرة في أواخر عام 1982 بشكل نمطي في كل من أسواق فيلادلفيا وأمستردام ومونتريال على أهم العملات الرئيسية.

أ. مفهوم عقود الخيارات على العملة:

يمكن تعريف عقد الخيار هو على أنه عقد قانوني بين طرفين مشتري Buyer ومحرر Writer، ويعطي العقد للمشتري الحق وليس الالتزام في أن يشتري من المحرر أو يبيع له عدد من وحدات عملة أجنبية معينة، بسعر يتفق عليه لحظة إبرام العقد Exercice price or Strike price، على أن يتم التنفيذ في تاريخ مستقبلي يطلق عليه تاريخ التنفيذ أو تاريخ انتهاء الصلاحية Expiration date أو تاريخ الاستحقاق.

ويقوم المشتري لحظة إبرام العقد بدفع علاوة Premium للمحرر لقاء الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وتعتبر العلاوة غير قابلة للرد وليست جزء من الصفقة.

ويطلق على مشتري العقد بصاحب المركز الطويل وعلى المحرر بصاحب المركز القصير (ابراهيم، 2008، الصفحات 5-6).

يعد الخيار بحد ذاته ورقة مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصل يتم تداولها في الأسواق غير المنتظمة وفي الأسواق المنتظمة، ومعظم الخيارات التي يتم تداولها في الأسواق المنتظمة هي خيارات أمريكية.

ب. خصائص عقود الخيارات:

يتضح من التعريف أن عقود الخيارات تتضمن العناصر التالية (علي و العامري، 2008، صفحة 23):

- **المحرر:** ويطلق عليه **بائع الخيار** وهو الذي يحرر عقد الخيار، وهو ملزم بشراء أو بيع كمية محددة من وحدات عملة أجنبية إذا ما قرر مشتري الخيار تنفيذ حقه.
- **المشتري:** ويطلق عليه **مالك أو حامل الخيار** والذي لديه الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع كمية محددة من وحدات عملة أجنبية ما بسعر محدد في أو قبل تاريخ محدد في المستقبل.
- **تحديد نوع الأصل:** يجب أن يتضمن عقد الخيار نوع الأصل (عدد الأسهم، كمية ثابتة من عملة أجنبية...)، كما يتم تحديد نوع الخيار فيما إذا كان خيار شراء أو بيع، وأسلوب الخيار فيما إذا كان أمريكيا أو أوروبيا.
- **تاريخ تنفيذ العقد أو صلاحيته:** يجب أن يحدد في لحظة إبرام العقد تاريخ تنفيذه أو تاريخ صلاحيته، وإذا لم يتم تنفيذ الخيار عند أو قبل هذا التاريخ فلن تعود له قيمة.
- **سعر التنفيذ:** يجب أن يحدد سعر التنفيذ لحظة إبرام العقد، وهو السعر الذي يباع أو يشتري به الأصل بغض النظر عن السعر السائد في السوق عند التنفيذ.
- **العلاوة Premium:** وهو مبلغ يدفعه مشتري عقد الخيار للبائع (المحرر) لحظة إبرام العقد وتعتبر العلاوة غير قابلة للرد وليست جزء من الصفقة، فإذا اختار المشتري تنفيذ العقد (حقه في شراء أو بيع الأصل) فإن بائع الخيار يكون ملزما بتسليم أو استلام الأصل.

وعليه تقتصر الخسارة المحتملة بالنسبة لمشتري الخيار في حالة عدم تنفيذ حقه في العلاوة المدفوعة، بينما الخسارة المحتملة بالنسبة لبائع الخيار تكون غير محدودة.

ت. المتدخلين في سوق الخيارات:

يمكن أن نميز بين ثلاث فئات من المتدخلين أو المتعاملين (Hull, 2007, p. 9):

- **المتحوظون Hedgers:** المتعاملون الذين يستخدمون العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود الخيارات لتدنية الخطر الناتج عن التغير في أسعار العملات

▪ **المضاربون Les spéculateurs:** الذين يراهنون على الاستفادة من التطور المستقبلي للأسعار.

▪ **المحكمين Les arbitragistes:** يبحثون عن الربح من خلال الاستفادة من تباين الأسعار لمجموعة من العقود.

ث. أنواع الخيارات (العارضي، العباسي، و الجبوري، 2016، الصفحات 57-58):

1- من حيث طبيعة العقد المبرم:

يوجد نوعان رئيسيان لعقود الخيارات من حيث طبيعة العقد المبرم هما عقد خيار الشراء وعقد خيار البيع:

▪ **عقد خيار الشراء Call option:**

وهو خيار يعطي لحامله (مشتري الخيار) الحق وليس الالتزام في أن يشتري من المحرر عدد معين من وحدات عملة أجنبية، بسعر تنفيذ معين وفي تاريخ استحقاق معين. فإذا كان سعر صرف العملة في السوق الحاضر يفوق سعر التنفيذ فالمشتري ينفذ العقد، أما إذا كان العكس فسوف لن ينفذ العقد مفضلاً شراء العملة المطلوبة من السوق الحاضر بالسعر الأقل.

مثال:

نفترض أن مستثمراً اشترى عقد خيار شراء على الفرنك الفرنسي السويسري بسعر تنفيذ 0,62 دولار، ثم ارتفع سعر صرف الفرنك إلى 0.65 دولار، مما يعني تحقيق ربحاً إجماليًا لمشتري العقد قبل خصم قيمة المكافأة قدره 0.03 دولار عن كل فرنك.

فإذا كان العقد يشتمل على 62500 فرنك سويسري، فإن الربح الإجمالي سوف يبلغ 1875 دولار، ولو أن المكافأة كانت 0,95 دولار فإن المكافأة المدفوعة 593.75 دولار (0.95 x 62500)

▪ **عقد خيار البيع Put option:**

إن عقد خيار البيع يعطي لحامله (مشتري الخيار) الحق وليس الالتزام في أن يبيع للمحرر عدد معين من وحدات عملة أجنبية، بسعر تنفيذ معين وفي تاريخ استحقاق معين.

فإذا كان سعر صرف العملة الأجنبية في السوق الحاضر أقل من سعر التنفيذ فمشتري العقد سيلجأ إلى تنفيذه، أما إذا كان السعرين متساويين أو إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر الصرف الحاضر فلن ينفذ العقد، وبالتالي تكون قيمة العقد مساوية للصفر.

مثال:

نفترض أنه تم إبرام عقد شراء خيار بيع في السوق الأمريكي على الأورو بسعر 1.14 دولار ثم انخفض سعر صرف الأورو ليصبح 1.12 دولار، وحيث أن العقد يتضمن 62500 أورو فإن المكاسب الاجمالية لمشتري العقد تصبح 1250 دولار (0.02×62500)، وهي ذاتها الخسائر الاجمالية التي يتحملها المحرر. وإذا ما افترضنا قيمة المكافأة هي 0.0068 دولار لكل واحد أورو فإن مقدار المكافأة المدفوعة تصبح 425 دولار (0.0068×62500) أورو. لينتهي العقد بمكاسب صافية للمشتري يقابلها خسائر صافية للمحرر قدرها 825 دولار ($1250 - 425$ دولار).

لو أن سعر الصرف الاورو في السوق الحاضر (في تاريخ التنفيذ) يساوي أو يزيد عن 1.14 دولار، فلن يسعى المشتري لتنفيذ العقد مفضلاً بيع الأورو في السوق الحاضر بالسعر الاعلى غير انه يخسر قيمة المكافأة.

ولو أن سعر الصرف الأورو في السوق الحاضر (في تاريخ التنفيذ) كان 1.1332 دولار للأورو فسيكون هو سعر التعادل الذي فيه قيمة المكافأة تساوي قيمة العقد ومن ثم لا يحقق مشتري العقد الربح كما لا يتعرض لخسائر.

$$0.0068 = 1.1332 - 1.14$$

2- من حيث موعد التنفيذ:

تنقسم انواع الخيارات من حيث موعد التنفيذ إلى:

▪ **الخيار الأمريكي American option:**

يسمح لصاحب الحق في تنفيذ العقد في أي وقت خلال المدة ما بين إبرام العقد إلى غاية الوقت المحدد لانتهاء صلاحيته.

▪ **الخيار الأوروبي European option:**

يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع الأصل في التاريخ التنفيذ فقط (التاريخ المحدد لانتهائه).

2- وفق ملكية الاصل:

▪ الخيار المغطى **Covered option**:

هو الخيار الذي يكون فيه المحرر (بائع الخيار) مالكا للأصل محل الخيار (أوراق مالية، وحدات من العملة...)، فالمحرر في هذه العقود يكون قادرا على الوفاء بالتزاماته إذا ما طلب منه تنفيذ الاتفاق وتسليم الأصل محل الخيار إذا كان خيار الشراء؛ أو لديه السيولة الكافية للوفاء بالتزاماته إذا ما طلب تنفيذ العقد في حال خيار البيع.

▪ الخيار غير المغطى (المكشوف):

هو الخيار الذي لا يكون فيه المحرر (بائع الخيار) مالكا للأصل محل الخيار، فهذه العقود تعد استراتيجية للمضاربة غير المحدودة.

ج. العمليات الممكنة التي تتم في الخيارات:

▪ شراء حق الشراء **L'achat de Call**:

يسدد المشتري للبائع علاوة تعطيه الحق في الشراء بسعر متفق عليه مسبقا في تاريخ الاستحقاق، هذا الحق لا ينفذ إلا إذا ارتفعت الاسعار عن سعر التنفيذ. وفي حال عدم تنفيذ العقد فإن الخسارة بالنسبة للمشتري تكون محصورة في قيمة العلاوة المدفوعة، أما الأرباح فترتبط بالفرق بين سعر التنفيذ وسعر الأصل في تاريخ الاستحقاق.

▪ شراء حق البيع **L'achat de Put**:

مشتري حق البيع له الحق في بيع الأصل بالسعر المتفق عليه، مقابل دفع علاوة لبائع الحق، وهذا الحق لا ينفذ إلا إذا انخفضت الاسعار عن سعر التنفيذ، حيث أن الأرباح فترتبط بالفرق بين سعر التنفيذ وسعر الأصل في تاريخ الاستحقاق. وفي حال عدم تنفيذ العقد فإن الخسارة بالنسبة للمشتري تكون محصورة في قيمة العلاوة المدفوعة.

▪ بيع حق الشراء **La vente de Call**:

في هذه الحالة إذا قام مشتري الخيار بتنفيذ العقد فإن البائع ملزم بتسليم ما هو متفق عليه وبالسعر المحدد سلفاً. ويتمثل ربح بائع الخيار في العلاوة المحصل عليها من المشتري.

▪ بيع حق البيع **La vente de Put**:

في هذه الحالة إذا قام مشتري الخيار بتنفيذ العقد فإن البائع ملزم بشراء ما هو متفق عليه وبالسعر المحدد سلفاً. ويتمثل ربح بائع الخيار في العلاوة المحصل عليها من المشتري. و يتم، مثل ما هو في العقود الآجلة و العقود المستقبلية، استخدام العبارات التالية (Hull, 2007, p. 9):

- الوضعية الطويلة بالنسبة للمشتريين.
- الوضعية القصيرة بالنسبة للبائعين.

ح. الفرق بين التغطية عن طريق العقود الآجلة والتغطية عن طريق الخيارات:

العقود الآجلة هي معدة لتجنب الخطر، بينما تعتبر عقود الخيارات كضمان أي كوسيلة للمستثمر للحماية ضد التحركات أو التذبذبات غير الملائمة للأسعار.

3-2-6- عقود وعمليات مبادلات العملات **Les SWAPS**

عقود المبادلات، وتسمى كذلك عقود المقايضة، هي إحدى أدوات إدارة المخاطر المالية، ويرجع إنشاء هذه العقود إلى عام 1970، إلا أن أول عقد مبادلة لأسعار الفائدة كان في سنة 1981 (عيساوي، 2017، صفحة 256).

أ. مفهوم عقود وعمليات المبادلات:

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، وعلى خلاف العقود المستقبلية فإن المبادلات مثلها مثل العقود الآجلة وخلافا لعقود المستقبلات فهي عقود التراضي وليست بعقود نمطية أي أنها نتاج لمفاوضات خاصة بين الأطراف، ويتم تحديد شروطها في ضوء الاعتبارات التي يحرص عليها كل طرف من الأطراف، وعليه يجري التعامل عليها في الاسواق غير الرسمية.

كما يعرف عقد المبادلة على أنها عقد بين طرفين، يتعهد فيه كل طرف بسداد سلسلة من مدفوعات إلى الطرف الآخر المبنية على أصل أساسي معين، خلال فترة زمنية محددة في المستقبل.

ويعرفها بنك التسويات الدولية BIS على أنها "معاملة بين طرفين يوافقان بموجبها على تبادل تدفقات نقدية مبنية على مبلغ أساسي معين لمدة زمنية معينة في المستقبل.

ب. خصائص عقود المبادلات:

تتميز عقود المبادلات بعدة خصائص نوجزها في النقاط التالية (عيساوي، 2017، صفحة

:261)

- عقود ملزمة للطرفين.
- عقود غير نمطية، مثلها مثل العقود الآجلة تحدد حسب رغبة طرفي العقد لذا يتم التعامل بها في الأسواق غير المنتظمة.
- يتم التعاقد بين طرفي العقد بصورة مباشرة أو غير مباشرة.
- معظم عقود المبادلات تتم على تبادل التدفقات، وقليلاً ما يتم تبادل الموجودات.
- تمثل أداة من أدوات التحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة وأسعار العملات الأجنبية.
- لا تتضمن دفع العلاوات.

ت. عناصر عقد المبادلة:

تحدد شروط عقد المبادلة بعدة عناصر رئيسية، وهي (العارضي، العباسي، و الجبوري،

:2016، صفحة 51):

- طرفي العقد.
- الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة.
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة.

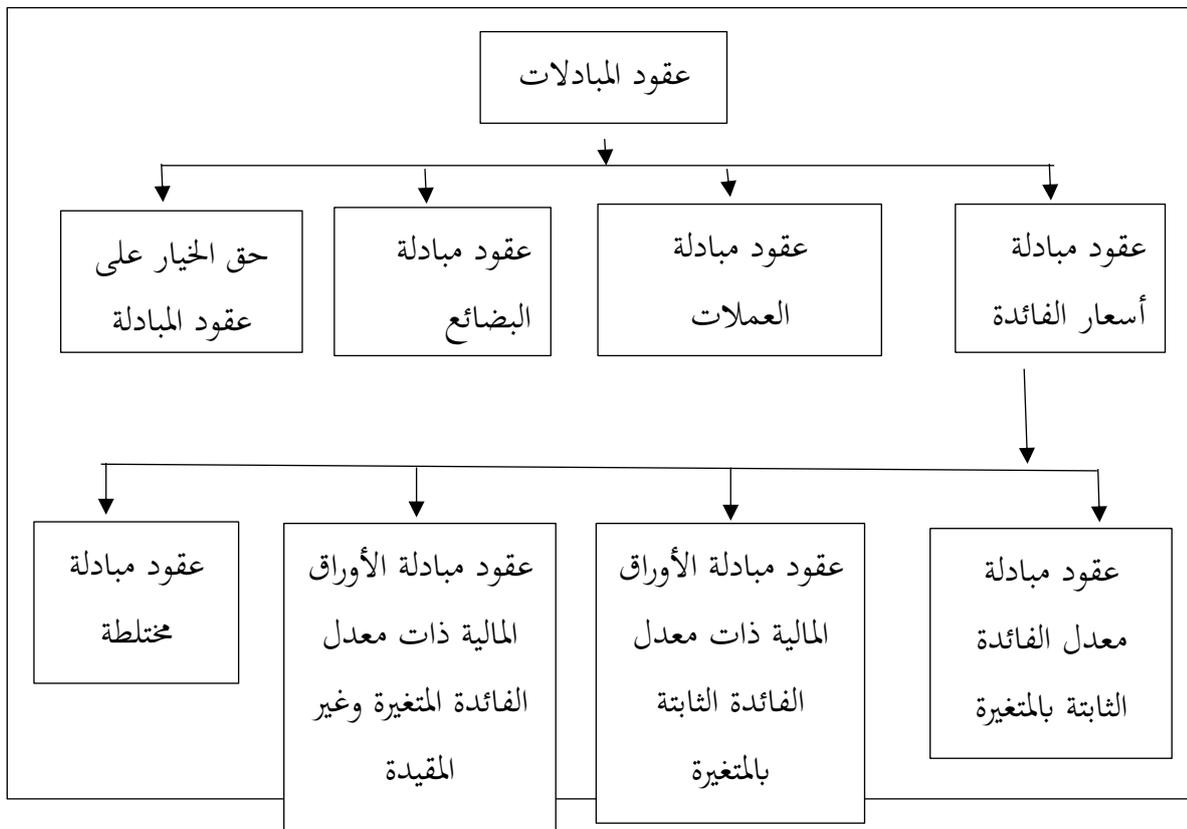
- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.
- السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها.
- مدة سريان العقد.

ث. أنواع عقود المبادلات:

تتعامل الأسواق بأربعة أنواع من عقود المبادلات، وهي (كنج شكري و عوض، 2004، صفحة 353):

- عقود مبادلة العملات Currency Swaps or Foreign Exchange Swaps
- عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swaps
- عقود مبادلات السلع Comodidy Swaps
- عقود مبادلات حقوق الملكية Equity Swaps

الشكل 4-5: أنواع عقود المبادلات



المصدر: (العارضي، العباسي، و الجبوري، 2016، صفحة 52)

وتعتبر عقود مبادلة العملات ومبادلة أسعار الفائدة الأكثر شيوعاً في النقدية والمالية الدولية، إلا أننا سنركز على عقود مبادلة العملات. **Currency Swaps or Foreign Exchange Swaps**

Swaps or Foreign Exchange Swaps

تلجأ المؤسسات لعقود مبادلة العملات بهدف التغطية ضد مخاطر التقلبات المتوقعة مستقبلاً لأسعار صرف العملات الأجنبية. وتتمثل عقود مبادلة العملات في الشراء والبيع المتزامن لعملتين مختلفتين، وفي تواريخ تسليم مختلفة (Peyrard, 1986, p. 133). العملات التي يتم تداولها في هذه العقود هي العملات الرئيسية (الأورو، الدولار الأمريكي، الفرنك السويسري، الين الياباني...).

ج. أنواع عقود مبادلة العملات:

ويمكن أن نميز في هذا الصدد بين نوعين من عقود مبادلة العملات، وهما عقود مبادلة الصرف وعقود لتبادل العملات (Fontaine, 2009, p. 60) :

1. عقود مبادلة الصرف **Les swaps de change ou cambiste**:

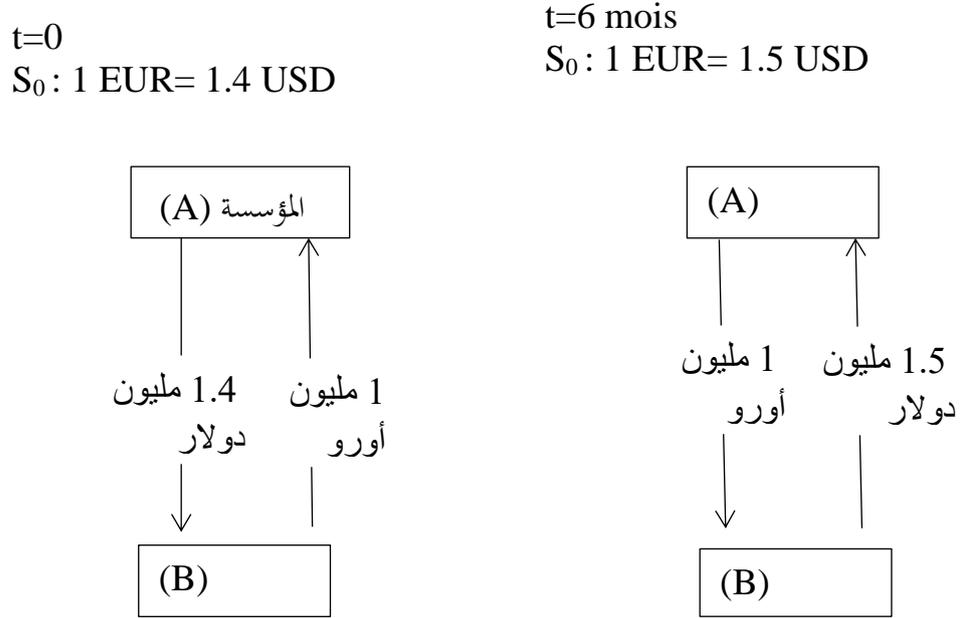
عقد مبادلة الصرف في صيغته المبسطة هو اتفاق (صفقة مالية) بين طرفين على تبادل كميتان من عملتين مختلفتين لمدة محددة، مع إعادة تبادل تلك العملات في نهاية مدة العقد؛ وتتم هذه العقود على مستوى سوق الصرف فيما بين البنوك. وبالتالي هي عقود قصيرة الأجل.

مثال:

تقوم كل من المؤسستين (A) و (B) بعقد مبادلة الصرف **Un swap cambiste simple** تلتزم من خلاله المؤسسة (A) بدفع ما قيمته 1.4 مليون دولار للمؤسسة (B)، و في المقابل تلتزم المؤسسة (B) بدفع ما قيمته 1 مليون أورو للمؤسسة (A) في التاريخ (t=0)، وذلك بسعر الصرف العاجل (1 EUR= 1.4 USD)؛ على أن يتم إعادة تبادل نفس العملات في تاريخ الاستحقاق (3 أشهر، سنة...) بسعر الصرف الآجل أو بسعر صرف آخر متفق عليه مسبقاً (1 EUR= 1.5 USD) .

وهذا ما يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

الشكل 5-5: مبادلة الصرف في أسواق الصرف



Source : (Fontaine, 2009, p. 61)

2- عقود مبادلة العملات (Currency rate swaps : CRS)

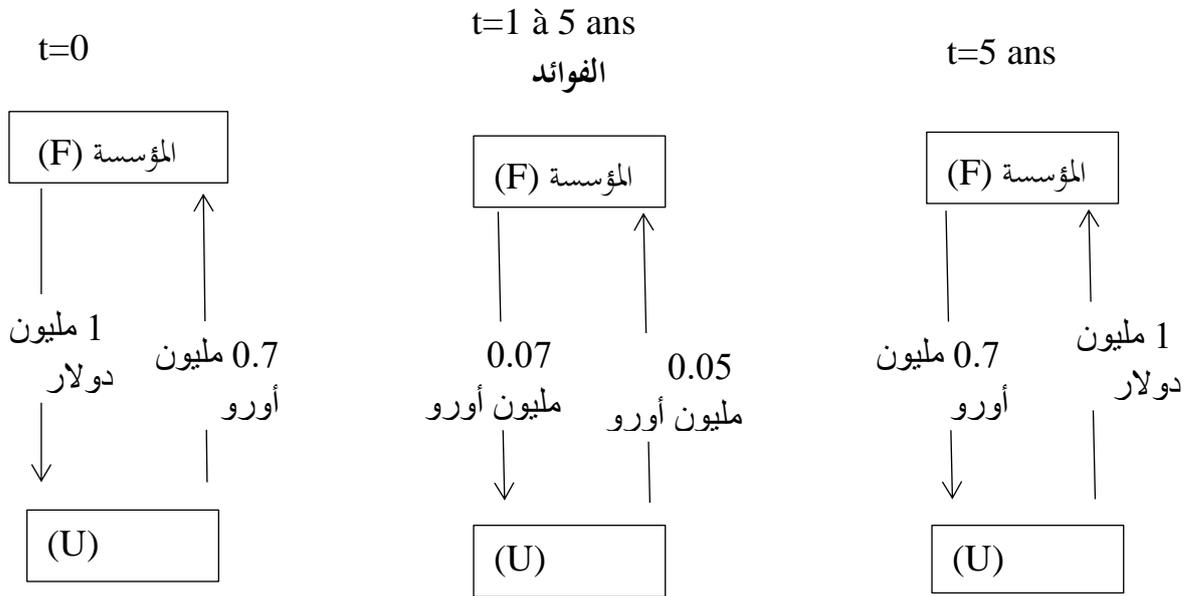
عقود مبادلة العملات هو اتفاق بين طرفين على تبادل كميتان من عملتين مختلفتين لمدة محددة، مع إعادة تبادل تلك العملات في نهاية مدة المبادلة، إلا أنه في هذا النوع من العقود يدفع كل طرف لآخر الفوائد على المبلغ الذي حصل عليه. وتتم هذه العقود في الأسواق المالية الدولية.

مثال:

لنفترض أن المؤسسة (F) تريد اقتراض ما قيمته 0.7 مليون أورو ب 10% تسدد كلياً بعد 5 سنوات، وفي المقابل المؤسسة (U) تريد اقتراض 1 مليون دولار ب 5% تسدد كلياً بعد 5 سنوات.

وقد قررتا المؤسستين إقامة عقد مبادلة العملات فيما بينهما، كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل 5-6: مبادلة العملات في أسواق المالية الدولية Currency rate swaps



Source : (Fontaine, 2009, p. 62)

وبالتالي يمكن القول بأن هذا النوع من المبادلات يتم وفقا لثلاث خطوات:

1. في بداية العقد يتم تحديد مبلغ معين من عملة معينة وما يساويه من عملة أخرى بناء على سعر الصرف السائد في السوق في ذلك التاريخ، ويقوم الطرفان بالتبادل الفعلي لتلك المبالغ.

2. أثناء حياة العقد يدفع كل طرف الفوائد الدورية على المبلغ الذي تسلمه وبنفس العملة التي تسلمها، على أن تحتسب الفوائد على أساس معدل ثابت لكلا الطرفين.

3. في نهاية مدة العقد يتم إعادة استبدال المبالغ مرة أخرى سواء بنفس معدل التبادل المستخدم عند بداية العقد، أو باستخدام أسعار الصرف في تاريخ نهاية العقد، أو باستخدام سعر صرف محدد في العقد.

إن عقود مبادلة العملات يتم التفاوض عليها في الأسواق المالية الدولية، وتمثل بالنسبة للمؤسسات وسيلة للتمويل بالعملات الأجنبية وبأقل التكاليف.

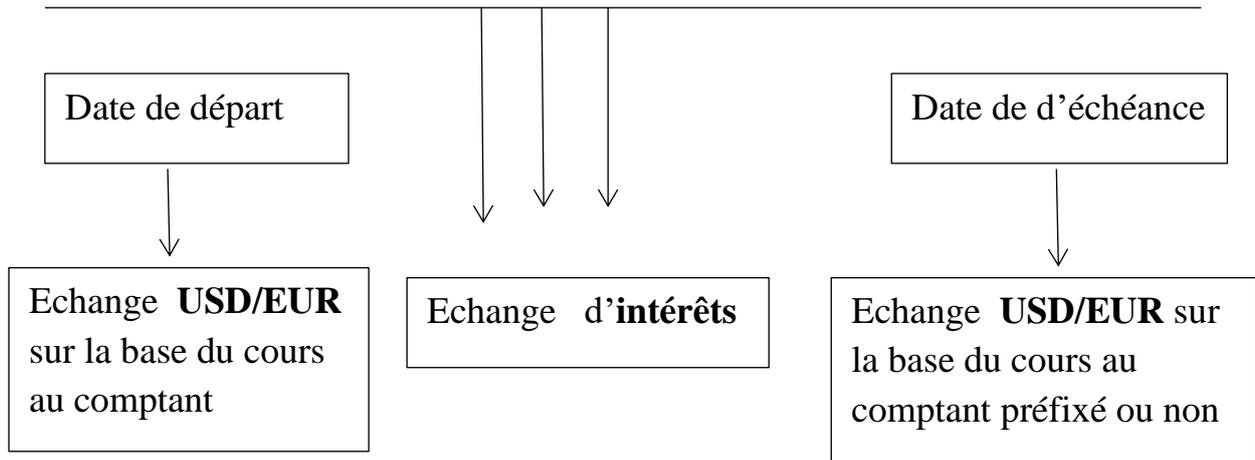
ح. الفرق بين عقود مبادلة الصرف وعقود مبادلة العملات:

يمكن حصر الاختلاف فيما بينهما فيما يلي (Fontaine, 2009, p. 64) :

- تعتبر عقود مبادلة الصرف Les swaps de change كأدوات مالية قصيرة الأجل نادرا ما تتجاوز السنة، بينما عقود مبادلة العملات Les swaps de devises فهي من الأدوات النادرة التي تسمح بالتغطية للأجل الطويل والمتوسط.
 - لا يوجد تبادل للفوائد في عقود مبادلة الصرف Les swaps de change، بينما في عقود مبادلة العملات Les swaps de devises يوجد تبادل للفوائد.
 - في عقود مبادلة الصرف Les swaps de change يتم إعادة استبدال المبالغ في تاريخ الاستحقاق (نهاية مدة العقد) باستخدام سعر الصرف الآجل، بينما في عقود العملات يتم استخدام سعر الصرف الآني للحظة إبرام العقد ($t=0$) أو سعر الصرف الآني لتاريخ الاستحقاق.
- يمكن تلخيص الاختلاف بين عقود مبادلة الصرف وعقود مبادلة العملات في الشكل التالي:

الشكل 5-7: عقود مبادلة العملات USD/EUR

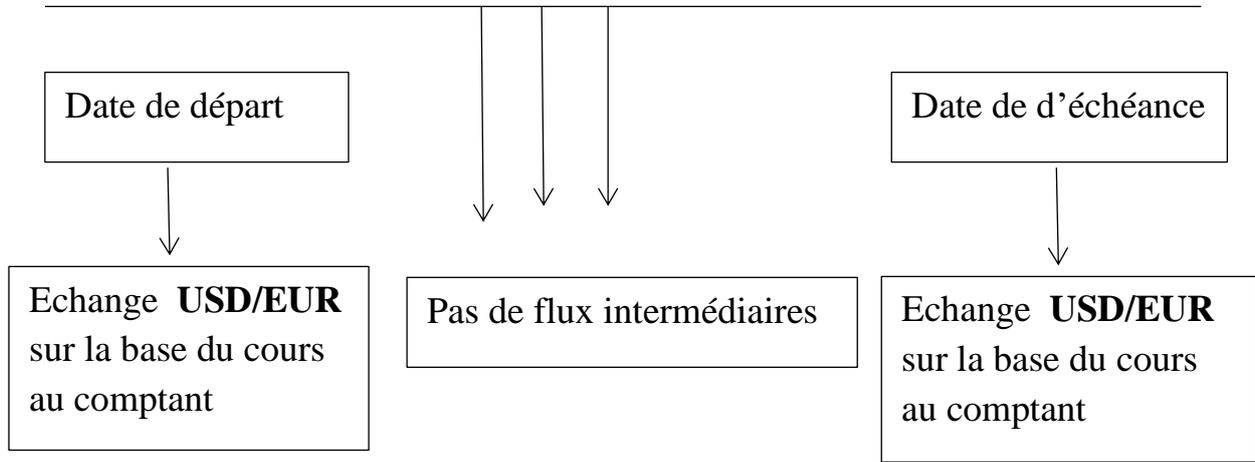
Swap de devises USD/EUR



Source : (Fontaine, 2009, p. 64).

الشكل 5-8: عقود مبادلة الصرف USD/EUR

Swap de change (de cambiste) USD/EUR



Source : (Fontaine, 2009, p. 64)

هناك عقود تجمع بين النوعين السابقين تسمى بـ Combined interest rate and currency swaps، في هذه العقود يتم تبادل الفوائد بمعدلات متغيرة حيث أن أحد الطرفين يدفع وفقا لمعدل ثابت، والآخر يدفع وفقا لمعدل معوم، أو أن كليهما يدفع وفقا لمعدل معوم.

وهناك نوعان من عمليات التبدل (كنج شكري و عوض، 2004، الصفحات 356-357):

▪ **عمليات المبادلات التامة Pure Swaps Transactions:**

يتم في هذا النوع من المبادلات إغلاق عمليتي الشراء والبيع مع نفس الجهة المتعامل بها.

▪ **عمليات المبادلات الموجهة Engineered Swap Transactions:**

يتكون هذا النوع من عمليتين منفصلتين تغلق كل منهما مع جهة مختلفة. كأن يقوم المتعامل بمفاوضة أحد أطراف لشراء عملة معينة على أساس التسليم الآجل، وبعدها بفترة قصيرة يقوم بمفاوضة طرف آخر لبيع نفس العملة على أساس التسليم الآني، وأنه ليس بالضرورة أن يتساوى المبلغان تماما عند استبدال عمليات المبادلة.



تمارين



المحور السادس: تمارين

التمرين 1:

أجب عن الأسئلة الآتية:

- أ- ما هي الطريقة المعتمدة في التسعير في منطقة الأورو؟
 ب- ما هي الطريقة المعتمدة في التسعير في الجزائر؟
 ت- ما هي الطريقة المعتمدة في التسعير في الولايات المتحدة الأمريكية؟

التمرين 2:

لدينا المعلومات التالية عن تسعيرة العملتين الأورو مقابل الفرنك السويسري:

$$\text{EUR/CHF} : 1.6005-1.6014$$

المطلوب:

- أ. تحديد سعر البيع وسعر الشراء
 ب. تحديد الهامش الذي يتقاضاه البنك.
 ت. ما هي تسعيرة الفرنك السويسري مقارنة بالأورو؟

التمرين 3:

استخرجنا من اللوحات الالكترونية المعلومات التالية:

$$\text{يوم الاثنين: } 1 \text{ EUR} = 1.5995 \text{ USD}$$

$$\text{يوم الثلاثاء: } 1 \text{ EUR} = 1.6050 \text{ USD}$$

المطلوب:

- أ. ماذا يمكن أن نقول في هذه الحالة عن عملة الدولار؟
 ب. ماذا يمكن أن نقول في هذه الحالة عن عملة الأورو؟

التمرين 4:

المطلوب شرح كيفية تغير مستوى السعر في حالة ارتفاع العملة بالنسبة للدول تستخدم التسعيرة غير المباشرة، مدعماً جوابك بمثال تطبيقي؟

التمرين 5:

يعرض البنك (A) لإحدى الدول الأوروبية التسعيرة التالية:

EUR/USD : 1.4542– 1.4553

EUR/CHF : 1.6005– 1.6014

المطلوب:

أ. حساب تسعيرة الدولار مقارنة بالفرنك السويسري:

USD/CHF : ? – ?

ب. حساب الهامش الذي يتقاضاه البنك للتسعيرات الثلاث، وماذا تلاحظ؟

التمرين 6:

أعلن بنك سويسرا التسعيرة التالية:

EUR/CHF : 1.6500– 1.6550

EUR/CHF : 1.1000– 1.1500

المطلوب:

أ. ما هي الطريقة المعتمدة في تسعيرة الفرنك من طرف سويسرا؟

ب. حساب تسعيرة الأورو مقابل الدولار:

EUR/USD : ? – ?

التمرين 7:

اختر الجواب الصحيح من بين الأجوبة الأربعة المقترحة للتسعيرة التالية:

1 CHF = 1.6101 USD

أ. تسعيرة غير مباشرة للدولار في سوق زيوريخ.

- ب. تسعيرة غير مباشرة للفرنك السويسري في سوق نيويورك.
 ت. تسعيرة مباشرة للفرنك السويسري في سوق نيويورك.
 ث. جواب مخالف للأجوبة السابقة.

التمرين 8:

استخرجنا من أحد أسواق الصرف الحاضر التسعيرة التالية:

$$1 \text{ USD} = 1.0110 \text{ EUR}$$

كما استخرجنا العلاوات بالنسبة لسعر الصرف الآجل لتواريخ الاستحقاق التالية: شهر واحد، ثلاثة أشهر، ستة أشهر كما هو موضح في الجدول التالي:

Report	العلوة	Echéances	تاريخ الاستحقاق
0.005		شهر	
0.016		ثلاثة أشهر	
0.023		ستة أشهر	

المطلوب:

- أ. حساب أسعار الصرف الآجل لتواريخ الاستحقاق الثلاث، وماذا تلاحظ؟
 ب. حساب معدل العلوّة السنوي لسعر الصرف العاجل لتواريخ الاستحقاق الثلاث؟

التمرين 9:

استخرجنا من أحد البنوك الكندية المعلومات التالية:

$$1 \text{ EUR} = 1.4536 \text{ CAD}$$

$$1 \text{ GBP} = 1.9480 \text{ CAD}$$

المطلوب:

أ. حساب سعر الأورو بالنسبة للجنيه الإسترليني:

$$\text{GBP/EUR} : ? - ?$$

EUR / GBP : ? - ?

ب. إذا علمت أن تسعيرة الجنيه الإسترليني مقابل الأورو في سوق لندن هي كالاتي:

$$1 \text{ GBP} = 1.5730 \text{ EUR}$$

فالمطلوب منك تحديد فيما إذا كانت هناك إمكانية للترجيح؟

التمرين 10:

لنفترض أن سعر الأورو مقابل الدولار الأمريكي كان كما يلي:

$$\text{EUR} / \text{USD} = 1.08$$

وأن معدل التضخم المتوقع للسنة المقبلة في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية هو 2% و5% على التوالي.

المطلوب:

حساب سعر الصرف المتوقع للسنة المقبلة؟ وماذا تلاحظ؟

التمرين 11:

لنفترض أن مؤشر الأسعار في شهر جانفي من السنة (t) في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا قدر ب 100 لكل منهما. وفي نهاية السنة (t) أصبحت المؤشرات 103 و105 في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا على التوالي. وأن سعر الصرف العاجل في شهر جانفي قدر ب:

$$\text{USD} = 1.6430 \text{ EUR}$$

المطلوب:

حساب سعر الصرف العاجل المتوقع في نهاية السنة (t) بين العملتين؟ وماذا تلاحظ؟

التمرين 12:

استخرجنا من سوق باريس المعلومات التالية:

$$S_0: 1 \text{ EUR} = 1.4500 \text{ USD}$$

سعر الصرف الآجل: $F: 1 \text{ EUR} = 1.5000 \text{ USD}$

المطلوب:

أ. حساب معدل الخصم أو العلاوة للدولار والأورو؟

ب. استنادا إلى التسعيرة السابقة، ما هي توقعات المتعاملون في سوق الصرف؟

التمرين 13:

تحصلنا من سوق زيوريخ (Zurich) على المعلومات التالية:

سعر الصرف العاجل: $S_0: 1 \text{ GBP} = 2.1449 \text{ CHF}$

سعر الصرف الآجل: $F: 1 \text{ GBP} = 2.0567 \text{ CHF}$

المطلوب:

أ. حساب معدل الخصم أو العلاوة للجنيه الإسترليني والفرنك السويسري؟

ب. انطلاقا من التسعيرة السابقة، ما هي توقعات المتعاملون في سوق الصرف؟

التمرين 14:

تحصلنا على المعلومات التالية:

$S_0: 1 \text{ EUR} = 1.6000 \text{ CHF}$

معدلات التضخم المتوقعة قدرت ب:

$$\pi_{EUR}^* = 5\% , \pi_{CHF}^* = 3\%$$

المطلوب:

حساب سعر الصرف العاجل المتوقع S_1 ؟

التمرين 15:

لدينا المعلومات التالية:

سعر الصرف العاجل: $S_0: 1 \text{ EUR} = 1.2500 \text{ USD}$

سعر الصرف الآجل: $F: 1 \text{ EUR} = 1.2650 \text{ USD}$

معدلات الفائدة قدرت ب:

$$i_{EUR} = 2\% , i_{USD} = 5\%$$

للتبسيط نفترض أن معدلات الفائدة المدينة والدائنة متساوية.

المطلوب:

أ. كيف يمكن للمستثمر الأوروبي أن يستفيد من هذه الوضعية (الفرق في معدلات الفائدة)،

مع العلم أنه لا يملك المال للاستثمار؟

ب. في حالة إذا كانت هناك إمكانية للاستفادة من هذه الوضعية، هل تدوم وقتا طويلا؟

التمرين 16:

لدينا المعلومات التالية:

$$S_0: 1 \text{ EUR} = 1.2500 \text{ USD}$$

$$F: 1 \text{ EUR} = ? \text{ USD}$$

معدلات الفائدة قدرت ب:

$$i_{EUR} = 2\% , i_{USD} = 5\%$$

للتبسيط نفترض أن معدلات الفائدة المدينة والدائنة متساوية.

المطلوب:

هل توجد إمكانية للتحكيم (الترجيح)؟

التمرين 17:

لدينا المعلومات التالية:

$$S_0: 1 \text{ EUR} = 1.2500 \text{ USD}$$

معدل الفائدة ل 3 أشهر قدرت ب:

$$i_{EUR,3 \text{ mois}} = 2\% , i_{USD,3 \text{ mois}} = 5\%$$

المطلوب:

حساب سعر الصرف الآجل ل 3 أشهر؟

التمرين 18:

لدينا المعلومات التالية:

سعر الصرف العاجل: $S_0: 1 \text{ EUR} = 1.6000 \text{ CHF}$

سعر الصرف الآجل: $F: 1 \text{ EUR} = 1.6500 \text{ CHF}$

معدلات الفائدة قدرت ب:

$$i_{CHF} = 2\% , i_{EUR} = 5\%$$

للتبسيط نفترض أن معدلات الفائدة المدينة والدائنة متساوية.

المطلوب:

- أ. هل توجد إمكانية للتحكيم (الترجيح)؟
- ب. ما هو سعر الصرف الآجل الذي لا يسمح بإمكانية التحكيم؟
- ت. ما هو سعر الصرف العاجل الذي لا يسمح بإمكانية التحكيم؟
- ث. ما هو سعر الفائدة للأورو الذي لا يسمح بإمكانية التحكيم؟
- ج. ما هو سعر الفائدة للفرنك الذي لا يسمح بإمكانية التحكيم؟

التمرين 19:

لدينا المعلومات التالية:

سعر الصرف العاجل: $S_0: 1 \text{ USD} = 0.6006 \text{ EUR}$

سعر الصرف الآجل: $F: 1 \text{ USD} = 0.625 \text{ EUR}$

معدلات الفائدة قدرت ب:

$$i_{USD} = 2\% , i_{EUR} = 5\%$$

للتبسيط نفترض أن معدلات الفائدة المدينة والدائنة متساوية.

المطلوب:

- أ. هل توجد إمكانية للتحكيم (الترجيح)؟

التمرين 20:

لدينا المعلومات التالية:

أسعار الصرف العاجلة:

$$\text{EUR/USD} : 1.4000 - 1.4120$$

$$\text{EUR/CHF} : 1.6005 - 1.6020$$

سعر الصرف الآجل: $F_{\text{USD/CHF}} = 1.1350$

معدلات الفائدة قدرت ب:

$$i_{\text{USD}} = 4\% , i_{\text{CHF}} = 6\%$$

للتبسيط نفترض أن معدلات الفائدة المدينة والدائنة متساوية.

المطلوب:

أ. هل توجد إمكانية للتحكيم (الترجيح)؟

التمرين 20:

لنفترض أن مصدر أوروبي سيحصل بعد 90 يوماً على 100000 CHF، وأن سعر

الصرف الحالي يقدر ب $1 \text{ EUR} = 1.6 \text{ CHF}$ ، وأن سعر الصرف الحاضر المتوقع $E(S_1)$

غير معروف. وأن المصدر الفرنسي يسعى لتجنب المخاطرة وذلك باللجوء إلى شراء الأورو

في السوق الآجل، مع العلم أن سعر الصرف الآجل ل 3 أشهر يقدر ب: $1 \text{ EUR} = 1.65 \text{ CHF}$

CHF

المطلوب:

حساب المبلغ الذي سيستلمه المصدر الأوروبي بعد مضي 90 يوماً؟

التمرين 21:

لنفترض أنه بتاريخ 27 سبتمبر قمت بشراء عقد مستقبلي على الأورو ب 1 EUR = 1.35 USD، وأن تاريخ استحقاقه هو شهر ديسمبر، وأن حج العقد يقدر ب 125000 أورو.

المطلوب:

قدم تطور لحسابك إذا علمت أن أسعار الصرف ل 29، 30 سبتمبر، 4، 6، 10، 12 أكتوبر كانت كالتالي: 1.3، 1.2، 1.3، 1.4، 1.5، 1.55

التمرين 22:

تتوقع المؤسسة (X) الموجودة في أمريكا تسديد ما قيمته 10 ملايين أورو بعد ثلاثة أشهر، وذلك مقابل سلعة قد اشترتها من أوروبا.

أسعار الصرف العاجلة والآجلة موضحة في الجدول التالي:

سعر البيع ASK	سعر الشراء BID	تاريخ الاستحقاق Echéance
1.1535	1.1531	سعر الصرف العاجل (الآني)
1.1503	1.1498	سعر الصرف الآجل: 3 أشهر

المطلوب:

ما هو الإجراء المتبع إذا ما قررت المؤسسة التغطية ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف، مع تحديد الوضعية التي تتخذها المؤسسة؟

التمرين 23:

لنفترض أن المؤسسة (Y) الموجودة في أمريكا ستحصل بعد ثلاثة أشهر على 10 ملايين أورو، وذلك مقابل بضاعة قامت بتصديرها إلى أوروبا.

أسعار الصرف العاجلة والآجلة موضحة في الجدول التالي:

سعر البيع ASK	سعر الشراء BID	تاريخ الاستحقاق Echéance
1.1535	1.1531	سعر الصرف العاجل (الآني)
1.1503	1.1498	سعر الصرف الآجل: 3 أشهر

المطلوب:

ما هو الإجراء المتبع إذا ما قررت المؤسسة التغطية ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف، مع تحديد الوضعية التي تتخذها المؤسسة؟

التمرين 24:

لنفترض أن مستثمرا يرغب في شراء عقد خيار الشراء على الدولار الأمريكي بسعر تنفيذ قدره:

1 USD = 0.7 EUR، مقابل مكافأة قدرها 0.1 أورو لكل واحد دولار. وقد قدرت قيمة العقد بـ 10000 دولار.

المطلوب:

- أ- ما هو المبلغ الذي يدفعه المستثمر للحصول على هذا الخيار؟
 ب- في أي حالة يلجأ المستثمر إلى تنفيذ الخيار؟
 ت- في حالة تنفيذ الخيار، ما هي الأرباح التي سيحققها المستثمر من وراء ذلك؟
 وضح ذلك باستخدام جدول تبين فيه تطور الأرباح والخسائر تبعا لسعر الدولار.

التمرين 25:

لنفترض أن ترغب في شراء عقد خيار البيع على الدولار الأمريكي بسعر تنفيذ قدره:
 1 USD = 0.7 EUR، مقابل مكافأة قدرها 0.1 أورو لكل واحد دولار. وقد قدرت قيمة العقد بـ 10000 دولار.

المطلوب:

- أ- ما هو المبلغ الذي يدفعه المستثمر للحصول على هذا الخيار؟
- ب- في أي حالة يلجأ المستثمر إلى تنفيذ الخيار؟
- ت- في حالة تنفيذ الخيار، ما هي الأرباح التي سيحققها المستثمر من وراء ذلك؟
وضح ذلك باستخدام جدول تبين فيه تطور الأرباح والخسائر تبعاً لسعر الدولار.

خاتمة:

إن الاهتمام بمجال سياسات وإدارة مخاطر الصرف يزداد في كل يوم مع ازدياد حجم الأعمال الدولية وأهميتها، خاصة وأن العالم يواجه أكبر التطورات الإدارية والتحويلات النقدية والتغيرات البيئية في منظمات الأعمال الدولية، نظرا لازدياد عدد الشركات وكبر حجم المنشآت الدولية وتنامي دورها في حركية التجارة الدولية. كل هذه التغيرات الكبيرة التي مر بها العالم في العقود الأخيرة ومزال، تفرض على الشركات والمنشآت الدولية المالية وغير المالية العمل على مواجهة مخاطر الصرف التي لا تواجهها في الأسواق المحلية، والتي قد تنشأ من نشاط التجارة الدولية للشركة المتمثلة في أنشطة الاستيراد والتصدير؛ كما قد تنشأ من أنشطة ذات طبيعة مالية كعمليات الإقراض أو الاقتراض بعملة غير العملة المرجعية.

إن التعرض لمخاطر تقلبات أسعار الصرف غير المتوقعة قد يكون له الأثر المباشر على التدفقات النقدية المتوقعة المقومة بالعملة الأجنبية الخارجة والداخلة للشركات؛ مما ينجر عنه في الأخير حدوث خسائر كبيرة ما لم يتم إدارتها. وهذا ما يشكل تحديا كبيرا للمستثمرين والشركات في السعي لمواجهة مخاطر أسعار الصرف، والبحث عن الطرق والتقنيات التي تساعد في تجنب هذه المخاطر أو على الأقل تقليلها، وقد يلجأ المستثمرين والشركات في ذلك إلى مجموعة من الاستراتيجيات أو التقنيات المناسبة لإدارتها.

ومن هنا أصبحت دراسة سياسات وإدارة مخاطر الصرف من طرف أمرا ضروريا لا غنى عنه للتعرف على أهم المخاطر الرئيسية التي تواجهها الشركات في علاقاتها الدولية، خاصة مخاطر الصرف، وكذلك التعرف على تقنيات التحوط ضد هذه المخاطر بهدف الحد من التهديدات التي تسببها.

قائمة المراجع:

- ابراهيم, م. (2008). إدارة المخاطر، الجزء الثالث عقود الخيارات، سلسلة الفكر الحديث في الهندسة المالية. منشأة المعارف.
- اعتصام جابر الشكرجي، و محمد علي إبراهيم العامري. (2013). إدارة مخاطر أسعار الصرف الأجنبي باستخدام أدوات التحوط المالي، دراسة تحليلية تطبيقية. مجلة دراسات محاسبية و مالية، المجلد الثامن (العدد 23)، 22-55.
- السحيباني, م. ب. (1428هـ). آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية. دراسات اقتصادية اسلامية، المجلد 14 (العدد 1).
- برقوق, ج., & يوسف, م. (2016). الاقتصاد الدولي (éd. الطبعة الأولى). عمان الاردن: دار الحامد للنشر و التوزيع.
- بسام الحجار. (2003). العلاقات الاقتصادية الدولية (éd. الطبعة الأولى). بيروت- لبنان: المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع.
- بلقاسم عباس. (2003, نوفمبر). سياسات أسعار الصرف. سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية, 1-32 pp.
- بلقاسم, ا. (2003). سياسات أسعار الصرف. (الكويت, Éd.) سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية, العدد 23.
- جليل كاظم مدلول العارضي، زيد متعب عباس العباسي، و علي عبودي نعمة الجبوري. (2016). إدارة المشتقات المالية مدخل نظري وتطبيقي متكامل. عمان: الدار المنهجية للنشر والتوزيع.
- حاتم, س. ع. (1989). دراسات في الاقتصاد الدولي. القاهرة : الدار المصرية اللبنانية.
- حاتم, س. ع. (1989). دراسات في الاقتصاد الدولي. الدار المصرية اللبنانية.

- حاتم, س. ع. (1994). *التجارة الخارجية بين التنظيم والتنظير*. القاهرة: الدار المصرية اللبنانية.
- حميدات, م. (1996). *مدخل للتحليل النقدي*. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- حيدر نعمة بخيت. (2006). أثر عرض النقد (M1) على سعر الصرف التوازني للدينار العراقي خلال المدة 1980-1995. *دراسات نجفية*, 426-415.
- خبازي, ف. (2013). *النظام النقدي الدولي، المنافسة -أورو-دولار*. عمان، الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- زينب عوض الله. (1999). *الاقتصاد الدولي " نظرة عامة على بعض القضايا"*. الإسكندرية: دار الجامعة الجديدة للنشر.
- زينب عوض الله. (2008). *العلاقات الاقتصادية الدولية*. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- سالقادور, د. (1994). *نظريات ومسائل في الاقتصاد الدولي*، سلسلة ملخصات شوم . دار ماكجروهيل للنشر.
- سهام عيساوي. (2017). *الأدوات المالية المشتقة*. عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- عابد, م. س. (2001). *التجارة الدولية*. الإسكندرية: مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية.
- عبد الكريم أحمد قندوز. (2014). *المشتقات المالية*. عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
- عفيفي حاتم, س. (2000). *دراسات في الاقتصاد الدولي*. القاهرة: الدار المصرية اللبنانية.
- علي, م., & العامري, ا. (2008). استخدام نظرية الخيارات في إدارة المخاطر في المصارف الاسلامية، دراسة نظرية استطلاعية في المصرفين الاسلاميين في الأردن. *مجلة العلوم الاقتصادية و الادارية، المجلد 14*.
- قدي, ع. (2003). *المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية*. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.

- كنج شكري, م., & عوض, م. (2004). *المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق* (Vol. الطبعة الأولى). عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- لطرش, ا. (2003). *تقنيات البنوك: دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية* (éd. الطبعة الثانية). ديوان المطبوعات الجامعية.
- لطرش, ا. (2005). *تقنيات البنوك* (éd. الطبعة الخامسة). الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- ماهر جلال بعقوب. (2017). *محددات سعر صرف الدينار العراقي دراسة تطبيقية للمدة 1996-2011. الجلة الأكاديمية لجامعة نوروز, 167-182.*
- محمد خميسي بن رجم. (2017). *المشتقات المالية وتغطية المخاطر. الاسكندرية: مكتبة الوفاء القانونية.*
- محمود شهاب, م., & عدلي ناشد, س. (الطبعة الأولى 2006). *أسس العلاقات الاقتصادية الدولية. بيروت-لبنان: منشورات الحلبي الحقوقية.*
- محي الدين, م., & كجوك, أ. (2002, ديسمبر). *سياسة سعر الصرف في مصر. نظم وسياسات أسعار الصرف, 162-218 pp.*
- موسوعة ويكيبيديا. (نوفمبر, 2020). *بورصة شيكاغو التجارية. تم الاسترداد من موسوعة ويكيبيديا: ar.wikipedia.org*
- هندي, م. (2003). *الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الجزء الثاني). الاسكندرية: منشأة المعارف.*
- Adelegan, O. (Sep, 2009). *The Derivatives Market in South Africa: Lessons for Sub-Saharan African Countries. IMF Working Paper No. 09/196, 1-20.*

- Balu, F.-O., & Armeanu, D. (2007, March). Foreign Exchange Risk in International Transactions. *Theoretical and Applied Economics*, 65–70.
- Bessembinder, H. (Dec, 1991). Forward Contracts and Firm Value: Investment Incentive and Contracting Effects. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26(4), 519–532. doi:DOI: 10.2307/2331409
- Fontaine, P. (2009). *Marchés des changes*. Paris: Pearson Education France.
- Hansen, J., & Roeger, W. (2000). Estimation of Real Equilibrium Exchange Rates. (E. C. Directorate General for Economic and .Financial Affairs, Éd.) *ECONOMIC PAPERS*, 1–80
- Hidane, A. (2003). Calcul du taux de change effectif nominal et réel du dirham . *Document de travail n0 86*.
- Hull, J. (2007). *Options, futures et autres actifs dérivés*. Paris: Pearson Education.
- Hyder , Z., & Mahboob, A. (2006). Equilibrium Real Effective Exchange Rate and Exchange Rate Misalignment in Pakistan. *SBP-Research Bulletin*, 2(1), 237–263.
- Lelart, M. (1998). *Le système monétaire international* (éd. troisième édition). Paris: Editions La Découverte.

- Ltd, A. A. (2018, November). *Comparative Analysis of Forwards and Futures Contracts*. Récupéré sur <https://ukdiss.com/examples/analysis-between-forwards-and-futures-contracts.php?vref=1>.
- Misbahul , I., & Jayanta , C. (2015). FUTURES AND FORWARD CONTRACT AS A ROUTE OF HEDGING THE RISK. *Risk governance & control: financial markets & institutions*, 05(04), 68-79.
- Peyrard, J. (1986). *Risque de change 1986*. Vuibert gestion.
- SWIFT. (s.d.). *The SWIFT CODES.com*. Récupéré sur www.theswiftcodes.com
- waheed, i., & Ayodele, J. (2012). Real Exchange Rate and Real Effective Exchange Rate Measurement: Some Theoretical Extensions. *MPRA Paper No. 59428, posted 01 Nov 2014 10:04 UTC*, 1-18. Récupéré sur <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/59428/>
- Yves , S., & Delphine, L. (2005). *Finance internationale, Economica* (éd. 9ème edition). Paris: Economica.