

جامعة محمد خيضر بسكرة
كلية العلوم الاقتصادية والتسيير

مطبوعة في مقياس:

المالية الدولية

لطلبة السنة الرابعة ليسانس
تخصص: مالية ، نقود وبنوك
إعداد الدكتور: مفتاح صالح
أستاذ محاضر قسم الاقتصاد
جامعة بسكرة

السنة الجامعية 2006/2005

سوق الصرف الأجنبي

المبحث الاول: تعريف سوق الصرف الأجنبي

يعتبر المكان الذي تجري فيه تبادل العملات الدولية المختلفة بيعا وشراء، وسوق الصرف ليست كغيرها من الأسواق المالية أو التجارية، إذ أنه ليس محددًا بمكان معين يجمع البائع والمشتري، وإنما يتم التعامل في سوق الصرف بواسطة أجهزة الهاتف والتلكس والفاكس داخل غرف التعامل بالصرف الأجنبي (Dealing Rooms) في البنوك العاملة في مختلف المراكز المالية مثل: نيويورك، لندن، طوكيو، فرانكفورت، سنغافورة، هونغ كونغ، سان فرانسيسكو، سيدني، زيوريخ، تورنتو، بروكسل، البحرين، هونغ كونغ... إلخ، ويعمل كشبكة تتجه على توحيد المجال الاقتصادي الدولي.

وتكون غرف التعامل في البنوك مزودة بأجهزة المعلومات مثل رويتر وتيلرات (Reuter Monitor) وداوجونز ،... إلخ، والتي تعرض على شاشاتها التغيرات الفورية التي تطرأ على أسعار العملات المختلفة وأسعار الفائدة على الودائع بالعملات الحرة لأجال مختلفة على مدى 24 ساعة.

ويجري التعامل بين البنوك في مجال الصرف الأجنبي إما لحسابها الخاص: عندما تقوم بتغطية مراكزها المكشوفة بالعملات الأجنبية أو في محاولاتها تحقيق أرباح من عمليات المضاربة في النقد الأجنبي، وإما أنها تشارك في السوق باعتبارها مؤسسات وسيطة بين عملائها المصدرين والمستوردين.

تعتبر نسبة التحويل بين العملات التي تقوم بها المصارف هذه كناية عن أسعار نسبية للعملات وتعرف غالبًا بأسعار الصرف أو معدلات الصرف (Cours de change, taux de change).

وتتقلب هذه الأسعار من يوم إلى آخر (au jour le jour) تبعًا لتغيرات العرض والطلب للعملات، ويميز تقليديًا بين معدلات الصرف الثنائية أو المزدوجة (Bilatéraux) ومعدلات الصرف الفعلية (Effectifs).

1- معدل الصرف الثنائي أو المزدوج: هو سعر العملة A بالنسبة للعملة B فإذا قيل على سبيل المثال أن الدولار الأمريكي يساوي 105.70 ين ياباني (1999/11/25)، فهذا يعني تبيان حال سعر الصرف المزدوج الفوري للدولار الأمريكي بالنسبة لليين الياباني.

2- معدل الصرف الفعلي: للعملة A هو معدل وسطي مرجح (Moyenne pondérée) بمعدلات الصرف الثنائية أو المزدوجة A بالنسبة لعملات البلدان التي يقيم معها البلد المصدر للعملة A علاقات تجارية، ومعدلات الترجيح، في المعدل الوسطي المرجح ترتبط بالحصص النسبية للمبادلات التجارية الثنائية في التجارة الدولية الإجمالية للبلد المعني.

وبالإمكان الانتقال من معدل الصرف الفعلي إلى معدل الصرف الفعلي الحقيقي، هذا الأخير هو معدل الصرف الفعلي مصححًا بعد الأخذ بالاعتبار لتوازن معدلات التضخم مع نفس الشركاء التجاريين.

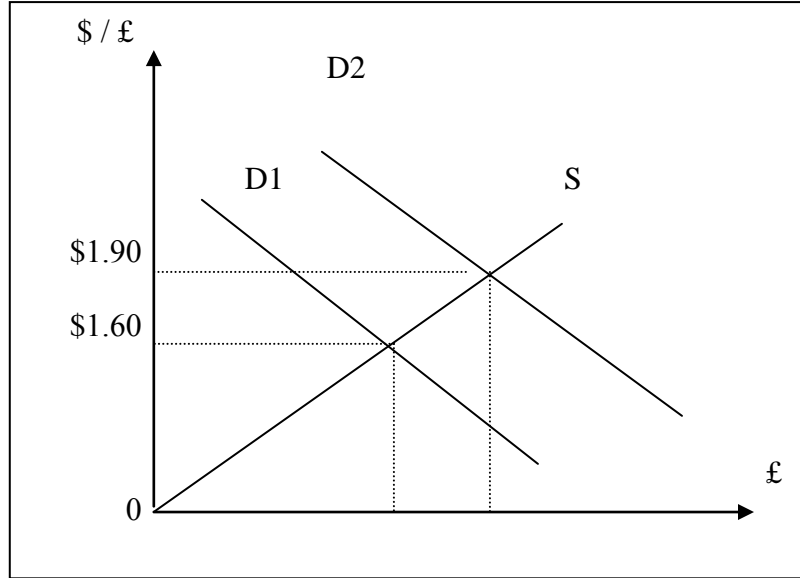
المبحث الثاني: التسعير في السوق

تتحدد أسعار صرف العملات في ظل نظام حرية الصرف بواسطة قوى العرض والطلب، فطالما أن سعر

الصرف هو ثمن الوحدة الواحدة من عملة ما مقوماً بوحدة من عملة أجنبية أخرى، فإن مستوى التوازن لسعر الصرف يتحدد وفقاً لنفس القواعد التي يتحدد بها سعر أية سلعة من السلع حسب مبادئ الاقتصاد الجزئي. ويوضح الشكل التالي كيفية تحديد سعر صرف الإسترليني £ بالنسبة للدولار \$.

شكل رقم (6) : تحديد سعر الإسترليني بالنسبة للدولار

D1: منحنى الطلب الأصلي.
D2 : منحنى الطلب الأصلي بعد انتقاله إلى اليمين نتيجة لزيادة الطلب.
S: يعني عرض العملة.



مستوى التوازن لسعر الصرف يتحدد عند نقطة إلتقاء منحنى الطلب مع منحنى العرض وتحرك السعر إلى الأعلى يعني زيادة سعر الإسترليني بالنسبة للدولار.

وينشأ الطلب على الإسترليني من المستوردين الأجانب لسداد قيمة صادرات إنجلترا إليهم والمستثمرين الأجانب الذين يرغبون في الاستثمار في إنجلترا أو البنوك المركزية الأخرى التي تشتري الإسترليني لدعم قيمته. أما عرض الإسترليني فينشأ من بيع المستوردين الإنجليز لعملتهم من أجل الحصول على العملات الأخرى اللازمة لتسديد قيمة وارداتهم من الخارج، أو من المستثمرين الإنجليز الذين يرغبون في الاستثمار في الخارج، أو من بنك أو أكثر من البنوك المركزية التي تبيع الإسترليني من أجل خفض قيمته.

وتحدث التسعيرات عادة على وجه مستمر، فمثلاً تضع وكالتا رويتر وتيلرات (Reuter et Telerate) التسعيرات بتصرف المتعاملين على جميع الشاشات المربوطة بهما في كافة أنحاء العالم، وفي مركز باريس توجد على هامش التسعيرات المستمرة جلسات تسعير رسمية (Séances de cotations officielles)، وحتى نهاية شهر نيسان 1977 كان التسعير الرسمي في باريس يتم بالصياح (à la criée) وفي أيار 1977 غير هذا النظام لصالح نظام جلسة التثبيت (Séance de fixing).

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة في أسعار الصرف

- ناتج حساب العمليات الجارية في ميزان المدفوعات، فإذا تحقق فائض في الحساب يرتفع الطلب على العملة، وبذلك يرتفع سعر صرفها، ويحدث العكس في حالة حدوث عجز فإن سعر الصرف ينخفض.

- ناتج حساب العمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات، أي حجم تيار الاستثمارات التي تدخل إلى الدولة أو تخرج منها: يرتفع سعر العملة بالنسبة لدولة ما إذا انتقلت إليها رؤوس الأموال وينخفض سعر صرفها إذا خرجت منها رؤوس الأموال.
- نشاط البنوك المركزية عندما تتدخل في السوق بيعا أو شراء لدعم قيمة العملة أو لخفضها.
- حالة التضخم إن ارتفاع معدل التضخم يتطلب اتخاذ إجراءات نقدية أو مالية للحفاظ على قيمتها مرتفعة (العملة) وفي حالة غياب هذه الإجراءات فإن الأمر يتطلب تخفيض قيمة العملة.
- حالة الكساد، وتخفيض العملة للتصدير.
- لاستقرار السياسي في دولة ما، يجلب رؤوس الأموال أما الاضطرابات وعدم الاستقرار في دولة ما يحجم رؤوس الأموال عن التوجه إليها.

المبحث الرابع: قيد التسعيرات Ecriture de cotation

من أجل قراءة سهلة لجداول التسعير المنشورة بواسطة الصحافة يقتضي التمييز بين عريين في القيد ففي بعض البلدان تبين أسعار الصرف عدد الوحدات من النقد الوطني المقابلة لوحد (أو مئة وحدة أو ألف وحدة) من النقد الأجنبي (Cotation à l'incertain).

سعر باريس يشير مثلا، وكما يبين الجدول التالي إلى أن الدولار الأمريكي كان يساوي بتاريخ 15/10/1993 FF 5.7310، وأن الدوتش مارك كان يساوي FF 3.3451.....إلخ.

جدول رقم (11) : سوق الصرف

سعر الأوراق		سعر 93/10/15	السعر السابق	الأسعار التأشيرية
البيع	الشراء			
5.85	5.35	5.7310	5.6895	الولايات المتحدة (دولار واحد)
361	338	354.5100	353.9400	ألمانيا (100DM)
16.60	15.60	16.0850	16.0435	بلجيكا (100f)

المصدر : Le Monde ,18/10/1993

في البلدان الإنكلوسكسونية الأخرى تبين الأسعار عدد الوحدات النقدية الأجنبية المساوية لوحد من النقد الوطني (Cotation au certain)، على سبيل المثال في 93/10/29، كان الجنيه الإسترليني يساوي في لندن 1.487 دولار و 2.498 دوتش مارك (أي أن الدولار كان يساوي 0.672 جنيه والمارك يساوي 0.400 جنيه،... إلخ).

جدول رقم (12) : مصفوفة الأسعار المتقاطعة

93/10/29	£	\$	DM	Yen	FFr	
£	1	1.487	2.498	161.3	8.740	الين الياباني: بالألف (1000)
\$	0.672	1	1.680	108.5	5.878	FF : بالعشرة (10)

DM	0.400	0.595	1	64.57	3.499	الليرة الإيطالية: بالألف (1000)
Yen	6.200	9.219	15.49	1000	54.18	الفرنك البلجيكي: بالمئة (100)
FFr	1.144	1.701	2.858	184.6	10	البيزيا الاسباني: بالمئة (100)

المصدر : Financial Times ,30-31/10/1993

المبحث الخامس: طرق تسعير الصرف

هناك طريقتان لتسعير العملات:

- الطريقة الأولى: طريقة التسعير المباشر Direct Quote.

- الطريقة الثانية: طريقة التسعير غير مباشر Indirect Quote.

وتبين الطريقة الأولى: عدد وحدات العملة الوطنية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية فالعملة الوطنية هي المبلغ المتغير (Variable) في طريقة التسعير المباشر, أما الأجنبية فمبلغها ثابت وتسمى عملة الأساس (Base currency) وحين يعلن بنك سويسري مثلا أنه يستبدل 85.5 فرنك سويسري (مبلغ متغير) مقابل 100 دوتش مارك (مبلغ ثابت) هنا يقال أن الشكل قد استخدم طريقة التسعير المباشر.

أما الطريقة الثانية: فهي تبين عدد وحدات العملة الأجنبية التي تشتري مقابل وحدة واحدة من العملة الوطنية التي تعتبر في هذه الحالة أنها هي عملة الأساس ذات المبلغ الثابت, أما العملة الأجنبية فهي التي يكون مبلغها متغيرا, فعندما يعلن بنك بريطاني أنه يستبدل مقابل الجنيه الإسترليني (مبلغ ثابت) مبلغ 4.1325 مارك (مبلغ متغير) فهناك يقال أن البنك قد استخدم طريقة التسعير غير المباشر.

ويستخدم المتعاملون في أوروبا الطريقة المباشرة، وفي معظم دول العالم باستثناء مراكز بريطانيا وإيرلندا وأستراليا ونيوزيلندا وبعض البلدان الأخرى المتأثرة بتقاليد بريطانيا والتي تستخدم الطريقة غير المباشرة وفي الولايات المتحدة الأمريكية تستخدم الطريقتين.

إذا كان البنك يتعامل مع عميل داخل الولايات المتحدة الأمريكية أو يتعامل مع البنوك الأخرى في أوروبا (ماعدا إنجلترا) فإنه يتبع طريقة التسعير المباشر.

ويعطي المتعاملون في الصرف الأجنبي سعرين لكل عملة:

السعر الذي يمكنهم بيع العملة مقابل $Offer Rate/ Ask Rate$, والسعر الذي يوافقوا على شراء العملة المعروضة مقابل $Bid Rate/Buying Rate$ والفرق بين السعرين ($Spread$) هو هامش الربح الذي يحصل عليه المتعامل.

وكيفما كانت طريقة التسعير مباشر أو غير مباشر، فإن السعر الأقل هو سعر الشراء والسعر الأعلى هو سعر البيع.

فإذا كان تسعير الدولار مقابل المارك الألماني كالتالي: $1.7089/1.7069$

- سعر شراء الدولار أو سعر بيع المارك هو السعر المدرج على اليمين.
- سعر بيع الدولار أو سعر شراء المارك هو السعر المدرج على اليسار.
- متوسط سعر المارك مقابل الدولار هو حاصل قسمة سعر الشراء وسعر البيع على 2 ويساوي 1.7079 مارك مقابل الدولار.
- سعر الصرف الذي يعلنه المتعامل في نيويورك هو 0.5855143 دولار، أي كم يساوي المارك مقابل الدولار، أما في فرانكفورت فسوف يعكس السعر 1.7079 مارك أي كم يساوي الدولار مقابل المارك.
- وواضح ان التسعير المباشر ما هو إلا مقلوب التسعير غير مباشر بحيث إذا ضرب السعرين أعلاه في بعضهما فحاصل الضرب سوف يكون واحد صحيح $(1/1.7079 = 0.5855143)$, أي أن الانتقال من سعر إلى آخر يتم من خلال النسبة: $1/\text{السعر}$.

سعر الصرف المشتق Cross Rate

يعتبر سعر الصرف مشتقا إذا لم تكن العملة الوطنية طرفا في عملية الاستبدال، بمعنى إيجاد سعر عملة مقابل عملة أخرى -غير العملة المحلية- من خلال علاقة هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة كالدولار مثلا. فكثيرا ما يحدث أن يطلب عميل بنك أو البنك نفسه استبدال عملة أجنبية بعملة أجنبية أخرى (فرنك سويسري مقابل مارك ألماني مثلا)، ولكن لا يجد إلا قلة من المتخصصين في هذا النوع من التعامل لذلك لا يكون أمامه إلا استخدام سعر الصرف المشتق من خلال توسط عملة ثالثة كالدولار مثلا لمعرفة سعر صرف العملتين موضوع التبادل.

وغالبا ما يستخدم الدولار الأمريكي في سعر الصرف المشتق، لأنه يعتبر عملة الأساس في معاملات الصرف الأجنبي ويستخدم كعملة رئيسية للاحتياجات.

فمثلا: نجد البنك الذي يعمل في إنكلترا عندما يشتري أو يبيع مارك ألماني مقابل فرنك سويسري يستخدم

في حسابه سعر الصرف المشتق, فإذا أراد التعامل في البنك أو يحسب متوسط سعر صرف الدولار إلى المارك ومن متوسط سعر صرف الدولار إلى الفرنك السويسري.

فإذا افترضنا سعر صرف العملتين إلى الدولار كالتالي:

$1.7079 \text{ مارك} = 1 \text{ دولار}$ $1 \text{ دولار} = 1.8417 \text{ فرنك سويسري}$
--

والمطلوب معرفة كم وحدة من الفرنك السويسري تساوي 100 مارك أي كم فرنك سويسري = 100 مارك. إذن يستخرج متوسط سعر صرف المارك إلى الفرنك السويسري كما يلي:

$100 \text{ مارك} = \frac{1.8417 \times 100}{1 \times 1.7079} = 107.8342 \text{ فرنك}$
--

إذا افترضنا ان عميل لأحد البنوك السويسرية يريد بيع فرنكات فرنسية مقابل شراء ليرات إيطالية وكان

سعر صرف هاتين العملتين بالنسبة للدولار في ذلك اليوم كالتالي:

دولار / فرنك 7.1250 – 7.1200

دولار / ليرة 1531.70 – 1530.70

فما هو سعر الصرف الذي يستخدم في عملية الاستبدال وفقا للخطوتين التاليتين:

1- يتم بيع الفرنكات لأحد البنوك الفرنسية مقابل دولارات, أي ان يشتري الدولار بسعر البيع وهو 7.1250 فرنك

2- ثم تشتري ليرات إيطالية من أحد البنوك الإيطالية مقابل دولارات, أي يتم بيع الدولار بسعر شرائه وهو 1530.70 ليرة.

ويحسب سعر الصرف حسب المعادلة التالية :

(سعر الشراء)	$100 \text{ ف ف} = \frac{1530.70 \times 100}{7.1250} = 21483.51 \text{ ليرة}$	ويمكن الت
(سعر البيع)	$100 \text{ ليرة} = \frac{7.1250 \times 100}{1530.70} = 0.4755 \text{ فرنك ف}$	

في هذا المثال استخدم سعر صرف الدولار مقابل كل من العملتين موضوع التبادل في التوصل إلى سعر الصرف بين العملتين.

مثال آخر:

جدول رقم (13) : أسعار العملات العالمية/دولار

العملة	الرمز	الشراء	البيع	أعلى الشراء	أدنى شراء	آخر تحديث
دولار إسترليني	AUD	0.7801	0.7806	0.7801	0.7806	28DEC200411:33GMT
دولار كندي	CAD	1.2174	1.2181	1.2174	1.2181	28DEC200411:33GMT
يورو	EUR	1.3635	1.3639	1.3635	1.3639	28DEC200411:33GMT
ين ياباني	JPY	103.04	103.09	103.04	103.09	28DEC200411:33GMT
جنيه إسترليني	GBP	1.9383	1.9389	1.9383	1.9389	28DEC200411:33GMT
فرنك سويسري	CHF	1.1328	1.1333	1.1328	1.1333	28DEC200411:33GMT

المصدر: <https://WWW.menafn.com/arabic/qncurrencies.asp?currency=usd>

جدول رقم (14): أسعار العملات العربية/دولار

العملة	الرمز	الشراء	البيع	أعلى الشراء	أدنى شراء	آخر تحديث
دينار جزائري	DZD	69.705	74.705	69.705	74.705	28DEC200411:33GMT
دينار بحريني	BHD	0.37622	0.37769	0.37622	0.37769	28DEC200411:33GMT
جنيه مصري	EGP	6.1311	6.2044	6.1311	6.2044	28DEC200411:33GMT
دينار أردني	JOD	0.704	0.714	0.704	0.714	28DEC200411:33GMT
دينار كويتي	KWD	0.2932	0.2962	0.2932	0.2962	28DEC200411:33GMT
ليرة لبنانية	LBP	1513	1514	1513	1514	28DEC200411:33GMT
درهم مغربي	MAD	8.156	8.256	8.156	8.256	28DEC200411:33GMT
ريال عماني	OMR	0.384	0.386	0.384	0.386	28DEC200411:33GMT
ريال قطري	QAR	3.637	3.642	3.637	3.642	28DEC200411:33GMT
ريال سعودي	SAR	3.7496	3.7506	3.7496	3.7506	28DEC200411:33GMT
دينار تونسي	TND	1.1863	1.2163	1.1863	1.2163	28DEC200411:33GMT
درهم إماراتي	AED	3.6715	3.6735	3.6715	3.6735	28DEC200411:33GMT

المصدر: <https://WWW.menafn.com/arabic/qncurrencies.asp?currency=usd>

المبحث السادس :سوق الصرف الجاري (الفوري)والاجل

اولا: سوق الصرف الفوري

وهي عملية شراء لعملات أجنبية مقابل بيع عملات اجنبية أخرى, فإذا ما تم الاتفاق على صفقة نقد أجنبي بسعر صرف محدد, فإن الأطراف المعنية عليها تحديد مكان وتاريخ التسليم, فإذا لم يحدد تاريخ التسليم فتؤخذ أسعار البيع والشراء على أنها آنية أو فورية ويجب ان تسلم على أبعد حد, بعد يومين قابلين للعمل, من تاريخ إنجاز العملية, ولا يستثنى من هذه القاعدة إلا العمليات بين الدولار الأمريكي والدولار الكندي, حيث يجب أن يحصل التسليم خلال 24 ساعة.

وتتم الصفقات باستخدام تاريخ التسوية الفوري, ويراعى ألا يصادف تاريخ تسوية صفقة العملة يوم إجازة في أي من بلدي العملتين وإلا تأجلت التسوية إلى يوم العمل الموالي, فمثلا إذا عقدت صفقة يوم الإثنين فإن التسوية تنفذ يوم الأربعاء, فإذا اتفق أن كان يوم الأربعاء إجازة في أي من بلدي العملتين أو في نيويورك فإن التسوية تنفذ يوم الخميس, وإذا عقدت الصفقة يوم الخميس فإنها تنفذ يوم الاثنين من الأسبوع التالي.

ثانيا: سوق الصرف الآجل :

ويقصد بها ان يعقد اتفاق بين أحد البنوك وطرف آخر لاستبدال عملة مقابل عملة أخرى في تاريخ مستقبلي على أساس سعر صرف آجل يتفق عليه بين الطرفين.

وسعر الصرف الآجل بعملة ما هو إلا السعر الذي يتم على أساسه بيع أو شراء عملة ما في تاريخ لاحق (آجل) لتاريخ إبرام عقد الصفقة.

ويتم تحديد هذا السعر وتاريخ التسليم ومبالغ العملتين موضوع التعامل في نفس تاريخ إبرام عقد الصفقة (لتجنب تقلب أسعار صرف العملة المحددة في الصفقة), وسعر الصرف الآجل ببساطة هو سعر الصرف الفوري السائد وقت الإبرام مضافا إليه فرق سعري الفائدة السائدين في الأسواق النقدية الدولية على العملتين موضوع التبادل.

بمعنى أن الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل هو الفرق بين سعري الفائدة على العملتين.

ولذلك يمكن احتساب سعر الصرف الآجل من اليوم الأول لتحرير عقد الصرف الآجل استنادا إلى ثلاثة

عناصر:

- 1- سعر الصرف الفوري السائد في السوق في تاريخ إبرام عقد الصفقة.
- 2- سعر الفائدة الذي يدفعه العميل إذا ما افترض قيمة العملة المباعة التي سيتم السداد فيها عند استحقاق العقد الآجل.
- 3- سعر الفائدة الذي يحصل عليه العميل إذا ما أودع قيمة العملة المشتراة في وديعة ثابتة لفترة العقد الآجل.

مثال 1: توضيح كيفية التوصل إلى تحديد السعر الآجل:

سنفترض أن عميلا لديه وديعة بالإسترليني لمدة سنة قدرها 100.000 جنيه بفائدة نسبتها 9.5% سنويا, وأن عميلا آخر لديه وديعة تعادل قيمة الوديعة الأولى ولكن بالدولار ونسبة الفائدة المحتسبة لها 5.2% وأن سعر الصرف الفوري للدولار مقابل الإسترليني هو 1.50 دولار لكل جنيه, فما هو السعر الآجل الذي يساوي بين وديعة الإسترليني ووديعة الدولار عند استحقاقهما؟

الحل: حسب ما ذكرناه سابقا, علينا أن نحدد العناصر الثلاثة التالية:

$$\text{قيمة وديعة الإسترليني عند استحقاقها} = 100.000 \times (1 + 0.095) = 109500 \text{ جنيه إسترليني}$$

$$\text{قيمة الوديعة بالدولار المعادلة لمبلغ} = 100.000 \text{ إسترليني بالسعر الفوري}$$

$$= 150.000 = 1.5 \times 100.000 \text{ دولار}$$

$$\text{قيمة الوديعة بالدولار عند الاستحقاق} = 150.000 \times (1 + 0.0525) = 157875 \text{ دولار}$$

إذا كان سعر الصرف الفوري قدره 1.5 هو الذي يساوي بين مبلغ 100.000 إسترليني ومبلغ 150.000 دولار, فيكون السعر الآجل بطبيعة الحال هو السعر الذي يجعل الإسترليني يتساوى مع مبلغ الدولار عند الاستحقاق, أي ان السعر الآجل الخالص يساوي مبلغ الدولار عند الاستحقاق مقسوما على مبلغ الإسترليني عند الاستحقاق أي يساوي:

$$1.442 = 109500 \div 157875 \text{ دولار}$$

أي أن السعر الآجل معدلا بفروق أسعار الفائدة = 1.442 دولار

ولذا يمكن وضع المعادلة التالية للتوصل إلى سعر الصرف الآجل في مثالنا:

$$\frac{\text{السعر الفوري} \times (1 + \text{فائدة الدولار}) \times \left(\frac{\text{مدة العقد الآجل}}{100 \times \text{السنة}} \right)}{\text{السعر الآجل الخالص}} = \frac{1 + \text{سعر فائدة الإسترليني} \times \left(\frac{\text{مدة العقد الآجل}}{100 \times \text{السنة}} \right)}{1}$$

وبتحويل ذلك إلى تطبيق عددي :

$$1.442 = \frac{1.095 \times 150.000 \times \frac{360}{360 \times 100}}{1.0525 \times 100.000 \times \frac{360}{360 \times 100}}$$

- وقد يحدث ان يتساوى سعر الصرف الآجل مع سعر الصرف الفوري وقد يختلف عنه.
- فإذا كان السعر الآجل أعلى من السعر الفوري فيقال أن العملة بعلاوة.
- أما إذا كان السعر الآجل للعملة أقل من السعر الفوري فيقال أن العملة بخصم (الاسترليني بخصم مقابل الدولار).

مثال 2: بتاريخ 13 جوان 1996 أعرب مستورد فرنسي عن رغبته في الشراء لأجل من مصرفه لمليون دوتش مارك يتوجب عليه تسديدها بتاريخ 15 سبتمبر 1996 لمصدر ألماني, عملية الشراء لأجل للمارك هي بالتأكيد من أجل تجنب مخاطر الصرف.

وضعية السوق بتاريخ 13 جوان 1996 ذات تاريخ الإستحقاق 15 جوان 1996.

سعر المارك الفوري

-سعر السوق للشراء 3.4100 فرنك للمارك (شراء المارك)

-سعر السوق للبيع 3.4120 فرنك للمارك (بيع المارك)

سوق اليورو مارك (Euromark) لثلاثة أشهر (1996/06/15 – 1996/09/15)

-سعر الفائدة السنوية للإقتراض 4.8750%

-سعر الفائدة السنوية للإقراض 5%

السوق النقدية الفرنسية لثلاثة أشهر (1996/06/15 – 1996/09/15)

-سعر الفائدة السنوية للإقتراض 8%

-سعر الفائدة السنوية للإقراض 8.1250%

يقوم مصرف المستورد الفرنسي بالبيع لأجل لعميله مليون دوتش مارك على أن تسلم بتاريخ 15/09/96 بسعر صرف متفق عليه بين الطرفين ومحدد بعقد موقع بتاريخ 13/06/96, لتغطية مخاطر الصرف يقوم المصرف في نفس الوقت بالشراء فورا للدوتش مارك مقابل الفرنك في السوق الفورية بسعر صرف 3.4120 (في هذه الحالة يعتبر المصرف مشتريا للمارك كما يعتبر السوق بائعا للمارك "سعر السوق للبيع").

إذا أخذنا بالإعتبار أن معدلات الفائدة في أسواق الأورو تحتسب على أساس السنة النظرية التي تساوي

360 يوم فالفوائد المحتسبة على 91 يوم تقيم على الوجه التالي:

$$12322.92 \text{ مارك} = \frac{91}{360} \times \frac{4.875}{100} \times 1000000$$

فإذا ما قُيم هذا المبلغ على أساس سعر المارك بالنسبة للفرنك في السوق الفورية فسوف يوازي

$$42045.80 \text{ فرنك أي } 42045.80 = 3.4120 \times 12322.92$$

في المقابل إن المصرف (إذا لم تتوفر في أرصده النقدية القيمة المقابلة لمليون مارك) سوف يقدم على

اقتراض المبلغ المطلوب بالفرنك الفرنسي لكي يتمكن من المليون مارك, فترة الإقراض هذه تكون لثلاثة أشهر وبسعر فائدة سنوي يبلغ 8.125% الفائدة تحتسب أيضا على أساس السنة النظرية 360 يوم.

$$.70076.32 = \frac{91}{360} \times \frac{8.125}{100} \times 3.4120 \times 1000000$$

بتاريخ 96/09/15 كان يتوجب على المصرف التسديد لدائنه مبلغ 3.482076.32 فرنك (3412000 + 70076.32).

في المقابل فإن المصرف كان سوف يتقاضى 42045.80 فرنك (أي ما يوازي 12333.82 مارك بسعر صرف 3.4120) كفوائد على المليون الموظفة.

إذن المبلغ الصافي الذي يتوجب على المصرف تسديده يساوي:

$$3482076.32 - 42045.80 = 3440030.52 \text{ فرنك.}$$

إستنادا إلى ذلك فإن سعر الصرف لأجل الذي يطبق على المستورد يتحدد على الأساس التالي:

$$3.44 = \frac{3440030.52}{1000000}$$

يضيف المصرف إلى هذا السعر الأساس هامشا للريح (هامش ربح المصرف) هذا الهامش هو قابل لأن يتفاوض عليه بين الطرفين, على سبيل المثال اعتبر هذا الهامش 0.5% (كأجيو Agio), إستنادا إلى ما تقدم بإمكان المصرف أن يعد بإعطاء عميله مبلغ مليون مارك بتاريخ 96/06/15 سعر صرف أساس 3.44 في ذلك التاريخ, أيضا يقوم المصرف بالإقتطاع من جانب عميله لمبلغ قدره 3440.00 فرنك مضاف إليها 0.5% عمولات.

للحصول على هذه القيمة بشكل أسرع بالإمكان احتساب (Report):

$$3.4120 = \frac{91}{360} \times \frac{8.1250 - 4.8750}{100} \times \text{الفائدة}$$

= 0.0280 لكل دوتش مارك, من خلال ذلك يحتسب سعر الصرف الآجل:

$$3.4400 = 0.0280 + 3.4120$$

الفصل السادس : المخاطر المرتبطة بعمليات الصرف وتقنيات التغطية

المبحث الاول : المخاطر المرتبطة بأسعار الصرف وتقنيات مصدري الاوامر

يتعرض المتعاملون لعدة مخاطر, فبالإضافة إلى خطر الصرف الذي يمكن لأعوان الصيرفة أن يجنوا منه الربح أو أن يستطيعوا إدارته من دون صعوبة حقيقية, هناك خطران أساسيان و هما خطر السيولة و خطر الطرف المقابل.

1- المخاطر المرتبطة بأسعار الصرف:

أ - خطر السيولة:

يتمثل هذا الخطر في عدم التمكن من إجراء عمليات في سوق الصرف, أو إجرائها مع التعرض لنقص في القيمة (Moins value) عند شراء أو بيع العملات, و هذا الخطر ليس هاما في الأوقات العادية , لكن قد يحصل أن يختفي سوق عملة صعبة فوراً أو نهائياً , على اثر أزمة السياسة أو على اثر الوضع قيد التطبيق لضوابط إدارية تؤثر على سوق الصرف و على السوق النقدية الدولية للعملة المذكورة .

أن هذا الخطر لا يطال إلا على العملات القليلة المتداولة في السوق الإقليمية, في حين أن هذا الخطر يبقى ضعيفا (هامشيا) بالنسبة لكافة العملات القابلة للتحويل المستخدمة في التجارة الدولية, و يظهر خطر السيولة.

ب- خطر الطرف المقابل (contre partie)

يتضمن خطر الطرف المقابل في خطر التسليم, خطر القرض الأول هو كناية عن خطر إفلاس الطرف المقابل يوم استحقاق العملية, أما الثاني فهو كناية عن خطر إفلاس الطرف المقابل قبل استحقاق العملية. لا يتعرض وكلاء الصيرفة في السوق الفورية إلا لخطر التسليم, أما المتعاملون في السوق لأجل فيتعرضون لخطر التسليم و خطر القرض.

خطر التسليم هو أكثر أهمية من خطر القرض, لأنه يؤدي إلى خسارة كلية لمبلغ العملية في حين انه عندما يظهر خطر القرض يعمد المتعامل إلى إعادة تشكيل وضعيته, فوكيل الصرف يتعرض لخطر تغير سعر الصرف الذي هو دائما أدنى من خطر خسارة كل العملية.

ج- القيود المفروضة على وكلاء الصيرفة:

تهدف هذه القيود الى هدف عام يتمثل في تاطير و ضبط نشاط وكلاء الصيرفة من اجل تجنب اخذ هؤلاء لوضعيات صرف تهدد المصرف, في قابليته للاستمرار في نشاطه إزاء تطور غير موات في سعر الصرف او خطر السيولة أو خطر الطرف المقابل.

بالدرجة الأولى يوجد الحد الأول: يتعلق بمبلغ الوضعية في نهاية يوم العمل يعرف بوضعية العلاوة Position de report أو Position overnight, هذه الوضعية يجب أن لا تكون على سبيل المثال اكبر من 10 ملايين دولار.

و بالدرجة الثانية هناك الحد الثاني: يتعلق بالحد الأقصى لمبلغ الوضعية التي يمكن الوصول إليها خلال يوم العمل, و هذه الوضعية تسمى Position in traday فعلى سبيل المثال يستحيل أن تكون الوضعية الصافية

الشارية (التي تعرف بالوضعية الطويلة Position longue) أو الوضعية الصافية البائعة (التي تعرف بالوضعية القصيرة Position courte ou découverte) اكبر من 50 مليون دولار تفرض هذه الحدود أيضا على وكيل صيرفة فردي و/أو على مجموع المواقع (الأقسام) في ردهة سوق الصرف، هذه الحدود تتعلق بوضعية المصرف بكافة العملات مجتمعة و بالدرجة الثالثة، توجد حدود فيما يتعلق بالأطراف المقابلة للمصرف في سوق الصرف، على سبيل المثال، يستحيل أن يكون لوكيل الصيرفة كطرف مقابل: الشركة Betta، فيما يتجاوز مبلغ 100 مليون دولار هذه الحدود المذكورة هي خاصة بكل مصرف على حدة، وهناك ثلاثة عوامل تدخل في تحديد المبلغ المشار إليه فيما تقدم وهي:

- درجة نفور مسؤولي المصرف من الخطر
- مدى الطابع الهجومي للسياسة التجارية للمصرف
- المبلغ الأقصى من الخسائر الذي يمكن أن يتحملة المصرف

هناك استراتيجيات لمصدري الأوامر في سوق الصرف، كما أن هناك مخاطر مالية مرتبطة بالصرف

2- تقنيات مصدري الأوامر في سوق الصرف:

1- **تقنية التغطية:** هي التحوط ضد تقلبات أسعار الصرف التي تتغير باستمرار ويستعمل التغطية الفورية أو التغطية لأجل، ولفهم أفضل لهذه التقنيات سنستخدم المثال التالي:

نفترض أن مستوردا جزائريا لبعض السلع الأمريكية فانه سيقوم بتسديد المصنع المورد خلال سنة(06) اشهر بفاتورة قيمتها مليون دولار وكان السعر الفوري للدينار الجزائري هو 70 دج/ للدولار (بافتراض أن الدولار يساوي 70 دج) وعند هذا السعر تصل قيمة فاتورة المستورد الجزائري المحتسبة بالدينار الجزائري الى: $70 \times 1000000 = 70.00000$ د ج

عندما يكون المستورد متأكدا بأنه يستطيع مبادلة الدينار بالدولار حسب سعر الصرف السائد حاليا وهو 70 دج فلا يطرح تسديد هذه الفاتورة للمستورد أية مشكلة، ويتغير سعر الصرف باستمرار، ولذلك يكون المستورد عرضة لمخاطر الصرف.

فإذا ارتفع الدينار بالنسبة إلى الدولار عند الاستحقاق وانتقل سعر الصرف إلى 69.94 دج مقابل كل دولار، فان الفاتورة بالدينار سوف تبلغ قيمتها $69.94 \times 1000000 = 69940000$ دج

أي أن المستورد الجزائري قد حقق ربحا قدره $69940000 - 70000000 = 60000$ دج وتعتبر هذه الوضعية ملائمة للمستورد الجزائري لأنه يحقق فائض قيمة في الصرف.

أما إذا انخفضت قيمة الدينار بالنسبة للدولار إلى 70.04 دج لكل دولار عند الاستحقاق ، فهذا يعني أن سعر صرف الدولار مقابل الدينار قد ارتفع وتصبح قيمة الفاتورة كإلي : $70.04 \times 1000000 = 70040000$ دج وهذا يعني أن هناك تكلفة إضافية تبلغ $70040000 - 70000000 = 40000$ دج.

وفي هذه الحالة يجب على المستورد أن يقوم بتسديد مبلغ اكبر بالدينار من اجل الوفاء بالتزاماته المحررة

بالدولار ولكن هـ الوضعية غير مناسبة للمستورد لكونه يتحمل خسارة.
فالمستورد إما أن يتحمل خطر الصرف أملا في تحقيق ربح وإما أن يرفض الخطر لتغطية نفسه من خطر الصرف.

في الحالة الأولى يقوم المستورد بالمضاربة (مضاربة على ارتفاع الدينار مقابل الدولار).
وفي الحالة الثانية يعتمد المستورد استراتيجية التغطية (Hedging) وتوجد أمامه كما ذكرنا طريقتان للتغطية:
- التغطية الفورية.
- التغطية لأجل.

في التغطية الفورية يجب على المستورد أن يشتري فورا الدولار الذي سيكون بحاجة إليه بعد ستة اشهر ويوظف هذا المبلغ من الدولار في السوق النقدية.
أما التغطية لأجل يجب على المستورد ان يتوجه إلى السوق لأجل لشراء الدولار في الأجل المتفق عليه مع المورد (ستة اشهر)، فالمستورد سوف يكون على علم من الآن بكمية الدينار التي سيكون بحاجة إليه ابعـد ستة اشهر وبذلك يزول خطر الصرف، إلا انه لكي يتمكن المستورد من تغطية نفسه ضد مخاطر الصرف لأجل يفترض أن يجد في السوق أعوان آخرين مستعدين للمخاطر التي يهرب منها المستورد نفسه هؤلاء الأعوان هم المضاربين.

ب- المضاربة:

1- تعريفها:

فقد عرفها (P.Coulbois) في كتابه (Le change: Finance Internationale) "بالمعنى الأكثر شمولية يعتبر قرارا مضاربا كل قرار اقتصادي يؤخذ حاليا تبعا لتوقع حول القيمة المستقبلية لمتغير أو عدة متغيرات تعتبر هامة بالنسبة للعون الاقتصادي المقرر"
و حسب هذا التعريف, كل نشاط اقتصادي بغض النظر عن نوعه يأخذ بعدا مضاربا, فالمنظم الذي يستثمر يراهن على توسع سوقه المستقبلي,
و المقرض الذي يمنح قرضا يراهن على قدرة التسديد المستقبلية لزبونه... الخ
و في مجال الصرف يسمى مضاربا ذلك الذي يأخذ وضعية صرف أملا أن يتطور سعر العملة في الاتجاه المطابق لتوقعاته.

وتعرف وضعية الصرف بالنسبة لعون ما و في لحظة معينة على أنها مساوية للمجموع التالي:
كمية العملات المحازة + كمية العملات التي يجب أن تحاز - كمية العملات التي يجب أن تسدد.
عندما يكون هذا المجموع مساويا للصفر تسمى وضعية الصرف " مقفلة Fermée " و الوضعية المقفلة تظهر غياب خطر الصرف

و عندما يكون هذا المجموع ايجابيا تسمى وضعية الصرف طويلة البقاء في وضعية طويلة فيما يتعلق بعملة معينة يعكس توقع (ارتقاب) ارتفاع قيمة العملة المذكورة .

و أخيرا عندما يكون هذا المجموع سلبيا نسمي وضعية مركز الصرف قصير (توقع قيمة العملة المأخوذة

(بالاعتبار)

إن المضارب في سوق الصرف هو ذلك الذي لا يقفل وضعيا ته، و تجدر الإشارة إلى أن السلوك المضارب للتجار الذي يعولون على تغير أسعار العملات، فيؤخرون أو يعجلون في تحويل عائدات صادراتهم إلى الداخل و تسديد وارداتهم إلى الخارج.

فعندما تنخفض قيمة العملة الوطنية يصبح للمصدرين مصلحة (إذا ما سمحت لهم بذلك القوانين المراعية للإجراء) في أن يؤخروا تحويل عملاتهم باتجاه الداخل، هذه الممارسة ترتكز على الاستفادة من آجال التسديد تعرف ب Termillage و أيضا ب Leads and lags في اللغة الإنجليزية مما تقدم ذكره يجب أن لا يحول دون إدراك ما يلي :

- ليس للشركات المتعددة الجنسيات سلوكا مضاربا متعمدا و منتظما في أسواق الصرف، و مديرو خزائن هذه الشركات يبدون أقصى الحذر بسبب المخاطر المرتبطة بأخذ وضعيات صرف
- كشف البنوك التجارية عن نفس الاحتياطات (تبدي احتفاظها بنفس الاحتياطات) خصوصا و أن بعض الأنظمة القانونية تفرض عليها أن تقفل في نهاية يوم العمل وضعيات صرفها الإجمالية.

ج- موازنة سعر الصرف : Arbitrage

على عكس المضارب الصرف (Spéculateur pur)، فإن الموازن لسعر الصرف Arbitragiste يقوم بالاختيار بين متغيرات معروفة من قبله عند اتخاذ القرار، و نشاطه لا يمكن أن يوضع في أفق متحرك. فيمكنه القيام بالبحث عن الاستفادة من الفارق بين الأسعار الفورية السائدة في نفس اللحظة، في مراكز مختلفة، أما القيام بموازنات لأسعار الفائدة المغطاة في سوق الصرف (Arbitrage des taux intérêts couverts en change) يتم اللجوء إلى موازنة أسعار صرف المراكز دائما عندما يتغير هيكل أسعار التكافؤ المتقاطعة Parties croisées . فإذا كان الدوتش مارك مقابل الدولار مسعر أفضل في نيويورك مما هو عليه في فرانكفورت فإن موازني أسعار الصرف يشترتون على الفور المارك الألماني مقابل الدولار في فرانكفورت من أجل إعادة بيعه في نيويورك، و العملية يمكن أن تنجز في لحظات معدودة و من دون أي خطر .

ملاحظات:

- 1- إن تطور تقنيات الاتصال قد اثر على فرص موازنات أسعار الصرف، فالمعلومة أصبحت تنتقل بسرعة و كذلك رؤوس الأموال، و كل فارق بين أسعار الصرف يبدو مؤقتا .
- 2- إن سلوك موازني أسعار الصرف يميل عفويا أو تلقائيا إلى امتصاص عدم توازن دولي.

