



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة زيان عاشور بالجللفة



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم التجارية



مطبوعة محاضرات جامعية في مقياس

سياسات إدارة مخاطر الصرف

إعداد: د. يحيى يحيى عبد الحفيظ

أستاذ محاضر - أ-

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

جامعة الجلفة - الجزائر

موجهة لطلبة السنة أولى ماستر

شعبة العلوم التجارية

التخصص: مالية وتجارة دولية

السنة الجامعية: 2019/2018

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

الجلفة في: 08 سبتمبر 2019

جامعة الجلفة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

المجلس العلمي للكلية

رقم: 54/ م ع ك / 2019

مستخرج محضر اجتماع المجلس العلمي

تبعاً لاجتماع المجلس العلمي لكلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير المنعقد بتاريخ 21 جويلية 2019، فقد تم الموافقة على المطبوعة البيداغوجية التالية:

اسم ولقب الأستاذ	الدرجة العلمية	عنوان المطبوعة	المستوى
د. يحيوي عبد الحفيظ	أستاذ محاضر أ	محاضرات في سياسات إدارة مخاطر الصرف	السنة الأولى ماستر مالية وتجارة دولية

رئيس المجلس العلمي
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية
وعلوم التسيير - جامعة الجلفة
رئيس المجلس العلمي للكلية
إمضاء: (أ. و. تاورى محمد الطاهر)





الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة زيان عاشور بالجلفة



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم : العلوم التجارية

تخصص : مالية وتجارة دولية

مخطط مقرر المقياس

مسمى المقياس : سياسات إدارة مخاطر الصرف

الفصل الدراسي : السادس الثاني

المستوى الدراسي : السنة أولى ماستر مالية وتجارة دولية

السنة الجامعية : 2018 / 2019



اسم أستاذ المادة : د. يحيى عبد الحفيظ

القسم و التخصص : العلوم التجارية، تخصص التجارة الدولية.

البريد الإلكتروني : hafidhyahiaoui@yahoo.fr

الهدف العام للمقرر:

يهدف المقرر إلى دراسة سياسات إدارة مخاطر الصرف، وإلى الكشف عن التحديات والرهانات التي تقع على عاتق السلطة النقدية في إدارة سعر الصرف في إطار المنظومة المصرفية والمالية العالمية.

فيتعرض المنهج لدراسة سياسات إدارة مخاطر الصرف ومكوناته، سواء بالنسبة للبنوك المركزية أو التجارية، إضافة إلى السياسات سعر الصرف وآليات رسمها، وأهم أدواتها، كما يتم دراسة أنظمة الصرف ابتداء من نظام الصرف الثابت ومرورا بنظام الصرف المرن، وصولا إلى أهم الآليات التي تحدد سعر الصرف، والذي يعتبر اللبنة الأساسية في المعاملات المالية الدولية، حيث سنتعرض إلى مضمونه ومفاهيمه، وإلى أهدافه و أبعاده، كما نتعرض إلى أهم النظريات المحددة له، وإلى أهم العوامل المؤثرة عليه.

إلى جانب ذلك يركز المنهج على سوق الصرف الاجنبي، وعلى أهم المخاطر التي يمكن ان يتعرض لها سعر الصرف، إضافة الى أهم آليات التحوط ضد هذه المخاطر، سواء

الآليات الداخلية او الخارجية مع التركيز على استراتيجيات التحوط فيما يخص التحليل الفني والاساسي.

- بعد استكمال المقرر يتوقع أن يكون الطالب قادر على اكتساب المهارات التالية:
- التعرف على المفاهيم العامة لسعر الصرف.
 - الإحاطة بالتقنيات اللازمة في ميدان التحوط ضد مخاطر الصرف.
 - تحليل وتقييم مختلف الانظمة التي تحدد نظام الصرف الاجنبي.
 - الإلمام بكل مراحل استراتيجيات التحوط.
 - الكشف عن تحديات ورهانات التي تواجه العمليات الدولية في ظل انظمة الصرف المختلفة، وآليات مجابهتها في إطار المنظومة المالية الدولية.



قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
01	التعريف بالمقياس
03	فهرس المحتويات
08	الفصل الأول: مدخل لسعر الصرف
08	أولاً: ماهية سعر الصرف (التعريف، الأهمية)
08	1- تعريف سعر الصرف
10	2- أهمية سعر الصرف
11	ثانياً: أشكال سعر الصرف
11	1- سعر الصرف الاسمي
12	2- سعر الصرف الحقيقي
12	3- سعر الصرف الفعلي
12	4- سعر الصرف الفعلي الحقيقي
13	5- سعر الصرف التوازني
15	ثالثاً: العوامل المؤثرة في أسعار صرف العملات
17	1- المتغيرات الاقتصادية
21	2- العوامل غير الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف
23	رابعاً: أنظمة سعر الصرف
23	1- أنظمة سعر الصرف الثابتة
23	2- الأنظمة المرنة لسعر الصرف (غير تثبيتية)
26	الفصل الثاني: نظريات وسياسات سعر الصرف
26	أولاً: النظريات المفسرة لسعر الصرف
26	1- نظرية تعادل القوة الشرائية
32	2- نظرية كمية النقود

33	3- نظرية تعادل معدلات الفائدة
36	4- نظرية أرصدة ميزان المدفوعات
38	5- نظرية كفاءة السوق
39	6- نظرية المرونة
41	ثانياً: سياسات سعر الصرف
41	1- ماهية سياسة سعر الصرف
41	2- أهداف سياسة سعر الصرف
43	ثالثاً: أدوات سياسة سعر الصرف
43	1- تعديل سعر صرف العملة
44	2- استخدام احتياطات الصرف
44	3- استخدام سعر الفائدة
44	4- مراقبة الصرف
44	5- إقامة سعر صرف متعدد
45	رابعاً: آثار سياسة سعر الصرف على التوازن الاقتصادي
45	1- أثر سياسة تعديل سعر صرف العملة (تخفيض العملة)
48	2- أثر سياسة استخدام سعر الفائدة
49	3- أثر سياسة مراقبة الصرف على التوازن
50	4- أثر سياسة استخدام احتياطات الصرف (الموازنة) على التوازن
51	5- أثر سياسة إقامة سعر صرف متعدد
52	خامساً: الآثار المتبادلة ما بين سعر الصرف و التجارة الخارجية
52	1- فعالية تخفيض قيمة صرف العملة على الميزان التجاري
54	2- تأثير أدوات السياسة التجارية على سعر الصرف
56	سادساً- العوامل المحددة لاختيار سياسة الصرف الأجنبي في الدول النامية
59	الفصل الثالث: أسواق الصرف الأجنبية وعملياتها
59	أولاً: ماهية أسواق الصرف الأجنبية

59	1- تعريف سوق الصرف الأجنبية
60	2- خصائص سوق الصرف الأجنبية
61	3- وظائف سوق الصرف
62	ثانيا: المتدخلون في سوق الصرف الأجنبية
62	1- البنوك والمؤسسات المالية
63	2- البنوك المركزية
64	3- السماسرة
64	4- العملاء الخواص
65	5- صناديق التحوط
65	ثالثا: عمليات الصرف الاجنبي
65	1- العمليات الفورية
66	2- العمليات الآجلة
66	3- عمليات المبادلة
66	4- التغطية
66	5- المضاربة
67	6- المربحة
69	7- التغطية وتجنب المخاطر
70	الفصل الرابع: المخاطر المرتبطة بعمليات الصرف
70	أولا: ماهية خطر سعر الصرف
71	ثانيا: أنواع مخاطر الصرف
71	1- خطر السيولة
72	2- خطر الطرف المقابل
72	3- خطر ارتفاع وانخفاض أسعار الصرف
74	ثالثا- مجالات ظهور مخاطر الصرف
74	1- مخاطر الصرف على مستوى العمليات التجارية

75	2- مخاطر الصرف على مستوى العمليات المالية
76	رابعاً: إدارة المخاطر المالية
76	1- تعريف إدارة المخاطر المالية
77	2- تعريف استراتيجية إدارة المخاطر
78	3- مبادئ إدارة المخاطر
80	4- فوائد إدارة مخاطر
80	5- مراحل إدارة المخاطر المالية
83	الفصل الخامس: تقنيات تغطية المخاطر المرتبطة بعمليات الصرف
83	أولاً: ماهية تغطية خطر الصرف
84	ثانياً: الاعتبارات الأساسية لتغطية خطر الصرف
84	1- حجم التغطية
84	2- فاعلية التغطية
84	3- تكلفة التغطية
85	ثالثاً: التقنيات الداخلية لإدارة مخاطر سعر الصرف
85	1- تقنية المقاصة
90	2- تقنية المطابقة
90	3- تقنية التأثير على الآجال (التعجيل والتأخير)
92	4- تقنية اختيار عملة الفوترة
93	5- إدارة الأصول والخصوم
94	رابعاً: التقنيات الخارجية لتغطية مخاطر الصرف
94	1- الصرف الآجل
97	2- القروض المتقاطعة بالعملة
97	3- التسبيق بالعملة
98	4- عقود مبادلة العملة
99	5- العقود المستقبلية على العملة

101	6- خيارات العملة
117	7- تغطية خطر الصرف عن طريق شركات التأمين على التجارة الخارجية
118	8- الاقتراض قصير الأجل
118	9- خصم الكمبيالات المسحوبة بالعملة الأجنبية
119	10- اللجوء لشركات تحصيل الديون
119	11- الحصول على ضمان حكومي لتغطية مخاطر الصرف
119	12- مراكز إعادة الفوترة بالعملة الصعبة
120	خامسا: وسائل و تقنيات أخرى
120	1- التأثير على التدفقات التجارية للمؤسسة
121	2- التغطية الذاتية
121	3- حسابات الاعتراض
122	4- نظام الصندوق المغلق أو الصندوق البريدي
123	قائمة المراجع

الفصل الأول: مدخل لسعر الصرف

لا شك أن تعامل الدولة الخارجي، يجعلها تطلب النقد الأجنبي لإتمام معاملاتها في الحالات التي تقتضيها هذه المعاملات، وهذا يعني أن تعرض عملتها لقاء حصولها على النقد الأجنبي، وهو ما تتضمنه عمليات الاستيراد والتصدير، وما يماثلها من عمليات، والتي تشكل حقوقاً أو دائنية للدولة على الدول الأخرى، وبناءً على هذه الحقوق و الدائنية، يتحدد طلب أو عرض العملة المحلية مقارنة بالعملة الأجنبية، وهو ما يعرف بالصرف الأجنبي.

وتلعب سياسة سعر الصرف دوراً هاماً في التأثير في النشاط الاقتصادي، ليس في ظل تأثيرها على القطاع الخارجي فقط، بل وعلى القطاع الداخلي أيضاً، من خلال تأثيرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية، لذلك، فإن فهم آلية تأثير سعر الصرف على النشاط الاقتصادي يعتبر شرطاً أساسياً لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية، خاصة تحقيق الاستقرار الاقتصادي الداخلي والخارجي، لذا سنقوم ومن خلال هذا المبحث بدراسة سعر الصرف من خلال التطرق لأهم الجوانب المتعلقة به.

أولاً- ماهية سعر الصرف (التعريف، الأهمية):

يحتل الصرف الأجنبي مكاناً بارزاً في الدراسات المالية الحديثة، و يعتبر عنصراً محورياً في المالية الدولية، فالصرف الأجنبي، أو ما يطلق عليه بالتحويل الخارجي، هو العملية التي يتم بمقتضاها استبدال العملة المحلية بعملات أجنبية، أما سعر الصرف، فهو السعر الذي يتم بموجبه استبدال العملة المحلية بعملات أجنبية، وهو ما يمكن أن نستشفه من العناصر التالية:

1- تعريف سعر الصرف: سعر الصرف، هو "سعر العملة الأجنبية مقوماً بوحدات من العملة المحلية، أي عدد من الوحدات المحلية اللازمة للحصول وحدة واحدة من العملة الأجنبية، أو هو سعر مبادلة عملة ما بأخرى، وهكذا تعد إحدى العملتين سلعة في حين تعتبر الأخرى السعر النقدي لها".

كما يعبر سعر الصرف أيضا، عن "النسبة التي يتم على أساسها مبادلة الوحدات النقدية الوطنية بالوحدات النقدية الأجنبية في وقت معلوم، ونقصد بالعملة الأجنبية هنا كافة الودائع و الاعتمادات والمدفوعات المستحقة بعملة ما، إضافة إلى الحوالات والشيكات السياحية والكمبيالات".

وبناء على ما سبق، يمكن تعريف سعر الصرف بأنه يمثل عملية مبادلة عملة (العملة وطنية) مقابل عملة أخرى (العملة الأجنبية) بهدف تسوية المدفوعات الدولية، وبذلك فإن الأولى تعتبر ثمنها لها والاخيرة تعبر عن سلعة، ويتحدد سعر كل عملة بناء على كل من قوى العرض والطلب في مكان يسمى سوق الصرف، وما يمكن استنتاجه من مفهوم سعر الصرف أنه يشمل على العناصر التالية:

- العملية: تحويل عملة بلد ما إلى عملة أخرى؛
- المكان: يقصد به سوق الصرف؛
- الهدف: تسوية المدفوعات الدولية؛
- السعر: علاقة التحويل الذي من خلاله يمكن الحصول على العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية.

وبهذا يمكن القول بأن سعر الصرف يقوم بالوظائف التالية:

- وظيفة قياسية: حيث يعتمد المنتجون المحليين على سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية مع اسعار أسعار السوق العالمية، كما يمثل سعر الصرف بالنسبة لهؤلاء بمثابة حلقة الوصل بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية.
- وظيفة تطويرية: يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات مناطق معينة إلى مناطق أخرى من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات، ومن جانب آخر يمكن أن يؤدي سعر الصرف إلى الاستغناء أو تعطيل فروع صناعية معينة أو الاستعاضة عنها بالواردات التي تكون أسعارها أقل من الأسعار المحلية، في حين يمكن الاعتماد على سعر صرف ملائم لتشجيع استيرادات معينة، وبالتالي يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعي الجغرافي للتجارة الخارجية للدول.

- **وظيفة توزيعية:** يمارس سعر الصرف وظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي، وذلك بفعل ارتباطه بالتجارة الخارجية حيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيعه، وتقوم كذلك بإعادة توزيع الدخل الوطني العالمي والثروات الوطنية بين أقطار العالم، وهو ما يؤدي الى القول بأنه عند حدوث انخفاض في سعر صرف عملة قيادية فإن الدولة الشريكة لصاحبة تلك العملة سوف تستفيد، وفي حالة ارتفاع سعر صرف العملة القيادية فإن الدولة الشريكة سوف تدفع المزيد من العملة ثمنًا لوارداتها.

وباعتبار سعر الصرف يمثّل العلاقة التبادلية بين العملة الوطنية وأي عملة أجنبية أخرى يمكن التعبير عنه بإحدى الطريقتين:

- **تسعير مباشر :** حيث يتم التعبير عن سعر الصرف وفقا لهذه الطريقة بعدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية، ومثال ذلك: يتم التعبير عن سعر صرف الدينار الجزائري بعدد من الوحدات من الدولار الأمريكي كما يلي:

$$1\text{Da} = 0.00714\$$$

- **تسعير غير مباشر :** حيث يعبر عن سعر الصرف وفقا لهذه الطريقة على أنه عبارة عن عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، ووفقا لهذه الطريقة يتم التعبير عن سعر الصرف ويقاس الدينار الجزائري بعدد من الوحدات من الدولار الأمريكي كما يلي:

$$1\$ = 140\text{Da}$$

2- أهمية سعر الصرف: ولا شك أن هناك ترابطا وثيقا وعلاقة قوية بين سعر الصرف وبين التوازن الخارجي لميزان المدفوعات، حيث أن العلاقات الاقتصادية الدولية للدولة، والتي يتضمنها ميزان المدفوعات تستدعي الحاجة إلى استخدام سعر الصرف في هذه العلاقات، والتي بموجبها تحول العملة المحلية إلى عملات أجنبية، تبعا لمتطلبات هذه الحاجة و إمكانيات تلبيةها، ومنه فإن أهمية سعر الصرف تتمثل في:

- يجسد أداة ربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات، فهو يربط بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمية؛
- يمكن أن يستخدم كمؤشر على تنافسية البلد، من خلال كونه يمثل التكاليف والأسعار داخل البلد وخارجه، وبالتالي فهو مؤشر على وزن التجارة الخارجية ومنه ميزان المدفوعات؛
- يلعب سعر الصرف دورا مهما في النشاطات الاقتصادية الخارجية، سواء النشاطات التجارية أو الاستثمارية لأي بلد؛
- يحتل مركزا محوريا في السياسة النقدية، حيث يمكن أن يستخدم كهدف أو كأداة أو ببساطة كمؤشر، واستخدامه كهدف يكون عاملا لاستقرار الأسعار وتخفيض التضخم؛
- يعتبر وسيلة هامة للتأثير على تخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية، وعلى ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة، و من ذلك على التضخم والناتج والعمالة.

ثانيا- أشكال سعر الصرف:

يمكن التمييز بين عدة أشكال للصرف نذكر منها:

- 1- **سعر الصرف الاسمي:** يعبر سعر الصرف الاسمي عن قيمة ما تساويه الوحدة الواحدة من العملة الوطنية مقومة في شكل وحدات من العملة الأجنبية، أو بالعكس سعر العملة الأجنبية مقومة بوحدات من العملة الوطنية، فهو مقياس لقيمة تبادل عملة بعملة أخرى، ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية معينة، وتبعا لنظام الصرف المعتمد.
- وللإشارة، فإن مصادر الطلب على النقد الأجنبي تتمثل في البنود الدائنة في ميزان المدفوعات، والمتمثلة باستيراد السلع والخدمات، والتحويلات من جانب واحد إلى الخارج، وصادرات رؤوس الأموال سواء القصيرة أو الطويلة، والواردات من الذهب للأغراض النقدية أو الصناعية، و ما إلى ذلك.

أما مصادر عرض الصرف الأجنبي، فتتمثل أساسا بالصادرات من السلع والخدمات، والتحويلات إلى الدولة من جانب واحد، واستيراد رؤوس الأموال بكافة أشكالها، والصادرات من الذهب للأغراض النقدية والصناعية، وما إلى ذلك.

2- سعر الصرف الحقيقي: يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، فهو السعر الذي يأخذ بعين الاعتبار الأسعار في بلدين مختلفين، ويحسب سعر الصرف الحقيقي (ER)، وفق المعادلة:

$$ER = EP / P^*$$

حيث P: سعر المنتج المحلي بالعملة الوطنية.

P*: سعر المنتج الأجنبي بالعملة الأجنبية.

E: سعر الصرف الاسمي.

3- سعر الصرف الفعلي: يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية، وهو يدل على مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة أو سلة من العملات الأخرى، فهو عبارة عن سعر الصرف الاسمي المصحح بالتعريف الاسمية أو الضمنية على المعاملات الاقتصادية الخارجية.

4- سعر الصرف الفعلي الحقيقي: الواقع أن سعر الصرف الفعلي هو سعر اسمي، لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، ومن أجل أن يكون هذا المؤشر ذا دلالة ملائمة على تنافسية البلد اتجاه الخارج، لابد أن يخضع هذا المعدل الاسمي إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية، ويمكن التعبير عن هذا المعدل من خلال العلاقة التالية:

$$TCRE = \sum_p \frac{X_o^P(e^{pr})_t / XP_o(e^{pr})_o}{(P_o^P / P_o^r) / (P_t^P / P_t^r)} \times 100$$

$$TCRE = \sum_p Z_p \left\{ \frac{(e^{pr})_t}{(e^{pr})_o} \times \frac{(P_t^P / P_t^R)}{(P_o^P / P_o^r)} \right\} \times 100$$

$$TCRE = \sum_p Z_p IRR_{pr} \times 100$$

حيث: P_o^P, P_t^P : مؤشر أسعار الدولة P في سنتي القياس والأساس على التوالي.

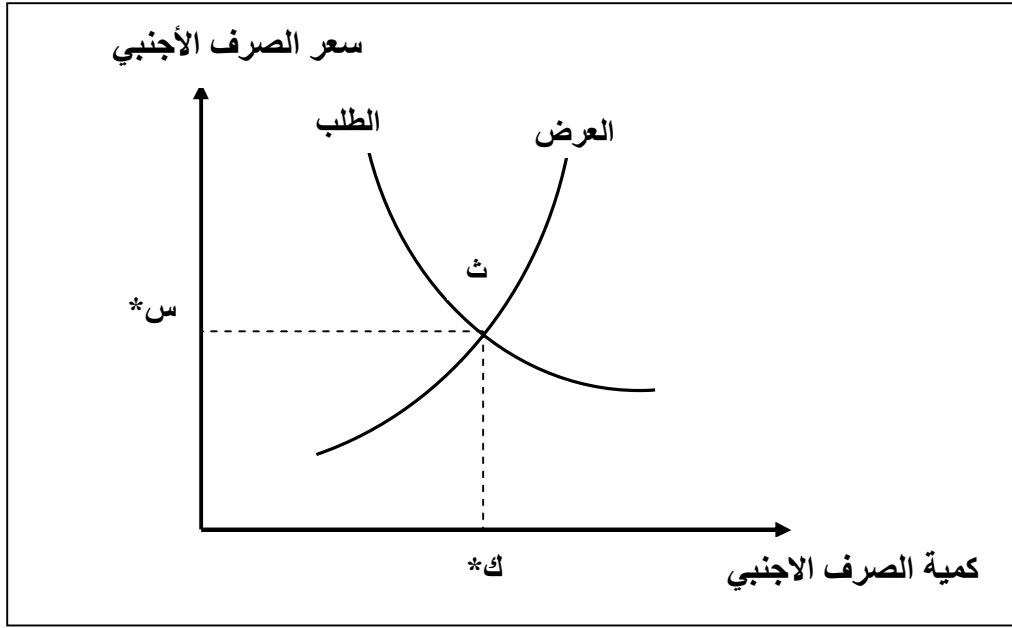
P_o^r, P_t^r : مؤشر الأسعار المحلية في سنتي القياس والأساس على التوالي.

IRR_{pr} : مؤشر سعر الصرف الثنائي الحقيقي، ويعكس سعر الصرف عملة الشريك التجاري، مع الأخذ بعين الاعتبار تطور مؤشر أسعاره مقارنة بمؤشر الأسعار المحلية.

5- سعر الصرف التوازني: هو تعريف متسق مع التوازن الاقتصادي الكلي، فسعر الصرف التوازني هو الذي يمثل توازن مستديم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي، وبالتالي فسعر الصرف التوازني مثل سعر التوازن لأي سلعة من السلع المتداولة في الأسواق الحرة الخاضعة للمنافسة التامة، و يتوقف سعر الصرف المتوازن على المتغيرات النقدية التالية:

- معدل نمو الدخل الوطني؛
- معدل التغير النسبي في المعروض النقدي؛
- معدل التغير في سعر الفائدة؛
- اتجاه الطلب على النقود.

الشكل رقم (01): منحنى تحديد سعر الصرف التوازني



المصدر: أحمد محمد مندور، السيد أحمد السريتي، مبادئ الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 271.

يكون سوق الصرف الأجنبي في حالة توازن عند سعر معين للصرف الأجنبي، كما تتعادل الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي، و يعرف هذا السعر بالسعر التوازني .

يتضح من الشكل (01) أن السعر التوازني (*س)، يتحدد عندما يتقاطع منحنى الطلب على الصرف الأجنبي (الطلب) مع منحنى العرض من الصرف الأجنبي (العرض) في النقطة (ث)، حيث تكون الكمية المطلوبة و المعروضة (*ك).

و طالما أن سوق الصرف الأجنبي في حالة توازن عند سعر الصرف السائد فلا يوجد سبب يجعل هذا السعر يتغير، إذا لم يتغير أحد العوامل المؤثرة و التي نفترض ثباتها عند رسم منحنيات الطلب و العرض.

ثالثا- العوامل المؤثرة في أسعار صرف العملات:

إن العوامل التي تؤدي إلى تغيرات واسعة في الأسعار التقاطعية للعملات، تنجم عن اختلاف النظم التي تحدد أسعار صرف العملات، كما أن اختلاف الظروف الاقتصادية والسياسات النقدية والمالية، يساهم بدوره في هذه التغيرات، فاختلاف السياسات والأوضاع ينعكس مباشرة على أوضاع صرف العملات وتطور أسعارها التقاطعية، ويظهر هذا يوميا بسوق الصرف في حال العملات الخاضعة لنظام التعويم أو التعويم المدار، أما في حالة العملات الخاضعة لأنظمة التثبيت، فتأثير السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية لا يظهر إلا في الأمد الطويل حين تجرى التعديلات على سعر الارتباط أو على نظام الارتباط ككل.

والعوامل التي تتأثر بها أسعار صرف العملات يمكن إيجازها فيما يلي:

- ناتج حساب العمليات الجارية في ميزان المدفوعات، حيث يرتفع الطلب على العملة ومنه يرتفع سعر صرفها إذا ما تحقق فائض، وإذا تحقق العجز، فإن الطلب على العملة ينخفض ومن ثم ينخفض سعر صرفها؛
- ناتج حساب العمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات، إذ يتأثر سعر صرف العملة من خلال حجم تيار الاستثمارات التي تدخل وتخرج من البلد، فتدفق رؤوس الأموال إلى داخل الدولة يؤدي إلى ارتفاع الطلب على العملة ومنه يرتفع سعر صرفها، ويحدث العكس حين يكون التدفق خارج الدولة ؛
- الطلب على الصرف الأجنبي، والذي ينشأ من العمليات التي تسجل في الجانب المدين من ميزان المدفوعات، و يوضح الطلب على الصرف الأجنبي مختلف الكميات المطلوبة من العملة الأجنبية عند أسعار الصرف المختلفة بافتراض ثبات العوامل الأخرى التي تؤثر على الطلب على العملة غير سعر الصرف، و يتميز الطلب على الصرف الأجنبي بوجود علاقة عكسية بين سعر الصرف و الكمية المطلوبة منه، فكلما ارتفع سعر صرف العملة الأجنبية كلما أصبحت الواردات أكثر تكلفة، و من ثم ينتقل الطلب على العملة الأجنبية، و كلما انخفض سعر

الصرف كلما أصبحت تكلفة الواردات أقل و من ثم يزيد الطلب على العملة الأجنبية، و عند رسم منحى الطلب على الصرف الأجنبي، يلاحظ أن منحى الطلب ينحدر من اليسار إلى اليمين عند قياس سعر الصرف على المحور الرأسي و كمية الصرف الأجنبي على المحور الأفقي كما يتضح من الشكل (01).

- العرض من الصرف الأجنبي، و تمثل مصادر العرض، المصادر المقابلة أو العكسية للطلب على الصرف الأجنبي، و هي صادرات السلع و الخدمات، تدفقات رؤوس الأموال، التحويلات من جانب واحد إلى الداخل، و باختصار العمليات التي تسجل في الجانب الدائن من ميزان المدفوعات، و يلاحظ أن العرض من هذه المصادر يعتمد بقدر كبير على قرارات الدول الأخرى، فحجم صادرات دولة معينة سيعتمد أساسا على الكميات من السلع و الخدمات التي ترغب الدول الأخرى في استيرادها، كما تعتمد رؤوس الأموال الأجنبية و التحويلات من طرف واحد إلى الداخل على القدر الذي ترغب الدول الأخرى في تقديمه إلى هذه الدولة و يلاحظ أنه كلما ارتفع سعر الصرف الأجنبي زادت الكمية المعروضة منه، حيث يعني إرتفاع سعر الصرف في دولة معينة انخفاض سعر الصرف في الدولة الأخرى، و من ثم فإن أسعار السلع .

و الخدمات في هذه الدولة ستكون أرخص بالنسبة للدولة الأخرى، و لذلك سيطلب المزيد من هذه السلع من قبل الأجانب و تزيد الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي، و من ثم يكون منحى العرض ذو ميل موجب كما هو موضح بالشكل رقم (01)، حيث ينحدر من أسفل لأعلى من ناحية اليمين.

- نشاط البنوك المركزية لما تتدخل في سوق الصرف بيعا و ش راء لدعم قيمة العملة أو خفضها؛

- ارتفاع معدل التضخم في الدولة، أو الكساد التضخمي، حيث تلجأ الدولة إلى اتخاذ إجراءات نقدية أو مالية بواسطة سلطاتها النقدية، وفي حالة غياب هذه الإجراءات، فإن الأمر يتطلب تخفيض قيمة العملة والعكس صحيح.

- كذلك الحال في فترات الكساد التضخمي، فإن الدولة تلجأ إلى التخفيض كي تصبح منتجاتها رخيصة وتعطيها القدرة التنافسية؛
- الضغوط والمشاكل السياسية تؤثر في سعر صرف العملة، فخرج رؤوس الأموال من الدولة في حالة عدم الاستقرار ينعكس سلباً على قيمة العملة وعموماً يمكن تقسيم العوامل التي تؤثر على سعر الصرف إلى:
- 1- المتغيرات الاقتصادية:** تتمثل أهم هذه المتغيرات فيما يلي:
- 1-1- تغير الأسعار النسبية:** يؤدي انخفاض الأسعار في دولة ما إلى انخفاض الأسعار النسبية في الدول الأخرى، فإذا انخفضت الأسعار في أحد البلدان، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة صادرات ذلك البلد، ومن ثم يؤدي إلى زيادة الطلب على عملة البلد .
- ومع بقاء العوامل الأخرى المؤثرة في أسعار الصرف ثابتة فإن زيادة الطلب على العملة النقدية تؤدي إلى رفع قيمة عملة ذلك البلد أو زيادة سعر صرفها مقابل العملات النقدية الأخرى، ومن المؤكد أن العكس يكون صحيحاً، وإذا ارتفعت الأسعار في أحد البلدان، فإن الطلب على منتجات ذلك البلد ينخفض، ومن ثم ينخفض الطلب على عملة البلد، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة عملة ذلك البلد أو سعر صرفها.
- 1-2- تغير الصادرات والواردات:** يتأثر سعر صرف العملة النقدية بالصادرات والواردات، فإذا كانت صادرات دولة ما أكبر من وارداتها فإن ذلك يعني أن الطلب على عملة هذه الدولة من قبل الدول الأخرى سيكون أكبر من طلب هذه الدولة على العملات النقدية الأخرى، والعكس يكون صحيحاً، ونتيجة لذلك فإن قيمة عملة الدولة المصدرة والمستوردة تتأثر بالارتفاع والانخفاض من خلال حجم صادراتها قياساً ب وارداتها.
- 1-3- حركة رؤوس الأموال:** تؤثر حركة رؤوس الأموال في قيمة عملة دولة ما مقابل العملات الأخرى، إذ ترتفع قيمة عملة الدولة المستوردة لرأس المال وتنخفض قيمة العملة بالنسبة للدولة المصدرة لرأس المال، وبناءً على ذلك فإن تغيير حركة رؤوس الأموال يؤدي إلى تغيير سعر صرف العملات النقدية.

1-4- عرض النقد: كان الكلاسيك يرون ومن خلال النظرية الكمية للنقود بأن هنالك علاقة قائمة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار، وهذه العلاقة تكون بنفس النسبة ونفس الاتجاه.

وقد أكدت المدرسة النقدية بزعامة **مilton فريدمان** على أهمية النقود في التأثير على المستوى العام للأسعار، إلا أنه ليس بالصورة التي تصورها الكلاسيك. حيث يرى **مilton فريدمان** أن حركات الأسعار تعكس بشكل أساسي التغيرات المهمة في كمية النقود، وأن هناك علاقة وثيقة بين تغيرات كمية النقود لوحدة واحدة من الناتج وحركات الأسعار أيضا، وفي ذلك يقول فريدمان "ليس هناك من حالة حدث فيها تغير أساسي في كمية النقود بالنسبة لوحدة من الناتج دون أن ترافقه تغييرات مهمة في مستوى الأسعار بنفس الاتجاه وبالعكس"، حيث أن الزيادة في عرض النقد تدفع قيمة العملة في العادة للانخفاض وتراجع في قيمتها نتيجة قصور العرض مما يتسبب إلى ارتفاع مستوى الأسعار.

وهذا ما يجعل سلع الدولة المحلية أقل قدرة على منافسة سلع الدول الأخرى، مما يتسبب في زيادة الاستيراد وانخفاض الصادرات، ويقابل ذلك زيادة في الطلب على عملات تلك الدول وانخفاض في الطلب على العملة المحلية، مما ينتج عنها ارتفاع في أسعار الصرف العملات الأجنبية، وإن السياسة النقدية المتبعة بأي من أدواتها التي تستهدف التأثير في عرض النقد وحجم الائتمان تؤثر بشكل مباشر في سعر الصرف الأجنبي.

1-5- أسعار الفائدة: يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى زيادة الطلب على العملة النقدية ومن ثم ترتفع قيمتها والعكس صحيح.

فحركة رؤوس الأموال الدولية وانتقالها مابين الاقتصاد الدولي إنما تتحرك بحثا عن الفائدة، فالبالد الذي يرتفع فيه أسعار الفائدة الحقيقية عن بقية الدول فإن ذلك الوضع سوف يشجع رؤوس الأموال على الانتقال إليه، مما يعني زيادة عرض العملة الأجنبية في الدخل وبالتالي تدهور سعر صرفها.

وتجدر الإشارة إلى أن أسعار الفائدة الرسمية على العملات النقدية الرئيسية في العالم تأثرت بالأزمة المالية التي اجتاحت جنوب شرق آسيا سنة 1997 و روسيا سنة 1998، وهددت بعض الإقتصادات في الدول الصناعية الرئيسية ذات العلاقة الوثيقة بالدول الآسيوية.

1-6-ميزان المدفوعات: يعد التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات من بين أهم العوامل المؤثرة في سعر الصرف، وذلك لكونه حلقة الوصل التي تعكس علاقة البلد بالعالم الخارجي، ففي حالة حدوث عجز في ميزان المدفوعات لبلد معين فان ذلك يؤدي إلى زيادة طلبه على العملات الأجنبية لسد ذلك العجز، وبالمقابل انخفاض طلب الأجانب على عملته المحلية، مما يعني تدهور سعر الصرف لعملة ذلك البلد، وبالعكس في حالة حصول فائض في ميزان المدفوعات.

1-7-الميزانية العامة للدولة: تلعب الميزانية العامة للدولة دورا كبيرا في التأثير على سعر الصرف، حيث أن أثر الإنفاق الحكومي على سعر الصرف يعتمد على هيكل هذا الإنفاق، فزيادة الإنفاق الحكومي على السلع القابلة للتجارة يؤدي إلى رفع سعرها بالنسبة للسلع غير القابلة للتجارة، وبالتالي تنخفض القيمة الحقيقية للعملة الوطنية، أما بالنسبة لأثر زيادة الاستهلاك الحكومي من السلع غير القابلة للتجارة على سعر الصرف فيعتمد على أثرين هما أثر الدخل وأثر الإحلال.

ففي ما يخص أثر الإحلال، فإن زيادة الطلب على السلع غير القابلة للتجارة سوف يؤدي إلى زيادة السعر النسبي لهذه السلع، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة الحقيقية للعملة الوطنية.

أما أثر الدخل، فيعمل من خلال انعكاس زيادة الاستهلاك الحكومي على زيادة الدين العام لتمويل هذا الاستهلاك، ويتطلب زيادة مستوى الاقتراض الحكومي زيادة في الضرائب على الدخل، مما يؤدي إلى انخفاض مستوى الدخل المتاح، وبالتالي انخفاض الطلب على السلع غير القابلة للتجارة مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، ومن ثم انخفاض القيمة الحقيقية للعملة الوطنية، وعلى ذلك فإن زيادة الاستهلاك الحكومي من

السلع غير القابلة للتجارة يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية لأثر الإحلال وإلى انخفاضه طبقاً لأثر الدخل، ويعتمد الأثر الصافي لزيادة الإنفاق الحكومي على القوة النسبية لكل من أثر الإحلال وأثر الدخل، أما في حالة الضرائب يمكن أن تكون لها ردود فعل مختلفة، فإذا كان الهدف منها معالجة التضخم فإنها تخفض سعر الصرف، ولكن قد يكون أثرها عكسياً عندما تفرض على رؤوس الأموال الداخلة فإنها ستشكل قيداً عليها مما يؤدي إلى رفع سعر الصرف.

وبهذا، إذا ما اتبعت الدولة سياسة انكماشية من خلال تقليل تقليص حجم الإنفاق العام الحكومي الذي يؤدي إلى الحد من حجم الطلب، وانخفاض في مستوى النشاط الاقتصادي، وهبوط في معدلات التضخم، سيؤدي بالنتيجة إلى ارتفاع سعر صرف العملة المحلية.

1-8- درجة الانتفاع: المقصود بدرجة الانتفاع، درجة التعامل الخارجي، و إذا تحدثنا عن التعاملات الخارجية فإننا نتحدث عن عوامل الطلب على العملة، و التي تتمثل أساساً في:

- صادرات السلع و الخدمات؛
- التحويلات الخارجية؛
- حركة رؤوس الأموال.

بالإضافة إلى صادرات الذهب و ما له من وزن في التعاملات الخارجية، بحيث هذه العوامل تزيد من الطلب عن عملة البلد، و بالتالي تؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة.

1-9- التغيرات الهيكلية: تؤدي التغيرات الهيكلية، وخاصة تلك المتعلقة بالهيكل الإنتاجي في دولة ما، إلى تغيير صرف عملتها النقدية، فإذا استخدمت الدولة وسائل تكنولوجية حديثة في مجال الإنتاج، فإنها تتمكن من زيادة إنتاجيتها إلى الحد الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار منتجاتها تدريجياً بسبب هذه الزيادة، ويؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على منتجاتها من قبل الدول الأخرى وتزداد صادرات تلك الدولة ومن ثم يزداد الطلب على عملتها النقدية، ويؤدي ذلك بالنتيجة إلى زيادة سعر صرف عملتها النقدية.

10-1- المضاربة: تؤدي المضاربة في الأسواق الدولية للعملات إلى التأثير في صرف العملات النقدية وخاصة على المدى القصير، فإذا توقع المضاربون أن قيمة العملة النقدية لدولة ما سترتفع في المستقبل فإنهم سيلجؤون إلى اقتناء هذه العملة، ومن ثم يزداد الطلب عليها ويرتفع سعر صرفها، أما إذا توقع المضاربون أن قيمة هذه العملة ستخفض في المستقبل فإنهم سيلجؤون إلى بيعها، ومن ثم ينخفض سعر صرفها مقابل العملات النقدية الأخرى.

2- العوامل غير الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف: هناك عوامل أخرى غير اقتصادية تؤثر في أسعار الصرف، يمكن إجمالها في:

1-2- الاضطرابات والحروب: إن من العوامل المؤثرة على سعر الصرف ولاسيما في المدى القصير وأحياناً على المدى البعيد هي الاضطرابات السياسية وحالات الحروب الداخلية والخارجية، والتي تؤثر على أوضاع التجارة والصناعة والزراعة والمال التي من شأنها أن تغير الطلب على الصرف الأجنبي، وبالتالي تغير سعر الصرف.

حيث يزداد الإنفاق على المجالات العسكرية والأمنية، وتنخفض كفاءة الوحدات الاستثمارية بسبب التدمير أو التعطيل المرافق العامة والخاصة، فضلاً عن الانخفاض في الصادرات وغيرها من التأثيرات المباشرة وغير المباشرة، والتي تؤدي في مجملها إلى فقدان الثقة بعملة البلد المعني.

وفي مثل هذه الظروف، تسيطر الحكومة عادة على موارد الصرف الأجنبي وتقيّد استعماله لخدمة الحرب، وشواهد الحروب والاضطرابات كثيرة، فقد تولدت اضطرابات كبيرة في أسعار صرف عملات عدد كبير من البلدان أبان الحربين العالميتين الأولى والثانية.

2-2- الإشاعات والأخبار: تعد الإشاعات والأخبار من المؤثرات السريعة على سعر الصرف الأجنبي سواء كانت صحيحة أو غير صحيحة، فأحياناً تصدر الإشاعات من بعض المتعاملين أنفسهم حول مستقبل عملة ما، ولكن التأثير يحدث خلال وقت قصير ولا تلبث السوق أن تستعيد استقرارها.

وبسبب اعتماد سعر الصرف على عدد من المتغيرات التي يمكن متابعتها من الأخبار كالتوقعات حول أسعار الفائدة، أو عرض النقد فإن المتعاملين يتأثرون بكل الأخبار ذات العلاقة بها أو بالبيئة الاقتصادية عموماً، وكذلك أخبار الأحداث السياسية والحروب وغيرها من المتغيرات ذات التأثير على توجهات ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة وبالتالي سعر الصرف الخاص بها، وتأتي الاستجابة لهذه المتغيرات معتمدة على قوة تجاوب السوق معها، فقد يكون في بعض الأحيان حساساً وقوياً، وفي أخرى أقل من ذلك لاختلاف استجابات المتعاملين.

2-3- خبرة المتعاملين وأوضاعهم: يقوم المتعاملون في سوق العملات الأجنبية في ضوء مهاراتهم وخبراتهم بالسوق وأحواله بتحديد اتجاه الأسعار، واتخاذ قراراتهم بشأنها، وتحديد ما إذا كان من الضروري تعديلها أو بقاءها على ما هي عليه، وبناءاً عليه فإن الأسعار تتأثر بخبرة هؤلاء المتعاملين بمهاراتهم، فضلاً على أن أسعار الصرف تتأثر بالقوة التفاوضية للمتعاملين والأساليب المستخدمة لتنفيذ عملياتهم المختلفة، كما تتأثر بحجم التزاماتها القائمة، فإن كانت كبيرة سيتطلب إقناعهم بالتزامات إضافية تغير جذري في السعر ليغيرهم بزيادة حجمها، والعكس يحدث إن كانت قليلة.

2-4- الكميات المتعامل بها ودرجة السيولة المطلوبة: إن سعر الصرف يتحدد نتيجة لقوى السوق، أي قوى العرض والطلب، وبالتالي فإن الكميات المتعامل بها سواء أكانت معروضة أو مطلوبة تؤثر على أسعار صرف العملات.

2-5- مدى الحاجة للعملة المطلوبة ومدى التنوع في العمليات: كلما زادت الكميات المطلوبة من عملة معينة يزيد سعر صرفها مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وكلما كانت حاجة المتعاملين من عملة معينة أكبر فإن سعرها يميل إلى الارتفاع حتى لو كانت الكميات المعروضة تساوي الكميات المطلوبة، ويعتمد ذلك على الأسلوب التفاوضي من الجهة العارضة.

رابعاً- أنظمة سعر الصرف:

يعتبر سعر الصرف من بين العناصر الرئيسية للسياسة الاقتصادية لأي دولة، فتحاول مقاومة ارتفاعه لحماية صادراتها، وانخفاضه للحد من أثاره التضخمية، ورغم تعدد أنظمتها واختلافها في معظم الدول إلى أن صندوق النقد الدولي صنفها إلى خمس فئات: "فئة الأسعار الثابتة لعملة واحدة، فئة الأسعار الثابتة لسلة من العملات، فئة الأسعار ذات المرونة المحدودة (منظومة النقد الأوربية)، وفئة الأسعار ذات المرونة المنظمة، وفئة الأسعار العالمية الحرة"، وعموماً يمكن تلخيص أنظمة الصرف في نمطين أساسيين هما:

1- أنظمة سعر الصرف الثابتة: هذه الأنظمة تعتمد على قيام الدولة بربط وتثبيت صرف عملتها إلى:

1-1- عملة واحدة: في هذا الإطار تعمل الاقتصاديات على تثبيت عملاتها إلى عملة تتميز بالقوة والاستقرار دون إحداث أي تغيير، أي ربط العملة رسمياً بمعدل ثابت بعملة صعبة ذات مكانة كبيرة.

1-2- سلة عملات: وعادة ما يتم اختيار العملات انطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين، أو من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة.

1-3- هوامش محددة: وهنا يتم تحديد مجال مسموح به للتقلب، سواء تعلق التثبيت بعملة واحدة أو بسلة من العملات.

2- الأنظمة المرنة لسعر الصرف (غير تثبيتية): وفيها تتحرك أسعار الصرف دون قيود في ظل تأثير كل من العرض والطلب، وفي هذا النظام لا تقوم الحكومة بإعلان سعر الصرف، وتتميز هذه الأنظمة بمرونتها وقابليتها للتعديل على أساس بعض المعايير والمؤشرات الاقتصادية، وتنقسم إلى:

2-1- النظام الحر (العائم المستقل): فيه تتحدد قيمة صرف العملة على أساس قانون العرض والطلب المطلق في السوق، ويتم في هذه الحالة تحديد سعر صرف عملة البلد في سوق صرف حرة باستمرار، فليس هناك سعر صرف ثابت بين هذه العملة و عملة

التدخل أو أي سلة من العملات، و إنما يتغير سعر صرف في سوق الصرف يوميا حسب تقلبات العرض و الطلب.

2-2- التعويم المدار: في هذا النظام، تقوم السلطات النقدية بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية والذهب، وعلى أساس وضعية ميزان المدفوعات.

والجدول الموالي يوضح وصفا عاما لنظام سعر الصرف الاجنبي

الجدول رقم (01): وصف عام لنظام سعر الصرف الاجنبي

النظام	الوصف	الملاحظات
التعويم الحر free float	حرية كاملة لقوى السوق	رغم إمكانية تطبيقه من الناحية النظرية إلا أنه عملياً من النادر إستمراره لفترة طويلة حيث يرغب البنك المركزي في العادة في التدخل بدرجة محدودة
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 علامة على وجود اتجاه أساسي
الربط مع الزحف crawling peg	يتدخل البنك المركزي في تحقيق تعديل خاضع للسيطرة في سعر الصرف وعادة ما يكون ذلك بصورة مستمرة	موجود بصورة أكثر 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 إختلاف معدلات التضخم مع الدول المنافسة، وعادة ما يتم نشر صيغة أو قواعد التعديل الأخرى
ثابت مع هامش أو منطقة مستهدفة fixed with margin or target zone	يسمح له بالتقلب في حدود هذا الهامش ولكن يتدخل البنك المركزي لمنع المعدل من تعدي هذا الهامش	مثل نظام النقد الأوروبي الذي يعمل في ظل هامش يتراوح بين حدي 10.5% و 15% فإذا ما اقترب المعدل أو وصل للحد فان البنك المركزي يواجه اختيارات أو تحديات كما هو الحال في نظام الصرف الثابت.
ثابت ولكن قابل للتعديل fixed but adjustable	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	نظام bretton woods حيث كان الحد الأقصى لهامش التقلبات 1% على أي من جانبي النسبة المعلنه مقابل الدولار، وقد شاع استخدام هذا النظام في الفترة 1945-1972.
ثابت من قبل البنك المركزي fixed by central bank	يعد نسخة أكثر صرامة وشدة من نظام ثابت ولكن قابل للتعديل fixed but adjustable	يقصد الثبات الدائم indefinite fixity ولكن لا يمكن ضمانه، قد يكون الاصلاح ضرورياً حتى وإن 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 على رأس المال (مثال: الجنيه البريطاني والجنيه الايرلندي حتى 1979)
ثابت بمجلس النقد (معيار الذهب) fixed by currency board or a gold standard	النقد الأساسية (= العملة + ميزانية البنوك لدى البنك المركزي) ولا بد من تغطيتها بالكامل بالعملة الأجنبية (الذهب) عند معدل ثابت	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
عملة موحدة unified currency	التنازل عن العملة المستقلة وإتباع عملة أخرى	وهنا يظهر تساؤل حول ما إذا كانت الدولة تابعة بالكامل لدولة أخرى في تحديد السياسة النقدية ونيل الرسوم أو يسمح لها بحصة

المصدر: محمود محي الدين وأحمد كجوك، " سياسات سعر الصرف في مصر "، ندوة "معهد السياسات الاقتصادية " ، ص:212.

الفصل الثاني: نظريات وسياسات سعر الصرف

أولاً- النظريات المفسرة لسعر الصرف:

ارتبطت النظريات الخاصة بأسعار الصرف بالأنظمة النقدية الدولية، حيث اتخذت مقاييس مختلفة في اتخاذ المعايير التي يتم وفقها اختيار النظام النقدي، أخذا بعين الاعتبار الاختلاف الحاصل في المؤشرات الاقتصادية والمالية في تحديد قيمة العملة، وفيما يلي أهم النظريات التي تتعرض إلى أسعار الصرف.

1- نظرية تعادل القوة الشرائية:

1-1 ماهية نظرية تعادل القوة الشرائية: ظهرت هذه النظرية خلال الحرب العالمية الأولى على يد الاقتصادي السويدي (Gustav Cassel) غوستاف كاسل الذي قام بصياغتها عام 1922، عندما أصدر كتاب بعنوان "النقود وأسعار الصرف الأجنبي بعد عام 1914"، بعد أن تخلت الدول عن قاعدة الذهب وطرحت مشكلة تحديد أسعار التعادل بين مختلف العملات التي كانت قد هجرت قاعدة الذهب خلال فترة الحرب، الأمر الذي أدى إلى حدوث اضطراب شديد في أسعار الصرف.

فحاول الاقتصادي السويدي "GUSTAV CASSEL" أن يبحث عن أساس جديد لتقييم سعر كل عملة بالنسبة إلى الأخرى بخلاف أساس الذهب، وقد خرج بنظرية تعادل القوة الشرائية، حيث يرى أن سعر أية عملة يتحدد وفق قوتها الشرائية في السوق المحلية بالنسبة لمقدرتها في الأسواق الخارجية، ومن ثم فإن العلاقة بين عملتين تتحدد تبعاً للعلاقة بين مستويات الأسعار السائدة في كل من الدولتين، ومنه فإن التغيرات التي تحدث على مستوى أسعار الصرف تعكس التباين في الأسعار النسبية لكلا الدولتين، أما سعر التوازن الذي يستقر عنده سعر الصرف في زمن معين يعني تساوي القوة الشرائية للعملتين.

وتعتمد هذه النظرية على الصيغ التالية:

- الصورة المطلقة للنظرية: تعتبر هذه الصيغة امتدادا لقانون السعر الوحيد (تميز قانون السعر الوحيد بالبساطة لكون التحكم الدولي يقوم على أساس التعادل بين السلع المتشابهة إذا عبر عنها بعملة واحدة) ، والتي تفترض أن السوق تامة، وغياب الحواجز الجمركية أمام حركات السلع، إضافة إلى أن المعلومات تامة الانتقال، وتوافر سوق دولية في ظل المنافسة، فضلا عن تجانس السلع في كل البلدان.

وتبين هذه الصيغة أن سعر الصرف التوازني لعملتين مختلفتين يساوي العلاقة بين مستويات الأسعار، أي أن القوة الشرائية لعملة ما، هي مماثلة لقوتها الشرائية في بلد آخر.

$$e_t = \frac{P_t}{P_t^*} \dots\dots\dots (1)$$

حيث أن:

e_t : سعر الصرف الذي يحدد عملة أجنبية بالنسبة للعملة المحلية.

P_t : مستوى الأسعار المحلية.

P_t^* : مستوى الأسعار الأجنبية.

علما أن:

$$P_t = \sum \alpha_i \cdot P_{it}$$

$$P_t^* = \sum \alpha_i \cdot P_{it}^*$$

α_i : الوزن الترجيحي الخاص بالسلع المتبادلة بين البلدين (i).

إن وجود بعض تكاليف النقل، وبعض القيود المتعلقة بالتجارة الخارجية مثل التعريفات الجمركية... الخ، وباعتبار هذه العوامل ثابتة عبر الزمن، فإنه يمكن صياغة المعادلة (1) على النحو التالي:

$$e_t = \pi \frac{P_t}{P_t^*} \dots\dots\dots (1)$$

وبالتالي فالفكرة التي بنيت عليها نظرية تعادل القدرة الشرائية، هي أن كمية السلع أو الخدمات التي تحصل عليها من دفع وحدة نقدية من العملة المحلية هو نفس المقدار أو الكمية من السلع و الخدمات التي تحصل عليها في الخارج بنفس الوحدة النقدية، بعد تحويل العملة إلى العملة الأجنبية.

- الصورة النسبية للنظرية: على عكس الصيغة المطلقة، فإن الصيغة النسبية تبنى على أساس الفرضيات التالية:

- الأخذ بعين الاعتبار تكاليف النقل؛

- حرية انتقال المعلومات؛

- إزالة الحواجز التجارية التي تحد من تكافؤ الأسعار معبرا عنها بالعملتين.

واهتمت الصيغة النسبية بتحديد سعر الصرف التوازني من خلال إدراج مؤشر التضخم، حيث يعمل سعر الصرف الاسمي على إلغاء فوراق التضخم في البلدين أو بمعنى آخر، يحقق توازن سعر الصرف عندما يساوي معدل التغير في سعر الصرف مع التغير في النسبة بين الأسعار.

إن وبإدخال اللوغاريتم على المعادلة (1) نحصل على:

$$\log e_t = \pi + \log P_t - \log P_t^* \quad \dots\dots\dots(2)$$

وإذا عبرنا عن المعادلة (1) بالتغير نحصل على:

$$\Delta \log e_t = \Delta \log P_t - \Delta \log P_t^* \quad \dots\dots\dots(3)$$

المعادلة (3): تبين أن انخفاض نسبة سعر الصرف الاسمي يساوي إلى فرق مستوى التضخم بين البلد محل الدراسة والبلد الأجنبي.

إن تنطلق هذه الصيغة من مبدأ أن البلدان صاحبة معدلات تضخم عالية، مقارنة بالدول المتعاملة معها تقبل بتدهور قيمة عملتها مقابل عملات هذه الدول، مما يؤثر على مبادلاتها التجارية.

وبالتالي اهتمت نظرية تعادل القوة الشرائية في صيغتها النسبية إلى ما يحدث من تغير في سعر الصرف التوازني من لحظة إلى أخرى.

1-2- الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوة الشرائية: بالرغم من التأييد الذي عرفته هذه النظرية على اعتبار التدهور الحاصل في القيمة الداخلية للعملة يشكل السبب الرئيسي لتدهور قيمتها الخارجية وليس العكس، إلا أنها لاقت أكثر من غيرها من النظريات المتعلقة بسعر الصرف للعديد من أوجه النقد والتحليل والمناقشة، باعتبارها أول نظرية تضع الاقتصاديين الذين جاءوا بعد "CASSEL" على طريق تحليل العوامل المؤثرة في تحديد سعر الصرف، وعليه فإن هذه النظرية تطرح بعض القضايا العالقة منها:

- زيادة على الصعوبات التي تقف أمام التحديد الدقيق للقوة الشرائية الداخلية لأية عملة عن طريق الأرقام القياسية، حيث يصبح أمر مقارنة القوة الشرائية لأكثر من عملتين غاية في التعقيد لأن نظرية تعادل القوة الشرائية تعتمد أساساً على هذه المقارنة؛
- أثبتت التجارب أن القدرة التنافسية في مجال التجارة الدولية لا تتوقف على عنصر السعر وحده، إنما تتدخل عناصر أخرى هامة مثل جودة السلع، دقة مواعيد التسليم، خدمات ما بعد البيع ... الخ؛
- إهمال النظرية لتحركات رؤوس الأموال كعنصر هام من عناصر تحديد أسعار الصرف؛
- صعوبة معرفة فترة التوازن لسعر الصرف -في الصورة النسبية للنظرية- ومنه صعوبة اختيار فترة الأساس التي يؤخذ فيها سعر الصرف للمقارنة بما يحدث من تغيرات لاحقة فيه؛
- تتجاهل نفقات نقل السلع وشحنها من دولة إلى أخرى، كما تتجاهل أثر الرسوم الجمركية على سعر الصرف ومالها من تأثير على حجم الصادرات والواردات؛

- عجزها عن إعطاء توقعات لتغيرات أسعار الصرف في الأجل القصير، إذ يعتبر حساب العمليات الجارية في ميزان المدفوعات أفضل مؤشر - في الأمد القصير - لمعرفة اتجاهات سعر الصرف، فحالة هذا الحساب تؤدي بسعر العملة إلى الارتفاع أو الانخفاض؛
- اختلافات أساليب قياس التضخم حسب نوع الأسعار المعتبرة، أسعار الاستهلاك، أسعار الإنتاج، أسعار الصادرات والواردات ... الخ؛
- طول مدة التصحيح أسعار بالنسبة للأسعار غير المحددة بالدقة، ونفس الأمر بالنسبة لسنة الأساس؛
- هناك عناصر أخرى من غير الأسعار تؤثر على الميزان التجاري، وميزان المدفوعات خاصة مرونة الطلب بالنسبة للدخل، وبالنسبة للأسعار وكذلك مرونة الصادرات والواردات بالنسبة لنفس المتغيرين؛
- تعتمد هذه النظرية على تعادل قوتي الشراء للعملة، قوتها الداخلية، وقوتها الخارجية، والواقع أنه يوجد دائما احتمال لتفاوت هاتين القيمتين، فهناك تكاليف النقل، وهذه التكاليف وحدها تنسد التعادل المحتمل؛
- تفترض هذه النظرية أن سعر الصرف يتأثر فقط بتغير القوة الشرائية، ولا يؤثر في القوة الشرائية المحلية، إلا أنه في سنة 1937 أثبت "P. EIMZIG" من خلال التجربة أنه حدث وأن تغير سعر الصرف ثم أعقبه تغير في القوة الشرائية في الداخل (إشكالية تحديد السبب والنتيجة)؛
- إن نظرية تعادل القوة الشرائية لا تتعلق إلا بميزان العمليات الجارية، وليس بكامل ميزان المدفوعات؛
- تعتمد هذه النظرية أنه يمكننا تقدير معدل التضخم في كل البلدان بغض النظر عن تطور الأنظمة الإحصائية والإعلامية؛
- تتوفر السلطات الاقتصادية على وسائل أخرى يمكن بواسطتها التأثير على عجز ميزان المدفوعات؛

- وجود بعض السلع والخدمات التي لا تدخل ضمن نطاق التجارة الدولية لعدة اعتبارات، ومن ثم لا توجد وسيلة لإقامة تعادل القوة الشرائية فيما بين أسعارها؛
 - هناك عوامل أخرى مؤثرة على تحديد أسعار الصرف مثل تغير أذواق المستهلكين وظهور المنتجات البديلة... الخ؛
 - هناك مشكل التمييز بين المتغير التابع من المتغير المستقل، ذلك أن نظرية تعادل القوة الشرائية تفترض مستوى الأسعار هو المتغير المستقل، وأن سعر الصرف هو المتغير التابع، إلا أنه يمكن أن نلاحظ بأن التغيرات في أسعار الصرف، تؤدي إلى إحداث تغيرات في مستوى الأسعار؛
 - إلا أنه بالرغم من ذلك فإن حساب أسعار الصرف الاسمية الفعلية لعملة ما، في مختلف الفترات، اعتباراً لكون الدول تقوم بالمعاملات الدولية مع شركاء رعيدين، يمكن الدولة من تقدير ما إذا كانت عملتها مقومة بشكل أعلى أو أقل بالنظر إلى تعادل القوة الشرائية.
- ورغم كل الانتقادات السابقة، فإن هذه النظرية أدت إلى تفسير تحركات سعر الصرف في الأجل الطويل خاصة عند اختلاف معدلات التضخم السائدة في الدول بدرجة كبيرة، كما أدت دوراً في إبراز العلاقة بين مستويات الأسعار في مختلف الدول وأسعار الصرف ما بين عملاتها في ظل نظام حرية الصرف، ولا تزال مرجع الكثير من الاقتصاديين الذين يتناولون سعر الصرف بالدراسة والتحليل سواء بالأسلوب التحليلي أو القياسي، ومن ثم يمكن الاعتماد عليها لمعرفة تقدير تقريبي لسعر الصرف، يستند على تفاوت القوة الشرائية من دولة إلى أخرى.
- ومنه يتوقف نجاح نظرية تعادل القوة الشرائية على:
- سيادة حرية التجارة الدولية، ذلك أن وجود القيود من شأنه تشويه الأسعار؛
 - سيادة حرية تحويل النقود من دولة إلى أخرى، وعدم إخضاع ذلك لنظم الرقابة.

2- نظرية كمية النقود:

2-1 مفهوم نظرية كمية النقود: تركز النظرية الكمية للنقود عند الكلاسيك على أهمية عرض النقود، في حين تهتم النظرية النيوكلاسيكية بالطلب على النقود وتأثيره على الكمية المعروضة في التداول، كما أن النظريتين تؤكدان على أن المستوى العام للأسعار عبارة عن دالة في كمية النقود.

وتقوم النظرية على مطابقة حسابية، أساسها أن أي مبادلة تجري بين البائع والمشتري تتطلب استبدال النقود بالسلع أو الخدمات أو الأوراق المالية.

ويترتب على ذلك حقيقة مفادها أن قيمة النقود يجب أن تساوي قيمة السلع أو الخدمات أو الأوراق المالية التي تم تبادلها بالنقود، ففي أي لحظة من الزمن يجب أن تتساوى قيمة السلع والخدمات والأوراق وعليه (P)، مضروبا في معدل سعر المعاملات (T) المالية مع عدد المعاملات في تلك اللحظة، مضروبا في (M) ستكون مساوية إلى قيمة التدفق النقدي الذي يتمثل في كمية النقود (PT)، فإنه يتم التعبير عن هذه المطابقة كالتالي :

$$MV = PT \dots\dots\dots (1)$$

حيث:

(V): سرعة تداول النقود؛

M : عامل خارجي يتحدد مقداره من طرف البنك المركزي؛

T : دالة في مستوى الدخل (ثابتة في الأمد القصير؛

M، P، T : ثابتة ومستقلة عن باقي المتغيرات الأخرى.

ويكون مستوى السعر كالتالي:

$$P = MV/t\dots\dots\dots (2)$$

من المعادلة رقم (2) يظهر أن مستوى السعر يعتمد على كمية النقود، وأن التغير في السعر يكون بمقدار التغير في كمية النقود، أي أن السعر يتضاعف إذا تضاعفت كمية النقود.

فإذا زادت كمية النقود المعروضة مع زيادة سرعة تداولها، انعكست هذه الزيادة على أسعار صرف العملة من خلال ارتفاع المستوى العام لأسعار السلع والخدمات، الارتفاع الذي يظهر على مستوى الصادرات وارتفاع تكاليفها، الأمر الذي يجعلها ضعيفة من حيث درجة المنافسة في الأسواق الخارجية، وبالتالي، انخفاض الطلب عليها محليا وخارجيا، بحيث يؤول الأمر كله إلى ارتفاع الطلب على السلع والخدمات الخارجية، وهو ما يعني ارتفاع الطلب على العملة الأجنبية ومنه تدني سعر صرف العملة المحلية.

أما إذا نقصت كمية النقود المعروضة وتراجعت سرعة تداولها، فيحدث العكس أي تقل تكاليف الصادرات، ومنه زيادة الطلب على السلع والخدمات مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية وأخيرا ارتفاع سعر الصرف بسبب زيادة الطلب على العملة. إن الزيادات المفرطة في عرض النقود، تترتب عنها مستويات عالية من التضخم، تنعكس على ميزان المدفوعات، مخلقة أوضاعا مختلفة، وهو ما يتطلب تغيير سعر الصرف تماشيا مع المستوى العام للأسعار الجديدة.

2-2- عيوب نظرية كمية النقود: يرى كينز وأتباعه أن نظرية كمية النقود لا يمكن أن تتحدد بالمستوى العام للأسعار فقط، كما لا يمكن اعتبار التغيرات في مستوى الأسعار تعتمد على التغيرات في كمية النقود وبالتالي، فإن التغيرات الحاصلة في سعر الصرف لا يمكن ربطها بهذه التغيرات فقط، وكمثال فإن المارك الألماني لم تنخفض قيمته خلال الحرب العالمية الأولى برغم الزيادة الحاصلة في عدد الماركات المتداولة. كما يرى كينز أن الزيادة في كمية النقود لا أثر له أكثر من مجرد زيادة الطلب على النقود عندما تسود حالة الكساد، ويقع الاقتصاد في نطاق مصيدة السيولة، وفي هذه الحالة لا يمكن للسياسة النقدية التأثير على مستوى الأسعار.

3- نظرية تعادل معدلات الفائدة:

3-1- مضمون نظرية تعادل معدلات الفائدة: تركز هذه النظرية على أسعار الفائدة في تفسير التغيرات التي تحدث على مستوى القيمة الخارجية للعملة، بحيث أن مستوى

أسعار الفائدة المطبقة في بلدين مختلفين يجب أن يعكس التغيرات في أسعار الصرف، ومنه يكون التباين في معدلات الفائدة لدى البلد يساوي معدل التدهور أو التحسن في العملة تجاه العملة الأخرى.

نظرية تعادل أسعار الفائدة تسعى للكشف عن الصلة الموجودة بين السوق النقدي الوطني وسوق الصرف في الواقع، إن أي اختلاف بين معدلات الفائدة في بلدين اثنين ينتج عنه سواء تحسن أو تدهور للعملة المحلية نسبة إلى العملة الأجنبية.

زيادة سعر الخصم في بلد ما، من شأنه أن يؤدي بسعر الفائدة إلى الارتفاع، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة حركة رؤوس الأموال نحو هذا البلد بهدف الاستثمار كون سعر الفائدة المطبق هو أعلى منه في البلدان الأخرى، ويؤدي هذا في الأخير إلى زيادة الطلب الأجنبي على العملة المحلية ومنه ارتفاع سعر صرفها، ويحدث العكس لما ينخفض سعر الخصم، إذ يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة المحلي ومنه زيادة العرض من العملة الوطنية وخروج رؤوس الأموال بحثا عن سعر الفائدة المرتفع، حيث تقل بذلك القيمة الخارجية للعملة المحلية وينعكس ذلك على ميزان المدفوعات.

فحسب هذه النظرية يمكن للمستثمرين توظيف أموالهم (M) في أسواقهم المحلية لمدة سنة مثلا، ويحصلون في نهاية التوظيف على $M(1+i_d)$ (حيث i_d معدل الفائدة)، يجب أن يكون هذا المبلغ مساويا حسب هذه النظرية للمبلغ المحصل عليه عند تحويل الأموال إلى عملات صعبة أجنبية بسعر الصرف الآني (نقدا)، وتوظيفها في الأسواق الأجنبية بمعدل فائدة (i_e)، وإعادة بيعها لأجل بشكل يمكن من الحصول مجددا على مبلغ من العملة المحلية.

حسب هذه النظرية لا يمكن للمستثمرين الحصول على معدلات مردودية مرتفعة في الخارج عن تلك الممكن تحقيقها في السوق المحلي، عند توظيفهم للأموال في دول أين يكون معدل الفائدة أكبر من ذلك السائد في السوق المحلي، لأن الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الآني، وسعر الصرف الآجل، ويمكن أن تتم العمليات على النحو التالي.

ويمكن أن نعبر عن ذلك رياضياً:

$$M(1+I_D) = \frac{M}{CC} (1+i_e) \times CT \dots\dots\dots (1)$$

حيث أن:

CC : سعر الصرف الآني (نقدا).

CT: سعر الصرف الآجل

i_e : معدل الفائدة الخارجي الإسمي.

i_d : معدل الفائدة الداخلي الإسمي.

المعادلة (1) تؤدي إلى أن:

$$\frac{CT}{CC} = \frac{1+i_d}{1+i_e} \dots\dots\dots (2)$$

نطرح (1) من طرفي المعادلة (2) ونحصل على:

$$\frac{CT}{CC} - 1 = \frac{1+i_d}{1+i_e} - 1 \dots\dots\dots (3)$$

ويمكننا كتابة المعادلة كما يلي:

$$\frac{CT - CC}{CC} = i_d + i_e$$

تسمح هذه النظرية بربط الأسواق النقدية الوطنية بأسواق الصرف (بمراعاة الصرف العاجل والآجل).

- **سعر الصرف الآني (العاجل):** هو سعر الصرف الأجنبي المطبق في عمليات الشراء والبيع للعملات الأجنبية مقابل التسليم والتسلم الفوري (التسلم في الحال).

وهناك عدة عوامل تتحكم في سعر الصرف العاجل، نذكر منها:

- أسعار الفائدة؛
- معدلات التضخم؛
- وضعية ميزان المدفوعات؛

- المعلومات الاقتصادية والسياسية.
- **سعر الصرف الآجل:** هو عبارة عن سعر متفق عليه حالياً (في نفس تاريخ إبرام العقد) لشراء أو بيع كمية معينة من الصرف الأجنبي، ويتم التسليم والتسليم بعد فترة، بمعنى أن التسليم يكون مؤجلاً إلى حين حلول التاريخ المتفق عليه.
- وتتحكم فيه عدة عوامل منها:
- العرض والطلب على العملات الأجنبية؛
- مراقبة الصرف الأجنبي؛
- المضاربة.

2-3- تقييم نظرية تعادل أسعار الفائدة:

- رغم إيجابيات هذه النظرية إلا أنها تعرضت لبعض الانتقادات، والتي منها:
- إن معدلات الفائدة لا تمثل عاملاً مهماً في توجيه طريقة وسلوك المحكمين؛
- يمكن أن تحدث عملية المضاربة آثاراً تذبذبية؛
- يمكن أن توجد حواجز تعيق تحركات رؤوس الأموال (الرقابة على الصرف)؛
- المحكمين لا يمكنهم القيام بعملية التحكيم مثلما تفترضه هذه النظرية.

4- نظرية أرصدة ميزان المدفوعات:

1-4- مضمون نظرية الارصدة: تقوم هذه النظرية على اعتبار القيمة الخارجية للعملة

تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة ميزان المدفوعات من تغيير، عندما تحقق الدولة فائضاً هاماً في معاملاتها الخارجية، فإن هذا يعني زيادة الطلب على عملتها الوطنية أو زيادة في عرض العملات الأجنبية مقابل هذه العملة التي لا تلبث أن ترتفع قيمتها مقابل العملات الأجنبية، وهذا الارتفاع ينتج عنه ارتفاع في أسعار سلعها بالعملات الأخرى، مما يضعف قدرتها على المنافسة في الأسواق الدولية، ويؤدي إلى انخفاض الطلب على سلع هذه الدولة ثم يتناقص الفائض في ميزان مدفوعاتها تدريجياً. ومن ناحية أخرى، عندما تحقق الدولة عجزاً هاماً في معاملاتها الخارجية، فإن الآلية السابقة نفسها تعمل باتجاه معاكس، حيث يزداد عرض العملة الوطنية لهذه الدولة

مقابل العملات الأجنبية فينخفض الطلب على هذه العملة وتصبح أسعار سلع الدولة منخفضة بالعملات الأخرى، مما ينتج عنه زيادة الصادرات وانخفاض الواردات ثم يتلاشى هذا العجز تدريجياً.

وهكذا يمكن لمرونة أسعار الصرف أن تساعد على معالجة معظم الاختلالات في موازين المدفوعات (العجز أو الفائض)، وهذا ما دعى بعض الاقتصاديين إلى اعتبار مرونة أسعار الصرف أفضل بديل لحركات دخول وخروج الذهب في ظل النظام الذهبي النقدي، والتي كان لها آثار تعديلية على موازين مدفوعات الدول التي اتبعت هذا النظام الذهبي.

وكنتيجة مستخلصة، فإن وجود عجز في ميزان المدفوعات لدولة ما، فإن انخفاض سعر صرف عملة هذه الدولة يمكن أن يؤدي إلى التخفيف من هذا العجز أو معالجته نهائياً وبالعكس، عند وجود فائض في ميزان المدفوعات، فإن ارتفاع سعر صرف عملة الدولة يمكن أن يؤدي إلى معالجة هذا الفائض

ويعتبر البعض أن فترة الحرب العالمية كانت مؤشراً على صحة هذه النظرية، وذلك لكون قيمة المارك الألماني آنذاك لم تتأثر، رغم الزيادة الكبيرة في كمية النقود ومعدل دورانها وارتفاع مستوى الأسعار، السبب في ذلك هو توازن الميزان الحسابي لألمانيا بالشكل الذي لم يسمح لها بزيادة وارداتها عن صادراتها، بمعنى أنه لم يكن هناك رصيد دائن أو مدين في ميزان المدفوعات يؤثر على القيمة الخارجية للعملة.

4-2- الانتقادات الموجهة لنظرية الارصدة: من أهم الانتقادات التي تعرضت لها نظرية أرصدة ميزان المدفوعات أنها تتميز بالتعقيد، فضلاً عن الانتقاد الموجه لها فيما يخص أنها تأخذ بعين الاعتبار الأرقام القياسية النسبية كمحدد هام لتفسير حركة التجارة في الأجل الطويل.

5- نظرية كفاءة السوق:

5-1 مضمون نظرية كفاءة السوق: السوق الكفء هو ذلك السوق الذي تعكس فيه الأسعار كل المعلومات المتاحة، وهذا يفترض أن كل المتعاملين في السوق يمكن الوصول إلى معلومات، سواء تعلق الأمر بالمعلومات الإقتصادية الحالية أو الماضية، مثل إعلان عجز أو فائض ميزان المدفوعات، العجز التوازني، معدل التضخم إلخ. ففي السوق الكفء:

- كل المعلومات الجديدة تجد تأثيرها الآني على أسعار الصرف الآنية والآجلة؛
- تكاليف المعاملات ضعيفة؛
- تغيرات أسعار الصرف عشوائية.
- وهذا يؤدي إلى النتائج الآتية:
- لا يمكن لأي مضارب أن يحقق باستمرار مكاسب؛
- التسعيرة الآجلة يمكن إعتبارها كمؤشر من دون مضاربة على السعر الآني (نقدا) المستقبلي.

ويكون سعر الصرف المتوقع في ظل سوق الصرف ذو كفاءة مسار لسعر الصرف الآجل بالنسبة لنفس فترة الاستحقاق، وتظهر بموجب ذلك عملية التحكيم بفائدة التي تعبر عنها رياضيا كما يلي:

$$\frac{e_{t+1}^a - e_t}{e_t} = \frac{e_a - e_t}{e_t} = i - i^*$$

حيث أن:

e_{t+1}^a : سعر الصرف المتوقع.

e_a : سعر الصرف الآجل.

i : سعر الفائدة المحلي.

i^* : سعر الفائدة الأجنبي.

وفي حالة كفاءة السوق يكون:

$$e_a = e_{t+1}^a$$

5-2- الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة السوق: رغم التفسيرات التي جاءت بها هذه النظرية، إلا أن هناك جدالا قائما اليوم بخصوص ما إذا كانت أسواق الصرف الحالية كفوة نسبيا، وهذا ما أدى إلى القيام بعدة إعتبرات لإثبات ذلك، أظهر بعضها (إختبارات جيدي و ديفي) على التوالي في (1975- 1976) كفاءة السوق، في حين أن البعض الآخر دراسات (هانت 1986، ودراسات كيرني وماك دولاند 1989) يؤكد عدم كفاءة سوق الصرف نسبيا في الوقت الذي سيعتقد فيه الممارسون أن هناك عدم كفاءة نسبية في أسواق الصرف.

6- نظرية المرونات:

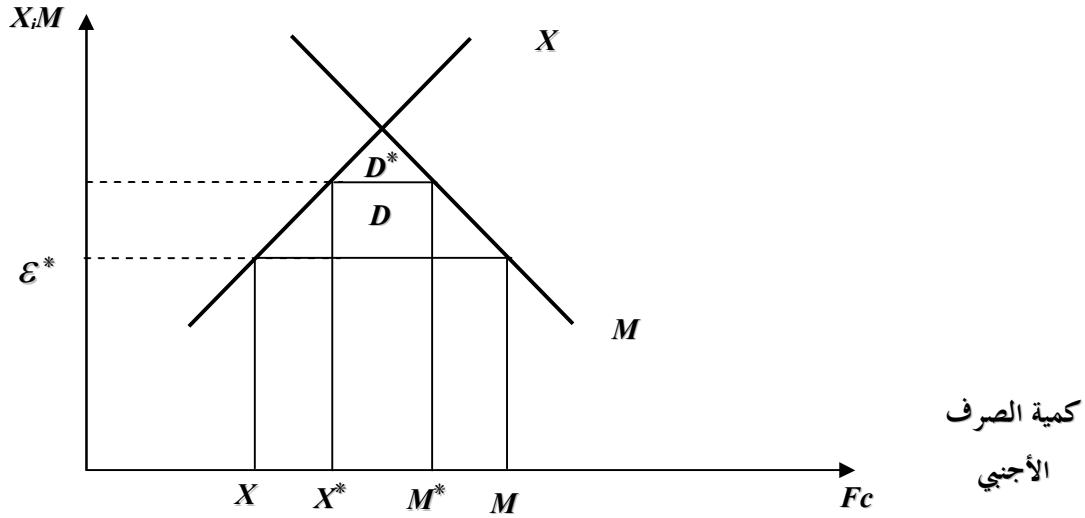
تفسر هذه النظرية التغير الكبير لسعر الصرف الحقيقي، على أنه راجع إلى ضعف المرونات لسعر للتجارة الخارجية.

ولقد حاول الاقتصاديون فيما بعد الحرب العالمية الثانية رفع مرونة التجارة الخارجية بربط المعاملات التجارية بين الدول بعملة الذهب التي تجعل من سوق الصرف أكثر استقرارا (النظام السائد في تلك الفترة كان موافقا لهذه النظرية).

فطور "ألكسندر" هذه النظرية، بإدخال الناتج عن المرونات على الدخل، فمثلا دولة انخفضت صادراتها، فإن التعديل الواجب حدوثه في ميزان المدفوعات لا يحدث إضافة إلى انخفاض الدخل، واعتبر "كروغمان" أن التغير الكبير في أسعار الصرف ناتج عن عدم استجابة أسعار الصادرات للتغيرات الحادثة في الأسعار المحلية، وإلى تغير الاستثمارات في القطاع الإنتاجي المخصص للصادرات لكون هاذين السببين يضعفان من مرونة الصادرات والواردات بحيث ولا يتحقق شرط "مارشال ليرنر" في المدى القصير.

ويقىس مفهوم المرونات سعر الصرف التوازني، الذي يعطي ميزانا تجاريا متوازنا، ويحدد سعر الصرف التوازني على أساس المعدل الذي يكون فيه سوق الصرف متوازنا، أو عند مستوى مستدام مقبول من الاختلال (D^*) في الميزان التجاري.

الشكل رقم (2): تحديد سعر الصرف التوازني وفق نظرية المرونات.



المصدر: العباس بلقاسم، سياسات أسعار الصرف، "سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 23 نوفمبر 2003. المعهد العربي للتخطيط، الكويت".

إذا كان الميزان التجاري (D)، فإن سعر الصرف الحقيقي يكون أقل من سعر الصرف التوازني.

ويمكن حساب المستويات التوازنية للصادرات (X^*) والواردات (M^*) كما يلي:

$$\frac{X - X^*}{X} = \varepsilon_E \cdot \frac{\varepsilon - \varepsilon^*}{\varepsilon}$$

$$\frac{M - M^*}{M} = \varepsilon_M \cdot \frac{\varepsilon - \varepsilon^*}{\varepsilon}$$

التغير الضروري في الميزان التجاري والتغير في سعر الصرف:

$$D - D^* = (M - M^*) - (X - X^*)$$

$$D - D^* = (\varepsilon_E \cdot E - \varepsilon_E \cdot M) \cdot (\varepsilon^* - \varepsilon) / \varepsilon$$

ومنه يمكن إيجاد حل للمعادلة، وحساب سعر الصرف التوازني كالتالي:

$$\varepsilon^* = \varepsilon \cdot [1 + (D - D^*) / (\varepsilon_E \cdot X - \varepsilon_M \cdot M)]$$

بما أن:

$\varepsilon_M < 0$ فإن المقام دائما موجب، ومنه تخفيض العجز في الميزان التجاري.

$D - D^* > 0$ يتطلب تخفيض (رفع) سعر الصرف الحقيقي.

هذه المعادلة يمكن أن تستعمل لحساب سعر الصرف التوازني الاسمي:

$$e^* = e \cdot [1 + (D - D^*) / (\varepsilon_E \cdot X - \varepsilon_M \cdot M)]$$

تتطلب هذه المعادلة معرفة (D^*) ، مستوى العجز القابل الاستدامة، وكذلك مرونات الصادرات والواردات، أو باستعمال قيم معروفة في الأدبيات الاقتصادية

$$(\varepsilon_M = X \cdot \varepsilon_E = 1)$$

ثانيا- سياسات سعر الصرف:

1- ماهية سياسة سعر الصرف: تعبر سياسة سعر الصرف عن مجموع الإجراءات والقرارات التي تتخذها السلطات النقدية لتحديد سعر صرف عملتها الوطنية في سوق الصرف الأجنبي، بالإضافة إلى اختيار وتحديد نظام الصرف الواجب إتباعه وفقا للأوضاع الاقتصادية وللأهداف المرجوة.

وتعتبر سياسة سعر الصرف أداة هامة من أدوات السياسة الاقتصادية، حيث تظهر من يوم إلى آخر استقلالها عن السياسة النقدية من خلال تميزها بأهدافها وأدواتها، إلى أنه يتعين استخدامها مع السياسات الاقتصادية الأخرى في إطار تجانس السياسة الاقتصادية الكلية.

2- أهداف سياسة سعر الصرف: تسعى سياسة سعر الصرف إلى تحقيق العديد من الأهداف أبرزها:

1-2- تحقيق الاستقرار في الأسعار ومكافحة التضخم: تهدف سياسة الصرف إلى الحفاظ على القوة الشرائية للعملة الوطنية، وذلك بالتنسيق مع السياسة النقدية التي تهدف إلى تخفيض معدلات التضخم، و تحاول بعض البلدان توظيف أسعار الصرف لمحاربة التضخم و تخفيض معدلاته و مراقبته، و تعتبر برامج التثبيت باستعمال سعر

الصرف كمثبت بمثابة برامج لمحاربة التضخم، حيث يؤدي التحسن في سعر الصرف إلى انخفاض في مستوى التضخم المستورد، و تحسن في مستوى تنافسية المؤسسات، ففي المدى القصير، يكون لانخفاض تكاليف الاستيراد أثر ايجابي على انخفاض مستوى التضخم، و تتضاعف أرباح المؤسسات بما يمكنها من ترشيد أداة الإنتاج في المدى المتوسط، و هكذا تحقق المؤسسات عوائد إنتاجية، و تتمكن من إنتاج سلع عالية الجودة بما يحسن تنافسيتها، و تسمى هذه الظاهرة بالحلقة الفاضلة للعملة القوية، و تم اعتمادها كسياسة مناهضة للتضخم، و التي تبنتها فرنسا انطلاقاً من سنة 1983.

2-2- تخصيص الموارد: يؤدي سعر الصرف الحقيقي، الذي يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية (الموجهة للتصدير)، و هذا ما يعمل على توسيع قاعدة السلع الدولية، بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلاً للتصدير، و بالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها.

و يزيد إنتاج السلع التي كانت تستورد محلياً (إحلال الواردات)، و السلع التي يمكن تصديرها، كما ينعكس أثر تغيير سعر الصرف الحقيقي في إعادة تخصيص الموارد في أسواق عوامل الإنتاج، إذ يؤدي انخفاضها إلى زيادة استخدام عنصري العمل و رأس المال في قطاع التصدير، و في الصناعات المنافسة للاستيراد.

2-3- توزيع الدخل: يؤدي سعر الصرف دوراً هاماً في توزيع الدخل بين الفئات أو بين القطاعات المحلية، فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي (مواد أولية، زراعية) نتيجة انخفاض سعر الصرف الحقيقي، فإن ذلك يجعله أكثر ربحية، و يعود الربح من هذا الوضع إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال، و عند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الاسمي (ارتفاع سعر الصرف الحقيقي)، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور في الوقت الذي تنخفض فيه ربحية الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية، فتقلص استثماراتها.

و بهدف تقليص الآثار السلبية الناجمة عن سعر الصرف التنافسي، يلجأ أصحاب القرار أحياناً إلى اعتماد أسعار صرف متعددة مثل سعر صرف للصادرات التقليدية، سعر صرف للواردات الغذائية... الخ.

2-4- تنمية الصناعات المحلية: يمكن للسلطات النقدية تخفيض أسعار الصرف من أجل رفع القدرة التنافسية للصناعة المحلية و تشجيع التصدير، و قد نجحت هذه السياسة في ألمانيا سنة 1948، حيث قامت السلطات النقدية (البنك الفدرالي الألماني) بتخفيض هام لسعر صرف العملة مما شجع التصدير، كما اعتمدت السلطات النقدية اليابانية سياسة تخفيض العملة لحماية السوق المحلي من المنافسة الخارجية و وتشجيع الصادرات ما بين (1970- 1990).

ثالثاً- أدوات سياسة سعر الصرف:

في ظل سعي سياسة الصرف لتحقيق أهدافها، تلجأ السلطات لاستعمال مجموعة من الوسائل و الأدوات، والتي من أبرزها:

1- تعديل سعر صرف العملة: تهدف هذه السياسة إلى علاج التوازن الخارجي لميزان المدفوعات، وتتمثل في قيام الدولة بتخفيض قيمة عملتها الوطنية، ويقصد بالتخفيض تغيير التعادل أو التوازن القانوني للعملة بالنسبة لعملة أو لعملات أجنبية، بزيادة ما تساويه الوحدة الأجنبية من الوحدات من العملة الوطنية.

فتخفيض قيمة العملة الوطنية، يؤدي إلى انخفاض أسعار الصادرات مقومة بالعملة الأجنبية، وهو ما يجعلها أكثر تنافسية في الأسواق الخارجية، الأمر الذي يؤدي إلى رفع كميتها و قيمتها، خاصة إذا كان الطلب الأجنبي مرناً مرونة كافية لزيادة الطلب على الصادرات، وهو ما ينعكس على الميزان التجاري.

أما بالنسبة للواردات فالأثر بعكس الصادرات، حيث يؤدي تخفيض العملة إلى ارتفاع أسعار الواردات مقومة بالعملة الوطنية نتيجة التخفيض و بنفس نسبته، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفتها، وانخفاض القدرة الشرائية للمستورد المحلي، مما يدفعه إلى تقليص وارداته، والتخفيض من حجم المدفوعات للخارج والمطلوب من النقد الأجنبي،

خاصة إذا كان الطلب المحلي على الواردات مرناً مرونة كافية، وبالوزن النسبي الذي تحتله الواردات الاستهلاكية ضمن إجمالي الواردات السلعية، كما أن انخفاض الواردات يدفع المستهلكين المحليين إلى طلب السلع البديلة للواردات، التي تعتبر أرخص ثمنًا.

وبهذه الآلية يزداد حجم الصادرات، وينخفض حجم الواردات، فيؤدي إلى تقليص الفارق بينهما، وبالتالي تحسن وضعية الميزان التجاري.

إن مسألة فعالية تخفيض قيمة العملة الوطنية في علاج عجز ميزان المدفوعات ليست بالبساطة التي يوحي بها التحليل، فهناك أمور كثيرة وشروط دقيقة معقدة لابد من توفرها لكي تنجح هذه السياسة في تحقيق الهدف المنشود من ورائها.

2- استخدام احتياطات الصرف: ويتم هذا عن طريق تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف للحد من تغير أو قلب سعر الصرف، سواء ببيع العملات الصعبة التي تحتفظ بها مقابل العملة المحلية للحد من انهيار أو انخفاض قيمة عملتها، أو العكس في حالة ارتفاع قيمة العملة عن الحد الذي ترغب فيه، فتشتري العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، و يتوقف تطبيق هذه الوسيلة على حجم احتياطي الصرف للدولة.

3- استخدام سعر الفائدة: عندما تكون العملة ضعيفة، يعتمد البنك المركزي سياسة سعر الفائدة المرتفع لتعويض خطر انهيار العملة، وقد لجأت فرنسا إلى هذه الأداة عندما اعتبر الفرنك الفرنسي أضعف من المارك الألماني، وهذا باعتماد بنك فرنسا لأسعار فائدة أعلى من أسعار الفائدة الموجودة في ألمانيا.

4- مراقبة الصرف: يتم هذا عن طريق التدخل الإداري المباشر للدولة، من أجل الموازنة بين الطلب على العملات الأجنبية وعرضها، وذلك من خلال تنظيم ومراقبة الاتفاقات المالية مع الخارج في ظل التوازنات الخارجية، وتختلف أوجه وتقنيات وأهداف الرقابة حسب كل بلد.

5- إقامة سعر صرف متعدد: يهدف هذا الإجراء إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق، وإلى توجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة، فيمكن اعتماد

نظام ثنائي أو أكثر لسعر الصرف بوجود سعرين أو أكثر لسعر صرف العملة، أحدهما مغالى فيه، و يتعلق بالمعاملات الخاصة بالواردات الضرورية أو الأساسية أو واردات القطاعات المراد دعمها و ترقيتها، أما السلع المحلية الموجهة للتصدير أو الواردات غير الأساسية فتخضع لسعر الصرف العادي.

رابعاً- آثار سياسة سعر الصرف على التوازن الاقتصادي:

إن دور أدوات سياسة سعر الصرف في تحقيق التوازن الاقتصادي الداخلي أو الخارجي يعتبر من الموضوعات الاقتصادية الهامة، والجدير بالذكر أنه لا يوجد تفسير بسيط لعلاقة سعر الصرف بهذه التوازنات، ذلك أن هذه العلاقة قد تكون قوية في بعض الأحوال، وفي ظروف أخرى قد تضعف وتفقد فاعليتها، وذلك إذا تدخلت متغيرات أخرى مؤثرة في الاقتصاد الوطني داخليا أو خارجيا، ومع ذلك يمكن إعطاء صورة مجردة وموجزة عن دور سعر الصرف في تحقيق التوازن من خلال أثر الأدوات التالية.

1- أثر سياسة تعديل سعر صرف العملة (تخفيض العملة): تعتبر سياسة تخفيض قيمة العملة إحدى الوسائل المتاحة للتأثير على التوازن الاقتصادي الخارجي والداخلي، من خلال تأثيرها على الميزان التجاري، وعلى بعض المتغيرات الاقتصادية ذات العلاقة بالتوازن الداخلي.

1-1- أثر سياسة تخفيض العملة على التوازن الداخلي:

1-1-1- أثر تخفيض العملة على الدخل: يترتب على تخفيض العملة توسعا في الناتج الوطني، ومن ثم توسعا في التوظيف، والدخل، والصناعات التصديرية، والصناعات البديلة للواردات، هذه الزيادة سببها الطلب من المصادر المحلية والخارجية، حيث يكون الأمر المبدئي على الناتج هو زيادة الصادرات مع انخفاض الواردات، وعبر آلية المضاعف ينتقل هذا الأثر لخلق زيادة مضاعفة في الناتج المحلي الإجمالي.

إن تعديل أسعار الصرف، وتخفيض قيمة العملة أداة فعالة لمعالجة حالة من العجز الخارجي والبطالة، حيث يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى تخفيض العجز وزيادة كل من الناتج والتوظيف.

1-1-2- أثر التخفيض على الأسعار المحلية: يترتب على تخفيض قيمة العملة ارتفاع في الأسعار المحلية، حيث يؤدي تخفيض العملة إلى زيادة أسعار السلع المستوردة، خاصة إذا كانت هذه السلع عبارة عن مواد أولية في العملية الإنتاجية أو سلع ضرورية، وبالتالي سوف تزيد من التكاليف ومن ثم تحدد الدخل جزئياً.

إلا أن مقدار الارتفاع في الأسعار، يتوقف على هيكل الاقتصاد المحلي ومدى قدرته على توفير البدائل، وكذا على درجة انفتاحه، وعلى السياسات الاقتصادية المستعملة.

1-2-2- أثر سياسة تخفيض العملة على التوازن الخارجي: تؤثر سياسة تخفيض العملة على كافة بنود ميزان المدفوعات، إلا أن الاعتبار الرئيسي لهذه السياسة يتمثل في أثرها على الميزان التجاري.

1-2-1- أثر سياسة التعديل أو التخفيض على الواردات: يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى جعل أسعار الواردات مقومة بالعملة المحلية أعلى نسبياً، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب المحلي على الواردات، وبالتالي انخفاض كمية وقيمة الواردات بشرط أن تكون مرونة الطلب المحلي على الواردات أكبر من الصفر، ومن ثم يقل الطلب عليها مما يساهم في القضاء على العجز الخارجي وتحقيق التوازن الاقتصادي.

1-2-2- أثر سياسة التعديل أو التخفيض على الصادرات: يترتب على تخفيض قيمة العملة الوطنية جعل أسعار الصادرات أرخص نسبياً مقومة بالعملة الأجنبية، ومن ثم زيادة الطلب الأجنبي على الصادرات، وبالتالي زيادة كمية وقيمة الصادرات، بشرط أن تكون مرونة الطلب على الصادرات أكبر من الوحدة، الأمر الذي ينعكس في الميزان التجاري، بما يساهم في تحقيق التوازن و القضاء على العجز.

وتستخدم سياسة التخفيض على نطاق واسع لتشجيع الصادرات إلا أن نجاح هذه السياسة يتوقف على توفر مجموعة من الشروط، نذكر منها:

- عدم قيام الدول المنافسة بإجراءات مماثلة لتخفيض عملاتها، مما يزيل الأثر المترتب عن التخفيض؛
- اتسام الطلب العالمي على منتجات الدول بقدر كاف من المرونة؛ بحيث يؤدي تخفيض العملة إلى زيادة أكبر في الطلب العالمي على المنتجات المصدرة من نسبة التخفيض؛
- ضرورة اتسام العرض المحلي لسلع التصدير بقدر كاف من المرونة، بحيث يستجيب الجهاز الإنتاجي للطلب الجديد الناجم عن ارتفاع الطلب على الصادرات؛
- ضرورة توفر استقرار في الأسعار المحلية وعدم ارتفاع الأسعار تكلفة المنتجات المحلية؛
- أن يكون مجموع مرونة الطلب ومرونة الصادرات أكبر من الواحد الصحيح (شرط مارشال- ليرنر).

1-2-3- أثر تغير سعر الصرف على ميزان رؤوس الأموال:

إن التغير في احتياطي الصرف والذي نرسم له بـ R يكون مساوياً إلى رصيد الحساب الجاري لـ X الصادرات، M الواردات، إضافة التدفقات الصافية لرؤوس الأموال F

$$R = X - M + F$$

إن رصيد الحساب الجاري الذي يمكن كتابته:

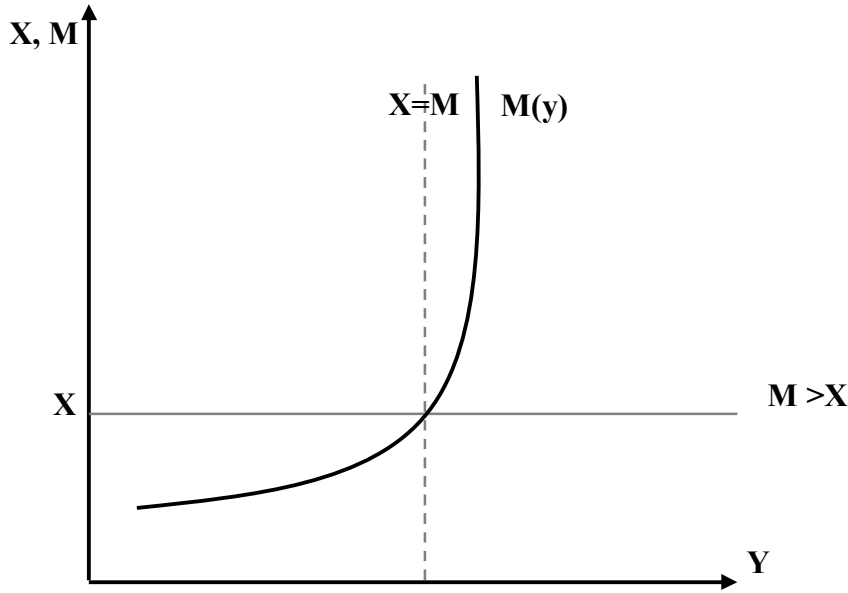
$$X - M = px(p, e) - \frac{p^*}{e \cdot M(Y, P, e)}$$

P : المستوى العام للأسعار المحلية.

P^* : المستوى العام للأسعار الأجنبية.

e : سعر الصرف.

الشكل رقم (3): أثر تغير سعر الصرف على ميزان رؤوس الأموال



تؤدي زيادة الدخل الحقيقي إلى ارتفاع في الواردات وتقهر في الميزان التجاري من أجل مستوى دخل أقل من $\bar{Y}$ ، سوف يتميز الميزان التجاري بفائض، والعكس من أجل مستوى دخل أكثر من y ، يكون هناك عجز، فالتخفيض يمكن أن يكون له آثار إيجابية على ميزان رؤوس الأموال.

2- أثر سياسة استخدام سعر الفائدة: يؤدي سعر الفائدة دورا هاما في الحياة الاقتصادية باعتباره كأحد أساليب السياسة الاقتصادية، فهو يؤثر على القطاعات النقدية والحقيقية للاقتصاد والمجتمع.

2-1- أثر استخدام سياسة سعر الفائدة على التوازن الداخلي:

2-1-1- أثر استخدام سعر الفائدة على التضخم: يعتبر التضخم من المشكلات الاقتصادية الرئيسية التي تعاني منها اقتصاديات الدول، ورغم اهتمام الاقتصاديين به، إلا أن هناك جدلا كبيرا بينهم حول أسبابه، وآثاره الاقتصادية، وأفضل السياسات التي يتعين إتباعها للقضاء عليه.

فهو يحتل مكانا بارزا في الدراسات الاقتصادية، حيث يعرف بأنه زيادة كمية النقود بدرجة تنخفض معها قيمة النقود، أو على أنه الارتفاع المستمر في المستوى العام

للأسعار في دولة ما، والناجم عن فائض الطلب عما هو معروض من السلع والخدمات خلال فترة زمنية معينة.

ويمكن علاج التضخم بإتباع سياسات تقوم على تحقيق الانكماش في الائتمان المصرفي، ويعتبر سعر الفائدة أحد أهم الأدوات التي تؤدي إلى تحقيق هذا الغرض، ويعرف سعر أو معدل الفائدة بأنه السعر الذي تتعامل به البنوك التجارية مع الأفراد، أي أنه سعر الفائدة الذي تحصل عليه البنوك التجارية عند منحها القروض والتسهيلات الائتمانية للأفراد، وهو ما يحصل عليه الأفراد مقابل مدخراتهم لدى البنوك التجارية. فتغيير سعر الفائدة مؤشر للمؤسسات النقدية للتوسع في الائتمان أو تقليصه، فتخفيض سعر الفائدة حافز لزيادة الائتمان والتوسع فيه، أما رفعه فيؤدي إلى تقييد الائتمان والحد منه.

و تلتزم البنوك التجارية بالحد الأعلى لسعر الفائدة، الذي يحدده البنك المركزي الذي يعتبر السلطة النقدية الوحيدة التي لها حق تغيير هذا السعر، ففي حالة التضخم يتم رفع أسعار الفائدة على الودائع لإغراء الأفراد والمؤسسات لإيداع أموالهم، مما يؤدي إلى امتصاص أكبر قدر ممكن من السيولة في السوق.

2-1-2- الأثر على الميزانية العامة للدولة: يمارس سعر الفائدة تأثيره على الميزانية العامة من خلال تأثيره على السوق المالي وعلى أذونات الخزينة ودورها في تراكم الدين العام الداخلي، بالإضافة إلى تأثيره على باقي بنود الدين العام الداخلي.

2-2- أثر استخدام سياسة سعر الفائدة على التوازن الخارجي: إن لجوء البنوك التجارية إلى رفع سعر الفائدة على القروض، يؤدي إلى تقليص حجم الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، وهو الأمر الذي سوف يقود إلى انخفاض الأسعار الداخلية، وهذا الانخفاض في الأسعار سوف يؤدي إلى تشجيع الصادرات وتقليل الواردات، وهو ما يؤثر بالدرجة الأولى على الميزان التجاري.

3- أثر سياسة مراقبة الصرف على التوازن: إن نظام الرقابة على الصرف يستخدم كوسيلة لتحقيق توازن ميزان المدفوعات، حيث أنه يهمل قوى السوق، ويستبدل هذه

القوى بالقرارات التحكيمية للحكومة، فهو يهدف إلى سيطرة الحكومة سيطرة تامة على سوق الصرف الأجنبي، فجميع المقبوضات من الصادرات والإيرادات الأخرى يجب تسليمها لإدارة الرقابة على الصرف، وتقوم الحكومة بتوزيع حصيلة العملات الأجنبية التي تحصل عليها طبقا لاحتياجات السياسة الاقتصادية الوطنية، فالواردات من السلع الأساسية للاقتصاد الوطني كموايد الغذاء والوقود والموايد الخام اللازمة للصناعة تلقى الأولوية في توزيع حصيلة العملات الأجنبية، أما السلع الكمالية والسلع غير الضرورية فإنها تأتي في المرتبة الأخيرة، ولا يصيبها أي شيء من توزيع حصيلة العملات الأجنبية.

وبالتالي، يمكن لسياسة الرقابة على الصرف أن تستخدم كأداة للحد من واردات سلع معينة بفرض حصص على الواردات، فليس هناك فرق كبير بين تحديد السلطات عدد السيارات التي يمكن أن تدخل الدولة، أو قيامها بوضع قيود على مقدار الصرف الأجنبي الذي يتم تخصيصه لاستيراد السيارات.

رغم أن هذا النظام يقضي بأن تضحي الدولة بقابلية عملتها للتحويل، وأن تعتمد على وسائل خاصة -غير الوسائل المعتادة- في تنظيم سوق الصرف، إلا أن نظام الرقابة على الصرف قد يكون الوسيلة الوحيدة لبعض الدول، وخاصة إذا ما كان الاحتياطي الدولي لهذه الدول لا يلاءم إتباع سياسة سعر صرف ثابت، أو إذا كان الاقتصاد في حالة انكماش، أو إذا كانت مرونة كل من طلب وعرض الصرف الأجنبي منخفضة، ففي مثل هذه الحالات فإن الرقابة على الصرف يمكن تبريرها كوسيلة مؤقتة لكسب الوقت، بينما إجراءات أخرى تتخذ لتحقيق التوازن الاقتصادي.

4- أثر سياسة استخدام احتياطات الصرف (الموازنة) على التوازن: صندوق موازنة الصرف عبارة عن احتياطي مكون من عملات أجنبية، وموضوع تحت تصرف سلطة مركزية، بغرض التدخل في سوق الصرف لمنع التقلبات غير المناسبة لسعر الصرف (كانت إنجلترا هي أول من أنشأ صندوق موازنة الصرف، وهذا بغرض منع المضاربة في حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل والتي تؤثر على قيمة الجنيه الإسترليني).

ويمكن تشبيه عمليات الموازنة بدور البنك المركزي في عمليات السوق المفتوح، فالصندوق يتدخل من خلال العملات الأجنبية المتوفرة لديه، فإذا وجد أن سعر الصرف قد انخفض عن المستوى المحدد يقوم بعرض تلك العملات الأجنبية مقابل العملة الوطنية، مما يؤدي إلى رفع قيمة هذه الأخيرة، وفي حالة العكس يقوم ببيع العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، ومن هنا يؤثر صندوق الصرف في ميزان المدفوعات من خلال انتقال رؤوس الأموال، ومن خلال التحكم في تغيرات أسعار الصادرات و الواردات في الأسواق الدولية، فيمكن تخفيض قيمة العملة من خلاله، وبالتالي زيادة تنافسية الصادرات في الأسواق الخارجية والحد من الواردات وبالتالي التأثير على الميزان التجاري.

5- أثر سياسة إقامة سعر صرف متعدد: إن نظام سعر الصرف المتعدد هو في الواقع نظام جزئي لتخفيض قيمة العملة، وكان أول من استعمله ألمانيا في أوائل الثلاثينيات، وأبسط صوره هو نظام الصرف الثنائي، الذي يقضي بأن تتبع الدولة سعري صرف فقط، سعر رسمي (عادة ما يكون مغالى فيه) للصفقات المسموح بها، وسعر حر لبقية الصفقات.

وعادة ما يخصص سعر الصرف الرسمي للتعامل في الصادرات القادرة على المنافسة في الأسواق الخارجية، وعادة ما تكون هذه السلع التي يكون فيها مركز الدولة كمنتجة مركز قوي أو شبه احتكاري كما هو الحال بالنسبة للبن البرازيلي مثلاً. ومن ناحية الطلب، فإن واردات السلع الضرورية عادة ما تكون هي التي يسمح أن يتم التعامل فيها بواسطة السعر الرسمي، وجميع العمليات الأخرى -بخلاف تلك العمليات التي يسمح بالتعامل فيها بالسعر الرسمي-، إنما تتم على أساس سعر الصرف الحر، وتشمل هذه الصادرات التي تلقى منافسة شديدة في الخارج، وكذا الواردات الكمالية وغير الأساسية.

ونظام سعر الصرف المتعدد، ظهر عندما كانت العديد من الدول تبحث عن تخفيف القيود الناتجة عن المغالاة في قيمة العملة التي ترتبت عن تطبيق نظام الرقابة على

الصرف، ونظام تراخيص الاستيراد، وباقي الأدوات التقييدية لسياسة التجارة الخارجية، فنظراً لعدم رغبة هذه الدول تخفيض قيمة عملتها دفعة واحدة دفعها إلى إتباع طريقة تدريجية لذلك، عن طريق تحديد عدد من أسعار الصرف، كل سعر يختص بالتعامل في مجموعة من المعاملات، ويطبق أقل الأسعار انخفاضاً بالنسبة للصادرات التي تتمتع بمركز تنافسي قوي، كما أنه يطبق بالنسبة للواردات الضرورية ذات الأهمية القصوى للاقتصاد الوطني.

خامساً- الآثار المتبادلة ما بين سعر الصرف و التجارة الخارجية

1- فعالية تخفيض قيمة صرف العملة على الميزان التجاري:

تعتبر سياسة تخفيض القيمة الخارجية للعملة أداة هامة في إعادة التوازن إلى ميزان التجاري من خلال زيادة الصادرات والحد من الواردات، حيث يترتب عن تطبيق سياسة تخفيض القيمة الخارجية للعملة مجموعة من الآثار على مستويات مختلفة أهمها:

1-1- أثر تخفيض قيمة العملة بالنسبة للصادرات: يمكن للدول النامية أن تلجأ إلى سياسة تخفيض العملة من أجل تحسين ميزان المدفوعات وذلك من خلال إمكانية الزيادة في حجم الصادرات بالتالي زيادة حصيلة الدولة من العملات الصعبة، والحد من الواردات أي تخفيض مدفوعات الدولة من النقد الأجنبي، لكن نجاح هذه السياسة يتوقف على شروط منها:

أ- مرونة كافية للطلب الخارجي على صادرات الدولة: تتمثل معظم صادرات هذه الدول في المواد الأولية والمواد الزراعية بصفة عامة، والتي تتسم بتقلبات أسعارها في الأسواق العالمية واتجاه الطلب العالمي على بعض هذه الصادرات إلى الانخفاض في المدى المتوسط والطويل، كما أن مستوى النشاط الاقتصادي للدول التي تستورد صادرات الدول النامية، وهي في العادة الدول الصناعية يتعرض لدورات من الركود الاقتصادي الذي يؤثر في الطلب على منتجات الدول النامية.

إذ ليس بالضرورة في حالة تخفيض أسعار الصادرات سيتزايد الطلب على منتجات الدول النامية، وسياسة التخفيض تفترض أن قوى الإنتاج الداخلي للصادرات قادر على الاستجابة للطلب العالمي على هذه المنتجات، إلا أن الدول النامية تواجه العديد من الصعوبات لزيادة إنتاج السلع الموجهة للتصدير، ذلك أن تلاقي صعوبات في استغلال الطاقات العاطلة وزيادة الإمكانيات المتاحة لقطاع التصدير، إذ يتطلب ذلك تضافر موارد أخرى، ويتطلب ذلك انتظار بعض الوقت قبل أن تساهم هذه الموارد في العملية الإنتاجية.

إذن زيادة الصادرات أمر مرتبط بزيادة قدرة الاقتصاد الوطني على الإنتاج من أجل زيادة الصادرات، ثم يأتي في المقام الثاني مسألة التخفيض.

ب- ثبات مستوى الأسعار المحلية: تتوقف فعالية سياسة التخفيض على عدم ارتفاع الأسعار الداخلية للصادرات فإذا صاحب سياسة تخفيض قيمة العملة ارتفاع في الأسعار الداخلية تنعدم فاعلية التخفيض، وبالنظر إلى أوضاع الدول النامية نجدها تتسم بعدم مرونة جهازها الإنتاجي وتطبيقها أو إتباعها لسياسات تجعلها تتخبط تحت وطأة الضغوط التضخمية كسياسة التمويل بالعجز، إضافة إلى تزايد الطلب على السلع الناشئ عن التزايد السريع للسكان وارتفاع أسعار الواردات والسلع الإنتاجية والوسيلة المستعملة في إنتاج السلع الموجهة للتصدير.

وقد تؤدي هذه العوامل عند القيام بتطبيق سياسة تخفيض العملة إلى ارتفاع محسوس في الأسعار الداخلية بنسبة قد تفوق نسبة تخفيض العملة، وبالتالي تنخفض أو تنعدم المزايا الممكن تحقيقها والمتمثلة أساساً في تحسين المركز التنافسي لصادرات الدولة.

1-2- أثر تخفيض قيمة العملة بالنسبة للواردات: إن إتباع سياسة تخفيض العملة يؤدي إلى ارتفاع أسعار الواردات بدلالة العملة المحلية مع ثباتها بالعملة الأجنبية مما يؤدي إلى خفض الطلب على الواردات وارتفاع الطلب على المنتجات المحلية، الشيء الذي

يؤدي إلى تحسين الميزان التجاري ومنه تسوية العجز في ميزان المدفوعات، لكن هل الشروط متوفرة لنجاح ذلك.

أ- مرونة كافية من الطلب الداخلي على الواردات: يحدث نتيجة التخفيض ارتفاع الأسعار المحلية للسلع المستوردة بنفس نسبة التخفيض، مما يؤدي إلى تناقص في طلب المستهلكين على هذه السلع المستوردة بنسبة أكبر، مما يدفعهم إلى الحد من استيرادها، ولا يتحقق ذلك في البلدان النامية لأنها تفتقد إلى شروط أساسية، فهل بمقدور جهازها الإنتاجي، إنتاج السلع البديلة للسلع المستوردة وبأقل سعر. في الواقع إن الجزء الأكبر من واردات الدول النامية يوفرها العالم الخارجي، فهي تمثل سلع ضرورية لا تنتج محلياً، ولا يمكن الاستغناء عنها، مثل الأدوية والتجهيزات والسلع الغذائية .. الخ، ومن ثم فإن سياسة تخفيض العملة لا يتوقع منها أن تؤدي إلى انخفاض الطلب المحلي على تلك الواردات حتى وإن ارتفعت أسعارها من جراء التخفيض.

ب- مرونة كافية للعرض الخارجي للواردات: حتى تكون سياسة تخفيض العملة فعالة في الحد من حجم الواردات يجب ألا تلجأ الدول المصدرة إلى إتباع سياسة الإغراق أو تخفيض قيمة أسعار صادراتها مقومة بالعملة الأجنبية بنفس نسبة تخفيض العملة، ومنه سوف تظل الأسعار المحلية لواردات الدول النامية على حالها قبل القيام بسياسة التخفيض.

وبالتالي فإنه من غير المتوقع أن تؤثر سياسة تخفيض العملة في الحد من الواردات.

2- تأثير أدوات السياسة التجارية على سعر الصرف:

1-2 نظام الحصص: إن الغرض من نظام الحصص كما نعرف هو تقييد الواردات ولنفرض الآن أن البلاد الأجنبية التي نتاجر معها قد قامت بفرض نظام الحصص على جميع أنواع السلع التي تستوردها منا، وبالإضافة إلى هذا دعنا نفرض أن الواردات الفعلية في هذه البلاد قد بلغت أقصى حد سمحت به الحصص المفروضة، وهذا يعني أننا لا نستطيع أن نزيد من صادراتنا إلى هذه البلاد إطلاقاً عند سعر صرف معين أو

فوق هذا السعر بتخفيض القيمة الخارجية لعملتنا، إذن هذه السياسة في ظل هذه الافتراضات سوف تبوء بالفشل، لأن انخفاض أسعار صادراتنا التي ترتب على تخفيض القيمة الخارجية لعملتنا لن يؤدي إلى زيادة في الكميات المصدرة، وبالتالي لن يؤدي إلى أي زيادة في عرض العملات الأجنبية.

ولكن هذا الفرض الذي أقمناه وهو اكتمال حصص الاستيراد في البلاد الأجنبية لدرجة لا تسمح بأي زيادة في صادراتنا يعد فرض غير صحيح، ففي غالب الأمر سوف نجد أن حصص الاستيراد في البلاد الأجنبية لم تكتمل بعد عند سعر صرف معين، وعليه فرفع سعر الصرف الأجنبي وذلك بتخفيض القيمة الخارجية لعملتنا سوف يشجع المستهلكين الأجانب على زيادة طلبهم على السلع التي نصدرها، ولكن يجب أن يكون واضحاً لدينا أن الزيادة في الصادرات سوف تكون محدودة بالحدود القصوى التي تسمح بها حصص الإستيراد في البلاد الأجنبية، أي أن نجاح سياسة تخفيض القيمة الخارجية للعملة سوف يتوقف على حجم تلك الأجزاء من حصص الإستيراد في البلاد الأجنبية التي يمكن إتباعها عند سعر الصرف السابق.

2-2- تأثير التعريف الجمركية:

أ- تأثير التعريف الجمركية الأجنبية على عرض النقد الأجنبي (عند التصدير): إن التعريف الجمركية التي تفرضها الدولة الأجنبية المستوردة، لها أثرها على فعالية تخفيض قيمة العملة المحلية، بحيث أنه كلما ارتفعت التعريف كلما قل الطلب الأجنبي على سلع وخدمات البلاد، فتقل معه إستجابة الطلب الأجنبي للتخفيض في قيمة العملة المحلية، مما ينتج عنه عدم جدوى هذه الأداة في زيادة كمية العملات الأجنبية، ومنه معالجة العجز في ميزان المدفوعات.

إلا أن درجة فعالية سياسة سعر الصرف مرتبطة، كما سبق ذكره بمرونة الطلب الأجنبي على الصادرات، بحيث يمكن نسبياً، تجاوز أثر التعريف الجمركية إذا كان الطلب الأجنبي يتمتع بمرونة كبيرة.

ب- تأثير التعريفات الجمركية الوطنية على الطلب على النقد الأجنبي (عند الإستيراد):
أما من ناحية التعريفات الجمركية المفروضة على الواردات، فيمكن القول أنه كلما ارتفعت نسبتها كلما انخفض أثر التخفيض على إنقاص الطلب على السلع .

سادسا- العوامل المحددة لاختيار سياسة الصرف الأجنبي في الدول النامية:

لقد قدم الاقتصادي (R.Heller) عدة عوامل قد تساعد في اختيار الدول النامية بين سياسة الربط وسياسة التعويم وهي:

- **درجة الانفتاح الاقتصادي:** يقصد بالانفتاح الاقتصادي درجة انكشاف الدولة للخارج، وهناك العديد من المؤشرات التي تقيس درجة الانفتاح الاقتصادي من أهمها مؤشرات الانفتاح التجاري، الذي يقاس بنسبة التجارة الخارجية إلى الناتج الوطني الإجمالي، ويقاس هذا المؤشر مدى حساسية الاقتصاد للتغيرات التي تحدث في التجارة الخارجية سواء كان مصدرها داخليا أو خارجيا، ويتميز الاقتصاد المفتوح بالأهمية النسبية لقطاع التجارة الخارجية في تكوين الناتج الوطني مقارنة بباقي القطاعات، وهو ما يؤدي إلى زيادة حساسية الأسعار المحلية للتغيرات في أسعار الصرف، وهو ما يعني عدم إلى ملائمة نظام سعر الصرف العائم لمثل هذا النوع من الإقتصاديات ويصبح نظام الأسعار الثابتة هو الأكثر ملائمة، لذا يجب أن تقوم بإتباع سياسة الربط أو التثبيت، أما الاقتصاد الأقل انفتاحا على العالم الخارجي فقد يلائمه إتباع سياسة التعويم.

- **حجم الإقتصاد ودرجة تنوع هيكل الإنتاج والتصدير:** يفضل تطبيق أنظمة سعر صرف مرنة في الإقتصادات كبيرة الحجم، لما تتميز به من ترابط كبير مع الإقتصاد الدولي، وحصّة ضئيلة للتجارة الخارجية في ناتجها المحلي الإجمالي، وبالعكس نجد أن الإقتصادات ذات الحجم الصغير، والتي تكون التجارة الخارجية مكون أساسي في الناتج المحلي الإجمالي يفضل أن تطبق الأنظمة الثابتة

فالأنظمة الثابتة وإن كانت تلائم كما سبق ذكره الإقتصادات الصغيرة إلا انها تفقد مصداقيتها وأسباب وجودها إذا كان الإقتصاد (كبيرا كان أو صغيرا) يتميز

بدرجة تركيز كبيرة سواء في هيكل الإنتاج أو الصادرات كما هو الحال في أغلب الدول النامية وهو ما يعني أفضلية للأنظمة المرنة، والسبب في ذلك هو أن التغيرات في أسعار السلع المصدرة سيحدث اختلال كبير في موازين المدفوعات، مما يعني أن إعطاء مرونة أكبر لسعر الصرف، سيسمح له بعملية تصحيح هذا الاختلال، بالمقابل نجد أن نظام سعر الصرف المرن يلاءم أكثر الدول التي تتميز بتنوع كبير في هيكل الإنتاج والتصدير، على أساس أن هذه الإقتصادات تكون غير معرضة بشكل كبير للصدمات الحقيقية الخارجية (تغير الأسعار).

- **درجة تكامل سوق رأس المال المحلي مع أسواق رأس المال الدولي:** وتقاس بنسبة ما تحتفظ به البنوك من أصول مالية أجنبية إلى العرض النقدي المحلي، وأيضا بدرجة الإحلال بين الأصول المالية المحلية والأصول المالية الأجنبية، وكلما ارتفعت درجة حرية التعامل في السوق المالي المحلي كلما كان من الأفضل اختيار سياسة التعويم، حيث تلعب التغيرات في سعر الصرف دورا هاما في جذب رؤوس الأموال التي تعمل على تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات الذي ينتج عن المعاملات الجارية، أما بالنسبة للاقتصاد الذي يتميز بانخفاض درجة تكامل سوق رأس المال المحلي مع الأسواق المالية الدولية، فإنه يفضل اختيار سياسة الربط أو التثبيت.

- **معدل التضخم النسبي:** بالنسبة للدول التي يكون لديها معدل التضخم أعلى من شركائها التجاريين، أو تكون التضخم تعاني من معدلات تضخم مرتفعة جدا يفضل أن تعتمد على نظام سعر الصرف الثابت، لأنه يمثل أحسن أداة للتحكم في ظاهرة التضخم واحتواء اثارها، فغالبا ما يفضل إتباع سياسة تثبيت أسعار الصرف بين الدول التي تتقارب فيما بينها معدلات التضخم، بينما يفضل إتباع سياسة تعويم أسعار الصرف بين الدول التي تتباين فيها معدلات التضخم.

- **الأهمية النسبية للمصادر الداخلية والخارجية للاختلال في ميزان المدفوعات:** حينما تكون أغلب مصادر اختلال ميزان المدفوعات ترجع لأسباب خارجية،

كالانخفاض المفاجئ في الطلب الأجنبي للصادرات مثلا، فإنه يفضل اختيار سياسة تعويم أسعار الصرف، أما إذا كانت أغلب الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد من مصادر داخلية فإنه يفضل إتباع سياسة ربط أسعار الصرف.

- **قيمة مرونة التجارة الخارجية:** قد لا يكون ملائما اختيار سياسة أسعار الصرف المعمومة إذا كانت مرونة الطلب الأجنبي على الصادرات، والطلب المحلي على الواردات ومرونة العرض المحلي للصادرات منخفضة، كما هو الحال في غالبية الدول النامية، حيث يصبح تغير سعر الصرف غير فعال في استعادة التوازن في ميزان المدفوعات، ولذلك يفضل إتباع سياسة ربط سعر الصرف والاعتماد على السياسات الأخرى البديلة لتصحيح الاختلال كالسياسة المالية والنقدية الانكماشية.
- **تأثير تغير سعر الصرف على كل من الاستيعاب والعرض النقدي المحليين:** اختيار سياسة تغير سعر الصرف الملائمة يعتمد على مدى استجابة كل من الاستيعاب المحلي، والقيمة الحقيقية للعرض النقدي للتغيرات في سعر الصرف، وكلما ارتفعت درجة استجابة تلك المتغيرات للتغير في سعر الصرف خلال الأجل القصير والمتوسط، فإنه يفضل إتباع سياسة تعويم سعر الصرف، أما إذا كانت التغيرات في سعر الصرف قليلة التأثير على الاستيعاب المحلي أو العرض النقدي، فإنه يفضل تثبيت سعر الصرف، وإتباع السياسات التصحيحية البديلة.
- **مستودع الأرصدة النقدية الدولية:** إن اختيار سياسة سعر الصرف الملائمة تتحدد أيضا بمدى توفر الاحتياطات الدولية، إذ أنه كلما زاد حجم تلك الاحتياطات كلما انخفضت الحاجة إلى اتخاذ إجراءات تصحيحية لاختلال ميزان المدفوعات، وأمكن الحفاظ على سعر الصرف ثابتا من خلال تمويل العجز اعتمادا على تلك الاحتياطات، وبالتالي يفضل في هذه الحالة إتباع سياسة تثبيت سعر الصرف، أما في حالة انخفاض حجم الأرصدة الدولية وصعوبة الاقتراض من الخارج، فيفضل إتباع سياسة تعويم سعر الصرف.

الفصل الثالث: أسواق الصرف الأجنبية وعملياتها

يتحدد سعر الصرف في سوق العملة تبعا للكميات المعروضة والمطلوبة من الصرف الأجنبي، إذ يجري التعامل من خلال شبكة اتصالات عالمية بين المتعاملين في تلك السوق، لذا سوف نتطرق الى مختلف المفاهيم المتعلقة بسوق الصرف الأجنبي وعملياتها.

أولا- ماهية أسواق الصرف الأجنبية:

1- تعريف سوق الصرف الأجنبية:

يعرف سوق الصرف الأجنبية على أنه: "الإطار التنظيمي الذي يقوم فيه الأفراد والشركات والبنوك بشراء وبيع العملات الأجنبية أو الصرف الأجنبي"، وتتكون سوق الصرف الأجنبية لأي عملة كالดอลลาร์ مثلا، من جميع المواقع، مثل لندن، وزيورخ، وباريس، وكذلك نيويورك، حيث تُباع وتُشتري مقابل عملات أجنبية أخرى.

كما جاء تعريف سوق الصرف الأجنبية على أنها "ليست سوقا منظمة مثل أسواق الأوراق المالية أو البضائع، فليس له مكان مركزي يجتمع فيه المتعاملون، كما أنه ليس قاصرا على أي بلد واحد، فمن الأحسن أن نفكر فيه على أنه ميكانيكية يتم بواسطتها الجمع بين مشتري وبائع العملات الأجنبية، فهو يتكون أساسا من عدد من البنوك التي تنخرط بنشاط في استبدال العملات الأجنبية فالبنوك تصنع سوق الصرف".

وتعتبر البنوك الدولية الكبيرة الوسيط الطبيعي بين المعروض من الصرف الأجنبي والمطلوب منه، كما أن معظم معاملات أسواق الصرف الأجنبي تتم بالدولار الأمريكي، حيث قدر بنك التسويات الدولية أن نسبة 83% من إجمالي صفقات العملات الأجنبية في العالم خلال سنة 1992 كانت بالدولار، ثم يليه من حيث الأهمية المارك الألماني، ثم الين الياباني، ويقوم نشاط البنوك في مجال الصرف الأجنبي على إيجاد سعر متماثل إلى حد كبير لأية عملة قابلة للتحويل في جميع المراكز المالية.

2- خصائص سوق الصرف الأجنبية:

تتميز أسواق الصرف الأجنبية بالخصائص الآتية:

- تعتبر سوق العملات الأجنبية أقدم وأكبر وأوسع سوق مالية في العالم، وقد قدر بنك التسويات الدولية، من خلال عمليات المسح التي يقوم بها كل ثلاث سنوات لأسواق العملات الأجنبية أن متوسط حجم التعاملات اليومية في سوق العملات الأجنبية هو 1190 مليار دولار في أبريل 1995، وبالرغم من السيولة الضخمة والاتساع الجغرافي فإن سوق العملات الأجنبية لديها القدرة على أن تخضع الأسواق المالية العالمية الحديثة لسلطانها؛
- رغم الانتشار المتزايد للمشاركين في سوق العملات الأجنبية في كل أنحاء العالم، إلا أن أغلب الصفقات تتم في لندن ونيويورك وطوكيو، وتصل حصة لندن في أسواق العملة الأجنبية إلى 30% من كل الصفقات، بينما تصل حصة كل من نيويورك وطوكيو 72% و 10% على التوالي؛
- تستحوذ الأسواق الثلاثة لندن، نيويورك، طوكيو، على نسبة 56% من صفقات العملات الأجنبية في العالم؛
- تركيز السوق، حيث يعادل ما ثلثي (2/3) صفقات العملات الأجنبية اليومية يحدث ما بين سماسرة البنوك، وحوالي 16% من المعاملات تخص العملاء غير الماليين، أما الجزء الباقي من المعاملات 20% فيشمل مؤسسات مالية خلاف سماسرة البنوك، والتي هي في الأغلب شركات أوراق مالية، تعمل في أسواق القروض والأسهم العالمية التي دخلت سوق العملات الأجنبية كأجهزة للوساطة تقوم بالشراء على مرحلة واحدة لعملائها؛
- تتميز سوق العملات الأجنبية بالسيولة الشديدة، فالصفقات كبيرة وتنفذ بكثرة، حيث تكتتب المؤسسة العادية للسمسرة ما بين 3000 و 4000 تذكرة معاملات لصفقات في العملة الأجنبية خلال يوم متوسط من 24 ساعة؛

- تجري الصفقات في سوق الصرف الأجنبي في كل ساعات النهار والليل، وتشمل في أغلب الأحوال مؤسسات في مناطق اختصاص وطنية مختلفة.

3- وظائف سوق الصرف:

من أهم الوظائف التي يقوم بها سوق الصرف هي تسهيل التبادل بين العملة المحلية و العملات الأجنبية، حيث تسمح بنقل القوة الشرائية من بلد لآخر من خلال مقابلة العرض بالطلب و سنتطرق لهذه الوظائف كما يلي:

- **تسوية المدفوعات الدولية ونقل القوة الشرائية بين الدول:** فعن طريق هذه الأسواق تتم تسوية الحسابات الدولية المترتبة على المبادلات التجارية، إضافة إلى التحويلات الرأسمالية بمختلف صورها.

- **التحكيم و الموازنة:** هو عملية الشراء للعملات في مكان تكون فيه رخيصة الثمن و بيعها في مكان آخر يكون فيه سعرها أعلى بهدف تحقيق الربح، و سرعان ما تؤدي هذه العملية إلى تحقيق التوازن بين أسعار الصرف في الأسواق المالية العالمية، و هذا في ظل الحرية التامة في تحويل العملات المختلفة داخل تلك الأسواق، و في ظل تطور في وسائل الإتصال و نقل المعلومات فيما بين هذه المراكز المالية عالميا.

- **التغطية:** يقصد بها، تجنب الخسارة التي تتعرض لها قيمة الصادرات أو الواردات المترتبة على تقلبات أسعار الصرف العاجلة للمتعامل في أسواق الصرف الأجنبية.

- **تقديم الائتمان للتجارة الخارجية:** يقوم البنك التجاري بتقديم الائتمان اللازم لتمويل التجارة الدولية، حيث يعطي المصدرين غالبا 90 يوما للمستوردين لسداد قيمة الواردات، و لكن نظرا لحاجة المصدرين إلى الأموال فإنهم يقومون بخصم الالتزامات للمستوردين المؤجلة فورا لدى البنوك التجارية، و يحصلون في المقابل على قيمتها الحالية، حيث تنتظر البنوك 90 يوما حتى تقوم بتحصيل هذه الالتزامات من المستوردين، و هو ما يعتبر بمثابة ائتمان تقدمه البنوك التجارية للمستوردين.

ثانيا- المتدخلون في سوق الصرف الأجنبية:

لسوق الصرف الأجنبي أطراف متعددة تتعامل في إطاره بيعا وشراء أو حتى متابعة وإشرافا، ويتمثلون أساسا في البنوك والمؤسسات المالية والبنوك المركزية والسماسرة والعملاء الخواص.

1- البنوك التجارية وبنوك الاعمال والمؤسسات المالية: تتمثل هذه الشريحة أساسا في البنوك التجارية التي تتعامل بصورة مباشرة في سوق الصرف الأجنبية، حيث يمثلون في هذه الحالة ماسكي الصفقات سواء لحسابهم الخاص أو لحساب الغير (الزبائن)، وفي حالة مستعملي سوق الصرف، حيث تكون العلاقة مع أسواق الصرف غير مباشرة.

وفي كل الحالات يعتبرون وسطاء معتمدون على الرغم من أهليتهم في التعامل في سوق الصرف - سواء لحسابهم أو لحساب الغير- إلا أن هذا النشاط يبقى ثانويا جدا لعدد كبير منهم، حيث يعتمدون مثلهم مثل المؤسسات -الاقتصادية، التجارية- على هيئات أخرى تمثل في معظم الأحيان بنوكا ذات أحجام كبيرة، ويبقى الجزء الذي يتعامل في ميدان سوق الصرف من هذه الشريحة، ينقسم بين بنوك تمارس وظيفة ماسكي الصفقات، وأخرى مستعملا لها، وللتدليل على ذلك فإنه في الولايات المتحدة الأمريكية تتمركز أغلب البنوك محليا والتي يفوق عددها 1000 بنك لها اهتمام بسوق الصرف، يوجد منها 400 نشطة فعلا، و 50 بنكا من هذه الأخيرة فقط لها وظيفة مسك الصفقات.

و يتدخلون بواسطة وسطاء خاصين (مكاتب الصرف)، والذين يتلقون الأوامر من الزبائن، سواء من أجل البيع، أو الشراء، ويكون هؤلاء الوسطاء في اتصال مع مكاتب صرف أخرى، أو متدخلين آخرين بواسطة شبكة اتصال متطورة، ووظيفتهم إنجاز هذه الأوامر بأحسن سعر، وفي اللحظة الملائمة، مع تحقيق عائد أو أرباح للبنك أي أنها تعمل كبيوت مقاصة بين كاسبي ومستخدمي الصرف الأجنبي، كما يمكن للبنوك أن تبيع لحسابها الخاص لكي تعدل من تركيب أصولها وخصومها.

- وتنقسم مكاتب الصرف إلى ثلاثة أنواع وهي:
- مكاتب شراء وبيع الصرف: وتقوم بعملية الصرف نقدًا (بيع وشراء العملات الصعبة) بين البنوك وزبائنهم؛
 - مكاتب صرف للودائع: الذين يقومون باقتراض أو إقراض العملات الصعبة لبنوك أخرى أو مؤسسات في مدة تتراوح من يوم إلى عدة سنوات؛
 - مكاتب الصرف: تستعمل كوسيط بين الحالتين السابقتين
- 2- البنوك المركزية: لا يرقى تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف إلى درجة تدخل البنوك التجارية، فهو تدخل يتميز بالقلة في حالة المقارنة، إلا أنه ذو أهمية كبيرة ويمكن حصر مجال تدخلها في العمليات المالية:
- شراء وبيع العملات الأجنبية بغرض تدعيم العملة الوطنية، أو تلبية لحاجيات العملاء (بنوك مركزية أجنبية، بنوك تجارية، خزينة الدولة)؛
 - بيع وشراء العملات الأجنبية بقصد التأثير على مستوى العرض والطلب للعملة، والتأثير على أسعار صرف العملات ارتفاعا وانخفاضاً، بهدف الحفاظ على استقرار هذه الأسعار خاصة إذا كان النظام نظام تعويم؛
 - تتدخل باستخدام عمليات المبادلة لتثبيت أسعار صرف عملاتها، حين تتعرض لضغوط المضاربة، ولتوفير السيولة للاقتصاد الوطني، أو للتخلص من فائض السيولة فيه؛
 - تنفيذ عمليات تخص السندات الدفع بالعملات الأجنبية على سبيل الرهن أو الإسترهان أو على سبيل نظام الأمانة، وإعادة خصم هذه السندات؛
 - إدارة احتياطات الصرف وتوظيفها؛
 - فتح حسابات بالعملة الأجنبية للشركات الخاضعة للقانون المحلي، والتي تقوم بعمليات تصدير أو تتمتع بامتياز استثمار أملاك الدولة، وإجبار هذه الشركات أثناء تعاملاتها مع الخارج أن تقوم بذلك باستعمال هذه الحسابات والعملات الصعبة المودعة بها؛

- يمكن للبنك المركزي أن يستعمل احتياطات الصرف غير المخصصة لتغطية الإصدار النقدي في العمليات التي ترمي إلى الحفاظ على استقرار سعر الصرف أو دعم الدين العام المستحق لصالح الدولة الدائنة؛

- القيام بعمليات الاقتراض و الاكتتاب في سندات مالية محررة بعملات أجنبية في الأسواق المالية الدولية والتي تكون مسعرة بشكل منظم في الفئة الأولى.

3- السماسرة: عبارة عن مؤسسات مهنية مستقلة تتدخل في سوق الصرف، وتتعامل مع البنوك، وتتولى ترتيب صفقات العملات، حيث تعمل على جمع أحسن عروض بيع العملات الأجنبية، وأحسن طلبات شراء العملات، يتمثل دور السماسرة عند تدخلهم في سوق الصرف في الوساطة بين المتعاملين في السوق وهذا من خلال درايتهم ومعرفتهم الجيدة بظروف أسواق الصرف الأجنبي، حيث يقومون بتقديم أفضل العروض للعملات الأجنبية، ويتعاملون مع أفضل الطلبات، ولا يقتصر نطاق عملهم على الأسواق الوطنية، بل يمتد إلى الأسواق الدولية، حيث يتم توسيطهم في الصفقات التي تتم بين البنوك، مع تقاضي العمولات نظير الخدمات المقدمة، وتتم السمسرة في مؤسسات قائمة بذاتها.

4- العملاء الخواص: يتشكل العملاء الخواص من ثلاث فئات رئيسية هي:

- المؤسسات المالية أو البنوك الصغيرة؛

- المؤسسات الصناعية والتجارية؛

- المستثمرون الدوليون.

في غالب الأحيان، فإن العملاء لا يتدخلون مباشرة في سوق الصرف، إنما يقتصر الأمر فقط على الذين حققوا أو يحققون حجما مهما من العمليات، والذين لديهم متعاملين خاصين بهم يمكنهم أن يحملوا صفة العملاء الصيارفة، ومن ثم يحق لهم الدخول إلى قاعات السوق، أما الذين لا يتوفر لديهم الحجم المهم من العمليات فتتم عملياتهم وتمويلاتهم من خلال الهياكل التقليدية للبنوك التجارية، بعد دراسة الصفقات والتأكد من التكاليف.

5- صناديق التحوط: والتحوط يعني خفض عدم التيقن بأسعار السوق المستقبلية، وذلك بتغطية رهان برهان موازي.

ولم تكن أسواق العملة في دائرة اهتمام صناديق التحوط، إلا من فترات ليست بعيدة، ولصناديق التحوط ينتمي الأشخاص من ذوي الثروات الضخمة -والذين يقومون باستثمارات لا تقل أحجام العقود فيها عن المليون دولار .

وباستخدام هذه المبالغ كغطاء تقوم هذه الصناديق بالاقتراض بما يفوق الاستثمار الأولي بعدة مرات، وتتبع أي استثمار محتمل في أي بقعة من بقاع العالم حيث تودع أموالها بالاستثمار بأداة واحدة أو عدة أدوات في نفس الوقت وهم بذلك يضحون في السوق كميات ضخمة من العملات مما يجعل سوق العملة على درجة عالية من السيولة.

ثالثا- عمليات الصرف الاجنبي:

يتم التفرقة بين نوعين من أسواق الصرف الأجنبي:

- **سوق الصرف الأجنبي العاجل:** وهو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء العملة الأجنبية وفقا لسعر عاجل، ويتم التسليم والتسلم في الحال.
 - **سوق الصرف الأجنبي الآجل:** وهو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء العملة الأجنبية وفقا لسعر آجل، ويتم التسليم والتسلم بعد فترة، بمعنى أن التسليم يكون مؤجلا إلى حين حلول التاريخ المتفق عليه.
- ومدة التأجيل قد تكون في حدود شهر أو ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو سنة على أكثر تقدير.

أما بالنسبة للعمليات فيمكن التفرقة بين العمليات التالية:

- 1- العمليات الفورية:** تتضمن تجارة الصرف الأجنبي شراء عملة أجنبية مقابل بيع عملة أجنبية أخرى، فإذا ما تم الاتفاق على صفقة بنقد أجنبي بسعر صرف محدد، فإن الأطراف المعنية عليها تحديد مكان التسليم وتاريخ التسليم، فإذا لم يتم تحديد تاريخ التسليم فتؤخذ أسعار البيع والشراء على أنها فورية، وتشكل العمليات الفورية الجانب

الأكبر من النشاط في أسواق الصرف، كما يمثل الصرف الفوري الأساس لكل المعاملات المالية الخاصة بتجارة الصرف الأجنبي، وتتم الصفقات باستخدام التسوية الفورية، وهذا يعني أن العملية سيتم تسويتها بعد مضي يومين من تاريخ إبرام الصفقة.

2- العمليات الآجلة: عمليات الصرف الآجلة تتضمن صفقات النقد الأجنبي شراء وبيع العملات في تاريخ آجل محدد، ويقصد بعملية الصرف الآجلة أن يعقد اتفاق لاستبدال عملة مقابل عملة أخرى في تاريخ مستقبلي على أساس سعر صرف آجل يتفق عليه الطرفين، وسعر الصرف الآجل لعملة ما هو السعر الذي يتم على أساسه بيع و شراء عملة في تاريخ لاحق، لتاريخ إبرام عقد الصفقة، ويتم تحديد هذا السعر وتاريخ التسليم ومبالغ العملتين موضوع الصفقة في نفس تاريخ إبرام العقد.

3- عمليات المبادلة: وتجمع بين الشراء الفوري لعملة ما وبيعها آجلا في نفس الوقت أو العكس، أو بمعنى آخر تتضمن هذه العملية تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع وقيمة كل من العقدين واحدة، إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفين وتفصل بينهما فترة زمنية .

4- التغطية: ويقصد بعمليات التغطية تلك العمليات التي تهدف إلى تحويل مقابل أصول مستثمرة في عملة ضعيفة أو يخشى انخفاض قيمتها إلى عملة أخرى قوية، من أجل حماية تلك الأصول أو الحقوق، و بنفس الكيفية تغطي الالتزامات المقومة بعملات يخشى ارتفاع أسعارها.

5- المضاربة (speculation): المضاربة هي عكس التغطية فعلى حين أن المغطي يسعى إلى تغطية مخاطر الصرف الأجنبي، فإن المضارب يقبل وحتى يسعى إلى تعريض نفسه لمخاطر الصرف الأجنبي على أمل أن يحقق ربحا، فإذا توقع المضارب بصدق التغيرات المستقبلية في أسعار الصرف فإنه يحقق ربح وخلاف ذلك فإنه يتحمل خسارة.

فالمضاربة تعني بلغة الصرف الاحتفاظ بمركز مفتوح بعملة أجنبية معرضة لأخطار الصرف لتحقيق أرباح مع القبول باحتمال الخسارة.

وهي شراء أو بيع أجل للعملات بقصد الاستفادة من الفرق بين السعر الآجل يوم التعاقد والسعر الآني يوم الاستحقاق.

وما يميز المضارب في سوق الصرف الحاضر عنها في الآجل هو أنه يتحمل التكلفة الناتجة عن اقتراض العملة التي يتوقع انخفاض قيمتها من أجل شراء العملة المتوقع ارتفاعها، لأن البيع سيتم فعليا في المستقبل، والمضارب نوعان:

- **مضارب الصعود (Bull):** والذي يتخذ رأيا أكثر تفاؤلا من السوق بخصوص مستقبل عملة معينة فيدخل مشتريا لها بالسعر الفوري وبالمركز الطويل.
- **مضارب الهبوط (Baer):** الذي يكون رأيه غير متفائل نحو عملة معينة ويوقع انخفاض قيمتها مستقبلا، لذا فإنه سيدخل بائعا لها بمركز قصير.

6- المراجعة (Arbitrage): تعرف المراجعة بأنها "تحقيق أرباح بدون مخاطرة من خلال استخدام فرق السعر المكاني أو الزمني للسلع المتجانسة" في سوق الصرف الأجنبي.

فالمراجعة 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. فعلى سبيل المثال، إذا كان سعر السوق للدولار الواحد = 300 ين في سوق طوكيو ولكن الدولار الواحد = 200 ين في سوق نيويورك، يمكنك تحقيق ربح عن طريق شراء الدولار في نيويورك وبيعه في طوكيو.

ونظرا لأن هذا القانون لا ينطوي على أي مخاطر، فإن عمل المراجعة نشط للغاية طالما أن فرق السعر أعلاه موجود، نتيجة لذلك سيرتفع الدولار في نيويورك وينخفض في طوكيو، وستكون أسعار صرف الين مقابل الدولار في السوقين متفقين بشكل وثيق، باستثناء الاختلاف الطفيف في تكاليف المعاملات.

وتعمل المراجعة بنفس مبادئ العمل بين الأسواق أو العملات في ثلاثة بلدان أو أكثر، فعلى سبيل المثال، إذا كانت هناك ثلاث عملات A و B و C، وتم تحديد أسعار

الصرف من (A إلى B) ومن (A إلى C)، ويتم حساب سعر الصرف الفعلي من (B إلى C) عن طريق السعر المتقاطع، والذي لا يمكن أن ينحرف بشكل كبير، كذلك لا يختلف السعر المتقاطع بين أسواق متعددة، نتيجة المراجعة.

ولتوضيح المقصود بعملية المراجعة نأخذ المثال التالي:

لنفترض أن شخص يمتلك 2,000,000 دولار أمريكي، وقد وجد أسعار الصرف التالية:

$$\text{EUR/USD} = 0.894$$

$$\text{EUR/GBP} = 1.276$$

$$\text{USD/GBP} = 1.432$$

أولا سيقوم بتحويل الـ 2,000,000 مليون دولار إلى يورو بسعر صرف 0.894 ليُعطيه 1,788,000 يورو، ثم يقوم بتحويل المبلغ إلى جنيه إسترليني بسعر صرف 1.276 ليُعطيه 1,401,254 إسترليني، وفي الأخير يقوم بتحويل ذلك المبلغ مرة أخرى للدولار الأمريكي بسعر صرف 1.432 ليُعطيه في النهاية 2,006,596 دولار أمريكي، أي أن إجمالي ربحه يصل لـ 6,596 دولار.

وبالتالي فالمراجعة المباشرة في التبادل هي عندما يتم إجراء المراجعة بعملتين أو بين بلدين بنفس الكمية (وهذا النوع من المراجعة خالي تماما من المخاطر نظرا لان لمعرفة السعر)، وتكون المراجعة غير المباشرة في الصرف عندما يتم إجراء المراجعة بين ثلاث عملات أو ثلاث دول أو أكثر.

و نتيجة لمراجعة الصرف، فإن سعر الصرف بين العملات هو نفسه تقريبا في أي سوق في العالم، وبمعنى آخر ستحقق المراجعة في التبادل "قانون السعر الواحد" في سوق الصرف الأجنبي في جميع أنحاء العالم، ويمكن اعتبار سوق الصرف العالمي بمثابة سوق صرف واحد في الواقع.

وبالتالي فالمراجعة لا تلغي إمكانية تغير السعر، وإنما تساعد في توحيد السعر بجميع أسواق الصرف الدولية، ومن مميزاتها أنها لا تحتوي على مخاطر، لأن أسعار

الصرف تكون معلنة ومعروفة من طرف المتعاملين، وتهتم بالاستفادة من التباين في سعر العملة في أسواق متعددة عند نقطة زمنية واحدة .

طبقا لنظرية المراجعة فإن الأوراق المالية التي تتعرض لنفس العوامل تتساوى في عوائدها وهذا ما يسمى بالسعر الواحد، أما إذا لم يحدث ذلك يبدأ المراجحين عملهم حتى تختفي المراجعة المربحة بين الأوراق المالية، حيث يصبح عائد الورقة المالية مساوي للعائد الخالي من المخاطر، بالإضافة إلى علاوة مخاطر تعوض عن المخاطر المصاحبة للعوامل المؤثرة على الأوراق المالية.

وتجدر الإشارة الى ان عملية المراجعة أصبحت نادرة خلال السنوات الأخيرة، ويعود ذلك بشكل جزئي إلى العولمة في الأسواق المالية.

7- التغطية وتجنب المخاطر: عندما تكون أسعار الصرف ثابتة بالنسبة لجميع العملات فإنه لا فرق عند الأفراد بين الاحتفاظ بأي نوع من العملات، ولكن إذا كانت أسعار الصرف عرضة للتقلب والتغير المستمر فإن المستثمرين سيواجهون خطر نقص قيمة ما بحوزتهم من عملات أجنبية، أو زيادة قيمة ما يجب تسديده أو بالعكس، لذلك سيتوجب مواجهة هذه المواقف وهو ما يعد أحد وظائف سعر الصرف الآجل أو ما يسمى بالتحوط أو التغطية لتجنب مخاطر الصرف.

الفصل الرابع: المخاطر المرتبطة بعمليات الصرف

حظيت المخاطر المالية باهتمام بالغ من الباحثين والهيئات والمنظمات المحلية والإقليمية والدولية من خلال دراستها وتحليلها لتحديد آثارها السلبية على الإقتصاديات و المؤسسات والأفراد، والأساليب الملائمة للإستجابة لها. وتعتبر مخاطر سعر الصرف من أكثر المخاطر التي تتعرض لها شركات الأعمال ذات العلاقات التجارية و المالية مع الخارج خاصة في الوقت الراهن الذي يتسم بالتغير السريع للبيئة المالية الدولية.

أولا - ماهية خطر سعر الصرف:

كلمة الخطر لغة مستوحاة من المصطلح اللاتيني (Rescas)، والذي يدل على الارتفاع في التوازن، وحدث تغير ما مقارنة مع ما كان منتظر الحدوث، والانحراف عن المتوقع.

أما اصطلاحا فيعرف الخطر بالنسبة للمؤسسة بأنه "حدث غير متوقع أو غير متأكد وقوعه، بإمكانه التأثير سلبا علي ملاك المؤسسة أو ذمتها المالية أو نتائج أنشطتها"، وبالتالي فالخطر حدث محتمل الوقوع تتعرض له شركات الأعمال، ينتج عن وقوعه حصول خسائر غير محسوبة وغير متوقعة، بما يهدد تحقيق أهدافها المنشودة.

ووفقا للمقاربة الحديثة فالخطر تحدي يجب مواجهته ولا يجب القضاء عليه، لأن القضاء على الخطر يعني القضاء على العائد والربح (تحويل فرص الخطر الى فرص للمكاسب).

هذا فيما يخص الخطر بصفة عامة، أما فيما يخص خطر سعر الصرف فيعرف بالنسبة للمؤسسات ذات النشاطات الدولية (استيراد، تصدير، عمليات مالية)، بأنه الخطر المرتبط بأي معاملة حساسة لتقلبات أسعار صرف عملات الفوترة مقابل العملة الوطنية، أو خطر الخسارة المحتملة، وهو الأكثر أهمية بالنسبة للأجل الفاصلة بين إعداد الطلبية والتسوية النهائية لها.

كما تعرف مخاطر سعر الصرف بمخاطر تغيرات أسعار الصرف والمرتبطة أساسا بعمليات الاستيراد أو التصدير المقيمة بالعملة الصعبة، و كذلك بالمخاطر المرتبطة بعمليات الاقتراض بالعملة الأجنبية، و هي مخاطر تواجه المؤسسات ذات النشاط الدولي (يمس أساسا المؤسسات ذات العلاقات التجارية و المالية مع الخارج). كذلك خطر الصرف هو خطر الخسارة المرتبطة بالتغيرات و التقلبات في أسعار صرف العملات المختلفة.

و عليه، فإن خطر الصرف يدور حول الضرر الذي يلحق بالنتائج المالية للمؤسسات ذات العلاقات الاقتصادية مع الخارج، من جراء التقلبات في أسعار صرف عملات التقويم و الدفع لنشاطات تلك المؤسسات.

إن خطر الصرف لا ينشأ مباشرة عند إتمام أو إبرام العملية التجارية أو المالية المقومة بالعملة الأجنبية، الذي يعتبر حينها خطر محقق، بل ينشأ قبل ذلك كما هو الحال عند التفاوض بشأن تصدير أو استيراد سلعة معينة، أو التفاوض بشأن إبرام عقد قرض بالعملة الأجنبية و هو ما يسمى بخطر سعر الصرف المحتمل أو المتوقع. فخطر الصرف بالنسبة للنشاط المرتبط بالتجارة الدولية هو خطر مرهون بعامل الزمن ابتداء من بداية النشاط الدولي إلى غاية الاتفاق النهائي و إتمام التسوية.

ثانيا- أنواع مخاطر الصرف:

يتعرض المتعاملون بأسعار الصرف لعدة مخاطر أهمها ارتفاع وانخفاض أسعارها، بالإضافة إلى خطر ان آخرا نهما:

1- خطر السيولة: يتمثل هذا الخطر في عدم التمكن من إجراء عمليات في سوق الصرف، أو أجرئها مع التعرض لنقص في القيمة عند شراء أو البيع العملات، وهذا الخطر ليس هاما في الأوقات العادية، لكن قد يحصل أن تختفي سوق عملة معينة فوراً أو نهائياً على أثر أزمة سياسية، أو على أثر ضوابط إدارية تؤثر على سوق الصرف أو على السوق النقدية الدولية للعملة المذكورة، في حين إن هذا الخطر لا يمتد إلا على العملات القليلة التداول في الأسواق الإقليمية، في حين أن

هذا الخطر يبقى ضعيف (هامشيا) بالنسبة لكافة العملات القابلة للتحويل المستخدمة في التجارة الدولية.

2- خطر الطرف المقابل: يتضمن خطر الطرف المقابل حالتين:

- حالة إفلاس الطرف المقابل يوم استحقاق العملية ويسمى خطر التسليم؛
 - حالة إفلاس الطرف المقابل قبل يوم استحقاق العملية ويسمى خطر القرض.
- ولا 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 يعتمد المتعامل إلى إعادة تشكيل وضعيته، فوكيل الصرف يتعرض لخطر تغير سعر الصرف الذي هو دائما أدنى من خطر خسارة كل العملية.

3- خطر ارتفاع وانخفاض أسعار الصرف: يعتبر أهم خطر يتعرض له المتعاملون في الأسواق النقدية الدولية، فمخاطر تغير أسعار الصرف تنتج بفعل الانخفاض في أسعار صرف العملات المحتفظ بها.

ومثال ذلك ما يلي:

- إذا كان العميل يحتفظ بمركز طويل بكل ما يلي:

الدولار الأمريكي بقيمة 10.000 دولار

الجنيه الاسترليني بقيمة 30.000 جنيه

- فإذا انخفض سعر صرف الدولار بواقع فلسين والجنيه الاسترليني بواقع فلس

واحد تكون خسارة العميل كما يلي:

$$10.000 \times 2 / 100 = 200 \text{ دولار}$$

$$30.000 \times 1 / 100 = 300 \text{ جنيه}$$

إجمالي خسائر العميل = 200 دولار و 300 جنيه استرليني.

وهناك عدة عوامل تؤثر على قيمة العملة، نذكر منها:

- **ظروف السوق:** إن الطريقة التي يتجاوب به السوق مع التقارير والمعلومات التي يستلمها تؤثر على أسعار العملات فيه، فنجد تجاوب السوق لوضع معين في بعض الأحيان حساس وقوي، في حين يكون تجاوبه لنفس الوضع في وقت آخر مختلفا تماما، فالتقارير والتصريحات والإشاعات نفسها تؤثر على الأسعار بدرجة مختلفة
- **خبرة المتعاملين وتحليلهم الفني:** يقوم المتعاملون في سوق العملات الأجنبية على ضوء مهارتهم وخبراتهم ومعرفتهم بالسوق وأحواله بتوقع اتجاه الأسعار، ويقومون على ضوء قوة هذا الاتجاه باتخاذ القرارات اللازمة بشأن الأسعار وتحديد فيما إذا كان من الضروري تعديلها؟ وإبقائها على ما هي عليه.
- **الكميات المتعاملة بها ودرجة السيولة المطلوبة:** إن حجم الكميات المتعامل بها وسرعة دوران هذه الكميات يلعبان دور كبير في التأثير على سعر العملة، فإذا كانت الأموال التي تدور كبيرة سيؤدي هذا إلى خفض قيمة هذه العملة.
- **مدى الحاجة للعملة المطلوبة ومدى التنوع في العمليات:** من المعروف أنه كلما كانت الحاجة للعملة أكبر كلما كان من الصعب الحصول على أسعار أفضل، وهذا يؤدي إلى رفع قيمتها حتى ولو تساوت أوامر البيع مع أوامر الشراء، كما أن التنوع في عدد العمليات المطلوبة واكتشاف أساليب جديدة لتنفيذها كلها عوامل تؤثر على أسعار العملات.
- **التغيرات في الأسواق المالية والأسواق الأخرى غير سوق العملات:** تؤثر التغيرات في الأسواق المالية والأسواق الأخرى على أسعار العملات في سوق العملات الأجنبية من خلال تأثيرها على العرض والطلب لهذه العملة، فارتفاع أسعار الأسهم في سوق الأسهم أو ارتفاع أسعار أو مردود الاستثمار في السوق النقدي سيؤدي إلى مزيد من الطلب على عملات هذه الأسواق للاستثمار في أدواتها، الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع أسعار هذه العملات، والعكس يحدث لو انخفض مردود الاستثمار في أدوات هذه الأسواق، إذ ستكون النتيجة هي بيع هذه الأدوات، وبالتالي زيادة عرض هذه العملات وانخفاض أسعارها.

ثالثا- مجالات ظهور مخاطر الصرف:

بما أن خطر سعر الصرف يمس المؤسسات ذات النشاطات الدولية المرتبطة أساسا بعمليات الاستيراد أو التصدير المقيمة بالعملة الصعبة، أو النشاطات المرتبطة بعمليات الاقتراض بالعملة الأجنبية (يمس أساسا المؤسسات ذات العلاقات التجارية و المالية مع الخارج)، فيمكن تصنيف مجالات ظهور خطر الصرف وفقا لما يلي:

1- مخاطر الصرف على مستوى العمليات التجارية: والمتمثلة أساسا في:

- عمليات الاستيراد وخطر الصرف: عند قيام مستورد بعملية الاستيراد عليه أن يدفع قيمة الصفقة التجارية في تاريخ محدد وبمبلغ معين بالعملة الأجنبية، وبالتالي عليه أن يضع في اعتباره الأسعار التالية:
- سعر الصرف في يوم التعاقد (تعاقد المستورد مع المصدر)؛
- سعر الصرف يوم استلم الطلبية (يوم جمركة السلعة)؛
- السعر الذي يشتري به العملات لدفع قيمة مشترياته.

فعدم تغطية الخطر يؤدي الى بقاء العائد مجهولا بالنسبة للمستورد حتى وقت انتهاء عملية الاستيراد.

- عمليات التصدير وخطر الصرف: يمكن أن تتعرض المؤسسات التي تقوم بعمليات التصدير لخطر الصرف من جراء انخفاض قيمة النقود التي تمت بها عملية الفوترة، خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد الى تاريخ الدفع أو التسوية.
- ولمواجهة هذا النوع من الأخطار على المصدر اتباع أحد تقنيات التغطية التي تؤثر على آجال العمليات كالتعجيل مثلا، والذي يقصد به سداد التزام مالي في موعد مبكر عن استحقاقه للاستفادة من التغيرات المتوقعة لأسعار الصرف بالزيادة أو الانخفاض بما يتفق مع مصلحة المصدر.

- المناقصات الدولية وخطر الصرف: ينتج خطر الصرف في هذه الحالة بين الفترة التي تعرض فيها المؤسسة المناقصة الدولية، ولحظة إرساء المناقصة على أحد الطالبين، وهذا الخطر الصرف عشوائي ويصعب تسييره.

2- مخاطر الصرف على مستوى العمليات المالية: في هذه الحالة يمس خطر الصرف المؤسسات ذات النشاطات الدولية المرتبطة أساسا بالعمليات المالية المقومة بالعملة الأجنبية مع الخارج، وفقا لما يلي:

- القروض بالعملات الأجنبية وخطر صرف: هي المخاطر المرتبطة بعمليات الإقراض والإقتراض المبرمة بالعملة الأجنبية إما على المدى القصير أو المتوسط أو الطويل، فعندما تقوم المؤسسة بالاقتراض أو تطرح قروض سندية للاكتتاب، أو تستثمر بالعملة الأجنبية، تقوم بتحويل القيمة الاسمية للقروض الأجنبي المحصل عليه الى العملة المحلية، وعند تسديد مستحقات القرض أو فوائده تقوم بالدفع بالعملات الأجنبية، وعند تغير أسعار الصرف فإن المؤسسة تكون مجبرة على تسديد مبلغ أكبر من رأس المال المقترض في حال إرتفاع سعر العملة الأجنبية المستعملة في المعاملة، أما المؤسسة المستثمرة قد ينخفض رأس المال المسدد لها، وبذلك تحمل خسارة في الصرف.

- الاستثمار الاجنبي المباشر وخطر صرف: ينشأ الخطر عادة عندما تكون عمليات الاستثمار الأجنبي المباشر في شكل فتح فروع جديدة في الخارج، ويتولد عن هذا بعض أخطار الصرف، والتي منها:

- خطر الصرف على قيمة الأصول والخصوم للفروع الموجودة في الخارج؛
- خطر الصرف على التدفقات المالية الحاصلة بين الشركة الأم وفروعها بالخارج (المساهمة في رأس المال، التسبيقات، القروض، الإتاوات، نصيب الأسهم، توزيع الارباح....)؛

- خطر صرف على التدفقات التجارية (الصادرات والواردات).
و بالتالي فالمؤسسات يمكن أن تتعرض لمخاطر الصرف على مستوى العمليات التجارية المؤجلة التسليم (الاستيراد والتصدير، المناقصات الدولية)، أو لمخاطر العمليات المالية (الاقتراض والاقتراض، وعمليات الاستثمار الاجنبي المباشر) التي تؤدي لمخاطر محاسبية تنتج عن نقل عائدات ومعاملات المؤسسة مع الخارج.

رابعاً- إدارة المخاطر المالية:

1- تعريف إدارة المخاطر المالية:

تتضمن إدارة المخاطر المالية القيام بالأنشطة الخاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات الدولية، وقياسها، والتعامل مع مسبباتها، والآثار المترتبة عليها، فالغرض الرئيسي لها يتمثل في تمكين المؤسسة من التطور وتحقيق أهدافها بشكل أكثر فعالية وكفاءة.

إدارة المخاطر هي عملية التفكير بشكل منهجي في جميع المخاطر المحتملة أو المشاكل قبل حدوثها، ووضع إجراءات من شأنها تجنب هذه المخاطر أو الحد من أثارها أو التعامل معها، حيث تمكن هذه العملية من معرفة المخاطر واعداد استراتيجيه للسيطرة عليها.

فإدارة المخاطر هي تنظيم متكامل يهدف إلى مجابهة المخاطر بأفضل الوسائل وأقل التكاليف، وذلك عن طريق اكتشاف الخطر، وتحليله، وقياسه، وتحديد وسائل مجابهته، مع اختيار أنسب هذه الوسائل لتحقيق الهدف المطلوب.

كما يشير مفهوم إدارة المخاطر المالية إلى تلك القرارات التي تستهدف تغيير شكل العلاقة الخاصة بالعائد والخطر المرتبطين بالتدفقات النقدية المستقبلية، فإدارة المخاطر المالية تمثل مجالاً متخصصاً يتضمن المقاييس والإجراءات التي تربط بين كل من العائد والخطر المرتبط به.

و تستخدم إدارة المخاطر المالية أساليب التحليل المالي، وكذلك الأدوات المالية المختلفة من أجل السيطرة على مخاطر معينة وتخفيض أثارها غير المرغوبة على المؤسسة، فيؤكد (Stewart) أن إدارة المخاطر المالية لا تعني التخلص منه، لأن التخلص من الخطر يعني التخلص من العائد المتوقع.

وتعتبر الوظيفة المالية إدارة المخاطر المالية مجالاً لاستخدام الأدوات المناسبة لتخفيض الخسائر المحتملة، وهي تستهدف تعظيم القيمة السوقية للعوائد المتوقعة في ضوء درجة المخاطر التي يمكن تحملها، أو المصاحبة لهذه العوائد المتوقعة.

وبمراجعة المفاهيم والتعريفات السابقة، نستخلص أن مصطلح "إدارة المخاطر المالية"، يتضمن كل الأنشطة التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع، ودرجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع، وذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد.

2- تعريف استراتيجية إدارة المخاطر:

استراتيجية إدارة المخاطر هي عبارة عن عملية الأخذ بالمخاطر المحسوبة، و هي وسيلة نظامية لتحديد المخاطر و ترتيب أولوياتها و تطبيق الاستراتيجيات للتقليل من المخاطر، حيث تتضمن كلا من الوقاية من المخاطر المحتملة و الاكتشاف المبكر للمشاكل الفعلية، فهي عملية مستمرة تشترك فيها الموارد البشرية في جميع مستويات المؤسسة.

كما أن الخطوات الأساسية لبناء استراتيجية لإدارة المخاطر في المؤسسة يمكن حصرها بسلسلة مستمرة من خمس خطوات:

- تقييم البيئة (Establish The Context): بوضع قاعدة لكيفية النظر للخطر و كيفية التعامل معه من قبل العاملين في المؤسسة، حيث يضمن ذلك تحديد فلسفة إدارة المخاطر، كما أن تحديد الأهداف من قبل الإدارة يمكنها من تمييز الأحداث المحتملة التي تؤثر على إنجازها؛
- تمييز الأخطار (Identify Risks): و ذلك بالإجابة على السؤالين: ماذا يمكن أن يحدث؟ و كيف يمكن أن يحدث؟ فالأحداث الداخلية و الخارجية تؤثر على إنجاز أهداف المؤسسة، و يجب أن تميز الإدارة بين الأخطار و الفرص؛
- تحليل الأخطار (Analyses Risks): يتم هذا التحليل بأخذ إمكانية حدوث الخطر و درجة تأثيره على أهداف المؤسسة بعين الاعتبار، حتى يتم تحديد قاعدة واضحة للكيفية التي يجب أن تدار بها الأخطار المقيمة؛

- تقييم الأخطار (Evaluate Risks): تقدر الإدارة المخاطر المحتملة الحدوث و تختار ردود فعل للخطر: تجنب، قبول، أو تخفيض الآثار المترتبة، و تطور الإدارة بعد ذلك مجموعة نشاطات لترتيب المخاطر حسب أولويتها؛
- مناقشة الأخطار (Treat Risks): في هذه المرحلة يتم تحديد البدائل الاستراتيجية الممكنة للسيطرة على الخطر، ثم اختيار البديل الاستراتيجي الأمثل منها، و الذي على ضوءه تطور خطط لمعالجة الخطر تتضمن الوسائل اللازمة لذلك.
- و تجدر الإشارة إلى أن هذه الخطوات الخمسة ترافقها عملية مستمرة من الرقابة تقوم بها إدارة المخاطر، و ذلك بالمراقبة و إجراء التعديلات حسب الضرورة، فهذه النشاطات الرقابية قد تكون منفصلة لكل خطوة من الخطوات الخمسة السابقة، أو قد تكون مجتمعة.

3- مبادئ إدارة المخاطر:

- في إطار جهاز ادارة المخاطر يتعين على المؤسسات إدارة مخاطرها بطريقة منضبطة ومنهجية من أجل الحفاظ على وجودها وتأمينه، لهذا الغرض، نشرت منظمة المعايير الدولية سنة 2009 معيار (ISO Enterprise 31000) لإدارة المخاطر.
- وهو معيار دولي لإدارة المخاطر، يوفر إرشادات شاملة لمساعدة الشركات في تحليل المخاطر وتقييمها، و يحدد عددًا من المبادئ التي يجب على المؤسسات أخذها بعين الاعتبار في إطار إدارة المخاطر حتى تضمن فعاليتها، تتمثل هذه المبادئ في:
- خلق القيمة والمحافظة عليها، بمعنى أن مجمل النشاطات المعتمدة في إطار إدارة المخاطر يجب أن تساهم بشكل ملموس في تحقيق الأهداف وتحسين أداء المنظمة، وهو ما ذهب إليه (Morlay) في سنة 2006 عندما اعتبر إدارة المخاطر أنها عملية عرضية لخلق القيمة في المؤسسة؛
- إدماج إدارة المخاطر في العملية التنظيمية، هذا يعني أنه يجب ان يدمج في نظام الإدارة الحالي وعدم محاولة فصله عنها أو تطويرها خارج هذا الإطار أو موازي له؛

- دمج إدارة المخاطر في عملية صنع القرار، واعتبار مستوى الخطر عامل مهم في تلك العملية؛
- تناول إدارة المخاطر وتعامل بشكل صريح مع حالة عدم التأكد، و بالتالي فإن هذه الحالة يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار في كل مراحل الإدارة تقييم، قياس، وطريقة التعامل؛
- إدارة المخاطر عملية منتظمة، مهيكلية وتستخدم في الوقت المناسب من أجل ضمان فعالية، أهمية، تناسق وموثوقية النتائج؛
- تعتمد إدارة المخاطر على أحسن المعلومات المتوفرة سواء المستخدمة في تحليل العمليات أو تلك المتعلقة بالبيانات والنماذج المستخدمة؛
- يجب مواءمة إدارة المخاطر مع مستوى المخاطرة والقدرات البشرية والإمكانات المالية المتوفرة؛
- إدارة المخاطر تأخذ بعين الاعتبار العوامل الإنسانية والثقافية؛
- إدارة المخاطر يجب أن تتصف بالشفافية، وأن تشرك كل الأطراف ذات العلاقة سواء كانت داخل أو خارج المنظمة وعلى وجه الخصوص في مرحلة التقييم، لتحديد مدى مقبولية الخطر من عدمه؛
- إدارة المخاطر عملية ديناميكية، متكررة ومتفاعلة مع التغيرات التي تحدث سواء في طبيعة المخاطر التي تهدد المؤسسة أو الأدوات المتاحة لإدارته؛
- تسهل إدارة المخاطر التحسين المستمر في أداء المؤسسة.
- ونشير في النهاية أن المعيار الخاص بإدارة المخاطر جاء لتدعيم وظيفة إدارة المخاطر بحيث يمكن تطبيقها بسهولة في أي منظمة سواء تتبع القطاع العام أو الخاص، محلية كانت أو دولية، ومهما يكن النشاط الذي تمارسه والقطاع الذي تنتمي إليه.

وبالتالي، فإن هذا المعيار هو عبارة عن توجيهات عامة يأخذها المكلف بإدارة المخاطر بعين الاعتبار عند تصميم وتطبيق خطط ونظم إدارة المخاطر، إضافة لخصائص البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة.

4- فوائد إدارة مخاطر:

- ضمان الوقاية قبل ظهور المخاطر؛
 - تحسين الوقاية تقليل والخسائر؛
 - توفير الوقت و المساعدة على اتخاذ قرارات سريعة وفعالة؛
 - ضمان الحفاظ على المخاطر عند مستويات معقولة ومقبولة؛
 - ضمان استمرارية العمل على تحقيق الأهداف؛
 - توفير تحليل الفرص والتهديدات؛
 - تساعد على الامتثال للمتطلبات القانونية والتنظيمية ذات الصلة والمعايير الدولية؛
 - توفر أساس موثوق لاتخاذ القرارات والتخطيط؛
 - تستخدم الوقت المناسب لضمان فعالية، أهمية، تناسق وموثوقية النتائج؛
 - تغيير شكل العلاقة الخاصة بالعائد والخطر المرتبطين بالتدفقات النقدية المستقبلية.
- 5- مراحل إدارة المخاطر المالية: من الممكن القول بأن هناك ثلاث مراحل رئيسية لإدارة المخاطر المالية، وهي الوقوف على طبيعة المخاطر، وقياس حجم تلك المخاطر، ثم البحث عن سبل التعامل مع المخاطر.

5-1- الوقوف على طبيعة المخاطر: تمثل القوائم المالية وملحقاتها، مصدرا خصباً للمعلومات عن طبيعة المخاطر، فيمكن الكشف عن مدى احتمال التعرض لمخاطر سعر الصرف بتحليل المبيعات والمشتريات التصديرية أو الاستيرادية، و معرفة العملات وحصة كل عملة، كما يمكن الكشف عن مدى التعرض لمخاطر سعر الفائدة وذلك من واقع قائمة الدخل، ويكون ذلك بحساب معدل تغطية الفوائد من ربح العمليات، وإن كان من الضروري الاعتماد أيضا على قائمة التدفق النقدي التي تكشف على السيولة، ومن المؤكد أن لذلك أهمية للوقوف على طبيعة المخاطر.

- 5-2- قياس حجم المخاطر: يمكن قياس حجم المخاطر من خلال مجموعتين:
- 5-2-1- الأدوات الإحصائية لقياس المخاطر المالية: وتعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي محل الاهتمام، أو قياس درجة حساسيته تجاه التغيرات التي تحدث في متغير آخر، ومن أهم هذه الأدوات:
- **المدى:** والذي يتمثل في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي موضع الاهتمام، ويمكن استخدام المدى كمؤشر للحكم على المستوى النسبي للخطر. وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام.
 - **التوزيعات الاحتمالية:** وهي تقدم أداة كمية أكثر تفصيلاً من مقياس المدى، وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة. وتحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم، واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، وبما يمكن من المفاضلة فيما بينها. وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعاً نحو الطرفين، كلما كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر.
 - **الانحراف المعياري:** يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداماً كمؤشر للخطر الكلي المصاحب للمتغير المالي، وهو يقيس درجة تشتت قيم المتغير موضوع الدراسة حول القيمة المتوقعة له، وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر.
 - **معامل الاختلاف:** هو مقياس نسبي (أو معياري) لدرجة التشتت، حيث يربط بين الخطر (مقاساً بالانحراف المعياري)، وبين العائد (مقاساً بالقيمة المتوقعة)، ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفضيلاً عن الانحراف المعياري، عند المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر.
 - إن معامل الاختلاف يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد، ويمكن حساب معامل الاختلاف بقسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي:

$$100 * \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{الوسط الحسابي}} = \text{معامل الاختلاف}$$

وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر.

- **معامل بيتا:** وهو مقياس لمدى حساسية قيم المتغير المالي موضع الدراسة للتغيرات التي تحدث في متغير آخر، فمثلا يمكن قياس درجة حساسية عائد سهم معين للتغيرات في عائد السوق، أو للتغيرات في أسعار الفائدة بالبنوك. ويدل معامل بيتا المرتفع على ارتفاع درجة الحساسية، وبالتالي ارتفاع مستوى الخطر.

5-2-2-أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية: وهي تعتمد على قياس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الغير، وبخاصة الدائنين، في الآجال المحددة لاستحقاقها، وتحقيق تدفقات نقدية صافية للمساهمين.

ويعتمد قياس المخاطر المالية بالشركة على مجموعة النسب، والمؤشرات المالية التي يمكن الاستدلال من خلالها كمؤشرات تقريبية، على الحالة المتوقعة للشركة من حيث التدفقات النقدية المتوقعة للشركة، وبالتالي هوامش الربح، أو مؤشرات التغطية لالتزامات الشركة.

ومن أهم النسب، أو المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها في هذا الصدد، ما يلي:
نسبة المديونية، نسبة التداول، درجة الرافعة الكلية (مؤشر حساسية ربح السهم للتغير في المبيعات)، نسبة حق الملكية إلى إجمالي الديون، نسبة التمويل طويل الأجل في هيكل التمويل، نسبة التمويل طويل الأجل إلى الأصول طويلة الأجل، ونسبة صافي رأس المال العامل إلى الأصول.

الفصل الخامس : تقنيات تغطية المخاطر المرتبطة بعمليات الصرف

بالنظر لما يمكن أن يسببه خطر الصرف على الشركة من زيادة في الأعباء والتكاليف والخسائر ونقص في التنافسية والقيمة الإجمالية، زادت الحاجة إلى وجود تقنيات شاملة وكاملة محددة الأهداف والأبعاد، يتمثل دورها الأساسي في تنمية العائد وزيادة المردود و تغطية المخاطر المرتبطة بعمليات الصرف

أولاً- ماهية تغطية خطر الصرف:

التغطية هي مركز مؤقت، بديل عن مركز سوف يأخذه المستثمر مستقبلاً على أصل معين، كما يمكن تعريفها بأنها أسلوب لحماية قيمة أصل معين، يملكه المستثمر إلى أن تتم تصفيته.

وهذا التعريف يكشف عن صورتين للتغطية، الصورة الأولى هي للمستثمر الذي يرغب في شراء أصل مالي معين، ولا يملك الموارد المالية اللازمة، وإن كانت ستتاح في المستقبل، غير أنه يخشى أن يرتفع سعر ذلك الأصل إذا ما انتظر حتى تتوافر تلك الموارد، هذا المستثمر، يمكنه إبرام عقد مشتقات يضمن له التعاقد على الأصل من الآن بسعر متفق عليه، على أن يتم التنفيذ الفعلي عندما تتوافر له الأموال المطلوبة. أما الصورة الثانية، فتتمثل في حالة مستثمر يمتلك أصلاً مالياً معيناً، و يخطط لبيعه في تاريخ لاحق، في الوقت الذي يخشى فيه انخفاض سعره، عندما يحين ذلك الوقت، هذا المستثمر، يمكنه إبرام عقد على أحد المشتقات لبيع الأصل مستقبلاً بسعر يتفق عليه عند إبرام العقد.

ثانيا- الاعتبارات الأساسية لتغطية خطر الصرف:

هناك ثلاثة اعتبارات لها أهميتها في إدارة المخاطر من خلال التغطية، هي حجم التغطية، وكفاءة التغطية، وتكلفة التغطية.

1- حجم التغطية:

يقصد بحجم التغطية عدد الوحدات من أداة التغطية (عدد عقود المشتقات)، اللازمة لتغطية مركز أخذه المستثمر في السوق الحاضر على وحدة واحدة من الأصل محل التغطية، وهو ما يطلق عليه بنسبة التغطية، فلو أن التغطية ضد مخاطر السعر التي تتعرض لها سندات، أصدرتها شركة معينة بقيمة 1000 دولار، تحتاج إلى عقدين مستقبليين على سندات حكومية بتاريخ استحقاق معين، عندئذ تكون نسبة التغطية 1.2.

2- فاعلية التغطية:

تزداد فاعلية التغطية كلما كان الارتباط قويا بين سعر الأصل محل التغطية في السوق الحاضر، وسعره في عقد المشتقات المستخدم في التغطية، وتقاس قوة الارتباط كما هو معروف بما يسمى بمعامل الارتباط، فلو أن معامل الارتباط يساوي الواحد الصحيح، فإن هذا يعني أنه إذا ما استخدمت نسبة التغطية الملائمة، فسوف تتم تغطية مخاطر السعر بالكامل، أما إذا كان معامل الارتباط أقل من الواحد الصحيح، فإن التغطية حتى ولو استخدمت نسبة التغطية الملائمة، لن يترتب عليها التخلص الكامل من مخاطر السعر، إذ سيبقى جزء من المخاطر لن تتم تغطيته، يطلق عليه مخاطر الأساس.

3- تكلفة التغطية:

تكشف الممارسة في كافة أسواق المشتقات عن أن تكلفة التغطية ضئيلة، لكنها غير مجانية على أي حال، وهناك سببين يجعلان من غير الممكن أن تكون التغطية مجانية، السبب الأول هو وجود تكلفة للمعاملات التي تشتمل على الهامش الذي يحققه صانع السوق، إضافة إلى عمولة السمسرة وما شابه ذلك، أما السبب الثاني فهو أن المخاطر التي يسعى المستثمر للتخلص منها، لا بد وأن تنتقل في ظل التغطية إلى طرف آخر،

وعادة ما يكون مضاربا، هذا المضارب، لا بد وأنه سيسعى لتحميل التكاليف التي سيتكبدها للمستثمر، بما في ذلك العائد الذي سيضيع عليه، نتيجة إغراق جزء من موارده المالية في استيفاء متطلبات الهامش المبدئي المطلوب.

هذا، وتمثل تكلفة التغطية و فعالية التغطية، ما يسمى بكفاءة التغطية، و التي يمكن تعريفها بأنها الحد الأقصى لحجم المخاطر التي يمكن تخفيضها و ذلك في مقابل كل وحدة من وحدات التكلفة، و عليه فإن التغطية المثالية هي التي تحقق أقصى منفعة للمستثمر.

ثالثا- التقنيات الداخلية لإدارة مخاطر سعر الصرف:

وتتمثل في السياسات التي تتبعها الإدارة المالية للمجموعة لتخفيض مخاطر العملة، والتي تنتج عن العلاقات المالية بين الوحدات التابعة لها بدون الدخول في عقود مع أطراف أخرى خارج المجموعة كالبنوك...، وتتكون هذه التقنيات من:

1- تقنية المقاصة (Netting):

وتتبع هذه التقنية الشركات التي تتعامل مع بعضها البعض داخل المجموعة، وأن تجري المقاصة بين المستحقات والمطلوبات الخاصة بكل منهما اتجاه الأخرى ومن الاحتفاظ في دفاترها بمركز مكشوف بالنقد الأجنبي، ويجري تسوية الصافي بسداده لهذا الطرف أو ذاك، وهذا الأسلوب سيخفض من عدد المدفوعات التي تتم بين الوحدات المختلفة داخل المجموعة، وتخفض أيضا من المصاريف البنكية، وتساعد على إحكام الرقابة على التسويات المالية الداخلية بين الوحدات المختلفة.

وتتم المقاصة عن طريق تصفية الحقوق والالتزامات المشتركة لطرفين أو أكثر وبعملات متماثلة، وتأخذ المقاصة الشكلين التاليين:

1-1- المقاصة الثنائية (Bilateral Netting):

ويمكن أن تكون حينما تربط شركتين علاقات تجارية وتتحقق فيها بينها مبيعات متبادلة.

ويمكن أن تتم هذه التقنية بطرق طبيعية إذا كان زمن العمليات وتواريخ الدفع متماثلة، أو تتم بواسطة إيداع عملات أو تسليف إذا كان هناك تفاوت في المدة وتواريخ الدفع.

ولتوضيح ما سبق، نفترض أن مؤسسة فرنسية قامت بتصدير ما قيمته 1.3 مليون جنيه من السلع لفرعها في إنجلترا، واستوردت منه ما قيمته مليون جنيه إسترليني. بدون مقاصة تدفع المؤسسة الأم مليون جنيه والفرع 1.3 مليون جنيه، أما إذا كان هناك نظام مقاصة بينهما فإن الفرع يدفع 0.3 مليون جنيه، وهي القيمة التي تمثل الفرق بين المبلغين. ويحقق نظام المقاصة العديد من المزايا مثل تقليص المبالغ المعرضة لمخاطر الصرف، تجنب العملات المختلفة وإجراء تحويل للقيم المتوازنة.

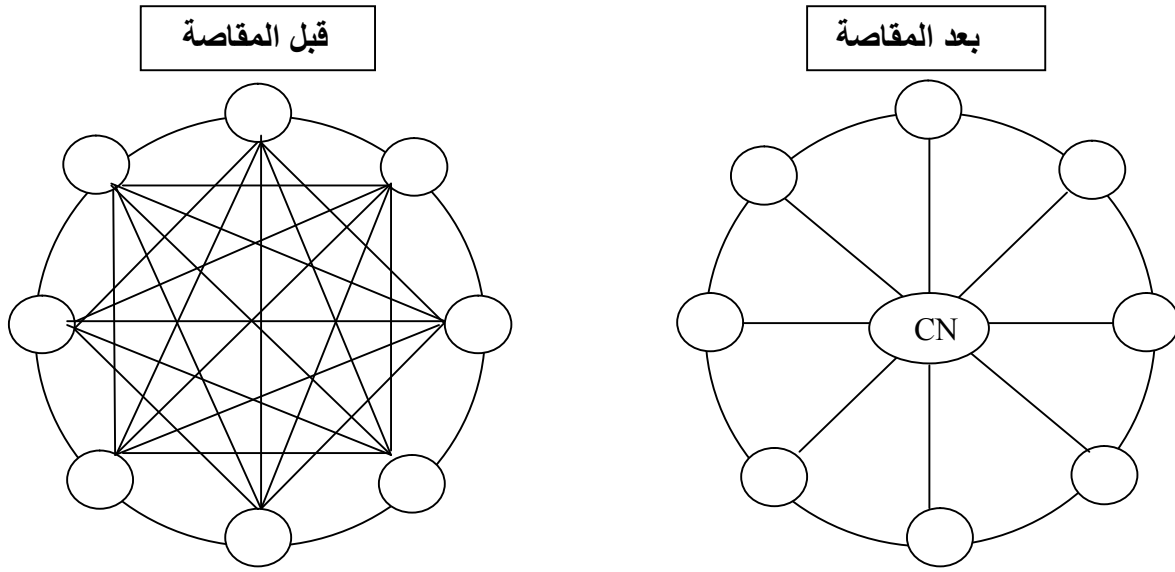
1-2- المقاصة المتعددة الأطراف للمدفوعات (Multilateral Netting):

وهذه التقنية تطبق بشكل خاص على المؤسسات ذات الفروع المتعددة و المتواجدة في دول أجنبية، و التي تكون بينها روابط مالية أو تجارية، و بموجبها يتم تنظيم مقاصة بين ديون و مستحقات هذه الفروع و يسمح ذلك بتقليص عدد و مبالغ التحويلات فيما بينها، و يقتصر الأمر على دفع فوارق الديون، و هنا يجب الإتفاق على تاريخ مرجعي لعمليات التسديد بين مختلف هذه الفروع و كذا العملة المستعملة و سعر الصرف المتفق تطبيقه.

و أنسب أسلوب إلى تطبيق هذه الطريقة هو إعداد مصفوفة تسمى بمصفوفة الدفع (Matrice de règlement)، من طرف جهة مستقلة تابعة لهذا التجمع كأن يكون بنك أو مؤسسة مالية متخصصة.

ويمكن توضيح الدور الذي يلعبه نظام مقاصة مركزي في تقليص التدفقات النقدية في المجموعة من خلال الشكل التالي:

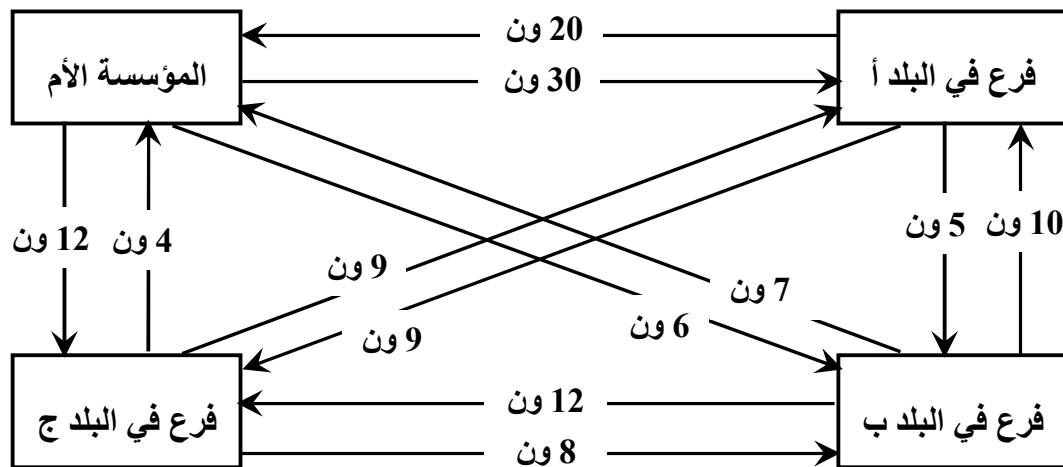
الشكل رقم (4): تبسيط العلاقات والتدفقات النقدية في المقاصة متعددة الأطراف



المصدر: عبد الباسط وفا محمد: "المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، اسبابها، انواعها، اساليب تلافيها"، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص 58.

من الشكل نلاحظ أن وجود مركز للمقاصة center netting (CN) يسمح بتقليص التدفقات النقدية البينية بحيث لا يتم تحويل إلا الرصيد، فلا يظهر بعد إجراء المقاصة إلا الرصيد الصافي للمؤسسة في مواجهة المؤسسات الأخرى داخل لكل مجموعة. لتوضيح الفكرة نفترض مؤسسة أم لها ثلاثة فروع في ثلاثة دول (فرع البلد أ)، (فرع البلد ب)، (فرع البلد ج)، وكانت التزاماتهم البينية كالتالي:

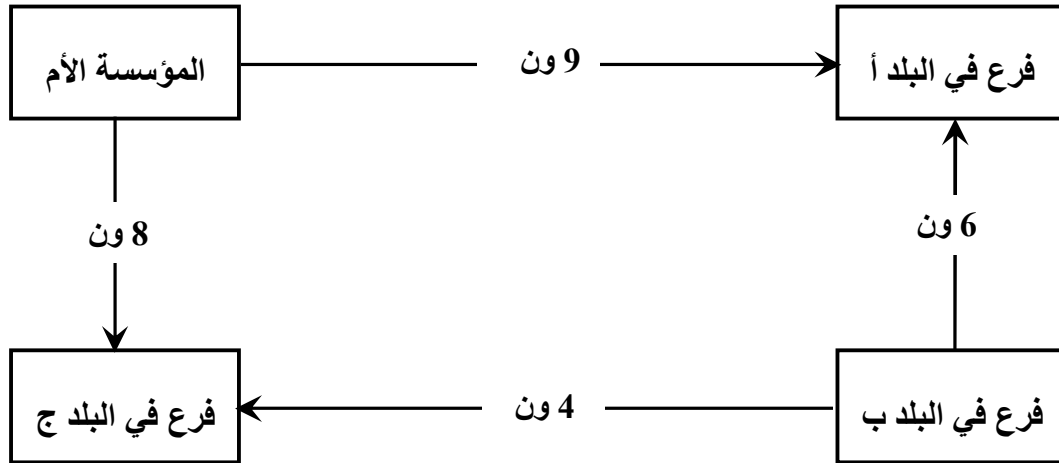
الشكل رقم (5): حركة الأموال بدون مقاصة.



Source : Josette Peyrard : "Gestion financière internationale", 5ème édition, Vuibert, Paris, France, 2003, p108.

في حالة عدم اعتماد المجموعة على مركز للمقاصة، فإن هناك مبالغ كبيرة ومتعددة يتم تبادلها، وكل مبلغ منها يخلق للمؤسسة وضعية صرف، أما إذا كان هناك مركز مقاصة فإن حجم المبالغ المتبادلة سينخفض

الشكل رقم (6): حركة الأموال بعد المقاصة



Source : Josette Peyrard : "Gestion financière internationale", 5ème édition, Vuibert, Paris, France, 2003, p108.

ويوضح الشكل بأن هناك التزامات لكل فرع من الفروع الأجنبية والشركة الأم، كما أن لها حقوق بالمقابل، ومن خلال تصفية المعاملات فيما بينها يمكن تقليص المبالغ المعرضة لتقلبات أسعار الصرف والتي تتطلب التحوط لها.

ومن الواضح أن هذه الطريقة قد خففت من عدد الصفقات في الأجل القصير، وعليه يمكن اعتمادها كأسلوب للتحوط ضد مخاطر التقلبات الغير متوقعة في الأسعار الاسمية للصرف الاجنبي، فنلاحظ أن حجم المبالغ التي يتم تحويلها فيما بين المؤسسة الأم وفروعها تقلص بعد تطبيق نظام المقاصة من (132 ون) إلى (27 ون)، كما أن عدد التحويلات أصبح 4 تحويلات بعدما كان 12 تحويلا.

فالمؤسسة الأم بعد تطبيق نظام المقاصة سوف تدفع (9 ون) لفرع (البلد أ) و(8 ون) لفرع (البلد ج)، أما فرع (البلد ب) سيدفع (6 ون) لفرع (البلد أ) و(4 ون) لفرع (البلد ج).

ولغرض تحقيق كفاية العملية فإن الكثير من الشركات متعددة الجنسية قد وضعت حسابات خاصة في موقع معين (مركز للمقاصة)، وبإشراف إداري مباشر من قبل ادارة الشركة الأم لغرض إجراء التحويلات وتسديد الالتزامات بين الشركات التابعة والفروع.

ويقوم مركز المقاصة بتنظيم دورة المقاصة وتحديد طرقها وإجراءاتها ومواعيدها، وتتركز فيه المعلومات ويجري الحسابات الخاصة بالمقاصة، ويحقق أسلوب المقاصة الجماعية أو المتعددة العديد من المزايا أهمها:

- انخفاض مصاريف التغطية ونقص حركة الأموال، حيث تنقص العمولات التي تتحصل عليها البنوك من عملية تحويل المبالغ من جهة إلى أخرى؛
- انخفاض العمولات البنكية في عمليات الصرف؛
- الحصول على أحسن الأسعار خصوصا إذا علمنا أن مركز المقاصة يعهد مهمة شراء العملة الأجنبية لجهة محددة وموحدة تتميز بحسن الأداء؛
- إنقاص أثر خطر الصرف من خلال الأثر المباشر لعملية المقاصة في حد ذاتها هذا من جهة، ومن جهة أخرى، يستطيع مركز المقاصة أن يحدد من خلال الإستحقاقات المتبادلة، الأوضاع المتوقعة للعملة، وأن يهيئ المعلومات الكافية لتفادي أخطارها؛
- أن إعتداد مركز للمقاصة (Netting) مفيد جدا في حالة إستخدام عدة عملات في المعاملات بين هذه الفروع لنفس المجمع، حيث يستحيل إجراء مقاصة ثنائية بين الفروع.

ورغم المزايا العديدة لهذا نظام المقاصة، غير أنه يؤخذ عليه:

- وجود صعوبة في عملية اجراء مطابقة مواعيد الاستحقاق، حيث يبقى تطبيق نظام المقاصة متوقفا على مدى قدرة المؤسسة على مطابقة مواعيد الإستحقاق؛

- يبقى تطبيق نظام المقاصة متوقفا على ما يسمح به القانون في إطار تشريعات الصرف، حيث أن العديد من الدول تمنع اجراء المقاصة أثناء التسويات في المبادلات الدولية، مما يؤثر على فعالية هذه التقنية.

2- تقنية المطابقة:

قد يستخدم مصطلح المقاصة والمطابقة كمصطلحين مترادفين إلا أنه يوجد في الحقيقة اختلاف بينهما، فالمقاصة مصطلح يستخدم في حالة التدفقات النقدية بين وحدات اقتصادية تضمها مجموعة واحدة، أما المطابقة فتستخدم بين هذه الوحدات بعضها البعض أو بينها وبين طرف ثالث.

فالمطابقة أسلوب تتبعه الوحدات الاقتصادية في تطابق التدفقات النقدية الأجنبية الداخلة إليها والخارجة منها في نفس المواعيد تقريبا بحيث تستخدم المبالغ المستلمة لعملية أجنبية معينة في تسديد المدفوعات المطلوبة بنفس العملية.

3- تقنية التأثير على الآجال (التعجيل والتأخير) (Le Termillage):

المقصود بالآجال المدة التي يمكن خلالها تحصيل المستحقات أو دفع الديون أو الالتزامات القائمة بين المتعاملين الاقتصاديين على المستوى الدولي.

فالتأثير على الآجال يقصد به تعديل الشروط الائتمانية السارية بين الشركات، وهذه التقنية تتبع بالنسبة للمدفوعات المعلقة بوحدة مختلفة داخل المجموعة.

التعجيل يقصد به سداد التزام مالي في موعد مبكر عن استحقاقه، أما التأخير فهو سداد الالتزام بعد فترة من استحقاقه، وتهدف التقنية إلى الاستفادة من التغيرات المتوقعة لأسعار الصرف بالزيادة أو الانخفاض بما يتفق مع مصلحة الشركة.

في هذا المجال نميز الإجراءات التالية:

3-1- تسير آجال العملية: إن الإجراء المسمى بـ (LEADS and LAGS) يتمثل في

تنويع آجال الدفع من أجل الاستفادة من التطور الإيجابي لأسعار الصرف، حيث يتم تعديل آجال أو تواريخ تحصيل الحقوق (مصدر) أو دفع الالتزامات (مستورد) ما أمكن ذلك، تبعا لتغيرات سعر الصرف.

ف "LEADS" هي عبارة عن المدفوعات المسبقة، بينما "LAGS" هي المدفوعات المؤجلة، و هذه العملية ليست في الحقيقة تقنية لتغطية خطر الصرف، و لكنها طريقة تحاول المؤسسة حسب توقعاتها الاستفادة من التقلبات في سعر الصرف.

فعندما يتوقع المصدر زيادة سعر العملة المحرر بها عقد التصدير فإنه يمنح آجال كبيرة للمستورد لتحصيل المبلغ المستحق له، لكن إذا كان يتوقع عكس ذلك، أي انخفاض قيمة العملة المحرر بها العقد، فسوف يحاول تسريع عملية قبض المبالغ المستحقة، أما بالنسبة للمستورد فإنه سوف يقف عكس هذا الموقف تماما.

الجدول رقم(2): تسيير الأجال حسب حالة سعر الصرف

الواردات	الصادرات	العملة المحلية مقابل عملة تحرير الفاتورة
تأجيل الدفع للمورد	تسريع التسوية (التحصيل)	عند الإرتفاع ←
تسريع الدفع للمورد	تأجيل التسوية (التحصيل)	عند الإنخفاض ←

Source: Ghislaine Legrand, Hubert Martini, " technique du commerce international, comment bien gérer vos opérations import/export", édition Gualino, 2ème édition, paris, p125.

إلا أنه يؤخذ على هذه التقنية الأمور متعلقة أساسا بمدى صحة التوقعات بشأن سعر صرف العملات المعنية من جهة، و بمدى القدرة التفاوضية للمؤسسة للحفاظ على معاملتها من جهة ثانية.

3-2- منح الخصم بهدف الدفع المسبق: فالمصدر يستطيع أن يتحكم في خطر سعر الصرف بمنحه خصما في مقابل قيام الزبون بدفع المبلغ المستحق لفائدة المصدر قبل تاريخ الاستحقاق، و ذلك إذا ما توقع بأن سعر صرف عملة الفوترة عرضة لتغير كبير خلال فترة وجيزة من الزمن.

هذا المبلغ المخصوم يتناسب عادة و تكلفة تغطية خطر الصرف من قبل المصدر، و النتيجة هي تفادي خطر الصرف بالإضافة إلى زيادة حجم السيولة لدى المؤسسة المصدرة، و عدم ضرورة تحمل خطر الإقتراض من جهة، و من جهة أخرى قد يلجأ

المصدر إلى توظيف المبلغ المحصل في السوق للحصول على عائد يمكنه من إلغاء تكلفة الخصم أو التقليل منها.

4- تقنية اختيار عملة الفوترة (Le choix de la monnaie de facturation):

تفيد هذه التقنية في أن يلجأ المصدر إلى إصدار فواتير البضاعة المشحونة بالعملة التي يثقون في ثباتها أو بالعملة التي لها سوق صرف آجل لتوفير التغطية، ويفضل المصدر إصدار فواتير البضاعة المصدرة للخارج بعملة دولته حتى لا يتعرض من أخطار سوق الصرف ونفس الشيء ينطبق على المستورد أي المشتري، ولكن ذلك لا يسمح بالاستفادة من التطورات الملائمة لأسعار الصرف.

و يتضمن العقد التجاري عادة ثلاث أنواع من العملات:

- **عملة الحساب:** وهي تلك العملة التي تستخدم في تحديد السعر، وغالبا ما تكون إحدى العملات القوية كالดอลลาร์ الأمريكي أو الجنيه الإسترليني أو اليورو أو اللين، أو تكون العملة المحلية للبائع، ويعتبر الدولار عملة الحساب الرئيسية في المعاملات الدولية الخاصة، وفي تحديد قيمة العديد من المنتجات مثل بعض المواد الأولية كالنفط والمعادن، وبعض المنتجات الزراعية كالقمح والبن والسكر.
- **عملة تحرير الفاتورة:** وهي العملة التي يتم على أساسها تحرير الفاتورة، ويتم تحديدها بالاتفاق ما بين المشتري والبائع في عقد الافاقية التجارية، وغالبا ما تكون العملة المحلية لأحد الطرفين.

ويرجع السبب في استخدام عملات رئيسية في فوترة أكثر من 80% من معاملات التجارة الدولية إلى ثلاث عوامل رئيسية هي:

- إرتفاع تكاليف المعاملات في سوق الصرف لنسبة للعملات الأخرى؛
- قابلية التحويل التي لا تتمتع الكثير من العملات؛
- الاستقرار المتوقع للعملة.
- **عملة التسوية:** وهي العملة التي يتم بها تسديد المدفوعات أو تحصيل المستحقات.

وقد تختلف هذه العملات في نفس العقد لأسباب مختلفة كأن يقوم مثلا مصدر إيطالي بحساب سعر البيع لدولار، تحرير الفاتورة لفرنك السويسري والتسوية ليورو، كما قد تستخدم نفس العملة في العقد التجاري الواحد كعملة حساب، وتحرير الفاتورة والتسديد.

وتتم المفاضلة بين العملة المحلية والعملة الأجنبية، عندما تجد المؤسسة نفسها أمام خيار فرض عملتها المحلية أو قبول عملة أجنبية لتحرير فاتورة مبيعاتها ومشترياتها من الخارج، وغالبا ما تختار عملتها المحلية، وينتج عن ذلك استبعاد خطر الصرف، غير أن لهذا الاختيار بعض المآخذ:

- إمكانية فقدان المؤسسة لجزء من أسواقها، فإصرار المؤسسة على فرض العملة المحلية في كل المعاملات يعني تحويل الخطر إلى الجهة المتعامل معها، وهو ما لا يتم قبوله في كل الحالات، ولدى كل المتعاملين.
- إمكانية فقدان مكاسب نقدية أو ميزة تنافسية، فاختيار العملة المحلية بدون دراسة البدائل الممكنة الأخرى يجعل المؤسسة تفقد مكاسب نقدية محتملة وميزة تنافسية.

5- إدارة الأصول والخصوم:

ويقصد به إدارة بنود الأصول والخصوم في الميزانية، وذلك من خلال زيادة المركز المكشوف للتدفقات النقدية للشركة المقومة بعملات من المتوقع ارتفاع قيمتها، وفي نفس الوقت زيادة التدفقات النقدية الخارجية من الشركة و المقومة بعملات من المتوقع تخفيض قيمتها، أو العمل على موازنة التدفقات النقدية الداخلة إليها مع التدفقات النقدية الخارجية منها إذا كانت المقومة بنفس العملة .

رابعاً- التقنيات الخارجية لتغطية مخاطر الصرف:

عندما تعجز الإجراءات التي تتخذها المؤسسة على مستواها من تفادي خطر الصرف، يمكن لها أن تلجأ إلى تقنيات أخرى للتغطية، سواء كان ذلك من خلال اللجوء إلى السوق أو التعامل مع مؤسسات مالية متخصصة في هذا المجال، هذه التقنيات تسمى بالتقنيات الخارجية.

ويقصد بالتقنيات الخارجية الدخول في علاقات تعاقدية مع طرف آخر خارجي لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف، و نميز فيها مجموعتين من الآليات:

- مجموعة التقنيات التي تتمحور حول التثبيت النهائي لسعر الصرف في وقت نشأة هذا الخطر، كالصرف الآجل، التسبيق بالعملة أو العقود الآجلة، إلا أن سلبيتها الأساسية تكمن في عدم تمكن المؤسسة المستعملة لها من الاستفادة من أي تطور إيجابي قد يطرأ على سعر الصرف مستقبلاً.
- مجموعة التقنيات التي تحمي المؤسسة من خطر الصرف مع إمكانية إستفادتها من أي تطور إيجابي لسعر الصرف، و هي تتمثل أساساً في استعمال الخيارات على اختلاف أنواعها OPTIONS.

1- الصرف الآجل (Le change à terme):

الصرف الآجل عبارة عن اتفاق على شراء أو بيع مبلغ بالعملة مقابل عملة أخرى في وقت مستقبلي معين، مقابل سعر صرف محدد غير قابل للمراجعة و نهائي في تاريخ لاحق متفق عليه.

ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية، وأحد عملائها في المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصات عادة.

ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزاً طويلاً، ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً، ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، وتتم تسوية العقد الآجل عند استحقاقه، حيث يقوم حائز المركز القصير بتسليم الأصل إلى

حائز المركز الطويل، مقابل مبلغ نقدي مساوي لسعر التسليم، ومن المتغيرات الرئيسية التي تقرر قيمة أي عقد آجل في وقت ما، السعر السوقي للأصل.

وتكون قيمة العقد الآجل صفراً عند الدخول بادئ الأمر، وفيما بعد يمكن أن تكون له قيمة موجبة أو سالبة، حسب التحركات في سعر الصرف.

وتلجأ المؤسسة لهذه التقنية عندما تتوقع تغير غير ملائم في قيمة العملة التي تقيم بها المعاملة، وهي تقنية سهلة ومرنة توفر حماية أكيدة من خطر الصرف.

حيث يمكن عقد الصرف الآجل بالعملة تثبيت سعر الصرف المستقبلي حال التعاقد، فهو يلغي خطر الصرف عند نشأته من خلال تثبيت سعر الصرف مما يسمح بتحديد تكلفة الصفقة التجارية قبل مبادلة العملات (أي قبل عملية الدفع في تاريخ الاستحقاق).

وبهذا يحدد سعر الصرف الآجل في الفترة (N_0) على أن العملية المرتبطة به تتم في المستقبل، وليتمكن البنك من تحديد هذا السعر يقوم بعمليات إقراض واقتراض في سوق الودائع والقروض بالعملة الأجنبية والسوق النقدي المحلي، ويستخدم معدلات الفائدة (سعر الليبور) وسعر الصرف الحاضر لحسابه.

و عليه يختلف سعر الصرف الآجل عن سعر الصرف العاجل أو الحاضر، لأن أساس حسابه سعر الصرف الحاضر ومعدلات الفائدة المختلفة، حيث يتم حساب سعر الصرف الآجل بإضافة فروقات الفائدة لسعر الصرف الحاضر وفق المعادلة التالية:

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{سعر الصرف العاجل} \pm \text{النقط (فروق معدلات الفائدة)} \dots\dots\dots (1)$$

بحيث أن النقط تمثل فروق معدلات الفائدة، فإذا كان سعر الصرف الآجل أكبر من سعر الصرف الحاضر تكون هناك مريحة (Report) أو علاوة تقديم، أما إذا كان سعر الصرف الآجل أقل من سعر الصرف الحاضر، فهناك وضعية (Déport) أو خصم التأخير.

وبالتالي فعندما يكون الفرق بين السعيرين إيجابياً نسميه (REPORT)، و عندما يكون سلبياً نسميه (DEPORT)، إذا يمكن إعادة كتابة المعادلة (1) وفق الصيغة التالية:

سعر الصرف الآجل = سعر الصرف العاجل + REPORT أو - DEPORT

وتجدر الإشارة الى أن حدوث تساوي سعر الصرف الآجل مع سعر الصرف الحاضر لا يكون الا في حالات نادرة جدا، والتي تنتج بطبيعة الحال عندما تتساوى معدلات الفائدة بين العملتين، وعندها نكون امام حالة ثالثة من التساوي تسمى **بسعر التعادل (Au pair)**.

ويتم التعامل بالعقود الآجلة في الأسواق الموازية (Over-The-Counter, OTC)، أي الأسواق غير المنظمة، ويتم تصميمها وفقا لرغبة واحتياج الزبون من حيث حجم العقد وموعد التنفيذ، ويمكن للأفراد أو الشركات القيام بعمليات بيع وشراء العقود الآجل للعملات الأجنبية كأسلوب أو طريقة للتحوط ضد مخاطر تقلب العملات.

فالعقد الآجل يثبت سعر الصرف الاسمي لغاية تاريخ تسوية العقد، وبالتالي فإن التحوط باستخدام العقود الآجلة يمنع التعرض لمخاطر الصفقات، وعلى وفق ما ورد يمكن تلخيص أهم خصائص العقد الآجل كما يلي:

- العقد الآجل هو ضمان لامكانية الحصول على تحويل للعملة المطلوبة مستقبلا بسعر الصرف المحدد مسبقا؛
- أن صفقة العقد الآجل يمكن تصميمها لكي تلائم على وجه الدقة متطلبات أو شروط الزبون الأساسية من حيث مقدار القرض وموعد التسليم وأي العملات المستخدمة؛
- أن معظم الصفقات الآجلة يتم تداولها وعلى نطاق واسع في أسواق موازية وكفاءة جدا وذات تكاليف منخفضة للمعاملات، كأسواق لندن، ونيويورك، وطوكيو، وهونغ كونغ، وسنغافورة؛
- يمكن استخدام العقود الآجلة لتحويط المقبوضات والمدفوعات المستقبلية المتوقعة بالعملة الأجنبية من قبل المصدرين والموردين، والمقبوضات والمدفوعات عن الموجودات الرأسمالية مثل السندات والاسهم والودائع والقروض.

2- القروض المتقاطعة بالعملة (Swaps De Devises):

تتلخص هذه التقنية في قرضين متبادلين بنفس المدة وبنفس المبلغ، و بعمليتين مختلفتين، و هو يعني الدفع الفعلي للمبالغ المتفق بشأنها و استرجاعها في تاريخ الإستحقاق، و عملية (SWAP) الخاصة بالعملة يمكن أن تكون محل تعاقد بين مؤسستين في نفس الدولة (مصدر، و مستورد) لهما نفس الحاجة المتناظرة، و لكن هذه حالة نادرة الوقوع، و أغلب هذه العمليات في الحياة العملية تتم بين البنك و زبائنه.

3- التسبيق بالعملة (L'avance en devise):

و هي تقنية موجهة للمؤسسات التي ترغب في تغطية حاجاتها من السيولة وتغطية خطر الصرف في نفس الوقت، هذين الهدفين يمكن التوصل إلى تحقيقهما بطريقة منفصلة عن طريق الإقتراض بالعملة المحلية و استعمال الصرف الآجل في نفس الوقت، وهناك أسلوب آخر يتمثل في الاقتراض بالعملة الأجنبية و استبدال المبلغ المقترض مباشرة بالعملة المحلية.

فهذه الطريقة تمكن المصدر من الاستفادة من إنتمان قصير الأجل يستعمله في تمويل عملياته، يقوم فيما بعد بتسديده بواسطة العملة الصعبة التي سيتلقاها من زبونه في تاريخ الاستحقاق.

بمعنى أن التسبيقات بالعملة الصعبة هي عبارة عن قروض تمنح لتمويل التجارة الخارجية، يمكن أن تستخدم من قبل المصدرين لتغطية خطر الصرف نتيجة للخصائص التي تتمتع بها، فالمصدر سوف يعتمد على العملة الأجنبية التي سيتلقاها من زبونه في تاريخ الإستحقاق لتسديد القرض الذي تحصل عليه في البداية، وهو ما يعفيه من التعامل بسعر الصرف الحاضر في تاريخ الإستحقاق.

أما إذا كانت هذه المؤسسة تريد أن تقضي نهائيا على خطر الصرف فعليها ألا تقترض إلا المبلغ الذي إذا أضفنا إليه الفوائد يساوي تماما المبلغ المرتقب تحصيله من الزبون.

وتجدر الإشارة إلى أن التسبيقات بالعملة الأجنبية لا يمكن استخدامها كتقنية تحوط بالنسبة للمستوردين، فهي تعتبر بالنسبة لهم وسيلة تمويل ومضاعف لخطر الصرف. يمكن استخدام التسبيقات لنسبة للمصدرين للتحوط من خطر الصرف لعملة الأجنبية وذلك باتباع المراحل التالية:

- عند التوقيع على العقد التجاري، تقوم المؤسسة باقتراض العملة الأجنبية من البنك لمدة محددة؛

- التنازل عن المبلغ المقرض في سوق الصرف الحاضر مقابل العملة المحلية؛ تسديد القرض باستخدام المبالغ الناتجة عن الصادرات.

من هذا المنطلق، يتبين أن هناك إمكانية لاستخدام هذه الوسيلة في التحوط من خطر الصرف، فعند حلول أجل تحصيل نواتج الصادرات، تستخدم هذه المبالغ لتسوية التسبيق (والفوائد الناتجة عنه) الذي تحصلت المؤسسة عليه دون المرور على سوق الصرف.

ومع ذلك، فإن التسبيق بالعملة ليست قرضا كلاسيكيا، بمعنى أنه مخصص للشركات التي لها نشاط دولي حقيقي، وأنه مدعومة بالضرورة بصفقة استيراد أو تصدير، ويجب على الشركة أيضا تقديم الضمانات اللازمة للبنك لبدء العملية.

4- عقود مبادلة العملة (Les swaps de devises):

عقود مبادلة الصرف بشكلها البسيط هي المعاملة المالية التي من خلالها يلتزم طرفان بالتبادل الآني للعملة، مثلا اليورو مقابل الدولار بسعر صرف عاجل و تبادل نفس العملات عند استحقاق العقد (3 أشهر، سنة، الخ)، بسعر صرف آجل. فهي عملية تبديل عملات، أي شراء وبيع عملة على أساس التسليم الآني وإعادة بيعها أو شرائها في نفس الوقت على أساس التسليم الأجل بسعر تسليم آجل يتم تحديده بين الطرفين.

عقد المبادلة هو عقد يبرم بين طرفين يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، وهناك نوعان أساسيان من عقود المبادلة، عقود مبادلة عملات، عقود مبادلة أسعار الفائدة.

ومن صور عقود مبادلة العملات العقد الذي يبرم بين شركة جزائرية في حاجة إلى دولارات أمريكية، وشركة أمريكية في حاجة إلى دينار جزائري لاستخدامها في تغطية تكاليف عمليات في السوق الجزائري، هنا، تقوم الشركة الجزائرية باقتراض ما تحتاجه الشركة الأمريكية من دينار من أحد البنوك الجزائرية، وفي المقابل تقوم الشركة الأمريكية باقتراض احتياجات الشركة الجزائرية من الدولارات من أحد البنوك الأمريكية.

أما عقود مبادلة أسعار الفائدة، فتتم بين طرفين كل منهما يرغب في مبادلة نمط مختلف من التدفقات النقدية، مثال ذلك عقد مبادلة أسعار فائدة يبرم بين بنك تجاري وشركة تأمين، يتفق فيه الطرفان على أن يدفع البنك التجاري لشركة التأمين فوائد بسعر فائدة ثابت، على أن تدفع شركة التأمين للبنك بسعر فائدة متغير، وذلك على أساس مبلغ مفترض يتفق عليه الطرفان.

هذا، وإذا كان عقد مبادلة أسعار الفائدة يعتبر أداة من أدوات التغطية ضد مخاطر تغير أسعار الفائدة، فإن عقد مبادلة العملات له طبيعة مختلفة، إذ أن الهدف منه هو إتاحة الفرصة لتخفيض تكلفة التمويل، ومع هذا قد يكون أيضا أداة للتغطية ضد المخاطر سعر الفائدة.

5- العقود المستقبلية على العملة Les contrats à terme ou " futures" sur devise :

تعتبر العقود المستقبلية على العملة تقنية حديثة نوعا ما مقارنة بما سبق، ترجع نشأتها إلى سنة 1972 عندما قررت بورصة المواد الأولية لـ شيكاغو إنشاء فرع يسمى بـ (IMM) (International Monetary Market)، و الذي من خلاله تم تداول أول العقود المالية الأجلة الخاصة بالعملات الأجنبية.

فالعقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين، بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يمكن تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل.

وعلى خلاف العقود الآجلة، يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكناً تحدد البوصة سمات معيارية معينة في العقد.

وأكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها هي مجلس شيكاغو للتجارة، و بوصة شيكاغو ميركانتايل.

و العقد المستقبلي هو عبارة عن التزام ينشأ بمجرد توقيع العقد، بشراء أو بيع عملة محددة بسعر محدد و تاريخ معلوم، و الفكرة الأساسية في التغطية ضد خطر الصرف في السوق المستقبلي هي محاولة الوصول إلى وضعية صرف (Une position de change) في المستقبل مناقضة لوضعية الصرف الحالية في السوق الفورية.

إن مثل هذه العقود تنصب حالياً على مبالغ محددة من العملة و أسعارها محددة في مقابل الدولار الأمريكي كما أن تاريخ التسليم محدد بتواريخ ثابتة.

و يمكن توضيح ذلك كمايلي:

حالة المصدر وضعية صرف طويلة (Position Long)	حالة المستورد وضعية صرف قصيرة (Position Court)
- ذمة بالعملة الأجنبية أو تدفق إيجابي بالعملة مستقبلاً.	- ديون بالعملة الأجنبية أو تدفق مستقبلي سالب بالعملة.
- الخطر : إنخفاض قيمة العملة	- الخطر : ارتفاع قيمة العملة
- بيع عقود آجلة في حالة الانخفاض، فإن الربح المحقق في العقود الآجلة يعوض الخسائر المحتملة في الحاضر و العكس صحيح.	- شراء عقود آجلة في حالة ارتفاع قيمة العملة فإن الربح المحقق في العقد الآجل يعوض الخسارة الحاضرة و العكس صحيح.

بالنسبة لخطر الصرف، فإن آلية عمل هذه الطريقة هي أن يتخذ الطرف المعني بتغطية خطر الصرف المتوقع في العقود المستقبلية وضعية معاكسة لوضعيته في السوق العاجل للعمليات الأجنبية، حيث تسمح له هذه الطريقة بتعويض الخسارة المحتملة في أحد السوقين بالأرباح المحققة في السوق الثاني.

فالمعامل الذي يريد تغطية وضعية قصيرة يشتري عقد تتناسب قيمته مع وضعيته هذه، و بعد حلول الأجل يقوم بالمقارنة بين السعر العاجل و سعر عقد الشراء فإذا كان السعر العاجل أكبر من سعر التعاقد فهي تعتبر خسارة يتم تعويضها عن طريق العقد الآجل و العكس، و لا يتم عادة التسليم الفعلي للعقد بل يتم إجراء مقاصة بين السعرين العاجل و سعر العقد، و العكس بالنسبة لصاحب الوضعية الطويلة.

6- خيارات العملة (OPTIONS DE CHANGE):

عقد الخيار، هو عقد يبرم بين طرفين: مشتري ومحرر، ويعطي العقد للمشتري الحق وليس الإلزام في شراء أو بيع عدد وحدات من أصل معين، بسعر يحدد لحظة التعاقد يسمى بسعر التنفيذ (Prix d'exercice)، على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، مقابل تكلفة تسمى عمولة "Prime" أو "Premium".

وبالتالي فهو اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري الخيار و الآخر بائع (محرر) الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول (المشتري) الحق وليس الإلزام بان يشتري إذا ما رغب من الطرف الثاني أي المحرر، أو أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني أصلا معينا بسعر وفي تاريخ معين و خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني.

و بعبارة أخرى فإن خيار الصرف يمثل بالنسبة لحائزه حق في شراء أو بيع وضعية صرف عاجلة أو آجلة بالنسبة لعملة معينة في تاريخ أو مدة محددة، و بسعر صرف متفق عليه و محدد بدقة في تاريخ التعاقد على هذا الخيار.

و تم تداول عقود الخيارات أول مرة في بورصة منظمة عام 1973، ومنذ ذلك الوقت حدث نمو كبير في أسواق الخيارات ويتم تداولها الآن في بورصات كثيرة حول

العالم، وتشمل الأصول موضوع الخيارات: الأسهم، مؤشرات الأسهم، العملات، أدوات الدين، السلع.

و على عكس العقود الآجلة فإن الميزة الأساسية لخيارات الصرف هي أنها تمكن المؤسسة من تجنب خطر الصرف، مع إمكانية الاستفادة من التطور الإيجابي لسعر الصرف في نفس الوقت، ف شراء خيار الصرف يمكن المؤسسة إما من تأمين سعر صرف أقصى لبيع العملة الأجنبية مقابل المحلية أو سعر صرف أدنى في حالة شراء للعملة محل الخيار مقابل عملة أخرى، مع الحفاظ على إمكانية الاستفادة من أي تطور إيجابي قد يحدث في سعر الصرف بين العملتين.

ويمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع حسب عدة معايير كما يلي:

5-1- تصنيف عقود الاختيار على أساس نوع الصفقة:

- **خيار الشراء (call option):** يوجد طرفان في خيار الشراء، الأول هو مشتري العقد الذي يملك الحق وليس الإلزام في شراء أصل معين، وبكمية وسعر محددين، وخلال تاريخ محدد أو فترة زمنية محددة حسب الاتفاق مع الطرف الثاني محرر العقد (البائع)، وذلك مقابل حصوله على علاوة أو مكافأة غير قابلة للرد، وبهذا يكون المحرر ملزماً ببيع محل التعاقد إذا ما رغب المشتري في تنفيذ العقد.
- **خيار البيع (put option):** هو خيار يعطي الحق لحامله (المشتري) أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني وهو محرر العقد (البائع) أصلاً معيناً. بكمية معينة وبسعر محدد. وفي تاريخ محدد أو فترة زمنية محددة حسب الاتفاق مقابل حصول البائع (المحرر) إلى علاوة معينة غير قابلة للرد، وبذلك يصبح بائع العقد (المحرر) ملزماً بشراء الأصل محل التعاقد إذا قام مشتري الخيار بالتنفيذ.

مما سبق يلاحظ بأن مبادرة التنفيذ في عقد الخيار هي دائماً في يد مشتري العقد (الذي يقوم بدفع العلاوة)، بينما الإلزام على محرر العقد (محرر الاختيار)، ويلجأ المستثمرون إلى خيار الشراء عندما يتوقع الارتفاع في أسعار الأصل محل التعاقد، بينما يلجأ إلى شراء عقود البيع عند توقعهم الانخفاض في أسعار الأصول.

5-2- تصنيف عقود الاختيار على أساس طريقة تنفيذ العقد: تتم عن طريق نوعين من العقود حسب الاختيار:

- **الأمريكي:** يم فيه ممارسة حق التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تقتضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهاءه.

- **الأوروبي:** يتم تنفيذ العقد عند انتهاء المدة.

إن خيار الصرف يمكن أن يستخدم من أجل تغطية عمليات مؤكدة خاصة بـ : الإستيراد، التصدير، تسديد ديون بالعملة الأجنبية، تحويل عملة، أو عمليات أخرى غير أكيدة الوقوع أو محتملة فقط، كما هو الحال بالنسبة لـ: المناقصات ، الأرباح الموزعة (Dividends) ... إلخ، فخيارات الصرف تشمل على مجموعة كبيرة من العقود بالعملات الأجنبية، و التي يمكن التفرقة بينها حسب :

- نوعية أو طبيعة العملة المقابلة (Par la nature de la devise sous- jacente).

- إتجاه العملية (بيع أو شراء).

- شروط التنفيذ : سواء في تاريخ الإستحقاق أو خلال فترة الحياة.

5-3- أركان عقد الاختيار:

أ- **الأصل الضمني (underlying):** ويعتبر بمثابة حامل أو دعامة الخيار، ونقصد به الأساس الذي يشق منه الخيار وقد يتمثل الأصل في السندات، الأسهم، المؤشرات، أسعار الفائدة، العملات، السلع، المعادن، و في هذه الحالة تمثل العملات الأصل الضمني (الكامن).

ب- **نوع عقد حق الاختيار:** حق خيار الشراء (call)، حق خيار البيع (put).

ج- **سعر التنفيذ (Strike price):** ويسمى أيضا سعر الممارسة، وهو السعر الذي يتم الإنفاق عليه بين مشتري الحق وبائعه، حيث أن الاتفاق يجب أن يتضمن سعر محدد، ولا يترك المجال مفتوحا أمام مشتري الاختيار، ومن الطبيعي أن هذا الأخير لن يمارس حقه في الشراء أو البيع الا بعد مقارنة السعر المتفق عليه

(السعر المحدد) مع السعر في السوق الحاضر في تاريخ التنفيذ، وبناءا عليه يأخذ قراره بالتنفيذ أو عدمه، لهذا يدعى هذا السعر بسعر التنفيذ.

وينقسم سعر التنفيذ إلى ثلاث فئات حسب نوع الصفقة:

أ- **خيار الشراء (call option):** يتعلق ربح مشتري خيار الشراء بالفرق بين أسعار السوق وأسعار التنفيذ حسب ما يلي:

- **داخل العملة (ITM)(In The Money):** عندما يكون سعر تنفيذ الخيار أقل من سعر السوق (سعر السوق < سعر التنفيذ) تكون القيمة الذاتية موجبة، و بالتالي من مصلحة المشتري ممارسة الخيار.

- **في العملة (ATM)(At The Money):** عندما يكون سعر ممارسة الخيار مساوي لسعر السوق (سعر السوق = سعر التنفيذ)، هنا المشتري يمكنه الشراء أو الامتناع.

- **خارج العملة (OTM)(Out of The Money):** عندما يكون سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق (سعر السوق > سعر التنفيذ) تكون القيمة الذاتية معدومة، وبالتالي المشتري لا ينفذ الخيار.

أ-2- **خيار البيع (put option):** يتعلق ربح مشتري خيار البيع بالفرق بين أسعار السوق وأسعار التنفيذ حسب ما يلي:

- **داخل العملة (ITM)(In The Money):** عندما يكون سعر تنفيذ الخيار أفضل من سعر السوق (سعر السوق > سعر التنفيذ) تكون قيمته الذاتية موجبة، و بالتالي من مصلحة المشتري ممارسة الخيار.

- **في العملة (ATM)(At The Money):** عندما يكون سعر ممارسة الخيار مساوي لسعر السوق (سعر السوق = سعر التنفيذ)، هنا المشتري يمكنه الشراء أو الامتناع.

- **خارج العملة (OTM)(Out of The Money):** عندما يكون سعر السوق أقل من سعر التنفيذ (سعر التنفيذ < سعر السوق)، وبالتالي المشتري لا ينفذ الخيار

طبيعة خيار البيع	طبيعة خيار الشراء	الأسعار
OTM: Out of The Money option	ITM : In The Money option	CC > CT
ATM : At The Money option	ATM : At The Money option	CC = CT
ITM : In The Money option	OTM : Out of The Money option	CC < CT

د- **العلاوة أو المكافأة (premium):** وتمثل سعر أو تكلفة الخيار، و هي تكلفة يتفق عليها المشتري والبائع، يدفعها مشتري العقد الى المحرر وتكون إلزامية وغير قابلة للرد.

ه- **تاريخ التنفيذ (date d'exercice):** يمثل التاريخ المحدد أو الفترة الزمنية المعينة حسب الاتفاق في عقد الخيار و التي يمكن ضمنها ممارسة حق الخيار، حيث نجد كل من الخيار الأوروبي و الخيار الأمريكي.

و- **السعر السوقي:** هو السعر في تاريخ انتهاء المهلة لمحددة بين الطرفين.

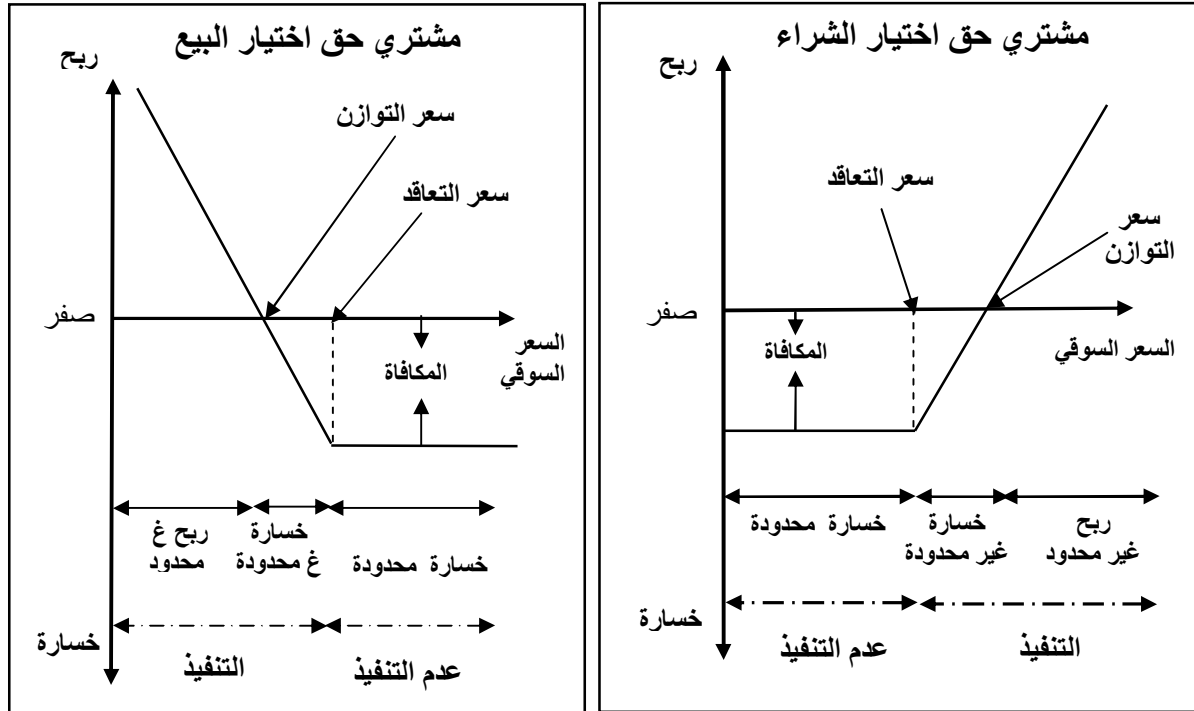
فاذا نظرنا على سبيل المثال الى حق الخيار **ABC November 100 Call Option**، نرى أن **ABC** تمثل الاصل الاساسي وهو سهم، في حين يمثل **November** شهر الاستحقاق او تاريخ التنفيذ، و تمثل **100** سعر التنفيذ او الممارسة، و **Call** تمثل نوع العقد الذي هو خيار الشراء.

4-5- التحوط بخيارات الصرف:

وقبل التطرق للاستراتيجيات المختلفة التي يمكن أن تستخدمها المؤسسات يجب أن نتطرق لمفهوم سعر التوازن (سعر الصرف الفعلي المضمون).

أ- **سعر الصرف الفعلي المضمون (سعر التوازن):** ويطلق عليه أيضا سعر التعادل، ويمكن تعريفه بأنه ذلك السعر الذي يتم الحصول عليه بزيادة أو بخصم العلاوة من سعر التنفيذ، ولقد عبر عنه (Marc Fiorentino) بنقطة التوازن أو عتبة المردودية ويمكن تمثيله بيانيا كالتالي:

الشكل رقم (07): تحديد هوامش الربح والخسارة لمشتري خيارى الشراء والبيع



نلاحظ من الشكل، أن سعر التوازن (سعر الصرف الفعلي المضمون) يتم الحصول عليه من خلال إضافة العلاوة من سعر التنفيذ في حالة شراء خيار الشراء، وبعد خصم العلاوة في شراء خيار البيع، ويمكن حساب هذا السعر بالصيغة التالية :

$$PM = PE * (1 \pm P)$$

حيث أن:

PM: هي عتبة المردودية أو السعر الفعلي المضمون، أو سعر التوازن؛

PE: سعر التنفيذ؛

P: العلاوة.

أ- تحديد هوامش الربح والخسارة لكلا طرفي خيار الشراء (call option):

إن شراء خيار الشراء يعطي للمتعامل الحق، وليس الالتزام في شراء العملات الأجنبية بسعر التنفيذ المحدد وقت الشراء PE ، مقابل علاوة P ، وتحدد التغيرات في سعر الصرف الفوري نتائج الأرباح والخسائر لمشتري خيار الشراء.

أ-1- بالنسبة لمشتري حق اختيار الشراء: (أنظر الشكل رقم (7))

قيمة حق اختيار الشراء = السعر السوقي - سعر التعادل

حيث أن: سعر التعادل = سعر التنفيذ + العلاوة أو المكافاة

ويمكن تلخيص أرباح وخسائر مشتري خيار الشراء من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03): هوامش الربح والخسارة لمشتري خيار الشراء

السعر السوقي، سعر التعادل	الربح او الخسارة	التنفيذ أو عدم التنفيذ
سعر السوق < سعر التعادل	تحقيق ربح	ينفذ
سعر السوق = سعر التعادل	لا ربح ولا خسارة	ينفذ أو لا ينفذ
سعر السوق > سعر التعادل (بقيمة أقل من العلاوة)	خسارة غير محدودة (محصورة بالعلاوة)	ينفذ ويخسر أقل من العلاوة
سعر السوق > سعر التعادل (بقيمة أكبر من العلاوة)	خسارة محدودة (بقيمة العلاوة)	لا ينفذ ويخسر العلاوة

أ-2- بالنسبة لمحرر حق اختيار الشراء:

بائع خيار الشراء خاضع إلى قرار مشتري خيار الشراء، ويتوجب عليه تسليم العملة الأجنبية إذا قرر المشتري تنفيذ الخيار مهما كان سعر الصرف الفوري للعملة الأجنبية.

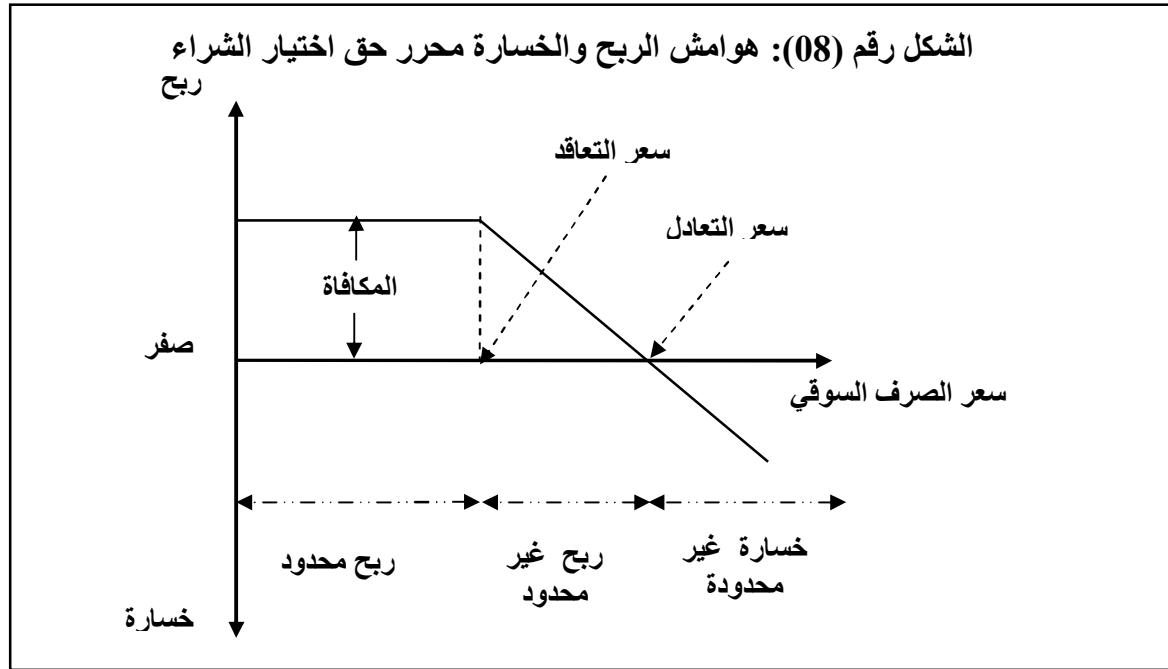
أرباح بائع الخيار تنحصر في مبلغ العلاوة التي يستلمها من طرف مشتري الخيار، أما خسارته فهي غير محدودة إذا تطور سعر الصرف في غير صالحه لأنه ملزم بتسليم العملة الأجنبية للمشتري.

قيمة حق اختيار البيع = سعر التعادل - السعر السوقي

الجدول رقم (04): هوامش الربح والخسارة لمحرر خيار الشراء

التنفيذ أو عدم التنفيذ	الربح او الخسارة	السعر السوقي، سعر التعادل	
خاضع إلى قرار مشتري خيار الشراء	تحقيق خسارة	سعر السوق < سعر التعادل	بائع أو محرر اختيار الشراء
	لا ربح ولا خسارة	سعر السوق = سعر التعادل	
	ربح غير محدودة (محصورة بالعلاوة)	سعر السوق > سعر التعادل (بقيمة أقل من العلاوة)	
	ربح محدودة (بقيمة العلاوة)	سعر السوق > سعر التعادل (بقيمة أكبر من العلاوة)	

ويمكن ترجمة الجدول في الشكل التالي:



ب- تحديد هوامش الربح والخسارة لكلا طرفي خيار البيع (put option):

ب-1 بالنسبة لمشتري حق اختيار البيع: (أنظر الشكل رقم (7))

قيمة حق اختيار البيع = سعر التعادل - السعر السوقي

سعر التعادل = سعر التنفيذ - العلاوة أو المكافأة

ويمكن تلخيص أرباح وخسائر مشتري خيار البيع من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (05): هوامش الربح والخسارة لمشتري خيار البيع

السعر السوقي، سعر التعادل	الربح او الخسارة	التنفيذ أو عدم التنفيذ
سعر السوق > سعر التعادل	تحقيق ربح	ينفذ
سعر السوق = سعر التعادل	لا ربح ولا خسارة	ينفذ أو لا ينفذ
سعر السوق < سعر التعادل (بقيمة أقل من العلاوة)	خسارة غير محدودة (محصورة بالেলাوة)	ينفذ ويخسر اقل من العلاوة
سعر السوق < سعر التعادل (بقيمة أكبر من العلاوة)	خسارة محدودة (بقيمة العلاوة)	لا ينفذ ويخسر العلاوة

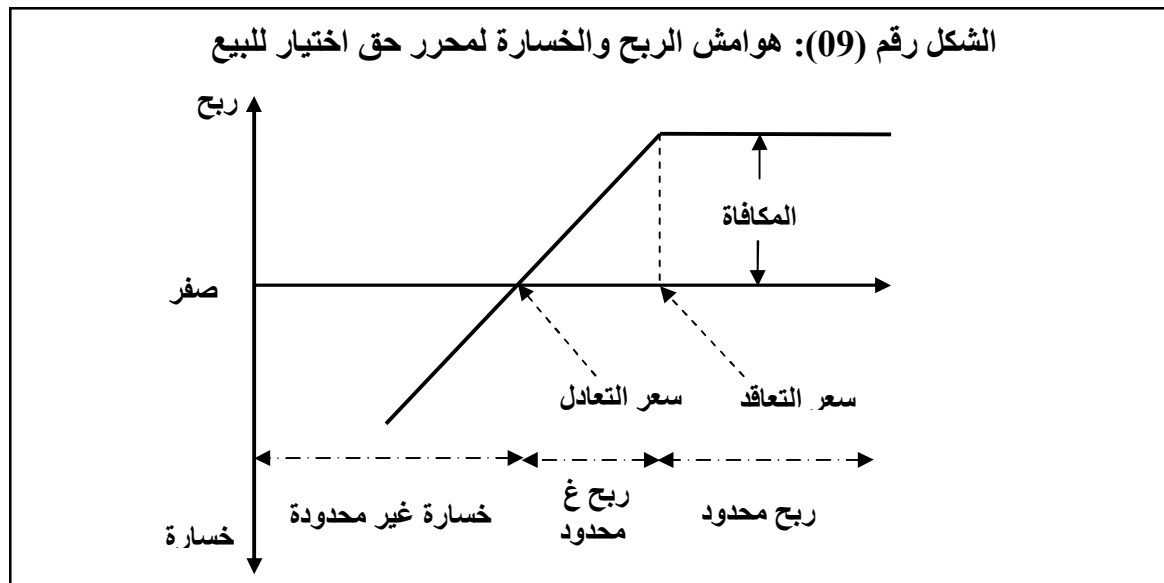
ب-2- بالنسبة لمحرر حق اختيار البيع:

قيمة حق اختيار البيع = السعر السوقي - سعر التعادل

الجدول رقم (06): هوامش الربح والخسارة لمحرر خيار البيع

السعر السوقي، سعر التعادل	الربح او الخسارة	التنفيذ أو عدم التنفيذ
سعر السوق > سعر التعادل	تحقيق خسارة	خاضع إلى قرار مشتري خيار البيع
سعر السوق = سعر التعادل	لا ربح ولا خسارة	
سعر السوق < سعر التعادل (بقيمة أقل من العلاوة)	ربح غير محدودة (محصورة بالেলাوة)	
سعر السوق < سعر التعادل (بقيمة أكبر من العلاوة)	ربح محدودة (بقيمة العلاوة)	

ويمكن ترجمة الجدول في الشكل التالي:



5-5-التحوط من خطر الصرف الأكيد:

لتوضيح كيفية إستخدام الخيارات في التحوط من خطر الصرف الأكيد سنميز بين الوضعية الطويلة والوضعية القصيرة.

أ- **تغطية مركز صرف قصير:** لتغطية خطر الصرف الناتج عن ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية المحور بها ديون المؤسسة، يمكن لها اللجوء إلى شراء خيار شراء للعملة الأجنبية، في تاريخ الاستحقاق إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر الصرف السوقي الفوري للعملة تقوم المؤسسة بتنفيذ العقد وتشتري العملات الأجنبية بسعر التنفيذ، وفي الحالة العكسية عندما يكون سعر الصرف الفوري أقل من سعر التنفيذ تتخلى المؤسسة عن تنفيذ الخيار ويتم شراء العملة بسعر الصرف الفوري.

ب- **تغطية مركز صرف طويل:** لتغطية خطر الصرف الناتج عن انخفاض سعر صرف العملة الأجنبية المحرر بها مستحقات المؤسسة، تقوم المؤسسة المصدرة بشراء خيار البيع بالعملة الأجنبية، إذا كان سعر الصرف الفوري أقل من سعر التنفيذ يتم تنفيذ العقد، وفي الحالة العكسية لا يتم تنفيذ العقد وتلجأ المؤسسة المصدرة إلى البيع في السوق الفوري.

5-6-أمثلة:**مثال 1: (مشتري خيار الشراء)**

لنفترض أن شركة أمريكية في يوم 1 افريل قامت باستيراد ما قيمته 1500000 euro ألبسة رياضية من ايطاليا يتم تحصيلها بعد ستة اشهر، وتشير توقعاتها إلى احتمال ارتفاع أسعار الصرف في تلك الفترة، وحتى تتجنب المخاطر التي قد تنجم عن ارتفاع سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي، فانها تقوم بتغطية نفسها، حيث قررت اللجوء الى سوق نيويورك وذلك بالتعاقد لشراء حق اختيار الشراء.

حيث أنه في 1 افريل كان سعر الصرف الفوري $1 \text{ euro} = 0.61 \$$ ، والشركة قررت التغطية من خلال شراء خيار يستحق في 1 اكتوبر، حيث تم التعاقد على سعر

محدد هو 61 سنتا، ووفقا لنصوص الاتفاق ينبغي أن تدفع الشركة علاوة أو مكافأة للطرف الآخر بما قيمتها 2.05 سنتا.

وفقا لبيانات المثال:

قيمة العلاوة: تقدم الشركة لبائع الخيار علاوة قيمتها:

$$\$ 30750 = 0.0205 \times 1500000$$

أ- التغطية (حالة ارتفاع السعر السوقي):

في حالة ارتفاع سعر صرف اليورو إلى: $1 \text{ €} = 0.64 \$$

يقوم المستورد بتنفيذ خيار الشراء بسعر التنفيذ المتفق عليه: $1 \text{ €} = 0.61 \$$

حيث يدفع: $\$ 945750 = (0.0205 + 0.61) \times 1500000$

يدفع المستورد مبلغ اجمالي (بإضافة العلاوة) مقداره 945750 دولار.

ب- في حالة غياب التغطية، فإن سعر اليورو هو 0.64 \$، ومن خلال عملية تحويل

الدولار الى يورو يدفع المستورد:

$$\$ 960000 = 0.64 \times 1500000$$

وبالتالي بتنفيذ العقد يدفع المستورد مبلغ قدره \$945750، وهو أقل مما لو

استخدم سعر الصرف الحاضر السائد في السوق، وبالتالي فربح الشركة أو مبلغ

التحوط هو الفرق بين المبلغ المدفوع والمبلغ الذي كان سيدفع في غياب التغطية.

مبلغ التحوط (الربح) = $960000 - 945750 = 14250$ دولار.

ويمكن حساب هذه النتيجة بتطبيق قانون تحديد هوامش الربح والخسارة لمشتري

حق لخيار الشراء (call option):

قيمة حق اختيار الشراء = السعر السوقي - سعر التعادل

سعر التعادل = سعر التنفيذ + العلاوة أو المكافأة

$$0.6305 = 0.0205 + 0.61 =$$

قيمة حق اختيار البيع = $0.64 - 0.6305 = 0.0095$ لكل واحد دولار.

وبالتالي فالربح الاجمالي = $1500000 \times 0.0095 = 14250$ دولار.

ج- حالة انخفاض السعر السوقي:

في حالة انخفاض سعر صرف اليورو الى: $1\text{€} = 0.5895 \$$
 هذا سيجعل المستورد لا ينفذ خيار الشراء، فيقبل بخسارة قيمة العلاوة $30750 \$$ ،
 ويشترى اليورو في السوق الفوري فيدفع مبلغ:

$$\$ 884250 = 0.5895 \times 1500000$$

و باضافة مبلغ العلاوة فالمبلغ الاجمالي الذي يدفعه المستورد هو:

$$\$ 915000 = 30750 + 884250$$

وهو أقل من السعر في حالة لو تم التنفيذ ($945750 \$$).

د- وللتوضيح أكثر نأخذ الأسعار عند القيم التالية:

$$1\text{€} = 0.65 \$ \quad / \quad 1\text{€} = 0.64 \$ \quad / \quad 1\text{€} = 0.6305 \$$$

$$1\text{€} = 0.62 \$ \quad / \quad 1\text{€} = 0.61 \$ \quad / \quad 1\text{€} = 0.60 \$$$

بالنسبة لمشتري حق اختيار الشراء:

$$30750 = 1500000 \times 0.0205 = \text{قيمة العلاوة الاجمالية}$$

$$\text{قيمة حق اختيار الشراء} = \text{السعر السوقي} - \text{سعر التعادل} \times (\text{قيمة الصفقة})$$

$$\text{سعر التعادل} = \text{سعر التنفيذ} + \text{العلاوة أو المكافاة}$$

$$0.6305 = 0.0205 + 0.61 = \text{بالنسبة لوحدة واحدة من العملة.}$$

دراسة هوامش الربح والخسارة عند القيم التالية:

$$0.65: \text{قيمة حق اختيار الشراء} = (0.6305 - 0.65) \times (1500000) = -29250, \text{ ينفذ}$$

ويربح 29250 دولار.

$$0.64: \text{قيمة حق اختيار الشراء} = (0.6305 - 0.64) \times (1500000) = -14250, \text{ ينفذ}$$

ويربح 14250 دولار.

$$0.6305: \text{قيمة حق اختيار الشراء} = (0.6305 - 0.6305) \times (1500000) = 0, \text{ ينفذ}$$

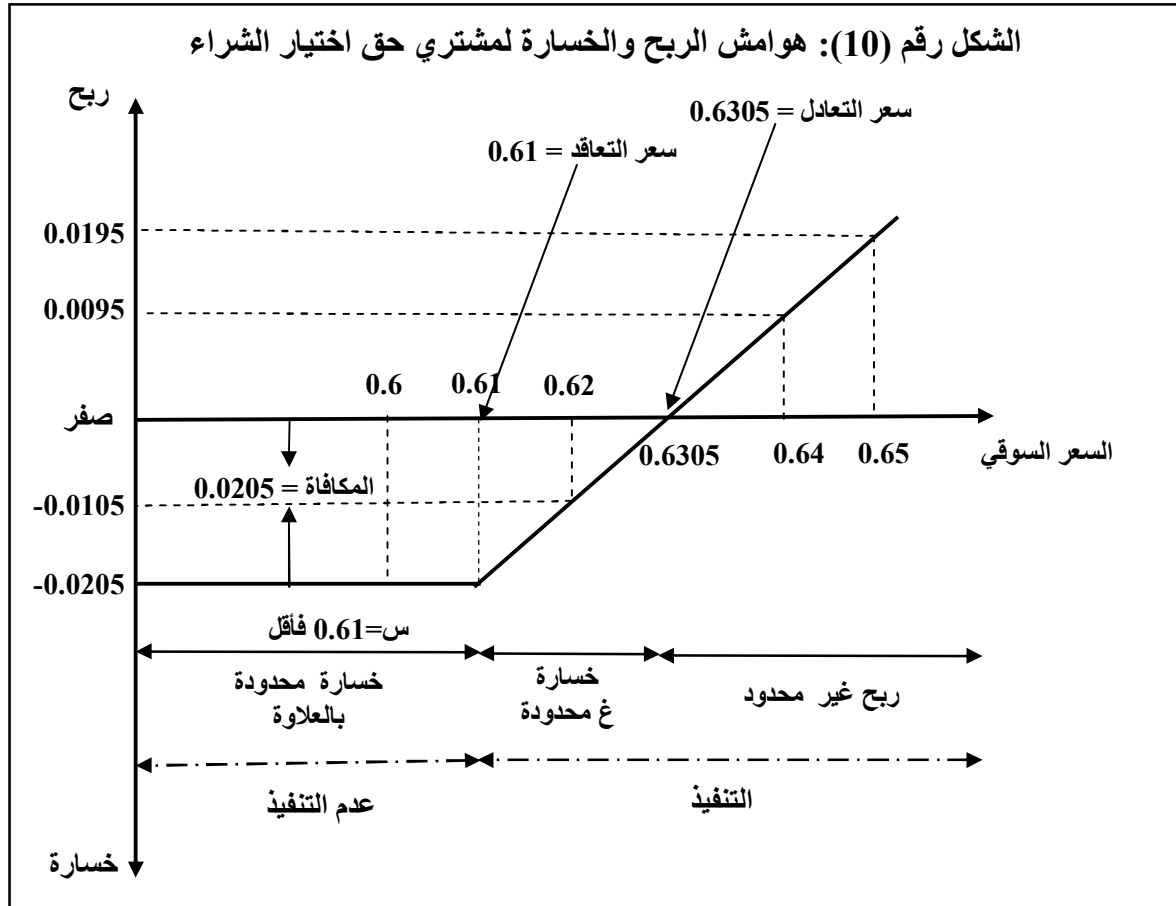
أو لا ينفذ، لا ربح ولا خسارة.

$$0.62: \text{قيمة حق اختيار الشراء} = (0.6305 - 0.62) \times (1500000) = 15750, \text{ ينفذ}$$

ويخسر أقل من العلاوة (حيث $0.6305 - 0.62 = 0.0105$ وهي قيمة أقل العلاوة).

- 0.61: قيمة حق اختيار الشراء $= (0.6305 - 0.61) \times (1500000) = 30750$ ، ينفذ ويخسر العلاوة (حيث $0.6305 - 0.61 = 0.0205$ وهي قيمة العلاوة).
- 0.60: قيمة حق اختيار الشراء $= (0.6305 - 0.6) \times (1500000) = 45750$ ، لا ينفذ ويخسر العلاوة.

والرسم البياني التالي يوضح تحليل الربح لهذه العملية.



مثال 2: (مشتري خيار البيع)

لنفترض أن شركة أمريكية في يوم 1 مارس قامت بتصدير ما قيمته 1500000 euro أجهزة كمبيوتر لأسبانيا يتم تحصيلها بعد ثلاثة أشهر، وتشير توقعاتها إلى احتمال انخفاض أسعار الصرف في تلك الفترة، وحتى تتجنب المخاطر التي قد تنجم عن انخفاض سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي، فإنها تقوم بتغطية نفسها، حيث قررت اللجوء الى سوق نيويورك وذلك بالتعاقد لشراء حق اختيار البيع.

حيث أنه في 1 مارس كان سعر الصرف الفوري $1 \text{ euro} = 0.6090 \$$ ، والشركة قررت التغطية من خلال شراء خيار يستحق في 1 ماي، له سعر تنفيذ أقرب ما يكون للسعر الصرف الفوري، حيث تم التعاقد على سعر محدد هو 61 سنتا، ووفقا لنصوص الاتفاق ينبغي أن تدفع الشركة علاوة أو مكافأة للطرف الآخر بما قيمتها 2.05 سنتا. وتشير المعطيات وقتها الى أن القيمة الاسمية للخيارات في سوق نيويورك هيا 62500 euro، وهذا يعني أن الشركة ستشتري 24 خيار.

وفقا لبيانات المثال:

قيمة العلاوة: تقدم الشركة لبائع الخيار علاوة قيمتها

$$\$ 30750 = 0.0205 \times (62500 \times 24)$$

أ- التغطية (حالة انخفاض السعر السوقي):

في حالة انخفاض سعر صرف اليورو إلى: $1 \text{ €} = 0.5620 \$$

يقوم المصدر بتنفيذ خيار البيع بسعر التنفيذ المتفق عليه: $1 \text{ €} = 0.61 \$$

حيث يحصل على: $\$ 884\,250 = (0.0205 - 0.61) \times 1500000$

يحصل المصدر على مبلغ صافي (بخصم العلاوة) مقداره 884 250 دولار.

ب- في حالة غياب التغطية، فإن سعر اليورو هو $\$0.5620$ ، ومن خلال عملية تحويل الدولار الى يورو يحصل المصدر على:

$$\$ 843\,000 = 0.5620 \times 1500000$$

وبالتالي بتنفيذ العقد يحصل المصدر على مبلغ قدره $\$884250$ ، وهو أكبر مما لو استخدم سعر الصرف الحاضر السائد في السوق، وبالتالي فربح الشركة او مبلغ التحوط هو الفرق بين المبلغ المحصل والمبلغ الذي كان سيحصل في غياب التغطية.

مبلغ التحوط (الربح) $= 884250 - 843000 = 41250$ دولار.

ويمكن حساب هذه النتيجة بتطبيق قانون تحديد هوامش الربح والخسارة لمشتري

حق خيار البيع (put option):

فبالنسبة لمشتري حق اختيار البيع:

قيمة حق اختيار البيع = سعر التعادل - السعر السوقي

سعر التعادل = سعر التنفيذ - العلاوة أو المكافاة

$$0.5895 = 0.0205 - 0.61 =$$

قيمة حق اختيار البيع = $0.5620 - 0.5895 = 0.0275$ لكل واحد دولار

وبالتالي فالربح الاجمالي $= 1500000 \times 0.0275 = 41250$ دولار

ج- حالة ارتفاع السعر السوقي:

في حالة ارتفاع سعر صرف اليورو الى: $1\text{€} = 0.6530 \$$

هذا يجعل المصدر لا ينفذ خيار البيع، فيقبل بخسارة قيمة العلاوة $30750 \$$ ،

ويبيع اليورو في السوق الفوري فيحصل على مبلغ:

$$979500 \$ = 0.6530 \times 1500000$$

ومع خصم العلاوة فإن المبلغ الصافي الذي يحصل عليه المصدر هو:

$$948750 \$ = 979500 - 30750$$

وهو أكبر من السعر لو تم التنفيذ ($884250 \$$).

د- وللتوضيح أكثر نأخذ الأسعار عند القيم التالية:

$$1\text{€} = 0.5620 \$ \quad / \quad 1\text{€} = 0.5895 \$ \quad / \quad 1\text{€} = 0.60 \$$$

$$1\text{€} = 0.61 \$ \quad / \quad 1\text{€} = 0.62 \$ \quad / \quad 1\text{€} = 0.6305 \$$$

بالنسبة لمشتري حق اختيار البيع:

$$30750 \$ = 1500000 \times 0.0205 = \text{قيمة العلاوة الاجمالية}$$

قيمة حق اختيار البيع = سعر التعادل - السعر السوقي $\times$ (قيمة الصفقة)

سعر التعادل = سعر التنفيذ - العلاوة أو المكافاة

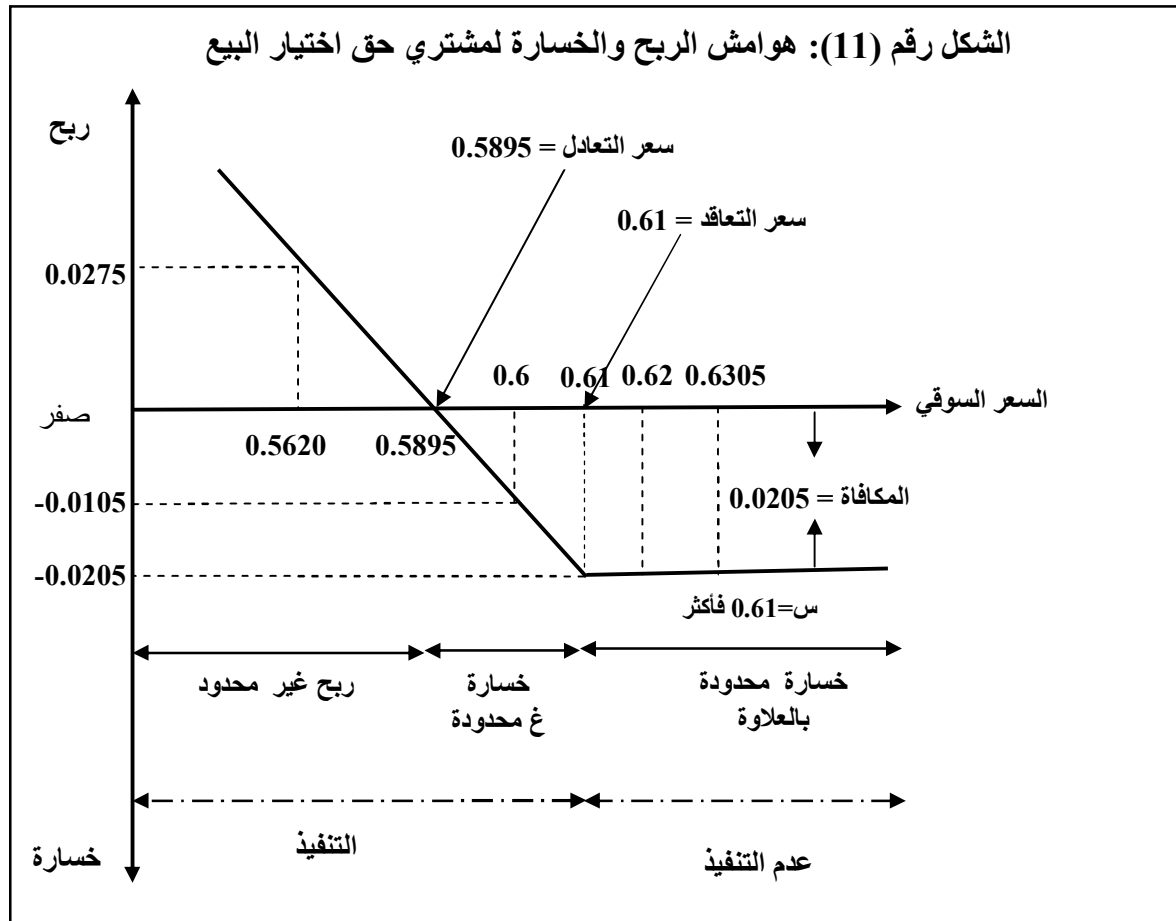
سعر التعادل $= 0.61 - 0.0205 = 0.5895$ بالنسبة لوحدة واحدة من العملة.

دراسة هوامش الربح والخسارة عند القيم التالية:

• 0.5620 : قيمة اختيار البيع $= (0.5620 - 0.5895) \times (1500000) = 41250$ ، ينفذ

ويربح 41250 دولار.

- 0.5895: قيمة اختيار البيع $= (1500000) \times (0.5895 - 0.5895) = 0$ ، ينفذ أو لا ينفذ، لا ربح ولا خسارة.
 - 0.60: قيمة اختيار البيع $= (1500000) \times (0.60 - 0.5895) = 15750$ ، ينفذ ويخسر أقل من العلاوة (حيث $0.60 - 0.5895 = 0.0105$ وهي قيمة أقل العلاوة).
 - 0.61: قيمة اختيار البيع $= (1500000) \times (0.61 - 0.5895) = 30750$ ، ينفذ ويخسر العلاوة (حيث $0.61 - 0.5895 = 0.0205$ وهي قيمة العلاوة).
 - 0.62: قيمة اختيار البيع $= (1500000) \times (0.62 - 0.5895) = 45750$ ، لا ينفذ ويخسر العلاوة.
 - 0.6305: قيمة اختيار البيع $= (1500000) \times (0.6305 - 0.5895) = 61500$ ، لا ينفذ ويخسر العلاوة.
- والرسم البياني التالي يوضح تحليل الربح لهذه العملية.



5-7- عقود الخيار والعمليات الآجلة:

على الرغم من بعض التشابه القائم بين عقود الخيار والعمليات الآجلة خاصة فيما تعلق بأن كليهما عمليات مبنية على أسعار تثبت الآن على أساس التسليم في الفترات آجلة لاحقة، إلا أن عقود الخيار تمتاز بميزتين اضافيتين، هما:

- أنها تعطي طرفا من الطرفين المتعاملين حق اختيار الالتزام بالعقد الموقع وتنفيذه ليكون الطرف المقابل هو الملزم بالتنفيذ، وهذه ميزة لا توفرها العمليات الآجلة؛
 - أنها توفر أربع حالات تعامل ممكنة هي شراء حق ممارسة الشراء، شراء حق ممارسة البيع، بيع حق ممارسة الشراء، بيع حق ممارسة البيع، في حين توفر عمليات التعامل الآجل حالتين فقط هما حالة الشراء وحالة البيع.
- ومما سبق نجد أنه من الممكن لعقود الخيار أن تحل محل عمليات التعامل الآجل أو أن تعتبر عمليات مكملة لها، ونجد في كثير من الأحيان تداخلا كبيرا بين هاتين الأداتين تعتمد درجته على أسعارهما المعروضة.

وبهذا قد يظهر للوهلة الأولى أنه لا يوجد مبرر قوي لاستعمال حقوق الخيار كبديل لعمليات التعامل الآجل ضمن أساليب التحوط والحماية، خاصة وأن هناك مبلغا يدفعه المشتري سلفا كثمن لاستعمال هذه الحقوق، ويرتفع في بعض الأحيان ليشكل عبئا كبيرا على المتعامل، في حين أنه لا يطلب منه مثل هذا الثمن في عمليات التعامل الآجل، الأمر الذي يدفع الكثيرين لعدم تزكية استعمال هذه الحقوق.

وما يمكن قوله أنه في اطار تذبذبات الأسعار غير المتوقعة، فإن الخسارة المحدودة التي قد تترتب عن استعمال عمليات التعامل بحقوق الخيار ستبقى دائما أفضل من الخسارة غير المحدودة التي قد تترتب عن استعمال عمليات التعامل الآجل.

7- تغطية خطر الصرف عن طريق شركات التأمين على التجارة الخارجية:

قد يمكن للمؤسسات الاقتصادية أن تغطي خطر الصرف، عن طريق شركات التأمين، و هذا يدخل ضمن نفس منطق التقنيات الخاصة بتغطية خطر الصرف التي سبق التعرض لها، ذلك أن الفكرة الأساسية هي ضمان سعر صرف أجل، و تلجا اليها

الشركات التي لم يكن بإمكانها استعمال طرق التغطية السابقة بسبب وجود رقابة صارمة على سياسة الصرف، أو عدم إمكانية أو إستحالة تغطية خطر الصرف بالنسبة لعملات معينة.

و تختلف هذه الضمانات المقدمة من شركات التأمين من شركة إلى أخرى، بحيث قد تتعلق هذه الضمانات بـ :

- ضمانات تطبق على الصادرات و الواردات، و الضمان هنا ينصب على رقم الأعمال المرتقب (تصدير) أو حجم المشتريات المتوقع (الإستيراد)، فالمؤسسة طالبة الضمان يمكن لها أن تختار فترة التغطية التي تمتد من 3 إلى 18 شهرا وكذلك العملة المراد تغطيتها من بين العديد من العملات التي تغطيها هذه الشركات.
- الضمانات المقدمة للمصدر لتغطية الخسائر المحتملة والممكنة الوقوع في حالة إنخفاض سعر الصرف بين تاريخ تقديم العرض من المصدر إلى زبونه، وتاريخ التوقيع الفعلي للعقد.

8- الاقتراض قصير الأجل:

إذا كان لأحد المصدرين مبالغ بعملة أجنبية تستحق بعد ثلاثة شهور فإنه يقوم بالحصول على قرض بنفس العملة لمدة ثلاثة شهور، بحيث تغطي مستحقاته المالية الآجلة قيمة القرض وفوائده، ثم عليه في نفس الوقت تحويل قيمة القرض إلى عملته طبقا لسعر الصرف الفوري ثم إيداع الحويلة في وديعة لمدة ثلاثة شهور، وعندما يتم تحصيل مستحقاته من المستورد يقوم بتسديد القرض الذي كان قد حصل عليه وفوائده.

9- خصم الكمبيالات المسحوبة بالعملة الأجنبية:

عندما يكون تسديد قيمة السلعة المستوردة بكمبيالات يسحبها المستورد لصالح المصدر لاستحقاقات آجلة مختلفة (والمعروفة باسم تسهيلات الموردين)، فإن المصدر قد يعمل على خصم الكمبيالات لدى أحد البنوك في دولة المستورد والحصول على قيمتها فورا مقابل عمولة يدفعها للبنك الذي قام بعملة الخصم.

10- اللجوء لشركات تحصيل الديون:

وهو أن تبيع الشركة مستحقاتها المالية بالعملة الأجنبية إلى إحدى شركات تحصيل الديون (factoury compagnie) مقابل التنازل عن نسبة من هذه المستحقات لها وتصبح شركة تحصيل الديون في هذه الحالة دائنا أصيلا في مواجهة المدين وعليها تحصيل مستحقاتها منه بدون الرجوع إلى البائع.

11- الحصول على ضمان حكومي لتغطية مخاطر الصرف:

تعمل بعض الوكالات الحكومية في كثير من البلدان على تشجيع الصادرات بتقديم ضمانات لتغطية المخاطر الائتمانية المرتبطة بالتصدير ، وكذلك لتغطية مخاطر تقلبات سعر الصرف وذلك مقابل قيام المصدر بتسديد عمولة بسيطة للوكالة كي تتحمل الخسائر التي تنجم عن التأخير عن الدفع أو تقلب سعر الصرف في غير صالح المصدر ومن هذه الوكالات على سبيل المثال لنا.

- وكالة ضمان قروض التصدير، Export Crédit Guaranetee Department (ECGD).
- بنك الصادرات والواردات، The Export Import Bank (EXIMBANEK).
- Compagne Français D'assurance pour le Commence Extérieur. (COFACE)
- Hermez crédit Versai cherungs A G .(HERMES) Germanie
- Export Risk Guaran .(E R G) Surtzerlard
- Export assurance D *iuson .(E I D) Japon

وتقوم البنوك التجارية بمنح ائتمان للمصدرين بشروط مسيرة في ظل الضمانات التي تقدرها هذه الوكالات الحكومية، ونظرا لاشتداد حدة المنافسة بين الدول المصدرة للسلع الرأسمالية فإن هذه الوكالات أصبحت تعرض دعما ماليا لتسديد الفوائد التي تحتسب على التمويل الائتماني الذي يمنح للمصدرين.

12- مراكز إعادة الفوترة بالعملة الصعبة (Les centres de réfacturation en devises):

في بعض التجمعات العالمية أو مراكز الأعمال يتم تركيز (ضبط) إدارة خطر الصرف بيد مركز لإعادة الفوترة هذه التقنية تشبه إلى حد كبير عملية (NETTINE)، لكن عملية إعادة الفوترة هدفها الأساسي ليس إجراء مقاصة للتدفقات

ما بين أعضاء نفس التجمع، لكن هدفها هو إما تجميع المدفوعات الخاصة بعمليات الاستيراد إلى خارج أو داخل المجموعة، أو تجميع المقبوضات المترتبة على عمليات التصدير إلى داخل التجمع أو داخل أعضاء نفس التجمع.

ففي حالة تركيز المدفوعات إلى خارج التجمع، فإن مركز إعادة الفوترة يعمل كشركة فوترة (Société de factoring) تقوم بتسيير خطر الصرف و خطر القروض في نفس الوقت.

فمركز إعادة الفوترة يعمل كوسيط مالي يكتفي بتنفيذ العمليات دون إدخال أي تعديلات على مختلف التدفقات المادية.

هذا النوع من المراكز يكتسي أهمية كبيرة بالنظر إلى الإعفاءات الضريبية التي قد يستفيد منها نتيجة موقعه الجغرافي، بالإضافة إلى أن تركيز إدارة خطر الصرف تزيد من فعالية هذه العملية.

خامسا- وسائل و تقنيات أخرى:

1- التأثير على التدفقات التجارية للمؤسسة:

تلجأ المؤسسة إلى هذا الإجراء بناء على توقعاتها المستقبلية بشأن أسعار صرف العملة، فإذا توقعت حدوث تغيرا كبيرا في سعر صرف العملة خلال فترو قصيرة من الزمن تقوم بتعديل برنامج استيرادها من المستلزمات الإنتاجية، و ذلك برفع الكميات المستوردة، و تسعى إلى تسريع طلبياتها تجنباً للخسارة المحتملة، و العكس في حالة التصدير.

و ينبغي أن يتم ذلك بدراسة واقعية لإمكانيات المؤسسة المالية، و كذا قدرتها التفاوضية و التخزينية، و كذا قدرة العميل على تلبية ذلك، و ينبغي المفاضلة بين تكلفة الدراسة و تكلفة الخطر المتوقع، و كذلك يتطلب رسم استراتيجية للمؤسسة بشأن الصادرات و الواردات و تحقيق التوازن بينهما.

2- التغطية الذاتية و (LES MARCHES D'APPLICATION) :

و يتمثل في إجراء مقاصة بين ذمة و دين محررين بنفس العملة، و لهما نفس تاريخ الإستحقاق، بحيث تقوم المؤسسة بتغطية متبادلة للمبلغ الأقل، و هنا يستمر احتمال تعرض المؤسسة لخطر الصرف بالنسبة للرصيد المتبقي فقط.

أما سوق التطبيق (MARCHE D'APPLICATION) فهي طريقة تقضى بالسماح للمؤسسة التي بحوزتها رصيد من العملة الصعبة باستعماله لسداد مدفوعات ديون أو التزامات ناتجة عن عمليات مالية أو تجارية بالعملة الصعبة كذلك، و ذلك من خلال وسيط مالي عادة بنك، و يوجد نوعان من الأسواق التطبيقية:

- أسواق تطبيقية مع ضرورة تحويل الأموال، هذه التقنية تستند إلى تحويل فعلي للعملة. فالمؤسسة التي تقوم بدفع المستحقات لمورديها مستعملة بذلك العملات التي تتلقاها من زبائنها الأجانب، هذه المؤسسة سوف لن تتعرض إلى أخطار سعر الصرف، بالإضافة إلى تناقص حجم العمولات البنكية التي تدفعها خاصة عمولات الصرف.

- أسواق التطبيق بدون تحويل للأموال. و هي عمليات مقاصة من نوع خاص و تكون ممكنة عندما يكون الطرفين أي الدائن و المدين كلاهما مدين و دائن للطرف الآخر بمبلغ معين. هنا فإن الرصيد فقط الناتج عن عملية المقاصة هو الذي يكون محل تحويل أو تغطية من خطر الصرف و هي تعتبر كذلك تغطية ذاتية.

3- حسابات الاعتراض (Comptes d'interception):

و هي حسابات بنكية متواجدة في دولة أجنبية الغرض منها تلقي المدفوعات لصالح المؤسسة المصدرة من قبل الزبائن المقيمين في هذه الدول الأجنبية، مما يؤدي إلى التقليل من الوقت الضروري لتحصيل هذه المبالغ، و بالتالي يقلص إلى حد كبير من خطر الصرف و احتمال وقوعه.

4- نظام الصندوق المغلق أو الصندوق البريدي (LOCK BOX):

يمكن استخدام نظام الصندوق المغلق (lockbox system) فمن خلال نظام الصندوق المغلق (lockbox system) تحتفظ الشركة بصناديق بريد خاصة تسمى الصناديق المغلقة (lockboxes) في مواقع مختلفة متواجدة بالخارج.

هنا فإن الشيكات الواردة إلى المؤسسة و الخاصة بتسوية دين أو بدفع قيمة صادرات معينة، يتم إرسالها إلى صندوق بريدي متواجد بالخارج وتقوم الشركة بتفويض البنوك المحلية في تلك الدولة المتواجد فيها تلك الصناديق، والتي تقيم معها علاقات لتحصيلها مباشرة، و للتحقق من صناديق البريد هذه كلما كان ذلك معقولاً بالنظر إلى عدد المتحصلات المتوقعة.

نظراً لأن البنوك تقوم بإجراء عمليات التحصيل يتم إيداع الأموال التي تم استلامها على الفور في حسابات الشركة دون الحاجة أولاً إلى معالجتها بواسطة نظام محاسبة الشركة وبالتالي تسريع عملية تحصيل الأموال، و ربح للوقت بدلاً من إتباع الطريقة التقليدية في عملية التحصيل و التي تستغرق وقت طويل و تزيد من احتمالات وقوع خطر صرف نتيجة تغير أسعار صرف العملات المحررة بها تلك الشيكات.

تتلقى الشركة تقارير من البنك (البنوك) ونسخ من العناصر الواردة حتى تتمكن من تسجيل المتحصلات في حسابات العملاء .

قائمة المراجع:

أولاً- باللغة العربية:

- 1- عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، الطبعة 01، 1999.
- 2- حمدي عبد العظيم، الإصلاح الاقتصادي في الدول العربية بين سعر الصرف والموازنة العامة، دار زهراء الشرق، القاهرة، 1998.
- 3- ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية-العملات الاجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة 01، 2004.
- 4- عبد المجيد قدي- المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية- ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط03، 2006 .
- 5- صفوت عبد السلام عوض الله، سعر الصرف وأثره على علاج اختلال في ميزان المدفوعات (التجربة المصرية في سعر صرف الجنيه المصري)، دار النهضة العربية، القاهرة، 2002.
- 6- كامل بكري، الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية للطباعة والنشر، بيروت، 1988.
- 7- سامي خليل، الاقتصاد الدولي- الكتاب الثاني-، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007.
- 8- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم-إدارة المخاطر-المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 9- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- 10- عبد السلام أبو قحف، أساسيات التنظيم و الإدارة، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية- مصر، سنة 2002 .
- 11- عبد الغفار حنفي، السلوك التنظيمي و إدارة الموارد البشرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2002.
- 12- مدحت صادق، النقود الدولية وعملية الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ط01، 1997 .
- 13- مروان عطون، الأسواق المالية والنقدية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ج01، 1993.
- 14- محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ج01، 1996.
- 15- ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، دار الفكر، الجزائر، 1993.

- 16- سالقاتور دومينيك، الاقتصاد الدولي، دار ماكجروهيل للنشر، القاهرة، 1975 .
 - 17- صبيحي تادرس قريصة وكامل عبد المقصود بكري، النقود والبنوك والتجارة الخارجية، دار الجامعة، المصرية، الإسكندرية، 1974.
 - 18- حسين زينب عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية للنشر مطابع الامل بيروت، 1999.
 - 19- أحمد محمد مندور، السيد أحمد السريتي، مبادئ الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
 - 20- عادل أحمد حشيش، مجدي محمود شهاب، الاقتصاد الدولي جوانب الاقتصاد الدولي المعاصر، الدار الجامعية، بيروت، 1999.
 - 21- عبد الباسط وفا محمد، المخاطر الناشئة عن تقلبات الأسعار في سوق الصرف الأجنبي، اسبابها، انواعها، اساليب تلافيها، دار النهضة العربية، مصر، 1998.
 - 22- لورا إ. كودريس، "أسواق العملات الأجنبية : الهيكل والمخاطر المرتبطة بالنظام"، مجلة التمويل والتنمية، العدد 04، 1996.
 - 23- بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 23، نوفمبر 2003.
 - 24- محمود محي الدين وأحمد كجوك، سياسات سعر الصرف في مصر، ندوة معهد السياسات الاقتصادية.
 - 25- محمد بن بوزيان، مطبوعة المالية الدولية، جامعة أبي بكر بلقايد، جامعة تلمسان.
 - 26- زيات عادل، إدارة خطر الصرف وسبل تطوير تقنيات التحوط في البلدان الناشئة، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف -1، 2016/2017.
 - 27- عبد الحق بوعتروس، تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف، مؤتمر إدارة المخاطر و اقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد و العلوم الادارية، جامعة الزيتونة الأردنية
- ثانيا- المراجع باللغة الأجنبية:**

- 1- Poul Grand Jeu, precis de Gestion financiere internationale, D'organisations, Paris, 1986.
- 2- Olivier Blonchard , Macro économie, Pearsou éducation, Paris, France, 2001.

- 3- <http://www.ksu.edu.sa/sites/Colleges/Arabic%20Colleges/AdministrativeSciences>.
- 4- 1- www.microfinancegateway.org/audit/index.htm/file_3.pdf.
- 5- J. Longatte, P.Vanhove, C. Viprey, économie générale, dunod, paris 2002.
- 6- michel, jura, technique financiere internationale, dunod, paris 1999
- 7- Jean claud praser, La politique aujourd'hui, elliprs édition marketing As.A Paris, France, 2002
- 8- Ghislaine Legrand, Hubert Martini," technique du commerce international, comment bien gérer vos opérations import/export", édition Gualino, 2ème édition, paris.
- 9- Josette Peyrard : "Gestion financière internationale", 5ème édition, Vuibert, Paris, France, 2003,