

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الحاج لخضر



قسم علوم التسيير

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية  
وعلوم التسيير

مطبوعة في مقياس

# تسيير مالي دولي

مقدمة لطلبة السنة الاولى ماستر  
تخصص نقود و مؤسسات مالية

إعداد الدكتور: نويوة عمار

السنة الدراسية: 2014/2013

## فهرس الموضوعات

|               |                                           |      |
|---------------|-------------------------------------------|------|
| الفصل الأول   | النقود والفائدة وسعر الصرف                | ص 01 |
| الفصل الثاني: | سعر الصرف                                 | ص 16 |
| الفصل الثالث: | مخاطر عمليات الصرف الأجنبي                | ص 33 |
| الفصل الرابع: | عمليات الصرف الآجلة                       | ص 36 |
| الفصل الخامس: | عقود حقوق الخيار                          | ص 45 |
| الفصل السادس: | سوق العقود المستقبلية على العملة الأجنبية | ص 53 |

## الفصل الأول

### النقود والفائدة وسعر الصرف

#### أ- ماهية النقود:

في حياتنا اليومية، اعتدنا على الاستخدام الواسع للنقود، لدرجة أننا بتنا بالكاد ننتبه إلى الوظائف التي تؤديها، ولنتصور ما يمكن أن تؤول إليه الحياة الاقتصادية في حال غياب النقود.

وتعرف النقود، عادة بأنها كل شيء مقبول بوجه عام في التعامل، وهذا القبول العام قد يكون اختياريا، إن كان للسلعة قيمة تجارية أو إلزاميا، في حال انفصال الصلة بين القيمة الاسمية للنقود وقيمة المادة التي صنعت منها. ومن الواضح أن وظائف النقود تطورت من كونها أداة لقياس القيم ووسيط للتبادل إلى أداة لاختزان القيمة والمدفوعات الآجلة.

#### النقود كمقياس للقيمة Money and the Unit Account:

من عيوب نظام المقايضة عدم وجود مقياس مشترك للقيمة تنسب إليه قيم كافة السلع والخدمات المختلفة، مما يقتضي تعدد المقاييس، في الوقت الذي يقتضي فيه الأمر السهولة والدقة في إتمام المعاملات. وتزداد أهمية هذه الوظيفة كلما كان هذا المقياس مقبولا بوجه عام في التعامل، ويؤسس هذا القبول اليوم، على صفته الإلزامية، عندما تتدخل الدولة وتفرض الصفة القانونية على نوع معين من النقود، ويصبح بذلك ملزما ومبرئا للذمة، بالإضافة إلى تمتع هذا المقياس بثبات نسبي في قيمته. وهذا الثبات أمر ضروري لربط الحاضر بالمستقبل، وأن تكون هذه النقود قابلة للدوام، أي أن لا تكون معرضة للتلف.

مع هذا تظهر التجربة تقلبات في قيمة النقود، وهذا ما قد يؤدي إلى فقدان هذا المقياس على القيام بهذه الوظيفة.

#### النقود كوسيط للتبادل Money as Medium of Exchange:

استخدم النقود كوسيط للتبادل فكك عملية المقايضة تلقائيا إلى شقين، بيع منفرد وشراء منفرد، ومدى نجاح هذه الوظيفة ترتبط بخاصية القبول العام من جميع أفراد المجتمع، وتمتع النقود بقوة شرائية عامة على كافة السلع والخدمات، تمكن صاحبها من الحصول على ما يعادل قيمتها من أي سلعة تعرض للبيع في السوق، وأن تكون هذه النقود مرتفعة الثمن قياسا بوزنها حتى تكون سهلة الحمل وأن تكون قابلة للتجزئة.

#### النقود كمستودع للقيمة Store of Value:

بالإمكان عدم استخدام النقود في الحال، بل يتم ادخارها بفرض استعمالها في لحظة لاحقة في المستقبل، وهذا يعني تمتع النقود بالقبول العام حاضرا ومستقبلا، وأن هناك فاصلا زمنيا يفصل بين عمليتي البيع والشراء، وأن النقود تقوم هنا بوظيفة مستودع القيمة،

والسؤال الذي يطرح هنا، هل بالإمكان استخدام أدوات أخرى غير النقود في أداء هذه الوظيفة.

ويبقى الخيار الأساسي المفاضلة بين الاحتفاظ بالثروة على شكل نقدي سائل أو الاستثمار أو الاستثمار مثلاً، في شراء السندات والأسهم أو بأدوات أخرى، وهو مسألة العائد والسيولة.

كينز تساءل عن سبب احتفاظ أي شخص بالثروة (بالدخل) على شكل أوراق نقدية Cash أو دافع Deposits غير مدورة، في الوقت الذي قد يتمكن من الحصول على مردود (عائد) إذا ما احتفظ بسندات مالية؟ وقد عثر على الجواب من خلال مفهوم الرغبة في السيولة (تفضيل السيولة) Liquidity preference.

فحين المفاضلة بين النقود والأشكال الأخرى من الأصول التي يمكن استخدامها لحفظ الثروة، يؤخذ بالاعتبار مسألة السيولة، والسيولة تعني هنا القدرة على استخدام الأصل في شكل نقدي حين تنشأ الحاجة إلى ذلك. وهذه المسألة مفروغ منها بالنسبة للنقود فهي تتمتع بسيولة مطلقة (النقود هي السيولة بذاتها). أما بالنسبة للأصول المالية الأخرى فهي تعني مدى القدرة على تحويلها إلى نقد عن طريق السوق.

### النقود كمقياس للمدفوعات الآجلة Standard of deferred Payment:

لتؤدي النقود هذه الوظيفة ينبغي أن يتوافر للنقود شرط القبول العام والتمتع بالثبات في القيمة في المستقبل، لأن التقلبات في القوة الشرائية للنقود، إنما تؤدي إلى الإخلال بالعدالة الاجتماعية بين طرفي العقد الدائن والمدين.

### II-تحديد الكمية النقدية:

كما تقدم، تعتبر النقود وحدة للحساب ووسيط للتبادل ومستودعاً للقيمة ومقياساً للمدفوعات الآجلة، وتلعب النقود دوراً هاماً في تحديد مستوى الأسعار ومستوى الإنتاج وتؤثر في ميزان المدفوعات.

ومن الضرورة بمكان والحالة هذه، أن نعرف التغيرات في عرض النقود، بصرف النظر، عن التعريف الذي نعتمده للكتلة النقدية، ومصادر هذه التغيرات لنستطيع اتخاذ الإجراءات والسياسات الملائمة في الوقت المناسب ولتكون معدلات النمو متناسقة مع الحاجة الفعلية للنشاط الاقتصادي من الوسائل الدوارة.

ومن بين المفاهيم المختلفة للكتلة النقدية، يمكننا التمييز بين مفهومين للكتلة النقدية.

$$M1= C +D$$

حيث: M1- المفهوم الضيق للكتلة النقدية، أو كمية وسائل الدفع المتاحة في المجتمع في فترة زمنية معينة.

C- حيازات العملة لدى الجمهور غير المصرفي (أو: العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي).

D- الودائع تحت الطلب في البنوك التجارية، وهي تمثل التزام مصرفي قابل للسحب لدى الطلب.

ومع التطورات الاقتصادية، أصبح من الصعوبة بمكان التمييز بين النقود وأشباه النقود. وبالتالي لم يعد مفهوم عرض النقود يقتصر على  $M1$ ، بل بدأ الاهتمام يتحول إلى مفهوم واسع للكتلة النقدية هو مفهوم السيولة المحلية الخاصة  $M2$ :

$$M2 = C + D + T$$

حيث T- تمثل الودائع الآجلة.

ولا يقتصر تحديد الكتلة النقدية على دور السلطات النقدية وحدها، بل ينتج عن تفاعل متشابك لشتى الجهات الاقتصادية: السلطات النقدية، البنوك التجارية والجمهور، والتي تؤثر قراراتها على العرض النقدي من خلال متغيرات ثلاثة هي:

- نسبة السيولة  $C/D = c$ ، وهذه النسبة يحددها الجمهور، وترتبط بكيفية توزيعه لدخله بين العملة والودائع تحت الطلب، وترتبط حكما، بعبادات الأفراد وأشكال المدفوعات.

- نسبة الاحتياطات المصرفية  $R/D = r$ ، وتكون هذه النسبة عادة أقل من الواحد الصحيح. ويعود هذا الأمر إلى أن البنوك التجارية بالإضافة إلى الاحتياطات، تمتلك أصولا أخرى كالسلفيات والأوراق المالية مثلا.

وهناك عاملان يمارسان تأثيرا على نسبة الاحتياطات إلى الودائع، هما معدل الاحتياطات الإلزامية والاحتياطات الفائضة التي يقوم البنك التجاري بتشكيلها من تلقاء ذاته.

### III- الطلب على النقود:

بعد أن تعرضنا لوظائف النقود، وتحديد الكتلة النقدية بإمكاننا الآن الانتقال إلى تحليل العوامل التي تمارس تأثيرا في كمية النقود التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها لغرض المعاملات، ومحددات الطلب على النقود من قبل الوحدات الإنتاجية.

وكما هو معلوم، فإن الطلب على النقود يرتبط:

أولا: بالعائد المرتقب على أصل ما بالمقارنة مع الأصول الأخرى.

ثانيا: سيولة الأصل، أي سرعة تحوله إلى نقود في الحال وبدون خسارة أو بحد من الخسارة.

هذا ويتجزأ الطلب على النقود إلى:

- أ- طلب على النقود لغرض المعاملات.
- ب- طلب على النقود لغرض الإحتياط.
- ت- طلب على النقود لغرض المضاربة.
- ث-

### 1- طلب على النقود لغرض المعاملات:

ونرمز له بالرمز **LT**، ينشأ هذا الطلب على النقود نتيجة قيام الفرد بمدفوعات منتظمة على السلع والخدمات، ويتأثر الطلب على النقود لغرض المعاملات، بوجه عام، تأثيراً مباشراً بالدخل وحجم العمالة. ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها دون تغيير، تؤدي الزيادة في الدخل إلى زيادة في الطلب على النقود لغرض المعاملات.

وتجدر الإشارة إلى أن الأفراد يحتفظون بأرصدة نقدية عاطلة **Idle Money**، إذا لم يكن هناك تنسيق كامل بين الدخل النقدي والنفقات. فكلما طالت مدة التأثير **Lag** بين الإيرادات النقدية والنفقات، تزداد الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها.

يجب الإشارة، إلى أن الفرد لا يعرف بالتمام حجم الدخل الذي سوف يحصل عليه في الفترات اللاحقة وأي نوع من المدفوعات سوف يقوم بها، مثلاً قد يضطر الفرد إلى شراء الدواء في حالات المرض. إن لم تتوفر لديه النقود فسوف يتحمل خسارة.

ونشير في هذا المجال إن بين الأرصدة النقدية التي يجب الاحتفاظ بها، وعدم توافر السيولة علاقة عكسية. كلما كانت كمية الأرصدة النقدية أكبر، كلما كانت درجة عدم التيقن أيضاً أكبر. وجواباً على سؤال، حول الكمية الملائمة التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها لغرض المعاملات، نشير إلى ارتباط هذه الكمية بعدة عوامل، نذكر منها:

**أ- سعر الفائدة:** من المؤكد أن الرصيد النقدي الذي يرغب الأفراد الاحتفاظ به لدفع المعاملات سوف يكون أكبر كلما كان معدل الفائدة أقل.

**ب - عدم التيقن:** زيادة عدم التيقن تؤدي إلى زيادة كمية النقود التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها.

### 1. الطلب على النقود لغرض المضاربة:

جوهر الموضوع بالنسبة للطلب على النقود لغرض المضاربة، يتأثر بالمفاضلة بين سيولة النقود من ناحية، والفائدة التي تدرها السندات من ناحية أخرى. فإذا كان معدل الفائدة مرتفعاً جداً يفضل الأفراد السندات على النقود، لأن سعر الفائدة المرتفع يعوض عن مخاطر تقلبات الأسعار، وبالعكس إذا كان سعر الفائدة منخفضاً يميل الأفراد إلى التفضيل المطلق للسيولة.

بالتالي فإن الطلب على النقود لغرض المضاربة، يمكن أن يكون دالة متناقصة لسعر الفائدة في السوق، والعلاقة بينهما عكسية.

نستنتج من سياق البحث، أن الاحتفاظ بالدخل (الثروة) على شكل نقدي سائل لا توفر لصاحبها عائداً، لذلك حين ميل الأفراد لتفضيل السيولة، فإنهم يضحون بإمكانية توفير عائد على شكل فائدة من جراء الاستثمار بالسندات أو الودائع الآجلة أو الاستثمار بأية أصول أخرى، لا تتمتع بدرجة عالية من السيولة. ورأيانا، أنه كلما كان معدل الفائدة أعلى كلما كانت درجة التضحية أكبر، جراء الاحتفاظ بالثروة على شكل نقدي سائل.

### 3- الطلب الكلي على النقود:

كنا قسمنا الطلب على النقود، إلى طلب على النقود لغرض المعاملات، وطلب على النقود لغرض المضاربة. وإن معدل الفائدة يتغير ضمن حدود ضيقة لتحقيق التوازن بين طلب وعرض النقود، لغرض المضاربة إذا ارتفع سعر الفائدة ينخفض الطلب على النقود على الكميات المعروضة منها، فيميل الأفراد إلى امتلاك الأوراق المالية (السندات). وتؤدي الزيادة في الطلب على السندات إلى ارتفاع أسعارها وتتنخفض بالمقابل أسعار الفائدة، ويترتب على ذلك تقليص الفجوة بين الطلب والعرض في السوق النقدي، وتستمر هذه العملية حتى بلوغ الفائدة مستواها التوازني.

وإن انخفض معدل الفائدة، يزداد الطلب على النقود عن عرضها، ويزداد عرض السندات فتتخفض أسعارها تبعاً لذلك، ويرتفع بالمقابل سعر الفائدة، ويترتب على ذلك تضيق الفجوة بين الطلب على النقود وعرضها. وتستمر هذه العملية حتى تصل الفائدة إلى المستوى التوازني.

ومن الممكن أن نعبر عن دالة الطلب على النقود جبرياً كالتالي:

$$L = ky - hi \quad k, h > 0$$

ويعكس الحدان  $h$  و  $k$  مدى حساسية الطلب على النقود تجاه التغيرات في مستوى الأسعار\* ومعدل الفائدة، ويترتب على زيادة الدخل بمقدار خمسة دولارات مثلاً، زيادة في الطلب الفعلي على النقود بـ  $5k$ ، كما يترتب على زيادة الفائدة بنقطة واحدة، انخفاض الطلب على النقود بـ  $h$  من الدولارات.

وبالإجمال - يمكن القول - أنه عندما نتحدث عن تقدير الطلب على النقود نفكر بداله تربط كمية النقود بمجموعة مناسبة من المتغيرات الاقتصادية الكلية، وهذه الدالات تحوي عادة متغير مقياس مثل الأسعار (ارتفاع الأسعار يؤدي إلى زيادة الطلب على النقود لغرض المعاملات) والدخل (زيادة الدخل تؤدي إلى زيادة قيم المعاملات، وبالتالي زيادة في الطلب على النقود)، ومتغير كلفة بديله، مثل سعر الفائدة، (رأيانا أنه مع تحييد العوامل الأخرى، إذا ارتفعت أسعار الفائدة، انخفض الطلب على النقود، والعكس بالعكس).

\* - الطلب الفعلي على النقود يساوي الطلب الإسمي مقسوماً على مستوى الأسعار ( $p$ ).

ويعبر عن الطلب الكلي على النقود، بالشكل التالي:  $M^D = P \times L(R, Y)$

حيث ترمز  $M^D$  - إلى الطلب الكلي على النقود.

P - المستوى العام للأسعار.

R - سعر الفائدة.

Y - متغير مقياس (الدخل) أو (الثروة).

ومن الواضح، أن أهمية  $L(R, Y)$  تنخفض إذا ازدادت (R) أو إذا زادت (Y).

إن لدالة الطلب على النقود، أهمية مزدوجة. فمن ناحية يمكن أن تكون دالة مستقرة أساساً للربط بين النقود وتضخم الأسعار، وبين النقود وميزان المدفوعات (لاحقاً سوف ندرس أثر التغير في كمية النقود على ميزان المدفوعات). ومن ناحية ثانية، يؤثر شكل هذه الدالة على آلية انتقال آثار السياسة النقدية.

بالنسبة للحالة الأولى، لا بد من الإشارة أن التجارب والأدلة تبرهن أن السلطات النقدية لا تملك السيطرة الكاملة على الكتلة النقدية. فإذا ما عرضت السلطات النقدية كميات من النقود، أكثر أو أقل، مما يرغب الجمهور في حيازته، يقوم الجمهور بتعديل نفقاته بغرض التوصل بحيازته في الأرصدة النقدية إلى المستوى المرغوب فيه.

وهذه العملية تحدث من خلال ثلاث وسائل أساسية:

1- **الوسيلة الأولى:** أن الجمهور يمكن أن يخفض حيازته من العملة الوطنية والتي تمثل قوة شرائية محلية، بشراء العملة الأجنبية والتي تمثل قوة شرائية عالمية، أو بالعكس قد يبيع العملة الأجنبية بمقابل العملة الوطنية. والمواطن الذي يعرض العملة الوطنية ويطلب بالمقابل عملة أجنبية يخفض حيازته من العملة المحلية، ويؤثر في الكتلة النقدية، فتتخفض الودائع تحت الطلب، مثلاً، نتيجة للمعاملة المالية.

2- **الوسيلة الثانية:** إذا زاد عرض النقود عما يرغب الجمهور حيازته، ينشأ لديه ميل لاستنفاد أرصده النقدية لصالح اقتناء سلع وخدمات، وفي اقتصاد مغلق قد تؤدي هذه العملية إلى ارتفاع الأسعار (P) وتتنخفض بالمقابل قيمة النقود، فيكون الجمهور في هذه الحالة قد خفض حيازته من الأرصدة النقدية من خلال التضخم.

3- **الوسيلة الثالثة:** قد يلجأ الجمهور إلى تعديل تكوين حافظته المالية، وإلى التخلي عن السيولة أو جزء منها بهدف إحلال أصول تدر عليه دخلاً، سوف تؤدي إلى ارتفاع أسعارها وتؤثر بالتالي على مستوى الفائدة.



تحدث هذه العمليات غالبا في نفس الوقت، ففي حال عرضت السلطات النقدية، أكثر مما ينبغي من النقد، زادت الدخول الاسمية وأسعار السلع المحلية. الأمر الذي يؤدي إلى تدهور شروط التجارة الخارجية، نظرا لأن الأسعار المحلية تصبح نسبيا أعلى من الأسعار العالمية.

أما بالنسبة للحالة الثانية، فإن كل سعر الفائدة يشكل متغيرا هاما، فمعنى ذلك أنه بالإمكان استخدام التغيرات في عرض النقود للتأثير في أسعار الفائدة (نظرا للعلاقة الطردية بينهما)، مما قد يؤدي، بدوره، إلى تغيير في قرارات الاستهلاك والاستثمار. وفي حال لم يشكل سعر الفائدة متغيرا هاما في دالة الطلب على النقود، فمعنى ذلك أن السياسة النقدية تؤثر في النفقات، أما من خلال الآثار الثروة، مثل التغير في الأرصدة النقدية الحقيقية، أو آثار (الإتاحة) مثل التغير في الائتمان المحلي.

وعادة ما يعبر عن الطلب الكلي على النقود، بالمعادلة التالية:

$$M^D/P = L(R, y)$$

حيث  $L(R, y)$  - تمثل الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية.

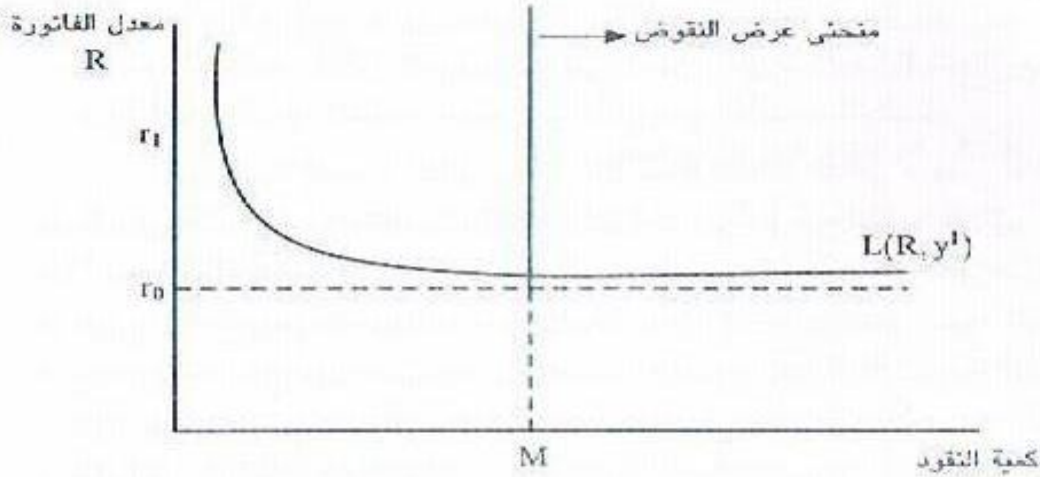
$M^D/P$  - الكمية النقدية التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها على شكل نقدي سائل.

وبين الرسم البياني (1) أثر التغير في سعر الفائدة في الطلب على النقود، وذلك بفرضية ثبات الدخل.

ويحمل الطلب على النقود كما يتضح في الرسم البياني (1) ميلا انحداريا ويعود ذلك إلى أن انخفاض سعر الفائدة، سوف يؤدي إلى الزيادة في رغبة الأفراد، الاحتفاظ بالثروة على شكل نقدي سائل.

ويمكن أن يكون الطلب على النقود دالة متناقصة لسعر الفائدة في السوق، نظرا لأن العلاقة بين المتغيرين عكسية.

المحور الرأسي في الرسم البياني، يقيس التغيرات في سعر الفائدة، بينما يقيس المحور الأفقي كمية النقود، ويمثل المنحنى  $L(R, y)$ ، منحى الطلب على النقود لغرض المضاربة.



#### الرسم البياني (4)

أثر التغير في سعر الفائدة في الطلب على النقود بفرضية ثبات الدخل

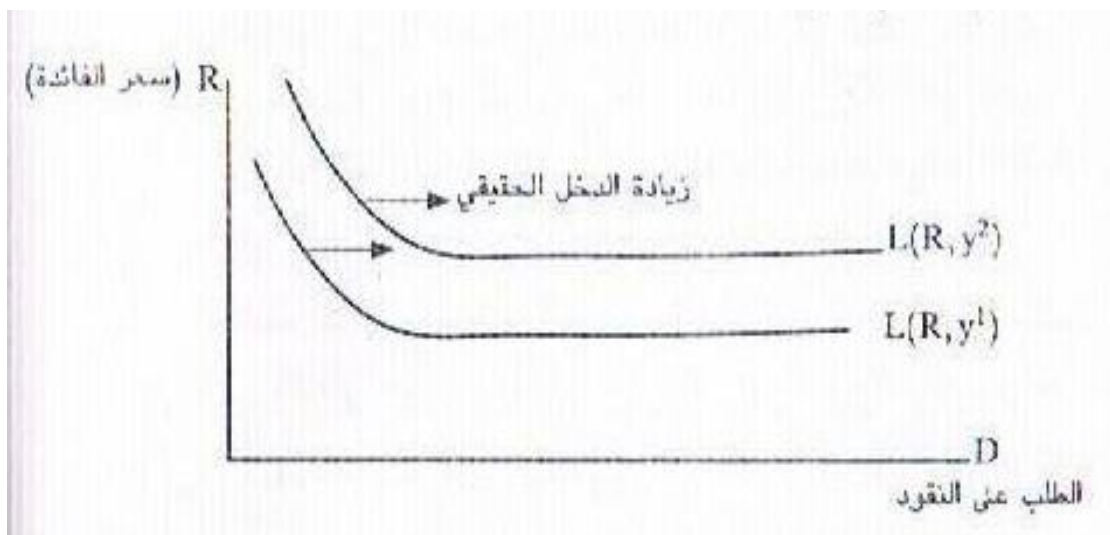
إذا كان سعر الفائدة عند المستوى  $r_0$ ، وهو يمثل أدنى مستوى ممكن أن تصل إليه أسعار الفائدة، فإن الطلب على النقود لغرض المضاربة، يصبح لا نهائي المرونة، وهذا يعني أن معدل الفائدة منخفض لدرجة يميل معه الأفراد إلى تفضيل السيولة، وعند بلوغ الفائدة المستوى  $r_0$  تكون الأسعار الجارية للسندات قد وصلت إلى حدها الأقصى، ولا يمكن أن ترتفع أكثر، ويتوقع المضاربون، بالتالي، انخفاضاً في أسعارها، بمجرد أن يحدث ارتفاع في سعر الفائدة فوق المستوى  $r_0$ . ويفضل الأفراد الاحتفاظ بثرواتهم على شكل نقدي سائل.

وعلى العكس من ذلك، فعند معدل الفائدة  $r_1$ ، (تمثل أعلى حد ممكن أن تصل إليه الفائدة في السوق) تنعدم الرغبة في الاحتفاظ بالسيولة، وعند بلوغ الفائدة هذا المستوى  $r_1$  تنخفض أسعار السندات إلى أدنى حد لها، ولا يمكن أن تنخفض أكثر، ويتوقع المضاربون ارتفاعاً في أسعار السندات بمجرد أن يحدث انخفاضاً في سعر الفائدة وعلى هذا الأساس لن يكون لدى الجمهور ميل بالنقود على شكل نقدي سائل، عند مستوى الفائدة  $r_1$  فيقوم بشراء السندات بهدف تحقيق أرباح ما أن تميل أسعارها إلى الارتفاع.

وبين المستويين  $r_0$  و  $r_1$  يلجأ المضاربون إلى توزيع ثرواتهم ما بين النقود والسندات، الأمر الذي يتحدد وفقاً لتفضيل السيولة وعوامل عدم التيقن بشأن سعر الفائدة في السوق. ويميل الأفراد إلى الاحتفاظ بالثروة على شكل نقدي سائل إن اتجهت أسعار الفائدة إلى

الانخفاض، بينما تتخفض درجة التفضيل النقدي لديهم إن اتجهت أسعار الفائدة إلى الارتفاع.

من ناحية ثانية، وبفرضية ثبات الفائدة، يؤدي زيادة الدخل من المستوى  $Y^1$  إلى  $Y^2$  - إلى زيادة في الطلب على النقود لغرض المعاملات، ويقع المنحنى  $L(R, Y^2)$  إلى الأعلى جهة اليمين من المنحنى  $L(R, Y^1)$ .



الرسم البياني (2)

آثر الزيادة في الدخل الحقيقي على منحنى الحقيقي على منحنى الطلب الكلي على النقود

#### 4- عرض النقود: التوازن في السوق النقدي:

شرط التوازن في السوق النقدي، التساوي بين الطلب الكلي على النقود مع عرضها، أو:

$$M^S = M^D$$

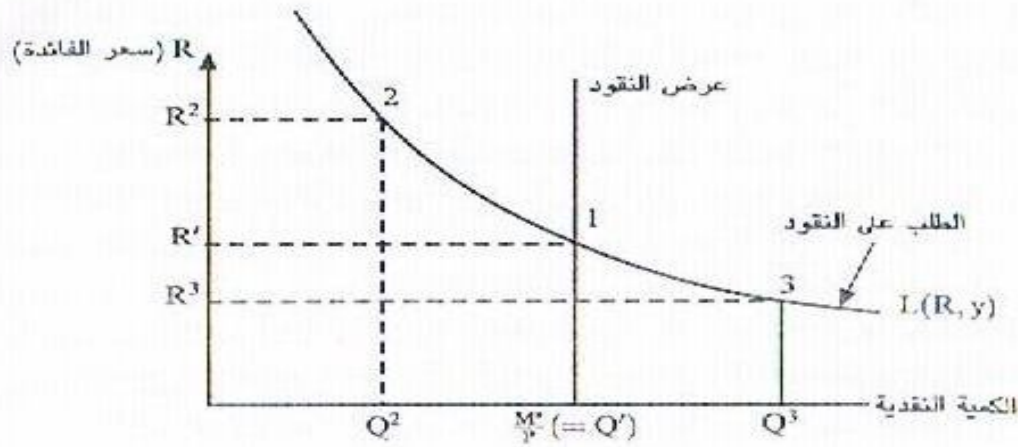
حيث:  $M^S$  تمثل منحنى عرض النقود

وبقسمة طرفي المعادلة على المستوى العام للأسعار، بالإمكان التعبير عن شروط التوازن في السوق النقدي من خلال استخدام دالة الطلب على النقود على النحو التالي:

$$M^S/P = L(R, Y)$$

في حال كانت كل من (P) و (Y) معلومتان، يساوي المستوى التوازني للفائدة، بين الطلب الكلي والعرض الحقيقي للنقود.

في الرسم البياني (3) يتحدد المستوى التوازني لسعر الفائدة  $R^1$  عند النقطة (1) حيث يتقاطع منحنى الطلب على النقود مع منحنى عرضها. ويظهر منحنى عرض النقود  $M^S/P$  في صورة خط مستقيم عمودي على المحور الأفقي، مترجما حقيقة كون عرض النقود عديم المرونة تجاه التقلبات في معدلات الفائدة، وتتحدد وضعية منحنى عرض النقود بتدخل السلطات النقدية عبر عمليات السوق المفتوحة بئحه أو مشتريه لأوراق مالية أو الصرف الأجنبي، أو رفع (خفض) سعر الخصم، أو خفض (رفع) معدل الاحتياطي الإلزامي، فينتقل منحنى عرض النقود لجهة اليمين أو لجهة اليسار.



الرسم البياني (3)

### تحديد سعر الفائدة التوازني

لندرس الآن، كيف يتجه سعر الفائدة إلى التوازن من جديد بفرضية ثبات الأسعار؟ وبالإمكان، مع تحديد العوامل الأخرى، تحديد عاملين طبيعتهما نقدية يمارسان تأثيراً على سعر الفائدة:

- 1- دالة التفضيل النقدي (الطلب على النقود)، وكنا بينا أن بين سعر الفائدة والطلب على النقود علاقة عكسية، يزداد الطلب على النقود، أن انخفض سعر الفائدة، والعكس بالعكس.
- 2- كمية النقود بين كمية النقود وسعر الفائدة علاقة عكسية، ينخفض سعر الفائدة، إذا زاد عرض النقود، والعكس بالعكس.

في الرسم البياني (3) عند النقطة (2) ينخفض الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، ويتكون فائض في عرض النقود، وإن وجد الجمهور أن في حيازته من الأرصدة النقدية أكثر مما يرغب في حيازته عند سعر الفائدة  $R^2$ ، فسوف يلجأ، وبهدف التخلص من الفائض في كمية النقود إلى الاتجاه نحو تملك أصولا تدر عليه دخلا. بمعنى آخر فإن الأفراد أو الوحدات الإنتاجية، التي لديها فائض في رأس المال تتخلص منه لمصلحة أفراد ووحدات إنتاجية لديها، ندرة في رأس المال، مانحة بذلك قروضا بمستوى فائدة دون المستوى  $R^2$ . وينتج عن الزيادة في الإقراض زيادة في عرض النقود وتؤثر الزيادة في عرض النقود على سعر الفائدة، الذي يستمر انخفاضه ليلبغ من جديد مستوى التوازن الأول  $R^1$ . وما أن يتساوى عرض النقود مع الطلب عليها حتى يتوقف سعر الفائدة عن الانخفاض.

وبنفس المنطق، إن كان سعر الفائدة هو عند المستوى  $R^3$ ، وهو كما يتضح من الرسم البياني (3) دون المستوى  $R^1$ ، يسجل عند النقطة (3) فائض في الطلب على النقود يساوي  $Q^3$ ،  $Q^1$  ويحاول الجمهور بيع ما يملكه من أصول مالية، وخاصة السندات، رغبة منه في زيادة حيازته من الأصول السائلة ولن يكون، حكما، بمقدور كافة الأفراد والوحدات الاقتصادية، تسيير ما تملكه من أصول وينشأ لذلك، رغبة بالبيع بفائدة أعلى من تلك السائدة في السوق. ويتابع سعر الفائدة ارتفاعه حتى يبلغ من جديد المستوى التوازني الأول  $R^1$  وعندها يتساوى الطلب على النقود مع الكميات المعروضة منها، ويتوقف سعر الفائدة عن الارتفاع.

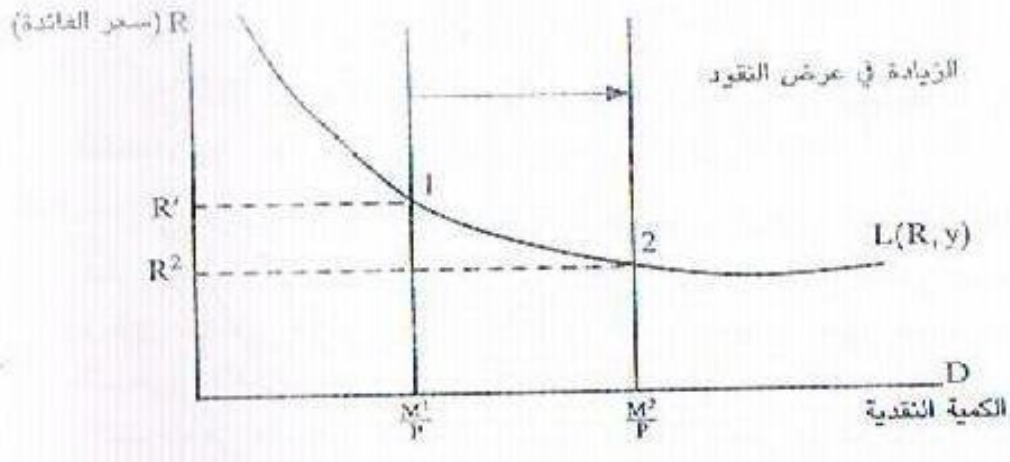
نستخلص، مما تقدم أن السوق يتجه إلى تحديد سعر توازني للفائدة، حيث يتساوى عرض النقود مع الطلب عليها. إن زادت الكميات المعروضة على الطلب سوف يتجه سعر الفائدة إلى الانخفاض، وإن زاد الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، سوف يتجه سعر الفائدة إلى الارتفاع.

## 1. آثار التوسع في عرض النقود:

نتائج التوسع في عرض النقود موضح في الرسم البياني (4) ويتحدد المستوى التوازني للدخل، عند مستوى معطى للسعر، عند النقطة (1)، حيث تكون كمية النقود مساوية  $M^1$ ، وسعر الفائدة هو عند المستوى  $R^1$  كوننا ما زلنا ضمن فرضية ثبات الأسعار.

عند النقطة (2) يتحدد المستوى التوازني الجديد، ما ينتج عنه انخفاض لمعدل الفائدة إلى المستوى  $R^2$  وهو دون المستوى  $R^1$ ، لتبيان حقيقة وجود علاقة عكسية بين عرض النقود وسعر الفائدة. وينتج عن الزيادة في عرض النقود انتقال منحنى عرض النقود من المستوى

$M^1/P$  إلى المستوى الجديد  $M^2/P$  وينخفض معدل الفائدة إلى المستوى  $R^2$  ومع انخفاضها يزداد التفضيل النقدي لدى الأفراد، فيزداد عرض السندات، وتتنخفض أسعارها تبعاً لذلك. وينتج عن انخفاض أسعار السندات ارتفاع في أسعار الفائدة (نظراً للعلاقة العكسية بينهما)، ويترتب على ذلك تضيق الفجوة بين الطلب على النقود وعرضها، وتستمر الزيادة في عرض السندات حتى بلوغ الفائدة من جديد مستواها التوازني الأولي.



الرسم البياني (4)

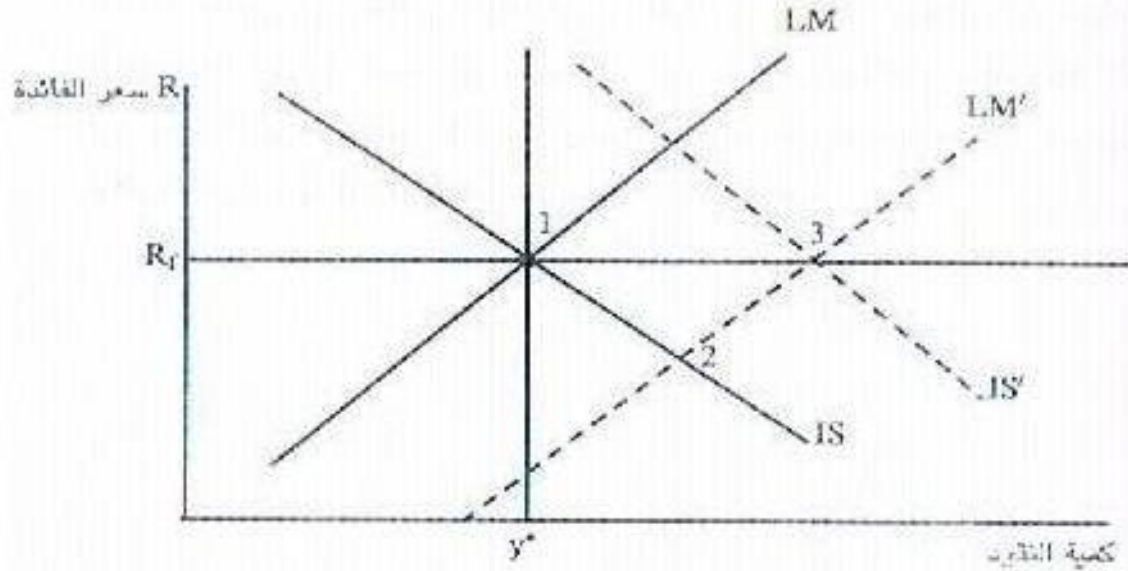
تبدل سعر الفائدة بنتيجة التغير في عرض النقود

ويتضح من الرسم البياني أنه عند مستوى معين للسعر (P) والدخل الحقيقي (Y)، تؤدي الزيادة في عرض النقود من  $M^1$  إلى  $M^2$  إلى انخفاض سعر الفائدة من  $R^1$  (النقطة 1) إلى  $R^2$  (النقطة 2).

## 2. آثار التوسع النقدي طويل الأجل على أسعار الصرف:

باندماج النموذج IS-LM وضمن ظروف العمل بنظام أسعار صرف عائمة وحركية تامة لرأس المال، يؤدي التوسع في عرض النقود، في حال ثبات الأسعار (آثار التوسع النقدي قصير الأجل) يؤدي إلى تخفيض سعر الصرف ونمو الدخل بخلاف مستوى الأسعار الذي لا ينمو بلحظتها. ذلك أنه في المجتمعات الحديثة التعامل، بشكل أساسي، يتم بواسطة عقود آجلة. من هنا فإن التغير في كمية النقود لا يعتبر العامل الأساسي في التأثير في مستوى الأسعار في الأجل القصير.

لنتصور الآن التوسع النقدي طويل الأجل على أسعار الصرف، وبفرضية تبدل الأسعار، ينتج عن الزيادة في عرض النقود، خفض سعر العملة وارتفاع الأسعار، دون أن يبدي تأثيراً على القدرة التنافسية للسلع المنتجة محلياً.



الرسم البياني (5)

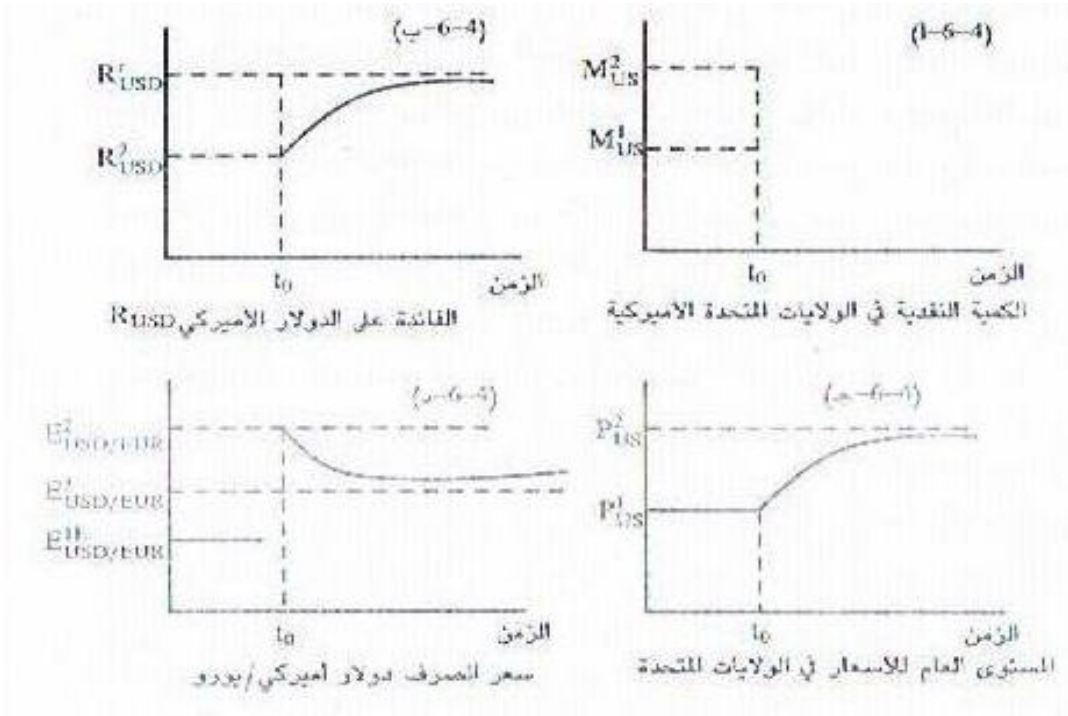
آثار التوسع النقدي طويل الأجل على أسعار الصرف وميزان المدفوعات

في الرسم البياني (5) وعند مستوى التوظيف الكامل، تمثل النقطة (1) نقطة التوازن في ميزان المدفوعات، وبنفس الوقت التوازن بين السوقين النقدي والسلعي، وينتج عن السياسة النقدية التوسعية (الزيادة في عرض النقود) انتقال المنحنى LM إلى  $LM^1$ ، وتعتبر النقطة (2) عن نقطة التوازن الجديدة بين السوقين النقدي والسلعي (السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى تخفيض سعر الفائدة وتخفيض سعر الصرف)، ويؤدي تخفيض سعر الصرف إلى زيادة القدرة التنافسية للسلع المنتجة محلياً، فينتقل المنحنى IS إلى  $IS'$  وتنتقل نقطة التوازن إلى (3) ويزداد الإنتاج وينخفض سعر الصرف ويصبح الإنتاج المحلي أكثر تنافسية.

إلا أن العملية لا تنتهي عند هذا الحد، ففي النقطة (3) يكون الإنتاج فوق مستوى العمالة الكاملة، فترتفع الأسعار وتتنخفض القيمة الفعلية للنقود  $MS/P$ . ويبدأ المنحنى LM بالانتقال إلى جهة اليسار، ومع هذا الانتقال يبدأ سعر الفائدة بالارتفاع، وينتج عن سعر الفائدة تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل فيرتفع سعر صرف العملة المحلية، وتنخفض على الأثر القدرة التنافسية للسلع المنتجة محلياً. ويبدأ كل من المنحنيين IS و LM بالتحرك إلى الوراء حتى بلوغ نقطة التوازن الأولية (1) وفي هذه النقطة (1) يعود سعر الفائدة المحلية والأسعار النسبية إلى مستواهما الأولي.

ما إن يحصل التوسع في عرض النقود، في الزمن  $t^0$  الرسم البياني (6-أ)، حتى تبدأ كل من الفائدة الرسم البياني (6-ب)، ومستوى الأسعار الرسم البياني (6-ج)، وسعر الصرف (6-د) في التحرك سعياً للوصول إلى التوازن في الأجل الطويل.

وكما يتضح من الرسم البياني (6-د) وجود علاقة بين عرض النقود والتغيرات في سعر الصرف، بحيث تؤدي الزيادة في عرض النقود، (اليورو) إلى ارتفاع في سعر الصرف (دولار- يورو)، ويحقق الدولار قفزة من المستوى  $E^1$  إلى المستوى  $E^2$ ، ويحافظ الدولار على هذا المستوى المبالغ فيه لسعر صرفه تجاه اليورو إلى أن يعود ليستعيد مستواه التوازني من جديد، عند المستوى  $E^3$ .



يعتبر سعر الصرف مبالغ بارتفاعه، حين يكون عند مستوى أعلى من المستوى الذي يجب أن يبلغه في المدى الطويل، وارتفاع سعر الصرف ظاهرة هامة تساعدنا على فهم الأسباب، المؤدية إلى التقلبات شبه اليومية في قيمة العملة.

وتسهيلاً لفهم هذه المسألة، نفترض أنه لم يكن متوقعاً أن يحدث أي تقلبات في سعر صرف الدولار الأمريكي تجاه اليورو في الولايات المتحدة الأمريكية، قبل حصول زيادة فعلية في عرض النقود. هذا ولن يبدي نمو الكتلة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية، أي تأثير على سعر الفائدة على الودائع باليورو، في الوقت الذي يؤدي فيه هذا النمو إلى خفض سعر الفائدة على الدولار (نظراً للعلاقة العكسية بين عرض النقود وسعر الفائدة) عند المستوى الأول ( $R'_{USD}$ ) حيث يكون سعر الفائدة على الدولار مساوياً لسعر الفائدة على اليورو، وينخفض سعر الفائدة على الدولار إلى مستوى أدنى من  $R_{eur}$



(الفائدة على اليورو)، ويبقى سعر الفائدة عند هذا المستوى المنخفض، إلى الحد الذي يصل فيه المستوى العام للأسعار في الولايات المتحدة إلى مستواه التوازني الجديد ( $p^2_{us}$ )، كما هو موضح في الرسم البياني (6-ب). أما في الفترة الانتقالية ولكي يتحقق التوازن في سوق العملة يجب أن يتم التعويض عن الفوارق في أسعار الفوائد بين العملتين برفع سعر صرف الدولار الأمريكي تجاه اليورو. ويتوقع المتعاملون في سوق العملة أن ارتفاع سعر صرف الدولار تجاه اليورو يحصل في الحالة التي يكون فيها سعر الصرف الأولي للدولار يزيد بشكل ملحوظ عن المستوى ( $E^2_{USD/EUR}$ ).

ويعتبر سعر الصارف نتيجة مباشرة، لاستقرار مؤشر الأسعار في المدى القصير، بحيث تؤدي الزيادة في الكتلة النقدية إلى بلوغ المستوى العام للأسعار مستوى جديد في الأجل الطويل، ولن ينتج عن التغيرات في كمية النقود خفض في سعر الفائدة على الدولار، في حال لجأت السلطات إلى التصحيح الفوري لمستوى الأسعار، ولن تتحول بالتالي، الزيادة الاسمية في كمية النقود إلى زيادة فعلية، ولن تتحول بالتالي، الزيادة الاسمية في كمية النقود إلى زيادة فعلية، ولن يترتب على هذه الحالة، ضرورة رفع سعر الصرف بهدف الحفاظ على توازن سوق العملة.

## الفصل الثاني: سعر الصرف

### 1- سوق العملات الأجنبية:

هو أكبر سوق في العالم، يقدر حجم عملياته اليومي بحوالي 1200 مليار ومعظم هذه العمليات تتم بالعملات التالية: الدولار، اليورو، الإسترليني، الفرنك السويسري، الين الياباني.

ولقد كان حجم هذا السوق ضئيلاً بعد الحرب العالمية الثانية، وكانت أسعار العملات مقابل بعضها ثابتاً ← لذلك لم تكن المؤسسات المالية والبنوك تشعر بأية مخاطر (Risques) بسبب التعامل في هذا السوق. ولكن بدأت هذه المخاطر تظهر بعدما أنشئ ما يسمى بنظام العملات القائم عام 1973 (Floating rate system) وأصبح التعامل في هذا السوق من أخطر الأسواق وأدت عدم الخبرة والدراية بالتعاملات في هذا السوق إلى إفلاس عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية والأشخاص.

### \* تاريخ أسواق العملات:

اجتمع الحلفاء في شهر جويلية 1944 للنظر في المسائل المالية التي سوف تسود بعد الحرب العالمية الثانية، وبالرغم من وجود ممثلين لأربعة وأربعين دولة فإن المفاوضات الرئيسية كانوا هم ممثلي أمريكا وإنجلترا. وقد نتج عن هذا الاجتماع ما يلي:

- 1- إنشاء FMI ليقدم القروض إلى أعضاء الصندوق ضمن شروط محددة أهمها الالتزام من قبل الأعضاء ببنود هذه الاتفاقية بحيث يدفع الأعضاء للاشتراك في الصندوق بالعملية المحلية 75% وتدفع الباقي 25% من الذهب.
- 2- اعتبار الدولار والإسترليني كعملات احتياطية لدى الدول الأعضاء
- 3- على كل عضو تحديد سعر العملة لبلده بنسبة ثابتة من الدولار على أن لا تتذبذب بنسبة تزيد عن (1%) وتثبت سعر الذهب عن 35 دولار أونصة.

وهذا يعني تثبيت سعر العملات للدول بالذهب

← تحديد قيمة ثابتة للعملة الوطنية بالذهب  
← ضمان قابلية العملة للصرف بالذهب  
← حرية استيراد وتصدير الذهب

- 4- على جميع الدول الأعضاء العمل على الاحتفاظ بمخزون جيد من الدولار وذلك لغرض السيطرة على الأسعار المثبتة.

وفي بداية 1963 بدأت الضغوط على الدولار الأمريكي بسبب العجز في الميزان التجاري الأمريكي، وكذلك بسبب وضع حد أعلى لسعر الفائدة على الودائع (Dépôt) بنسبة (5,25%) وكذلك بسبب الحرب الباردة على الاتحاد السوفياتي الذي كان يحتفظ

بأمواله وأموال دول أوروبا الشرقية جميعا في بنوك أوروبا خوفا من تجميدها إذا بقيت في أمريكا، جميع هذه العوامل ساعدت إلى وجود ما يعرف بسوق اليورو دولار (Euro- dollars)

في عام 1971 أوقف الرئيس نيكسون Nixon تحويل الدولار إلى ذهب وكان هذا القرار هو نهاية نظام أسعار العملات الأجنبية الثابتة الذي تم الاتفاق عليه في برتون وودز (Bretton woods) لذلك فقد اجتمع دول أعضاء أوروبا وأمريكا واليابان في معهد سميث سونيا (Smithsonian) لإيجاد اتفاقية معدلة لاتفاقية برتون وودز وذلك بتوسيع هامش تقلب الأسعار لتصبح (2,25%) بدلا من (1%) وزيادة سعر الذهب ليصبح 38 دولار/أونصة.

في 1973/02/12 حيث كانت أسواق أوروبا مغلقة أعلنت أمريكا خفض الدولار بنسبة (10%)

في الشهر التالي (1973/3) أعلن وزراء مالية دول أوروبا بأن أسعار عملاتهم معومة بشكل موحد أمام الدولار وبهذا الإعلان بدأت حقبة جديدة من الزمن لنظام الأسعار المعومة وانتهى برتون وودز ولا تزال الأسعار معومة حتى الآن: وهي تعتمد على ترك سعر الصرف يتحدد طبقا لقوى العرض والطلب.

### 1- العملات الأجنبية وأهمية التعامل بها:

تعرف العملات الأجنبية المتوفرة لدولة ما بأنها موجودات هذه الدولة من عملات الدول الأخرى والتي تشمل أوراق النقد الأجنبي والودائع تحت الطلب ولأجل بعملات هذه الدول بالإضافة إلى السندات الحكومية والذهب + حقوق السحب الخاصة. - وتشمل كذلك أية التزامات مالية على الدول والهيئات الدولية والإقليمية يمكن تحويلها إلى نقود جاهزة

وتظهر أهمية التعامل بالعملات الأجنبية كنتيجة حتمية لعمليات التجارة الدولية والعلاقات بين الدول التي يترتب عليها دفع جزء من مستورداتها من السلع ورؤوس الأموال بعملات أخرى غير عملاتها الوطنية.

ويعتبر الدولار الأمريكي العملة الرئيسية الأولى في العالم (the major key currency) لأنه أكثر العملات استعمالا في تمويل التجارة والمدفوعات الخارجية كما أنه عملة الدفع في تجارة النفط الدولية، وبالإضافة إلى أنه عملة التدخل للمحافظة على أسعار العملات الأخرى. لذلك أصبحت معظم الدول تحتفظ بالدولار كعملة احتياط رئيسية (Reserve currency) ضمن موجوداتها من العملات المختلفة، إلا أن هذا لا ينفي أهمية العملات الرئيسية الأخرى كالأسترليني والأور، اللين، فرنك سويسري. وفي مجال الحديث عن العملات الأجنبية يمكن التفرقة بين عملات قابلة للتحويل (convertible) والغير القابلة للتحويل.

- الفرنك السويسري مثلا يعتبر من العملات القابلة للتحويل بحرية تامة، حيث يستطيع حامله سواء كان في سويسرا أو في خارجها تحويله إلى أي عملة أخرى سواء لعمليات الدفع الجاري أو للعمليات المالية، وبالمقابل نجد كثيرا من الدول تقيد التحويل الخارجي convertibility إلا بموافقة السلطات النقدية وبشروط معينة.

## 2- الأسواق الرئيسية للعملات الأجنبية:

قبل وصف بعض الأسواق الرئيسية للعملات الأجنبية وطريقة العمل فيها تجدر الإشارة إلى أنه كان يعتقد في السابق أن هناك سوقين رئيسيين للعملات الأجنبية في العالم هما سوق نيويورك وسوق لندن، إلا أن هذا الاعتقاد لم يعد سائدا فمع تطور الاتصالات فقد حدث هناك تقارب ملحوظ بين جميع الأسواق الوطنية الرئيسية الكبرى في العالم حيث أصبحت بمجملها تشكل سوقا دوليا واحدا.

وتجدر الإشارة هنا إلى ما يعرف بسوق اليورو دولار (Euro-Dollar) وهو السوق الذي بدأ في النمو والتطور منذ عام 1957 بسبب الشروع في الاحتفاظ بودائع بالدولار الأمريكي لدى البنوك الأوروبية ومن ثم توسع ليشمل أية دولارات مودعة لدى البنوك العاملة خارج الولايات المتحدة.

يتميز سوق العملات الأجنبية عن غيره من الأسواق المالية بشكل خاص والأسواق التجارية بشكل عام بعدم وجود مكان محدد لاتصال البائعين والمشتريين. ففي سوق الأسهم يتصل المشترون والبائعون مع بعضهم البعض في مكان يعرف ببورصة السندات والأسهم، وعند التعامل بالسلع المختلفة فهناك في بعض المدن الكبرى أسواق خاصة بكل سلعة رئيسية مثل السكر والقهوة والقطن، يجتمع البائع والمشتري والوسطاء لشراء وبيع السلع. في حين أنه لا يوجد عادة مكان معين يتم الاتصال فيه بين المتعاملين في أسواق العملات الأجنبية إذ تتم عمليات البيع والشراء عن طريق الاتصال بأجهزة الهاتف والفاكس....

ونستعرض الآن سوق لندن للعملات وذلك لمزيد من التوضيح عن الأسواق العالمية:

1- يتألف السوق من عدد كبير من البنوك التجارية والبنوك الأجنبية العاملة في بريطانيا بالإضافة إلى الوسطاء الذين يختصون في إجراء العمليات بين البنوك العاملة داخل لندن فقط (Pibor).

2- تتصل البنوك مع بعضها البعض ومع الوسطاء بأجهزة التلفون والفاكس حيث يكون في كل بنك غرفة أو أكثر مخصصة للتعامل بالعملات الأجنبية (dealing room) حيث يجلس عدد من المتعاملين (dealers) حول مكتب واحد أو أكثر حسب حجم ونشاط البنك في سوق العملات الأجنبية ويكون هذا المكتب مزود بعدد كبير من أجهزة التلفون، الفاكس، التلكس، أجهزة المعلومات ويوفر في هذه الغرفة عادة أجهزة تلفون وأجهزة تلكس تربط البنك مع الوسطاء مباشرة حتى تسهل مهمة المتعاملين.

3- لا تتعامل جميع البنوك العاملة في لندن بشكل دائم بالعملات الأجنبية لذلك نجد بعضها لا يحتفظ بغرفة خاصة للتعامل بالعملات الأجنبية وتقدم مثل هذه البنوك بشراء احتياجاتها من العملات وبيع الفائض لديها منها عن طريق البنوك التي تتعامل بها.

4- وبموجب سوق لندن فإن البنوك العاملة في السوق لا تشتري وتبيع العملات من بعضها البعض مباشرة بل يتم ذلك من خلال الوسطاء (Brokers) لذلك تقوم هذه البنوك بالاتصال بالوسطاء طالبة شراء عملة أجنبية معينة أو عارضة بيعها ليقوم هؤلاء الوسطاء بدورهم بالاتصال ببقية البنوك لتنفيذ العمليات المطلوبة مقابل عمولات محددة (Commission).

5- أما بالنسبة لتعامل بنوك السوق مع البنوك الخارجية وعملائها في الخارج، فإن ذلك لا يتم من خلال الوسطاء بل عن طريق الاتصال المباشر بين هذه البنوك وعملائها، وينطبق هذا الوصف المشار إليه أعلاه في الغالب على معظم أسواق العملات الأجنبية إلا أن بعض هذه الأسواق لا يوجد فيها وسطاء، حيث يتم الاتصال فيما بينها مباشرة من خلال أجهزة الاتصال.

في معرض الحديث عن أسواق العملات الأجنبية لا بد من الإشارة إلى أهمية أسواق أوروبا مثل سوق باريس وفرנקفورت، طوكيو، هونغ كونج، في مجملها سوقا متكاملتا ونشطا للعملات الأجنبية.

وفي هذا المجال لا بد من الإشارة إلى أهمية فارق الزمن القائم بين أسواق التعامل الرئيسية بسبب الموقع الجغرافي الذي يحكم هذه الأسواق.

- Heures du marché : - 12H à Paris( été)  
- 6 H à New York  
- 19 H à Tokyo  
- 11 H à Londres  
- 05 H à Chicago

1- heures de la transaction

2- Code des monnaies JPY- GBP

3- Code de la page reuter BERG- CINY

4- Nom de la banque citi BANK , CR. Lyonnais

5- Ville d'où provient la transaction : LND N.Y OSL

6- Cours de change : spot rates

1.6680/95 DEM

144.21/26 JPY

7- Cours Le plus haut de la journée

8- Le plus bas de la journée.

## II- بعض أسس وقواعد التعامل في سوق العملات:

يتم التعامل في أسواق العملات الأجنبية عادة بتسمية طرفي السعر، أي إعطاء سعر الشراء والبيع للعملة، وقبل تسمية الأسعار في السوق، يقوم المتعاملون في صباح كل يوم عمل دراسة كافة المواضيع والتقارير المرتبطة بالعملات الأجنبية وأسواقها وتطورات أسعارها، والعوامل المؤثرة فيها، بالإضافة إلى الإطلاع على أسعار الإغلاق (closing rates) في الأسواق الأخرى لتحديد سعر الافتتاح (opening rates) في أسواقهم.

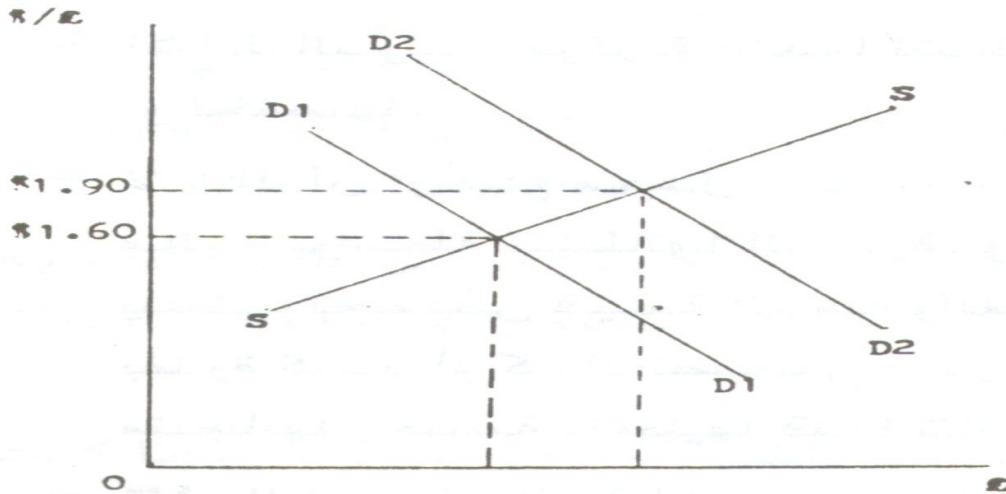
ويفضل بعض المتعاملين عدم البدء بإعطاء أسعار الافتتاح بل الانتظار حتى يبدأ غيرهم بذلك لكي لا يكونوا متأكدين من اتجاه أسعار السوق وتغلق معظم الأسواق أ[ما السبت واللغة المستعملة هي اللغة الانجليزية وفي بعض الأحيان يتم التعامل بلغات أخرى كالفرنسية إلا أنه تبقى الاصطلاحات الانجليزية مثل Spot- outright- swap- forward-.

### كيفية عمل أسواق الصرف الأجنبي:

يمكن تقسيم المعاملات في سوق الصرف الأجنبي إلى المستويات الأربعة التالية: -

- البنك المركزي
- سماسرة العملات
- البنوك التجارية
- المصدرون والمستوردون، الأفراد

**المستوى الأول:** يمثل الطلب والعرض من العملات الأجنبية الناتجة عن معاملات المصدريين، المستوردين، الأفراد، حيث يتكون جانب الطلب من السياحة في الخارج، طلب المستوردين على العملات الأجنبية لتمويل وارداتهم من الخارج، طلب المستثمرين المحليين على العملة الأجنبية للاستثمار في الخارج، طلب المستثمرين الأجانب على العملة الأجنبية لتحويل عوائد استثماراتهم إلى الخارج.



- وجانب العرض في هذا المستوى الأول يمثل: عرض السائحين الأجانب للعملات الأجنبية مقابل طلبهم للعملة الوطنية للانفاق في الداخل، عرض المستثمرين الأجانب للعملة الأجنبية مقابل طلبهم للعملة الوطنية لتمويل استثماراتهم في الداخل، عرض المستثمرين الوطنيين للعملات الأجنبية مقابل طلبهم للعملة المحلية لتحويل عوائد استثماراتهم في الخارج.

- ويحصل البنك التجاري الذي يمثل المستوى الثاني من أسواق الصرف على العرض من العملة الأجنبية ويقوم بدور الوساطة بين جانب الطلب والعرض من العملة

الأجنبية ولولا وجود البنوك التجارية لكانت المعاملات النقدية في غاية الصعوبة حيث يضطر في هذه الحالة جانب الطلب على العملة الأجنبية إلى البحث بنفسه عن مصدر عرض تلك العملة ويقوم المستورد مثلاً بالبحث عن المصدرين الذين لديهم عملات أجنبية، ويتطلب ذلك وقتاً طويلاً ويشبه إلى حد كبير ظروف المقايضة.

- والبنوك التجارية قد تجد نفسها في موقف فائض أو موقف عجز بمعنى أن بعض البنوك يكون لديها طلبات على العملة الأجنبية أقل من المعروض لديها وهو ما يعرف بوضع الفائض، وفي هذه الحالة تقوم البنوك ذات الفائض ببيع هذا الفائض إلى البنوك الأخرى التي تعاني موقف العجز وتتم عملية البيع من خلال المرحلة الثالثة وهي مرحلة سمسرة العملة.

- فإذا كان إجمالي طلب البنوك التجارية (ذات العجز) أكبر من عرض البنوك التجارية (ذات الفائض) فإن هذا الفائض في الطلب يتم الحصول عليه من المستوى الرابع وهو البنك المركزي الذي يتدخل من أجل بيع العملات الأجنبية للبنوك التجارية وهو بذلك يعتبر الملجأ الأخير (Lender of the last resort) ويستخدم البنك المركزي في هذه الحالة جزء من أرصده الدولية.

- ومن الناحية الأخرى فإن البنك المركزي إذا كان هناك فائض عرض من العملة الأجنبية على المستوى الثالث يتدخل في هذه الحالة ليشتري هذا الفائض ويضيفه إلى رصيده من العملات الأجنبية، ويقابل ذلك فائض في ميزان المدفوعات.

### III- تسمية أسعار العملات الأجنبية:

#### 1- طرق تسمية أسعار العملات الأجنبية في الأسواق الدولية

##### الطريقة الأولى

وهي الطريقة الأوروبية (European terms) حيث أن العملة التي تسمى هي الدولار الأمريكي والسعر الذي يعطي هو الدولار.

$$DM = 3.161/USD$$

$$CHF = 1.671/USD$$

$$FF = 6.517/USD$$

فهذه الأسعار هي أسعار الدولار الأمريكي حيث يساوي 3.161 مارك ألماني لكل دولار (DM per \$)، (1.671) فرنك سويسري لكل دولار (6.571) FF لكل دولار على التوالي.

أي أن هذه الطريقة تبين كم يساوي الدولار الواحد من وحدات العملات الأصلية.

**الطريقة الثانية:** وهي الطريقة الأمريكية (US terms) حيث أن العملة التي تسمى هي العملة الأجنبية والسعر الذي يعطي هو سعر هذه العملة ومن أمثلتها:

$$US \$ 1.48/£$$

$$US \$ 0.46/DM$$

$$US \$ 0.13/FF$$

$$US \$ 0.57/CHF$$

حيث نجد أن هذه الأسعار هي أسعار الإسترليني والمارك والفرنك الفرنسي والسويسري حيث يساوي الأول 1.48 دولار لكل جنيه والثاني 0.46 دولار لكل مارك والثالث 0.13، 0.57 دولار لكل فرنك فرنسي وسويسري أي أن هذه الطريقة تبين كم تساوي الوحدة الواحدة من العملة الأجنبية من وحدات الدولار الأمريكي.

\* أن فهم هاتين الطريقتين أمر ضروري لمعرفة اتجاهي التعامل في سوق العملات الأجنبية ذلك لأن اتجاهي الشراء والبيع في الطريقتين مختلف، فبينما يكون سعر الشراء والبيع في الطريقة الأولى للدولار يكونان في الطريقة الثانية للعملة الأجنبية.

### 1- السرعة وعدم التباطؤ في إعطاء الأسعار

حتى ولو كانت أسعار السوق في حالة تذبذب وعدم ثبات إذ يفصل في مثل هذه الحالة الرد السريع حتى ولو قام فيما بعد بتغييرها أكثر من مرة وأن يتم الاتفاق النهائي عليها بين الطرفين، ذلك لأنه من حق هذا البنك تغيير السعر الذي يعطيه لعملة طالما أنه لم يتم الاتفاق عليه بشكل نهائي.

### 2- الهامش الضيق بين سعر الشراء والبيع

يعتبر الهامش الضيق ميزة من ميزات التسمية الجديدة للأسعار طالما أن ذلك يكون مقرونا بعدم معرفة اتجاه تعامل الطرف المقابل، فعندما يعطي بنك ما سعري شرائه وبيعه لعملة بهامش ضيق بينهما وهو لا يعرف رغبة الطرف المقابل فيما إذا كانت شراء العملة أم بيعها فهذا يعني أن سعره جيد ومنافس (Competitif) لأنه لا يستطيع تخفيض السعريين معا أو رفعهما معا لتحقيق مكاسب مع ذلك طالما أن الطرف المقابل قد يبيعه العملة أو يشتريها منه.

### VI- اتجاه التعامل في أسواق العملات الأجنبية

يتم التعامل في أسواق العملات الأجنبية عادة بالاتجاهين حيث يعطى سعران للعملة الأول يسمى سعر الشراء (Achat, Bid rate) وهو السعر الذي على أساسه تشتري الجهة معلنة (البنك، سماسرة،...) هذا السعر للعملة المسماة، والثاني يسمى بسعر البيع (vente, ask/offer rate) وهو السعر الذي على أساسه تبيع الجهة معلنة هذا السعر للعملة المسماة، وتتم التسمية في السوق عادة بإعطاء السعريين معا وبحيث يترك الخيار للبنك طالب هذه الأسعار لتحديد اتجاه التعامل الذي يرغبه أما أن يكون مشتريا أو بائعا لها. وكنا قد بينا سابقا بأنه من الضروري لتحديد سعر الشراء والبيع معرفة طريقة التسمية المعروضة بسعر الشراء في الطريقة الأوروبية تظهر التسمية التالية:

|    | <u>Bid Rate</u> | <u>Offer Rate</u> |
|----|-----------------|-------------------|
| DM | 2.1613          | 2.1618/USD        |

معنى هذا هو:

1- الجهة معلنة هذه الأسعار تشتري الدولار الأمريكي على أساس 2.1613 مارك لكل دولار.

2- أن الجهة معلنة هذه الأسعار تبيع الدولار على أساس 2.1618 مارك لكل دولار أي أنها تأخذ 2.1618 مارك مقابل كل دولار تعطيه.



3- أن ربح الجهة معلنة الأسعار هو الفارق بين السعرين (spread) وهو 0.0005 مارك/دولار.

أما إذا كانت الطريقة هي الأمريكية:

Bid Rate  
0.4594

offer Rate  
0.4599

فهذا يعني:

- أن الجهة معلنة هذه الأسعار تشتري المارك على أساس 0.4594 دولار لكل مارك أي تعطي 0.4594 دولار مقابل كل مارك تأخذه.
- أن الجهة معلنة هذه الأسعار تباع المارك الألماني على أساس 0.4599 دولار لكل مارك أي تأخذ 0.4599 دولار مقابل كل مارك تعطيه.
- أن ربح الجهة المعلنة هو الفارق بين السعرين (spread) وهو 0.0005 لكل مارك يشتري أو يباع.

مما سبق نستطيع أن نقول ما يلي:

- 1- أن الأسعار دائما تكون في صالح الجهة التي تعلن الأسعار أي تسميتها فهي تأخذ الأكثر لتعطي الأقل.
- 2- أن تسمية جانبي السعر تعني أنه لو تم التعامل على الجانبين في آن واحد فإن ربح مسمي السعر سيكون هو الفارق بين سعر الشراء والبيع وهي نقطة نظرية ذلك لأنه من الصعب التعامل على جانبي السعر في نفس الوقت نظرا للتذبذب المستمر في السوق، فبعد أن يتم التعامل على أحد الجانبين غالبا ما يتغير السعر في السوق.

### تعريف سعر الصرف

الصرف هو عبارة عن عملية تظهر عندما يتم تبادل مختلف العملات فيما بينها فكل دولة لها عملتها الخاصة، تستعمل في عمليات الدفع الداخلية. وتظهر الضرورة إلى استعمال العملات الأجنبية عندما تقوم علاقات تجارية أو مالية بين شركات تعمل داخل الوطن مع شركات تعمل خارجه، وتحتاج الشركات المستوردة إلى عملة بلد المصدر Exportateur لتسديد السلع المستوردة وتضطر لذلك الذهاب إلى سوق الصرف Marché de change لشراء عملة البلد المصدر كي تتم هذه العملية، وفي الواقع ليست الشركات التي تقوم بالتجارة مع الخارج هي فقط التي تحتاج إلى العملات الدولية بل كل شخص ينتقل إلى خارج البلد (سائح، مريض، طالب... إلخ) يجد نفسه حينئذ مضطر للقيام بعمليات الصرف.

- تتم عملية الصرف فيما يسمى بسوق الصرف، وهو المكان الذي يتم فيه تبادل العملات المختلفة، ولكن هذا المكان ليس محدودا بحيز جغرافي n'est pas limité dans l'espace وإنما يقصد به شبكة العلاقات الموجودة بين وكلاء الصرف

Cambistes في كل البنوك المنتشرة عبر مختلف أنحاء العالم بالإضافة طبعا إلى اللقاءات الفعلية بين وكلاء الصرف في غرفة خاصة بالصرف موجودة على مستوى البورصة.

- السؤال الذي يطرح نفسه هو على أي أساس تتم عملية صرف العملات أو كيف يتحدد سعر الصرف؟ في الواقع يتم ذلك، كأى سلعة أخرى بناء على عرض العملات والطلب عليها وكما هو واضح، فإن الطلب والعرض الخاص بالعملات هما عمليتان مشتقتان Dérivés إلى حد ما ويعني ذلك أن الطلب مثلا على العملات الأجنبية هو تابع للطلب على السلعة الأجنبية ونفس الشيء بالنسبة للعرض، ولكن لا يجعلنا ننفي إمكانية الطلب والعرض الخاصين بالعملات الأجنبية كعمليتين مستقلتين عن إجراء الصفقات التجارية ويحدث هذا الأمر بصفة أساسية أثناء القيام بعملية المضاربة.

1. تعريف سعر الصرف: يمكن تعريف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات من عملة معينة الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من عملة أخرى، وفي الواقع هناك طريقتان لتسعير العملات وهما:

التسعير المباشر **Cotation au certain**: فهو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية، وفي الوقت الراهن قليل من الدول من يستعمل طريقة التسعير المباشر. وأهم الدول التي تستعمل هذه الطريقة هي بريطانيا "G B" في المركز المالي في لندن، يقاس الجنيه الأسترليني £ كما يلي:

$$1£=3.476FF$$

$$1£=1.9214 USD$$

- أما التسعير غير المباشر **Cotation à l'incertain** فهو عدد الوحدات من العملة الوطنية الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية ومعظم الدول في العالم بما في ذلك الجزائر تستعمل هذه الطريقة. في الجزائر يقاس الدولار الأمريكي \$ بعدد الوحدات من الدينار:

$$1\$= 70.81 DA$$

## 2. الصرف نقدا: **Change au Comptant**

أ- تعريف: تعتبر عملية الصرف نقدا إذا كان تسليم وإستلام العملات يتمان لحظة إبرام عقد الصرف، مطبقين سعر الصرف السائد لحظة إبرام العقد، وفي الحقيقة فإن فترة الصرف نقدا تمتد إلى غاية 48 ساعة من لحظة إبرام العقد على عكس ما توحى به لأول وهلة عبارة إبرام عقد الصرف الواردة في هذا التعريف.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن سعر الصرف يتغير باستمرار خلال اليوم تبعا لعرض العملات والطلب عليها، ويقوم وكلاء الصرف Cambistes بإعلام زبائنهم بهذه الأسعار

والسهر على تنفيذ أوامرهم فيما يتعلق بإجراء عمليات الصرف ومن المهم أن نفرق هنا بين نوعين لسعر الصرف:

\* سعر الشراء Prix d'achat

\* سعر البيع Prix de vente

ب - سعر الشراء وسعر البيع:

• **سعر الشراء:** هو عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يدفعها البنك لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

• **سعر البيع:** هو عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يطلبها البنك لبيع وحدة واحدة من العملة الأجنبية ويكون سعر البيع دوماً أكبر من سعر الشراء ويمثل الفرق بينهما هامش البنك "spread"

مثال: - سعر شراء الدولار: 1\$ = 57.97 DA

- سعر البيع للدولار: 1\$ = 59.86 DA

ويمكن حساب هامش البنك من عملية شراء وبيع دولار كما يلي:

- هامش البنك = سعر البيع - سعر الشراء

$$1.89 \text{ DA} = 57.97 \text{ DA} - 59.86 \text{ DA}$$

### حساب الأسعار المتقاطعة: Cours Croisés

عند تبادل العملات في مركز مالي معين، قد يكون سعر عملتين مقابل بعضهما البعض غير متوفر، ولضرورة التبادل يجب تحديد سعر تبادلهما، ويتم ذلك بناءً على علاقة العملتين بعملة ثالثة وتسمى الأسعار المحسوبة بهذه الطريقة بالأسعار المتقاطعة.

انطلاقاً من سعر العملات في المراكز المالية يمكننا أن نحسب سعر أي عملة بدلالة عملة أخرى.

إذا فرضنا المثال التالي:

في الجزائر: 1\$ = 59.86 DA

1\$ = 5.46 FF

يمكننا انطلاقا من هذه المعطيات حساب سعر صرف الدينار مقابل الفرنك الفرنسي وكما يلي:

$$1\$ = 59.86 \text{ DA}$$

$$1\$ = 5.46 \text{ DA}$$

$$1\text{FF} = \frac{59.86}{5.46} = 10.96 \text{ DA}$$

|     | Euro   | Etats  | Grande Bretagne | Suisse | Japon (100) | Canada |
|-----|--------|--------|-----------------|--------|-------------|--------|
| EUR | 1      | 1.4542 | 0.7462          | 1.6005 | 1.5542      | 1.4536 |
| USA | 0.6877 | 1      | 0.5131          | 1.1006 | 1.0688      | 0.9996 |
| GBP | 1.3401 | 1.9488 | 1               | 2.1449 | 2.0828      | 1.948  |
| CHF | 0.6248 | 0.9086 | 0.4662          | 1      | 0.9711      | 0.9082 |
| JPY | 0.6434 | 0.9357 | 0.4801          | 1.0298 | 1           | 0.9353 |
| CAD | 0.6879 | 1.0004 | 0.5133          | 1.1011 | 1.0692      | 1      |

### التحسن أو التدهور في قيمة عملة مقابل عملة أخرى:

تتغير أسعار العملات في الزمن، ويكون هناك تحسن *Appréciation* في سعر عملة مقابل عملة أخرى إذا كان سعر هذه العملة في نهاية الفترة أكبر من سعرها في بداية الفترة ويكون هناك تدهور *Dépréciation* في سعر هذه العملة مقابل العملة الأخرى إذا كان سعرها في نهاية الفترة أقل من سعرها في بداية الفترة، ويمكن أن نحسب التحسن *Appréciation* أو التدهور *Dépréciation* في سعر عملة مقابل عملة أخرى في شكل معدل كما يلي:

$$X100\Delta C = \frac{CT_1 - CT_0}{CT_0}$$

حيث أن:  $\Delta C$  هو التغير في سعر العملة.

$CT_1$  هو السعر في نهاية الفترة.

$CT_0$  هو السعر في بداية الفترة.

مثال 1:

في الجزائر:

في 5 جوان 1997: 1\$= 58.09 DA

في 9 سبتمبر 1997: 1\$=59.17 DA

$$X100\Delta C = \frac{CT1-CT0}{CT0}$$

$$= \frac{59.17 - 58.09}{58.09} \times 100 = 1.86\%$$

وهذا يعني أن قيمة الدولار الأمريكي قد زادت بمقدار 1.86% مقابل الدينار وذلك خلال الفترة الممتدة من 5 جوان 1997 إلى 9 سبتمبر 1997. وهذا يعادل تماما القول أن الدينار قد أنخفض بنفس النسبة أمام الدولار الأمريكي في نفس الفترة.

**الأسعار المتقاطعة:**

Touts les monnaies sont cotées contre le Dollars 100x99  
cotations soit 9900 cotations

مثال 2:

في الجزائر: في 1996/07/05: 1 دولار = 58.04 دينار.

في 1996/10/10: 1 دولار = 57.17 دينار.

$$X100\Delta C = \frac{CT1-CT0}{CT0}$$

$$= \frac{57.17 - 58.04}{58.04} \times 100 = - 1.5\%$$

وهذا يعني أن قيمة الدولار الأمريكي قد انخفضت بمقدار 1.5% مقابل الدينار وذلك خلال الفترة 1996/7/5 إلى 1996/10/10 وهذا يعادل تماما القول أن قيمة الدينار قد ارتفعت مقابل الدولار بنفس النسبة خلال نفس الفترة.

**ت - اختلاف أسعار العملات في مختلف المراكز المالية وعمليات التحكيم:**  
(arbitrage opération) كما ذكرنا سابقا فإن سعر عملة معينة مقارنة بعملة أخرى تتغير بشكل مستمر في اليوم وفي مختلف المراكز المالية الدولية. وقد يؤدي هذا التغير إلى ظهور أسعار مختلفة لعملة ما مقارنة بعملة أخرى في مراكز مالية مختلفة.

إن هذا الاختلاف في الأسعار يدفع وكلاء الصرف Cambistes إلى القيام بعمليات التحكيم ما بين الأسعار في مختلف المراكز المالية ثم المبادرة بالشراء في المركز المالي حيث سعر العملة منخفضا وإعادة البيع في المركز المالي حيث سعر العملة مرتفعا.

وإذا كانت الأسعار هي نفسها في مركزين ماليين فلا معنى لعملية التحكيم، ولن يكون هناك أي بيع أو شراء للاستفادة من فرق السعر. ولكي تكون لعملية التحكيم معنى، يكفي أن يكون سعر البيع في أحد المراكز المالية أكبر من سعر الشراء في مركز مالي آخر.

مثال: إذا كان أسعار شراء وبيع الدولار الأمريكي مقابل الفرنك الفرنسي في مركز باريس ولندن معطاة في الجدول التالي، وكان أحد وكلاء الصرف يملك \$ 2 500.000.

كيف يقوم هذا الوكيل بعملية التحكيم؟ وماهي العمليات التي يقوم بها؟ وماهي النتائج التي يحققها؟

| \$ دولار / فرنك FF        | سعر الشراء | سعر البيع |
|---------------------------|------------|-----------|
| في المركز المالي في باريس | 5.5756     | 5.5887    |
| في المركز المالي في لندن  | 5.5936     | 5.5953    |

انطلاقاً من المعطيات السابقة، يمكن لهذا الوكيل القيام بالعمليات التالية:

أولاً عليه أن يقوم بعملية تحكيم بناء على ملاحظة أسعار العملتين في المركزين الماليين، ويقوم ببيع الدولارات التي توجد معه في المركز المالي الذي يكون فيه سعر الدولار أكبر (مركز لندن)، ثم يقوم في مرحلة ثانية بشراء الدولارات مقابل التخلي عن الفرنكات في المركز المالي الذي يكون فيه سعر الدولار أقل (مركز باريس). ويعطي إجراء هذه العمليات النتائج التالية:

- يبيع الدولارات التي يملكها في مركز لندن، حيث ينتج عن هذه العملية ما يلي:

$$20\ 500.00 \$ \times 5.5936 \text{ FF} = 13\ 984.000 \text{ FF}$$

إعادة شراء \$ في مركز باريس

- يبيع الفرنكات التي اشتراها من المركز المالي في لندن في المركز المالي في باريس، حيث ينتج عن هذه العملية ما يلي:

$$13\ 984.000 \text{ FF} \div 5.5887 = 2\ 506\ 677.1 \$$$

يحقق الوكيل بعد هذه العمليات صافياً مقداره:

$$2\ 506\ 677.1 \$ - 2\ 500.000 = 6\ 677.1 \$$$

ومن هذا المثال نلاحظ أن وكلاء الصرف لهم مصلحة في تداول العملات المختلفة للاستفادة من فروق الأسعار وهذا سبب كافٍ يبرر طلب العملات وعرضها لأغراض أخرى غير الأغراض الخاصة بتسديد الصفقات التجارية.

وفي الحقيقة توجد عدة أنواع للتحكيم فيما يتعلق بتبادل العملات، ويمكن اختصار هذه الأنواع فيما يلي:

- **عمليات التحكيم المباشر:** وهي تلك العمليات التي تتجم عن المقارنة بين سعر عملة معينة بدلالة عملة أخرى في مركزين ماليين مختلفين. والمثال السابق يعبر عن هذا النوع من التحكيم.
- **عمليات التحكيم غير المباشر:** وهذا النوع من العمليات يظهر عندما تكون هناك ثلاث عملات، حيث لا تكون إحدى هذه العملات مسعرة مباشرة بدلالة إحدى العملتين الأخيرتين ولكنها مسعرة بدلالة العملة الثالثة. وهذا ما رأيناه عند دراستنا للأسعار المتقاطعة.
- **عمليات التحكيم على معدلات الفائدة:** وينشأ هذا النوع من التحكيم عندما يكون هناك فرق في معدلات الفائدة على عملة معينة في مركزين ماليين مختلفين.

#### الاختلاف الموجود بين أسعار الفائدة :

لنفترض أن متعامل عليه التزام 4 ملايين فرنك FF الواجب عليه دفع فوائد بسعر 8.5% لشهر واحد. ويمكنه أن يقرض هذا المبلغ بسعر 8.75% للفرنك الفرنسي لمدة 30 يوم ويكون الحل كالاتي:

1. يبدأ باقتراض هذا المبلغ لمدة 30 يوم، ويكون عائده النهائي الفرق بين أسعار فائدة الإقراض والإقراض لمبلغ القرض 400 000 FF وتكون الفائدة المحصلة من الإقراض:

$$400\,000 \times \frac{8.75}{100} \times \frac{30}{360} = 29\,166.66 \text{ FRF}$$

وتكون الفائدة الواجب دفعها كالاتي:  $400\,000 \times \frac{8.5}{100} \times \frac{30}{360} = 28\,333.33 \text{ FRF}$

الفرق بين أسعار الفائدة يكون:  $29\,166.66 - 28\,333.33 = 833.33$

#### \* أسعار العملات الأجنبية:

##### أ- الأسعار المتقاطعة Cross Rates

يمكن تعريف السعر المتقاطع بأنه سعر عملة مقابل عملة أخرى من خلال علاقة كل من هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة، فمثلا إذا عرفنا سعر الدولار مقابل الجنيه وكذلك سعر المارك مقابل الدولار فإنه بإمكاننا إيجاد سعر تقاطع الجنيه مقابل المارك.

مثال: إليك الأسعار التالية والخاصة بسعر الشراء (BID) وسعر البيع (ASK).  
أسعار العملات العالمية:

| BID                      | ASK                    |
|--------------------------|------------------------|
| D.M 2.1613<br>CHF 1.7320 | 2.1619/\$<br>1.7325/\$ |

فإذا كان المستورد (ORALAIT) هي الجهة طالبة الأسعار والمطلوب أوجد سعر التقاطع على أساس:

CHF /DM - 1

DM/CHF - 2

**الحل:**

1- سعر تقاطع DM و CHF على أساس سعر الشراء:

DM 2.1619 = 1 دولار = CHF 1.7320 سويسري

$$DM \ 1.2482 = \frac{2.1619}{1.7320} = CHF \ 1$$

2- سعر تقاطع DM و CHF على أساس DM/CHF: العكس تماما:

$$CHF \ 0.8016 = \frac{1.7325}{2.1613} = DM \ 1$$

كيف يمكن احتساب اتجاهي سعر التقاطع:

حتى نستطيع توضيح الصورة بشكل أفضل حول سعر التقاطع فلا بد من الإشارة إلى الطريقة التي يتم من خلالها احتساب سعري التقاطع في الاتجاهين:

فمثلا إذا كانت الأسعار السائدة في السوق لـ CHF و DM مقابل \$ كالتالي:

| BID                      | ASK                    |
|--------------------------|------------------------|
| CHF 1.7320<br>D.M 2.1613 | 1.7325/\$<br>2.1619/\$ |

فما هو تقاطع سعر الشراء والبيع:



## 1- سعر تقاطع سعري الشراء والبيع لـ DM مقابل CHF .

\* شراء العميل لـ CHF مقابل المارك DM سيكون على أساس شراء فرنك CHF وبيعه DM.

فهو سيشتري CHF بسعر ASK من البنك 1.7325.

ويبيع DM للبنك بسعر BID 2.1613

وبالتالي فإن سعر شراءه لـ CHF مقابل المارك DM هو:

$$\text{DM/CHF } 0.8016 = \frac{1.7325}{2.1613}$$

\* بيع العميل CHF مقابل DM سيكون على أساس بيعه CHF للبنك بسعر BID 1.7320 وشراء DM من البنك بسعر ASK 2.1619.

وبالتالي فإن سعر بيعه لـ CHF مقابل DM هو  $\frac{1.7320}{2.1619}$  DM/CHF 0.8011

وهذا يعني أننا إذا أردنا شراء CHF مقابل DM فإننا سنشتريه على سعر 0.8016 DM/CHF وإذا أردنا أن نبيع CHF للبنك فسنبيعه بسعر 0.8011 DM/CHF.

## 2- سعر تقاطع DM مقابل CHF

\* شراء DM:

يشتري العميل DM بسعر ASK من البنك 2.1619 ويبيع CHF بسعر BIB للبنك 1.7320 وبالتالي فإن سعر تقاطع DM مع CHF هو:

$$\text{CHF/DM } 1.2482 = \frac{2.1619}{1.7320}$$

\* بيع المارك:

يبيع العميل DM بسعر BID 2.1619

يشتري CHF بسعر ASK من البنك 1.7325 وبالتالي فإن سعر التقاطع DM مع CHF هو:

$$1.7325 = \frac{2.1613}{1.7325}$$

أي أن العميل يشتري المارك الألماني بسعر CHF/DM 1.2482 ويبيع DM 1.2475 مارك/CHF

## أسئلة للحل:

1- لدينا الأسعار التالية عند البنوك A و B، وكان أحد وكلاء الصرف يملك مبلغ 10 ملايين أورو (10.000.00 Euros).

هل يتمكن من القيام بعملية التحكيم؟ وكيف؟ ما هي النتائج التي يحققها؟

| أسعار البيع | أسعار الشراء |                       |
|-------------|--------------|-----------------------|
| 1.49650     | 1.49500      | USD/CAD } البنك A     |
| 0.88806     | 0.88770      | USD/EUR }             |
| 0.58874     | 0.58851      | CAD/EUR ..... البنك B |

2- إذا كانت أسعار الشراء وبيع الدولار الأمريكي مقابل الفرنك السويسري في البنك A والبنك B معطاة في الجدول التالي وكان أحد وكلاء الصرف يملك 10 مليون، كيف يقوم هذا الوكيل بعملية التحكيم؟ وما هي العمليات التي يقوم بها؟ وما هي النتائج التي يحققها؟

| الدولار الأمريكي<br>الدولار السويسري | أسعار الشراء | أسعار البيع |
|--------------------------------------|--------------|-------------|
| البنك A                              | 1.4900       | 1.4910      |
| البنك B                              | 1.4915       | 1.4918      |

## الفصل الثالث

### مخاطر عمليات الصرف الأجنبي

حدث في عام 1974 أن أغلقت السلطات النقدية فرانكلين ناشيونال بنك في نيويورك وبنك هيرششتات في ألمانيا. ويرجع أحد الأسباب التي أدت إلى إغلاق هذين البنكين إلى تورطهما في الاتجار المباشر في العملات الأجنبية، مما لفت أنظار إدارات البنوك التجارية إلى المخاطر التي تحيط بنشاط الصرف الأجنبي وجعلها تسارع إلى وضع الضوابط والأسس التي تنظم التعامل فيه.

ومن الممكن تحجيم المخاطر التي تترتب على عمليات الصرف الأجنبي والتقليل من آثارها السلبية إذا ما استعانت البنوك بمتعاملين ذوي خبرة في مجال عملهم ومدراء متخصصين في إدارة عمليات السوق النقدية على نحو ما تفعله عندما تباشر نشاطها الائتماني مع عملائها بحيث تتحمل المخاطر الناجمة عنه بنسبة محسوبة.

ويمكن تلخيص المخاطر التي ترتبط بعمليات النقد الأجنبي فيما يلي:

#### أولاً: المخاطر المالية:

إن أكثر المخاطر وضوحاً هي تلك التي تنشأ بسبب تغيرات قيمة العملة والتي تحدث فجأة وبحدة في الأحيان. وهذه التقلبات تتكرر باستمرار في ظل نظام تعويم أسعار الصرف. وقد جاء في أحد الإحصائيات أن تقلبات قيمة العملة خلال يوم واحد تراوحت بين 1.5% و 3% وأن التقلبات خلال ثلاثة شهور تراوحت بين عام 3.1% عام 1974 إلى 25% عام 1976، وقد حدث أن فقدت البيزيتا الأسبانية عام 1976 نسبة 10% من قيمتها خلال ساعات قليلة.

#### ثانياً: مخاطر التمويل:

وهي التي يتعرض لها البنك عندما يجد صعوبة في الحصول على الأرصدة اللازمة لتمويل نشاطه المصرفي، ويضطر إلى سداد أسعار فائدة باهظة على الودائع النقدية المودعة لمدة 24 ساعة من أجل تمويل أحد الحسابات بالعملة الأجنبية.

ونضرب مثلاً لهذه المخاطر عندما تم تخفيض الأسترليني في نوفمبر 1967. فقد حدث في يوم الجمعة السابق لنهاية الأسبوع الذي تم فيه التخفيض أن اشتد بيع الأسترليني بشكل محموم، وكانت المؤسسات التجارية تبيع الأسترليني للبنوك ببيعاً آجلاً Forward لمدة ستة شهور مثلاً. وفي غمرة الفوضى التي نجمت عن التخفيض اختفى سوق الصرف الآجل بين البنوك التي اضطرت إلى موازنة مراكزها عن طريق بيع الأسترليني ببيعاً فورياً spot لبنك إنجلترا (حق - أي تسليم - يوم الثلاثاء). وقد أدى هذا إلى زيادة موجودات البنوك على مطلوباتها بالنسبة للأسترليني الآجل، في حين كان لديها نقص في الأسترليني الحال والمستحق السداد يوم الثلاثاء كما ذكر. ولما كانت إنجلترا قد امتصت رصيذاً كبيراً من الأسترليني الفوري وكانت تمتنع عن إقراض الأسترليني المحلي إلى غير المقيمين، فقد حدثت ضغوطات هائلة ومكلفة للغاية على الأسترليني الخارجي.

فكانت الأرصدة الأسترلينية الخارجية تقرض بأسعار فائدة وصلت إلى 300% سنوياً. وقد وقعت أحداث مشابهة بالنسبة للعملات الفرنسية والبلجيكية والدانمركية في مارس 1976 وإن كانت أقل حدة من تلك التي وقعت بالنسبة للأسترليني.

### ثالثاً: المخاطر الائتمانية:

ينص عادة في عقود الائتمان الذي يمنح بالعملة الأجنبية على التزام كل طرف بتسليم العملة موضوع العقد للطرف الآخر بالسعر وفي الموعد المتفق عليه في العقد. وهناك مخاطر تنشأ من احتمال عدم وفاء أي من الطرفين بالتزامه. فإذا افترضنا مثلاً أن أحد البنوك باع مبلغ مليون جنيه أسترليني لإحدى الشركات بيعاً آجلاً مدته سنة بسعر 2.3200 للدولار، وقام في نفس الوقت بموازنة مركزه بتعاقده على شراء نفس السعر وفي نفس التاريخ. وبعد مضي 364 يوماً أعلنت الشركات إفلاسها كما أصبح سعر الأسترليني 1.9200 دولار. هنا يقع البنك في مأزق، إذ أنه لن يتوقع من الشركة المفلسة الوفاء بالتزامها، وعليه في نفس الوقت التزم بشراء مليون أسترليني بسعر 2.3200 للدولار والتزام آخر ببيع الأسترليني بسعر 1.9200 للدولار، وبذلك يحقق خسارة قدرها 400000 دولار على عقد ائتمان قيمته مليون أسترليني.

### رابعاً: المخاطر التي تقع في مجريات النشاط اليومي

قد تقع بعض الأخطاء في خضم النشاط الجاري بالبنك كأن تدرج العملة غير المطلوبة أو يدرج سعر الصرف الخطأ، أو قد توجه الأرصدة بالعملة الأجنبية بطريقة الخطأ إلى حساب آخر غير الحساب الصحيح ... إلخ.

### خامساً: المخاطر الناجمة عن إعادة تقييم المراكز المفتوحة

قد تتحقق خسائر للبنك عند إعادة تقييم مراكز العملات الأجنبية المفتوحة لديه Réévaluation of Positions والتي تجري عادة مرة كل شهر. وتختلف أساليب إعادة التقييم، إلا أن الأسلوب الأكثر إتباعاً هو أن يتم تقييم كافة المراكز المفتوحة للعملات الأجنبية على أساس أعلى سعر معلن في السوق في نهاية عمل اليوم الذي يتم فيه إعادة التقييم.

حاولنا أن نذكر في هذه المعالجة أهم المخاطر التي ترتبط بعمليات الصرف الأجنبي، وعلى البنوك التي تدخل هذا المجال أن تضع هذه المخاطر في اعتبارها. وكما ذكرنا من قبل أنه من الممكن احتواء هذه المخاطر باستخدام متعاملين ومديرين من ذوي الخبرة في أسواق الصرف الأجنبي. وقد نجح العديد من البنوك في مباشرة هذا النشاط بعد اكتسابها خبرة طويلة فيه عبر السنين.

## الفصل الرابع

### 1- عمليات الصرف الآجلة

تتضمن صفقات النقد الأجنبي شراء وبيع العملات في تاريخ أجل محدد.

– ويقصد بعملية الصرف الآجلة أن يعقد اتفاق بين أحد البنوك وطرف آخر لاستبدال عملة ما مقابل عملة أخرى في تاريخ مستقبلي على أساس سعر صرف أجل يتفق عليه بين الطرفين.

– وسعر الصرف الآجل لعملة ما هو السعر الذي يتم على أساسه بيع أو شراء عملة ما في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام عقد الصفقة ( $48^H$  د).

– ويتم تحديد هذا السعر وتاريخ التسليم ومبالغ العملتين موضوع التعامل في نفس تاريخ إبرام عقد الصفقة.

– والسبب لجوء لعمليات الصرف الآجلة هو الرغبة في تجنب تقلبات أسعار صرف العملة المحددة في عقد الصفقة، سواء كانت ذات طبيعة تجارية أو مالية (خلال الفترة من تاريخ إبرام العقد وحتى تاريخ تنفيذ تعليمات السداد) فإذا انخفضت قيمة العملة موضوع العقد قبل تاريخ التسوية فإنه يمكن تجنب الخسارة الناجمة عن ذلك.

❖ ويستخدم المتعاملون في البنوك مصطلح **Outright opération** أي عملية آجلة خالصة للتعبير عن عملية آجلة فردية، كما أنهم يستخدمون مصطلح **forward transaction** للتعبير عن عملية آجلة تشكل جزء من عملية \*\*\* swap **opération**، والعملية الآجلة تستخدم للتغطية، إلا أنها تعبر عملية مضاربة إذا افتقدت إلى الأساس التجاري أو المالي.

❖ وفي عمليات التجارة الدولية فإن المصدر عندما يبرم عقد صرف أجل سوف يعرف مقدما على وجه التحديد قيمة ما سوف يحصل عليه في تاريخ السداد بصرف النظر عن تقلبات سعر الصرف بعد قيامه بشحن البضاعة إلى المستورد وبالتالي لن يتأثر ربحه المحدد في الصفقة.

❖ ويتمتع المستورد بنفس هذه الميزة أيضا لأنه سوف يعرف مقدما على وجه التحديد المبلغ الذي سيدفعه بالعملة الأجنبية للمصدر في تاريخ السداد بصرف النظر عن سعر الصرف السائد في سوق الصرف وقت السداد ويستطيع بالتالي أن يحدد مقدما الأسعار التي سوف يبيع بها البضاعة موضوع الصفقة بحيث يتحقق له ربح مناسب.

❖ وسعر الصرف الآجل هو سعر الصرف الآني السائد وقت إبرام العقد مضافا إليه فرق سعر الفائدة السائدين في الأسواق النقدية الدولية على العملتين موضوع التبادل **Interest rate differential** بمعنى أن الفرق بين السعر الآني والآجل هو الفرق بين سعر الفائدة على العملتين ولذلك يمكن احتساب سعر الصرف الآجل من اليوم الأول لتحديد عقد الصرف الآجل استنادا إلى 3 عناصر:

1. سعر الصرف الآني السائد في السوق في تاريخ إبرام عقد الصفقة.

2. سعر الفائدة الذي يدفعه العميل إذا ما أفترض قيمة العملة المبيعة التي سيتم السداد بها عند استحقاق العقد الآجل.

3. سعر الفائدة الذي يحصل عليه العميل إذا ما أودع قيمة العملة المشتراة في وديعة ثابتة لفترة العقد الآجل.

السعر الآجل إذن هو السعر الفوري مضافا إليه العلاوة أو مطروحا منه الخصم.

ونلاحظ أن مصطلح العلاوة أو الخصم ينصرف إلى عملة واحدة فقط من العملتين المتعامل بهما.

وتسعير العملات في سوق الصرف لأجل:

يحسب سعر الصرف المطبق في عمليات الصرف لأجل على أساس سعر الصرف نقدا السائد لحظة إبرام العقد، ويأخذ بالاعتبار بالإضافة إلى سعر الصرف نقدا لحظة إبرام العقد تكلفة فترة الانتظار، ون المحتمل أن يكون سعر الصرف لأجل أكبر من سعر الصرف نقدا وفي هذه الحالة يكون ثمن تأجيل التسليم موجبا نسميه علاوة premium ومن الممكن في حالات أخرى أن يكون سعر الصرف لأجل أقل من سعر الصرف نقدا وفي هذه الحالة يكون ثمن تأجيل التسليم سالبا نسميه الخصم Discount ويدفع المقدم من طرف المشتريين Acheteurs ويستفيد منه البائعون Vendeurs بينما المؤخر يدفعه البائعون ويستفيد منه المشترون.

وبصفة عامة، يمكننا وضع القاعدة التالية:

❖ إذا كان سعر الصرف لأجل أكبر من سعر الصرف نقدا، فإن:

$$\text{سعر الصرف لأجل} = \text{سعر الصرف نقدا} + \text{علاوة premium}$$

إذا كان سعر الصرف لأجل أقل من سعر الصرف نقدا، فإن:

$$\text{سعر الصرف لأجل} = \text{سعر الصرف نقدا} - \text{خصم}$$

ويتم حساب كلا السعيرين بالاعتماد على أسعار الفائدة على مختلف العملات والسائدة في سوق الصرف الوطني (سوق ما بين البنوك) وسوق الصرف الدولي قصير الأجل (سوق اليورو، دوفيز) Marché de l'eurodevises، ويمكن حساب تأجيل التسليم في حالتي البيع والشراء كما يلي:

$$\text{الطريقة الأولى: } \frac{(ipn - iee) \cdot (t/36.000)}{1 + iee (t/36.000)}$$

\* حالة حساب سعر الشراء لأجل: في هذه الحالة يحسب ثمن التأجيل كما يلي:

$$\text{Re ou De} = \frac{(ipn - iee) \cdot (t/36.000)}{1 + iee (t/36.000)} \times C_{ac}$$

حيث

Re: ثمن تأجيل التسليم "علاوة".

De: ثمن تأجيل التسليم "خصم".

Ip<sub>n</sub>: معدل الفائدة على الإقراض في السوق الوطني لما بين البنوك.

I<sub>ee</sub>: معدل الفائدة على الإقراض في السوق الدولي قصير الأجل (اليورو - دفيز).

T: أجل التسليم مقاسا بالأيام، ويمكن أن يقاس أيضا بالشهور.

C<sub>ac</sub>: هو سعر الشراء في سوق الصرف نقدا.

ويلاحظ أنه كلما كان معدل الفائدة على الإقراض في السوق الوطني لما بين البنوك أكبر من سعر الفائدة في سوق الصرف الدولي قصير الأجل يكون ثمن التأجيل موجبا (علاوة) ويكون بالتالي سعر الشراء لأجل أكبر من سعر الشراء نقدا، والعكس صحيح.

حيث أن:

I<sub>en</sub>: معدل الفائدة على الإقراض في السوق الوطني لما بين البنوك.

I<sub>PE</sub>: معدل الفائدة على الإقراض في السوق الدولي قصير الأجل "سوق اليورو - دوفيز".

C<sub>vc</sub>: سعر البيع في سوق الصرف نقدا.

$$\text{Re ou De} = \frac{(ien - ipe) \cdot (t/36.000)}{1 + ipe (t/36.000)} \times C_{vc}$$

ونفس الشيء يمكن أن يقال هنا كذلك، حيث أنه عندما يكون معدل الفائدة على الإقراض في سوق الصرف الوطني لما بين البنوك (I<sub>en</sub>) أكبر من معدل الفائدة على الإقراض في سوق الصرف الدولي قصير الأجل (I<sub>PE</sub>) يكون خصم ويكون بالتالي سعر البيع لأجل أكبر من سعر البيع نقدا، والعكس صحيح.

مثال:

إذا فرضنا أن أوضاع الفائدة بعد 6 أشهر في سوق ما بين البنوك في ألمانيا والسوق الدولي للدولار \$ في هذا البلد معطاة كما يلي:

|         |                              |                                 |
|---------|------------------------------|---------------------------------|
| الإقراض | سوق ما بين البنوك في ألمانيا | السوق الدولي للدولار في ألمانيا |
| % 6.5   | % 7.25                       |                                 |
| الإقراض | % 7.5                        | % 8                             |

وإذا علمنا أن ثمن الشراء نقدا في ألمانيا هو: 1 دولار = 1.9570 مارك، بينما سعر البيع نقدا هو: 1 دولار = 1.9987 مارك. انطلاقا من هذه المعلومات يمكننا أن نجد ثمن تأجيل التسليم ومن ثم سعر الشراء وسعر البيع الدولار بعد 6 أشهر بسعر 2.0011 مارك.

\* الطريقة الثانية لحساب سعر الصرف الآجل لعمليات أقل من سنة.

1. حساب سعر البيع الآجل للعملة X مقابل العملة y:

$$CTV = CV + CV \times \frac{(TPY/BY - TEX/BX) \times n}{1 + (TEX \times n/Bx)}$$

2. حساب سعر الشراء الآجل للعملة x مقابل العملة y:

$$CTA = CA + CA \times \frac{(TEY/BY - TPX/BX) \times n}{1 + (TEX \times n/Bx)}$$

ونرمز إلى:

CA: سعر الشراء الآني للعملة X مقابل العملة Y.

CV: سعر البيع الآني للعملة X مقابل العملة Y.

TEY, TEX: معدل الاقتراض للعملة X و Y بالنسب.

TPY, TPX: معدل الاقتراض للعملة X و Y بالنسب.

BY, BX: القاعدة الأساسية للعملة X و y.

(360 وفي بعض البلدان 365)

n: عدد الأيام لأجل.

مثال 1: مؤسسة تريد تصدير بضاعة بقيمة 1 مليون دولار وتسليمها في آجال 90 يوم على أن يتحصل على مبلغ البضاعة بعد 180 يوم.

- ولتفادي مخاطر الصرف تطلب من بنكها بيعها 1 مليون دولار لأجل 180 يوم مقابل شراء اليورو وتكون المعطيات كالآتي:

- سوق الصرف الآني: (SPOT) 1 EUR = 1.0638/1.0678 USA



- السوق الدولي القصير الأجل USA 6MOIS 1.34/1.37

EUR 6 MOIS 2.43/2.47

حل المثال الأول

$$= 1.0622CTA = 1.0678 + 1.0678X \frac{(0.0137/360 - 0.0243/360) \times 180}{1 + (0.0243 \times 180/360)}$$

$$= 1.0579 \frac{(0.0134/360 - 0.0247/360) \times 180}{1 + (0.0247 \times 180/360)}CTV = 1.0638 + 1.0638X$$

بعض الصحف العالمية Wall str

Journal تعطي مباشرة سعر الصرف الآجل للدولار.

يمكن التعبير عن العلاوة أو الخصم كنسب تزايد بالنسبة للسعر الآني وإذا ما استخدمنا سعر صرف آجل لـ n شهر، تكون نسبة الخصم أو العلاوة السنوية Annualisée كالآتي:

$$\frac{\text{cours à terme (ct)} - \text{cours comtant (cc)}}{cc} \times \frac{12}{N} \times 100$$

وإذا كانت النتيجة سلبية، فإننا سنكون أمام نسبة

خصم سنوية والعكس تكون نسبة علاوة سنوية.

مثال:

| Cours Comptants | USD    | GBP    | CHF    | JPY    |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| A شراء          | 1.1680 | 0.7090 | 1.5960 | 130.10 |
| Y بيع           | 1.1690 | 0.7100 | 1.5970 | 130.20 |

إذا أخذنا أسعار صرف EUR/USD

بيع

شراء

1.1690

سعر الصرف الآتي: 1.1680

1.17085

سعر الصرف الآجل: 1.6998

تكون نسبة العلاوة السنوية Annualisé لليورو بالنسبة للدولار:

C'est-à-dire: 1.85 %

ويمكن قول العكس.

### النظريات المحددة لسعر الصرف

#### نظرية تعادل أسعار الفائدة

حسب هذه النظرية X يمكن للمستثمرين الحصول على معدلات مردودية مرتفعة في الخارج عن تلك الممكن تحقيقها في السوق المحلي، عند توظيفهم للأموال في دول أين معدل الفائدة أكبر من ذلك السائد في السوق المحلي، لأن الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الآني (sur place) وسعر الصرف لأجل (إنفاق بعد يومين) ويمكن أن تتم العمليات على النحو التالي:

يمكن للمستثمرين توظيف أموالهم M في أسواق 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 بالعملة المحلية ويمكننا أن نعبر عن ذلك رياضيا:

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

حيث أن:

CC: سعر الصرف الآني.

CT: سعر الصرف الأجل.

$i_e$ : معدل الفائدة الخارجي الاسمي.

$i_d$ : معدل الفائدة الداخلي الاسمي.

$$\frac{CT}{CC} = \frac{1+i_d}{1+i_e} \quad \text{المعادلة (1) تؤدي إلى أن:}$$

وبطرح 1 من طرفي المعادلة أعلاه نحصل على:

$$\frac{ID-IE}{1+IE} = \frac{CT-CC}{CC} \text{ أو:}$$

وإذا كانت  $IE$  صغيرة جدا يمكننا كتابة المعادلة:

وبذلك فإن نسبة العلاوة أو الخصم تساوي بالتقريب إلى الفرق بين معدلات الفائدة بين عملتين. وتسمح هذه النظرية بربط الأسواق النقدية الوطنية بأسواق الصرف.

مثال: أسعار الصرف والفائدة معطاة كالآتي:

سعر الصرف:  $0.8800 = \text{USD/EUR}$

سعر الفائدة (سنة) على الدولار 5%.

سعر الفائدة (سنة) على اليورو 3%.

إذا طبقنا نظرية تعادل سعر الفائدة فإن نسبة الخصم لسنة على الدولار مقارنة باليورو سيكون مساويا بالتقريب:

إن تكون نسبة الخصم على الدولار تساوي بالتقريب 2% أي الفرق السنوي لسنة.

سعر الصرف الآجل لسنة لابد أن يكون:

$$CT - 0.8800 = (-2\%) \times 0.8800$$

$$CT = 0.8800 (1-2\%)$$

$$CT = 0.8624$$

**1- نظرية تعادل القوة الشرائية:**

تقوم هذه النظرية على أنه في ظل نظام سعر الصرف حر فإن تعادل القوة الشرائية بين عمليتي بلدين مقاسا بنسبة مستوى الأسعار في دولتي العملتين يساوي سعر الصرف التعادلي بين عمليتي هذين البلدين أي:  $\frac{ID}{IE} = \frac{CC1}{CC0}$  أي أن:

$CC_0$ : سعر الصرف الآني في سنة الأساس 0.

$CC_1$ : سعر الصرف محسوب مقدما في الوقت 1.

$I_E$ : مؤشر الأسعار في البلد الأجنبي.

$I_D$ : مؤشر الأسعار في البلد المحلي.

مثال: أن سعر الصرف £ في N/01/1

$$GBP = 1.4600$$

ونسبق حدوث ارتفاع مستوى العام للأسعار في بريطانيا بـ 5% و بـ 3% في فرنسا خلال السنة. للعلم أن مؤشر الأسعار هو 100 في N/01/1

- ما هو معدل الصرف في نهاية السنة بـ GBP/EUR. إذا كانت نظرية القوة الشرائية مبررة.

ومن هنا يكون سعر الصرف الآني محسوب مقدما في الزمن 1:  $CC_1 = 1.4322$  EUR

وبالتالي يكون هناك تدهور لقيمة GBP بنسبة 1.9% أي قريبة من الفرق لمعدلات الفائدة 2%.

### الطريقة الثانية: أسعار الصرف في حالة الأسواق الكاملة (تابع نظرية القوة الشرائية)

وهذا يعني أن الوحدة الواحدة من العملة المحلية يجب أن يكون لها نفس القوة الشرائية في كل دول العالم وهذا النموذج يعتمد على ما يسمى بقانون السعر الواحد، بمعنى آخر أن انسياب التجارة الدولية الحرة سيؤدي إلى تساوي أسعار السلع في أماكن العالم المختلفة وإلا ظهرت فرص المراجعة يمكن استغلالها من قبل المضاربين. إلا أن هذا القانون يعمل ضمن ما يسمى بالأسواق الكاملة.

مثلاً: إذا كانت أسعار سلعة ما في أوروبا (منطقة اليورو) بـ 3 أورو وبـ 2GBP في بريطانيا. وكان سعر الصرف بين العملاتين  $0.75 \text{ GBP} = \text{EUR/GBP}$

\* ويمكن للتجار شراء السلعة من بريطانيا بـ 2 GBP وإعادة بيعها في فرنسا بـ 3 EUR، إذن عملية الصرف لهذه العملية تجني له:

$3 \text{ EUR} \times 0.75 = 2.25 \text{ GBP}$  أي ربح قدره 0.25 GBP. ومع تكرار عمليات التحكيم تؤدي إلى انخفاض رصيد الميزان التجاري لأوروبا (منظمة اليورو) وبالتالي تؤدي إلى تدهور قيمة EUR إلى حد 0.6667 GBP وبالتالي تنتهي عملية التحكيم مع انعدام تحقيق ربح.

التاجر الذي كان يشتري السلعة بـ 2 GBP وإعادة بيعها بـ 3 EUR يحقق:

$$3 \text{ €} \times 0.6667 = 2 \text{ GBP}$$

والعكس وإذا تدنى اليورو إلى 0.60 £ يمكن للتاجر الشراء من فرنسا بـ 3 € وإعادة بيعه في بريطانيا بـ 2 £: وبالتالي فإن صرف المبلغ يحقق له  $2 \text{ GBP} / 0.6 = 3.3333$  وبالتالي يتحقق فائض تجاري في أوروبا والذي يؤدي إلى ارتفاع سعر EUR إلى 0.6667. وفي الحالتين سوف يتجه السوق إلى سعر الصرف 0.6667 GBP والتي تتضمن سعر تعادل السلعة الواحدة في البلدين.

## الفصل الخامس

### عقود حقوق الخيار

#### مفهوم التعامل بحقوق الخيار:

ظهرت عقود الخيار في بورصة لندن للأسهم في القرن 19 ولكن لم يبدأ العمل فعلياً والمتاجرة بحقوق الخيار إلا في عام 1973 وذلك في بورصة شيكاغو.

✓ وتنطوي فلسفة حقوق الخيار على الاستفادة المتعامل من صحة توقعاته بانخفاض أو ارتفاع الأسعار وذلك بشراء حق خيار يعطي لصاحبه الحق في الشراء أو الحق في البيع حسب توقعات اتجاه الأسعار.

✓ لذلك فعقد الخيار هو اتفاق بين طرفين مشتري الحق وطرف بائع لهذا الحق، وللمشتري الحرية المطلقة في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته وبالمقابل فله دفع ثمناً لقيمة المميزات التي سيحققها في حالة ممارسة هذا الحق وهذا الثمن يسمى (علاوة) premium، والعلاوة يدفعها مشتري الحق للطرف الآخر (بائع الحق).

#### 1. تعريف خيار العملات:

أنه عقد قانوني يعطي حامله الحق في شراء أو بيع عملة بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة.

وأهم ما يتميز به هو أن الطرف المشتري في العقد له الحق في الاختيار بين إتمام العملية أو التخلي عن العملية مقابل علاوة غير قابلة للرد. يدفعها للبائع مقدما عند التعاقد.

ونحاول توضيح معنى بعض المصطلحات المتداولة في البورصة.

- الخيار الأمريكي: ويطلق على حق الخيار الذي يمكن ممارسته في أي يوم عمل خلال مدة سويان عقد الخيار.

- الخيار اليوروبي: ويطلق على حق الخيار الذي يمارس فقط في التاريخ المحدد لانتهاء العقد Expiry Date.

- مصطلح يستخدم عند تساوي سعر التنفيذ (PE) لعقد مع السعر السوقي للعملة وقت التنفيذ بمعنى أن العميل لا يحقق ربحاً أو خسارة من جراء ممارسته لحق الخيار.

- سعر التنفيذ: وهو السعر المتفق عليه والذي يدفعه المشتري في العملة المتعاقد على بيعها أو شرائها.

- القيمة الذاتية للأصل: هو الفرق بين القيمة المذكورة للعملة في عقد الخيار وقيمة السوقية، فإذا كان السعر السوقي أعلى من سعرها المدد في عقد الشراء فإن الفرق هو القيمة الذاتية، وإذا كان السعر السوقي للعملة أدنى من السعر المحدد في عقد خيار البيع فإن الفرق هو القيمة الذاتية.

- علاوة الخيار أو ثمن الخيار، هو المبلغ الذي يدفعه مشتري إنجاز مقدما للبائع لكي يمارس حقه في الخيار.

- القيمة الزمنية: وهذه القيمة هي جزء من العلاوة يمثل الفترة الزمنية المتبقية على انتهاء حق الخيار، أو بمعنى آخر الفرق بين قيمة العلاوة والقيمة الذاتية.

### أنواع عقود الخيار:

يوجد نوعين رئيسيين لعقود الخيار (OPTION)

أ- عقود شراء حق الخيار.

ب- عقود بيع حق الخيار.

أ- عقود شراء حق الخيار: يملك مشتري حق الخيار الحق في أن يشتري من الطرف الآخر أصلاً (Actif) معيناً بسعر محدد (سعر التنفيذ) (Prix d'exercice) وخلال فترة محددة (validity) وله مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته، وهو غير ملزم بالتنفيذ وثمان هذا الحق الذي يحدده سعر السوق يسمى علاوة والذي يدفعها المشتري للطرف الآخر.

و من الواضح أن أقصى ما يخسره مشتري الحق هو قيمة العلاوة وهذا يعني أن خسائر ومخاطر مشتري الحق هي محدودة ولا يتجاوز قيمة العلاوة في أي حال من الأحوال.

ينقسم هذا النوع من حقوق الخيار إلى قسمين:

(1) عقود شراء حق الشراء.

(2) عقود شراء حق البيع.

عقود شراء حق الشراء (Buyer of call) أن مشتري هذا الحق هو شخص متفائل (Optimiste) بالأسواق المالية ويتوقع ارتفاع الأسعار لذلك فهو يشتري حق خيار شراء عملة أو أصل معين (أسهم) يتوقع ارتفاع سعرها خلال فترة محددة وعادة ما يستخدم حقوق شراء حق الشراء لغرضين.

مثال: مستورد جزائري عليه التزام خلال الأربعة شهور القادمة \$800.000 وهو خائف من ارتفاع سعر الدولار مقابل CHF الفرنك السويسري الذي يمتلكه حالياً ويرغب بتغطية مخاطره في حالة ارتفاع سعر \$ مقابل CHF وفي نفس الوقت يرغب بالاستفادة من فرصة انخفاض الأسعار في حالة حدوثها.

لذلك قرر أن يشتري حق الشراء (c+) BUY CALL بمبلغ \$800.000 مقابل CHF لاستحقاق بعد 4 شهور وبسعر تنفيذ CHF(Prix Exercice) 1\$=2.15 علماً بأن سعر CHF الآني نقدا comptant هو 1\$=2.09 CHF وبسعر علاوة (1%).

- نفترض الآن أنه بتاريخ الاستحقاق ارتفع سعر الدولار مقابل CHF ليصبح 1\$/2.20 CHF.

في هذه الحالة سيحقق المستورد ربحاً un gain كالتالي:

prof

- العلاوة  $(1\% \times 800.000) = 8000$  دولار.

وتعادل:  $2.09 \times \text{CHF } 16720$

إذن الربح الصافي للمستورد يكون:  $\text{CHF } 23280 = (16720 - 40000)$

\* نفرض أن السعر ارتفع إلى 2.17 \$/CHF ما الذي يحدث؟

$\text{CHF } 16000 = (2.15 - 2.17) \times 800.000$

- العلاوة  $(1\%) = 800\$$  CHF 16720

$$(16720-16000) \text{ CHF} = (-720) \text{ CHF} \text{ خسارة المستورد.}$$

- لنفترض الآن أن توقعات المستورد لم تكن دقيقة وانخفض السعر ليصبح CHF 2.11/\$ في موعد الاستحقاق.

في هذه الحالة نجد أن المستورد لا يمارس حقه في عملية الشراء وسوف يشتري العملة التي يحتاجها من السوق نقدا بسعر CHF 2.11/\$ بدل من أن يدفع 2.15/\$ CHF وبالتالي فهو يخسر هنا العلاوة 8000\$ = 16720 CHF.

عقود شراء حق البيع (BUYER OF PUT (P+): إن مشتري حق البيع هو شخص متشائم pessimiste من السوق ويتوقع انخفاض الأسعار بعكس مشتري حق الشراء.

ويعني عقد الشراء حق البيع: أن الشخص يضمن أن يبيع موجوداته من الأصول المالية بسعر معين (prix d'exercice) سعر التنفيذ وليس بسعر السوق (CC) لذلك فهو يشتري حق بيع عملة أو سهم مثلا في موعد محدد وبسعر ثابت ويستخدم هذا النوع من عقود الخيار لأغراض المضاربة أو الوقاية.

مثال: يتوقع أحد البنوك أن يستلم مبلغ 3 millions/\$ مقابل بيعه CHF بعد 3 شهور، وذلك نتيجة لشرائه قيمة آجلة لمدة 3 شهور، وفي نفس الوقت يتوقع البنك انخفاض سعر الدولار خلال هذه الفترة.

- لتجنب مخاطر انخفاض سعر الدولار فإن البنك اشترى حق خيار بيع 3 مليون \$ (P+) بسعر CHF 2.10/\$ وهو سعر التنفيذ (PE) علما بأن سعر الدولار مقابل CHF الآن 2015 CHF = 1\$/ وبعلاوة 1.5%.

$$\text{الخلاوة: } (1.5/100 \times 3000.000\$) = 45000\$.$$

ولنفترض الآتي: بتاريخ الاستحقاق (بعد 3 شهور) أصبح سعر الدولار مقابل CHF: CHF 2.06/\$ لذلك فإن البنك سوف يمارس حقه في بيع الدولار مقابل CHF وسوف يستلم 3 مليون دولار بسعر CHF 2.10 سعر التنفيذ (PE) ويكون البنك قد حقق ربح:

$$\text{CHF } 120.000 = (2.06 - 2.10) \times 3000.000$$

$$\text{الخلاوة } 1.5\% = \text{CHF } 45000$$

$$\text{CHF } 75000 = (45000 - 120.000) \text{ ربح صافي.}$$

\* لنفرض أن السعر بعد 3 شهور أصبح (2.12) ما الذي سيحدث بما أن سعر (2.12) أعلى من سعر التنفيذ فنجد أن البنك لن يمارس حقه في البيع ويبيع ما يملكه من \$ بسعر السوق.



\* عقود بيع حق الخيار:

وتكون العملية هنا مرتبطة بالبائع وليس بالمشتري حيث أن البائع هو الذي يعطي المشتري الحق في ممارسة عمليات الشراء أو البيع مقابل ثمن يسمى علاوة premium وتتقسم عقود بيع حق الخيار إلى:

(1) عقود بيع حق الشراء:

(2) عقود بيع حق البيع:

وتستخدم عقود بيع حق الخيار لأغراض الحماية.

(1) **عقود بيع حق الشراء (C-) SELL CALL:** في هذه الحالة فإن البائع يعطي المشتري الحق في أن يشتري منه السلعة (العملة أو السهم) بسعر محدد (PE) سعر التنفيذ وخلال فترة محددة، وبعبارة أخرى هو ملتزم ببيع الأصل المعين في العقد بسعر التنفيذ مهما كان السعر السائد في السوق.

مثال: باع أحد المتعاملين حق شراء 1000 سهم من أسهم شركة Micro soft بسعر 40 دولار للسهم (PE) وبعلاوة قدرها 2 دولار للسهم علما بأن سعر سهم شركة Micro soft الحالي في سوق (Wall Street) 39 دولار للسهم ومدة العقد 3 شهور تنتهي expiration في 2000/09/14 ولنفرض أن سعر السهم للشركة أصبح بتاريخ الاستحقاق 45 دولار للسهم، لذلك فإن البائع سيخسر الآتي:

$$5000\$ = (40-45) \times 1000$$

العلاوة المقبوضة: 2000 دولار

$3000 = (2000 - 5000)$  خسارة للبائع وهي تمثل صافي الربح للمشتري أيضا.

- لنفرض أن سعر سهم Micro soft أصبح بتاريخ الاستحقاق 38 دولار/كلم أقل من سعر التنفيذ. فإن البائع سوف يحقق ربحا بمقدار 2000 دولار.

(2) **عقود حق البيع (p-):**

إن بائع الحق يفكر في هذه الحالة بطريقة معاكسة لمشتري الحق حيث يعتقد البائع بأن الأسعار سوف ترتفع لذلك فإن حق الخيار لن يمارس عليه من قبل المشتري وسوف يستفيد من قيمة العلاوة. وهذا التفكير يتطابق مع تفكير مشتري حق الشراء حيث يتوقع كلاهما ارتفاع الأسعار لذلك نستطيع أن نستنتج:

- بائع حق البيع + مشتري حق الشراء: يتوقعان ارتفاع الأسعار (كلاهما مشتري محتمل)

+ بائع حق الشراء + مشتري حق البيع: يتوقعان الانخفاض كلاهما بائع محتمل.

## خلاصة:

سوف نوجز في الجدول التالي التزامات كل من المشتري والبائع في عقود الخيار والمخاطر واحتمالات الربح التي تترتب عليها.

| نوع الخيار          | المشتري                                                                                                                                                                                      | البائع                                                                                                                  |
|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| خيار الشراء<br>CALL | للمشتري الحق وليس الالتزام في شراء أصل مالي معين بسعر محدد (ياخذ مركزا طويلا) خلال الفترة التي تقع بين تاريخ عقد الخيار وتاريخ استحقاقه (الخيار الأمريكي) أو في تاريخ محدد (الخيار الأوروبي) | يقع على البائع التزام ببيع أصل مالي معين بسعر محدد (ياخذ مركزا قصيرا) في أي وقت قبل تاريخ استحقاق معين.                 |
| خيار البيع<br>PUT   | للمشتري الحق وليس الالتزام ببيع أصل مالي معين بسعر محدد (ياخذ مركزا قصيرا) خلال فترة زمنية معينة أو في تاريخ استحقاق عقد الخيار                                                              | يقع على البائع التزام بشراء أصل معين بسعر محدد (ياخذ مركزا طويلا) خلال فترة زمنية معينة أو في تاريخ استحقاق عقد الخيار. |
| المخاطر             | محدودة بقدر العلاوة المدفوعة                                                                                                                                                                 | غير محدودة                                                                                                              |
| احتمال الربح        | غير محدودة                                                                                                                                                                                   | محدودة بقدر العلاوة التي إستلمها من المشتري                                                                             |

## ملاحظة:

يعني بالمركز الطويل قيام المشتري بشراء عقد الخيار والاحتفاظ به لفترة ما على أمل أن ترتفع قيمته السوقية، وعندئذ يبيعه ويحقق فيه بعض الربح. أما المركز القصير فهو قيام البائع ببيع عقد الخيار في الوقت الذي لا يمتلك فيه الأصل محل التعاقد، على أمل أن تنخفض قيمته في المستقبل ليعيد شراءه بالسعر الجديد المنخفض ويقلل مركزه محققا بعض الربح.

## مثال حول خيار شراء حق الشراء

في 2012/01/01 صدرت شركة Robin الفرنسية منتوجات غذائية بمبلغ 500.000 GBP جنيهه إلى عميلها Wood في إنجلترا التي تسدد المبلغ بعد 3 أشهر.

لكن Robin يريد القيام بعملية التغطية من احتمال انخفاض الجنيه مقابل اليورو، ويعتقد أيضا إمكانية اتجاه اليورو نحو الارتفاع وكان السعر الآن:  $0.724 = \text{EUR/GBP}$

\* البنك يقترح على Robin خيار الشراء بقيمة: 500.000GBP بالمواصفات الآتية:

- سعر التنفيذ  $\text{EUR/GBP} = 0.72$

- تاريخ الاستحقاق: 01 مارس 2012.

- علاوة: 2.80%.

العمليات تتم بالشكل الآتي:

1. عند شراء خيار الشراء، المصدر يقوم بدفع العلاوة.

$$14000 \text{ GBP} = 0.0280 \times 500.000 \text{ GBP}$$

$$\text{أو باليورو } 19337 \text{ €} = 14000/0.724$$

\* وبهذا يكون المصدر أنه بمقابل 500.000gbp قد ضمن المبلغ الأدنى:

$$(500.000/0.72) - 19337 = 675107 \text{ EUR}$$

$$\text{أي: } 1 \text{ GBP} = 1.3502 \text{ €} \quad \text{GBP/EUR} = 1.3502$$

$$\text{SOIT } 675107/500.000$$

إذن فإن سعر الصرف: GBP/EUR = 1.3502

نفترض أنه بتاريخ الاستحقاق 1 مارس 2012 صادفتنا 3 حالات:

1. الجنيه أنخفض EUR/GBP = 0.74 فإن المصدر من مصلحته تنفيذ العقد ويحصل على مبلغ 675107 أورو مقابل صادراته.

2. الجنيه ارتفع EUR/GBP = 0.69.

المصدر لا يفند العقد ويقوم ببيع GBP في السوق الآني ويتحصل على:

$$500.000/0.69 = 724637 \text{ EUR}$$

وبما أنه دفع العلاوة يتحصل على عائدها في قدرة:

$$724637 - 19337 = 705300 \text{ EUR}$$

3. الجنيه لم يتغير غير مبالي بتنفيذ الخيار: إن المصدر يقوم بعملة تغطية بشراء حق الشراء يضمن تكلفة أدنى للعملة الأجنبية ويمكنه أيضا تحقيق عوائد عند الإرتفاع المحتمل للعملة.

### أسئلة للحل

أ- نفترض أن خيار الشراء حق الشراء (+call) لها الموصفات التالية:

- خيار الشراء: EUR/USD.

- سعر التنفيذ (PE): 1.18 USD.

- العلاوة: 2%.

- سعر الصرف الآني: 1.18 USD.

- المبلغ: 1.000.000 USD.

الفترة: 3 أشهر.

\* هل يستخدم مشتري حق الخيار هذا الحق؟

وإذا أستخدمه عند أي سعر سيحقق ربح في هذه الظروف مع التوضيح بالرسم البياني.

II - نفترض أن خيار شراء حق بيع لها المواصفات التالية:

- خيار شراء حق بيع: EUR/USD.

- (PE): 1.19 USD.

- (CC): 1.19 USD.

- العلاوة: 1.8%

- المبلغ: 1000 000 USD

- الفترة: 3 أشهر.

\* عند أي سعر سيحقق الربح في هذه الظروف مع الرسم البياني؟

- مستورد جزائري عليه التزام خلال 06 شهور القادمة بمبلغ مليون دولار (1000.000) وهو متخوف من ارتفاع سعر الدولار مقابل اليورو الذي يمتلكه ويرغب بتغطية مخاطره في حالة ارتفاع سعر (الدولار) مقابل (اليورو) وفي نفس الوقت يرغب بالاستفادة من فرصة انخفاض الأسعار في حالة حدوثها لذلك قرر أن يشتري حق الشراء بمبلغ 1000.000 دولار مقابل اليورو استحقاق بعد 6 أشهر وبسعر تنفيذ 1.21 أورو/ دولار علما أن سعر اليورو مقابل الدولار الآن هو 1.18 أورو/ دولار وبسعر علاوة (1.50%).

- ماذا سيحقق المستورد في تاريخ الاستحقاق إذا ارتفع سعر الدولار مقابل اليورو ليصبح 1.25 أورو/ دولار؟

- وإذا أصبح سعر الدولار مقابل اليورو 1.23؟

4- ما هي مميزات سوق العملات الأجنبية من غيره من الأسواق المالية؟

5- ما هي الصفات المشتركة لعقود الخيار؟

6- ما هو تأثير كل من التضخم وسعر الفائدة على سعر الصرف؟

## الفصل السادس

## سوق العقود المستقبلية على العملة الأجنبية

تعتبر العقود أو الصفقات المستقبلية على العملة من الأدوات الاقتصادية المتطورة نسبياً، وهي مشتقة من صفقات بيع وشراء عملة أجنبية سابقة لها وذلك على غرار العمليات الخيارية وعمليات مبادلة العملة.

هذه السوق التي أنشئت بهدف التقليل من التعرض إلى مخاطر تذبذبات سعر الصرف تجسدت في بداية الأمر في 16 ماي 1972 في فرع بورصة شيكاغو التجارية أو ما يسمى بسوق النقد الدولي (IMM) ثم في سوق فيلاديفيا (PBOT) وسوق باريس (MATIF) وسوق سنغافورة ويعرف الخبير المالي برايان كويل عقد العملة المستقبلي الذي يتم في السوق المنظمة بأنه صفقة بيع وشراء مبلغ معين من عملة ما مقابل عملة أخرى بسعر صرف محدد على أن يتم تسليمها مستقبلاً على أساس تاريخ تسليم معين.

على عكس عقود خيارات العملة بجميع أنواعها، فإن العقود المستقبلية على العملة ملزمة للطرفين (البائع والمشتري)، كونها حقا ملزما وليس تعاقديا. أما عن العملات المتداولة في هذه السوق، فأغلب الصفقات تتم بين الدولار الأمريكي والعملات الكبرى بكميات نمطية في جلسة مزاد علني في غرفة البورصة المختصة في التعامل بالعقود المستقبلية على العملة الأجنبية.

### خصائص السوق:

للتعرف أكثر على حيثيات سوق العقود المستقبلية نسوق جملة من خصائص وسمات

هي كالتالي:

1. العقود المتداولة هي نمطية (موحدة) من حيث:  
أ - الكمية:

فلكل عملة معتمدة مبلغ محدد ل يثبت غيره، يتم استبداله بعملة أخرى ويمكن ملاحظة ذلك في الجدول أدناه، إلا أن معظم الصفقات المستقبلية على العملة في سوق النقد الدولي (IMM) تتم مقابل الدولار الأمريكي.

وحجم التداول مرتبط بعدد العقود المبرمة والكميات النمطية المباعة والمشتراة، فمثلا إذا كان الجنيه الإسترليني هو عملة التداول في العقود المستقبلية في سوق النقد الدولية بشيكاغو، فإنه من أجل شراء صفقة مستقبلية تقدر ب 500000 جنيه إسترليني يستوجب على المستثمر اقتناء ثمانية (8) عقود لبلوغ هذه القيمة: (62000/500000)، باعتبار أن العقد الواحد بدلالة الجنيه الإسترليني هو محدد بـ 62000.

الجدول رقم (17): مبالغ العقود المستقبلية على العملات

في (IMM) بتاريخ 1998/12/01

| العقود المستقبلي على العملة | المبلغ المحدد في العقد | سعر النقطة الواحدة بالدولار الأمريكي | قيمة كل نقطة تغير في السعر |
|-----------------------------|------------------------|--------------------------------------|----------------------------|
| الدولار الأسترالي (AUD)     | 100.000                | 0,0001                               | 10                         |
| الدولار الكندي (CAD)        | 100.000                | 0,0001                               | 10                         |
| الجنيه الإسترليني (GBP)     | 62.500                 | 0,000001                             | 6,25                       |

|       |        |            |                       |
|-------|--------|------------|-----------------------|
| 12,50 | 0,0001 | 12.500.000 | الين الياباني (JPY)   |
| 12,50 | 0,0001 | 125.000    | الفرنك السويسري (CHF) |
| 12,50 | 0,0001 | 125.000    | اليورو (EUR)          |

## ب - تاريخ الاستحقاق

تخضع العقود المستقبلية على العملات لتواريخ تسليم موحدة (بمعدل تسليم في كل ثلاثي) هي الشهور التالية: مارس وجوان وسبتمبر وديسمبر، على أن يكون آخر يوم للتداول هو قبل يومين من أيام العمل السابقة ليوم الأربعاء الثالث من شهر التسليم.

2. بهدف إدخال عنصر الاستقرار في تعاملات البورصة بشأن هذا النوع من العقود وإتاحة الوقت لكافة المتعاملين لاتخاذ القرار المناسب دون التأثير بالمعلومات الواردة إلى السوق التي من شأنها إحداث تقلبات سعرية عنيفة، تحدد البورصة الحد الأدنى والحد الأقصى المسموح بهما في تذبذب سعر العقود المستقبلية، وتختلف تذبذبات الأسعار على مستواها حسب كل عملة، فنجد مثلاً أن الحد الأدنى للتغير في سعر اليورو وهو 0,0001 دولار وبالتالي تصبح قيمة التقلب الأدنى للعقد الواحد هي 12,50 دولار:

$$(125000 \times 0,0001)$$

على هذا الأساس يظل السعر، على خلاف أسعار بقية الأسواق، بين حدين لا يمكن تجاوزهما طيلة اليوم وتفتتح الأسواق في اليوم الموالي انطلاقاً من أسعار إغلاق اليوم السابق.

3. على غرار أسواق الخيارات، وبهدف وضع حد للتأثير على الأسعار السائدة في السوق عن طريق ممارسة البعض لظاهرة الاحتكار وقصد تحقيق التوازن بين سيولة السوق وتوفير حد أدنى من الأمان، تلجأ السلطات المخولة في هذا النوع من الأسواق إلى تقييد عدد العقود التي يمكن أن يكسبها المستثمر ويختلف العدد المحدد للمراكز باختلاف الأصل موضوع التعاقد واختلاف البورصة التي يتداول فيها العقد

4. بهدف توفير الثقة للمتعاملين وضمان سلامة الأعمال التجارية وتسوية الصفقات المالية بين المتدخلين في سوق العقود المستقبلية وتسهيل تدفق الأرصدة الناتجة عن تنفيذ العقود، يشمل هذا النوع من الأسواق غرفة مقاصة توكل إليها المهام التالية:

- اضطلاعها بالمخاطر الائتمانية عن طريق تقديم الضمان لتنفيذ التزامات كل من البائع والمشتري

- تؤمن نفسها ضد مخاطر تخلف أحد الطرفين عن الوفاء بالتزامه باستخدام هامش الصيانة، ففي مثل هذه العقود ورغم أن العقد يتم بين البائع والمشتري، فإن الالتزام المترتبة لا تكون اتجاه أحدهما الآخر بل يلتزم كليهما اتجاه غرفة المقاصة التي تلعب دور البائع بالنسبة للمشتري ودور المشتري بالنسبة للبائع.

إذ تلتزم الغرفة بشراء عقد يتقدم به المشتري الأول ثم بدورها تباع هذا العقد (عقد بيع) لمشتري آخر وفق السعر الجاري وهكذا إلى أن يحل تاريخ استحقاق العقد فتقوم غرفة المقاصة بوضع كافة الإجراءات حتى يسلم البائع الأصلي للأصل محل التعاقد للمشتري الأخير.

5. بالنظر إلى الدور الذي تلعبه غرفة المقاصة بين طرفي العقد خاصة فيما تعلق بالمخاطر الائتمانية وإمكانية تعرضها للخسارة ورغم عدم كونها أحد أطراف العقد وذلك

نتيجة عدم وفاء أحد الأطراف بالتزاماته، كان لزاما على هذه الغرفة إيجاد ميكانيزمات ضمان تحول المخاطر إلى الأطراف المعنية بالعقد، فجاءت فكرة نظام الهامش المبدئي القائم على أساس إيداع كل من البائع والمشتري عند إبرام العقد، لنسبة نقدية معنية من قيمة العقد لدى سمسار كل طرف، هذا السمسار الذي لا يمكن إلا أن يكون عضوا من أعضاء غرفة المقاصة.

تتراوح نسبة الهامش المبدئي الذي تحدده الغرفة بين 1% و 5% من قيمة العقد، وهي بذلك تغطي مخاطرة يوم واحد سواء تعلق الأمر بالبائع أو بالمشتري على أن لا يقل هذا الهامش عن حد أدنى في كل عقد.

لا يمكن اعتبار الهامش تسبيقا أو عربونا يدفع مقابل الشراء بل يمكن استرداده عند وفاء الطرفين بالتزاماتهما.

فالمستثمر الذي يشتري عقدا مستقبليا بـ 50000 أورو تسليم شهر جوان على أساس 1 دولار لكل 1 أورو، فقيمة العقد هي 50000 دولار، في هذه الحالة المستثمر مطالب بإيداع لدى السمسار هامش نسبة 3,2% أي ما يعادل 1600 دولار:  $(0,99 \times 50000)$  وبما أن العقود يعاد تقييمها في نهاية يوم التداول على أساس سعر الإقفال فإذا تغير سعر الصرف وأصبح  $1\text{€} = 0,99\text{\$}$ ، وهذا يعني أن المستثمر قد خسر في الصفقة ما مقداره: 500 دولار:  $[(0,99 \times 50000) - 50000]$

- في هذه الحالة هو غير مطالب بأي شيء على اعتبار أن الهامش المبدئي يغطي الحد الأدنى من قيمة الهامش الذي عادة ما يكون في حدود 65% ويسمى هامش الصيانة.

في مثالنا يبلغ هامش الصيانة 1040 دولار:  $(65\% \times 1600)$   
لدينا:  $(1600 - 500 = 1100 \text{ دولار})$ ، وواضح جدا أن  $(1040 < 1100)$

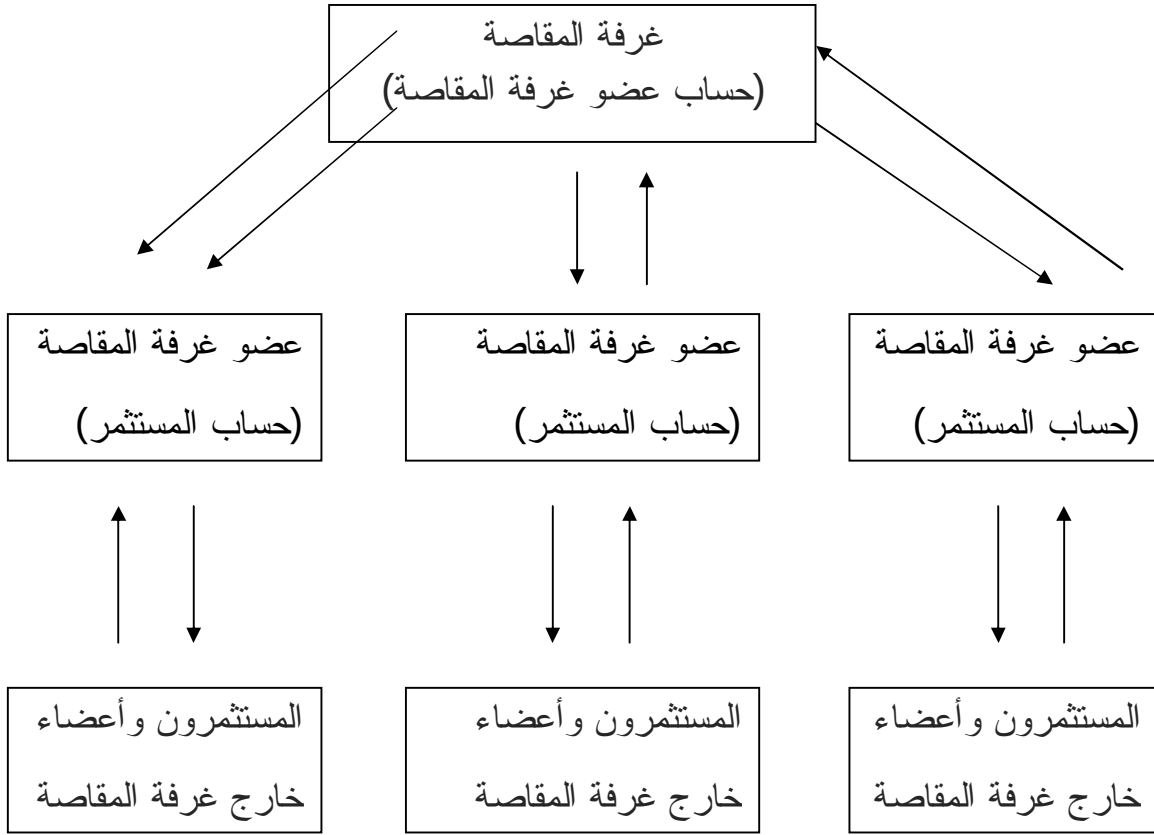
- أما في حالة بلوغ سعر الصرف مستوى  $1\text{€} = 0,975\text{\$}$ ، يكون المستثمر قد حقق خسارة أكبر قدرها 1250 دولار:  $[(0,975 \times 50000) - 50000]$ ، وباعتبار أن الخسارة تجاوزت هامش الصيانة، فيستوجب على المستثمر قبل انطلاق نشاط السوق في اليوم الموالي، دفع ما مقداره  $690\text{\$}$ :  $[(1250 - 1600) - 1040]$ .

- أما في حالة ارتفاع سعر الصرف عن ذلك السعر المحدد في العقد، فإن الربح المحقق سيسدد للمستثمر مع بقاء هامش الصيانة عند مستوى 1040 دولار.

6. يتم البيع والشراء من خلال مزاد علني مفتوح في سوق مركزي منظم عن طريق بيت سمسرة. التسليم الفعلي للعملة محل العقد نادر الحدوث، على اعتبار أن أغلب العقود تأخذ مسارا معاكسا قبل تواريخ الاستحقاق، فتتحول مثلا صفقة شراء إلى صفقة بيع قبل أن يتم التسليم الفعلي، وتتيح عملية التتميط سهولة في نقل العقود المستقبلية إلى متعاقدين جدد من خلال البورصة.

7. أيضا، تميل تكاليف التعامل في الجلسات المفتوحة في المزاد العلني إلى الانخفاض.

شكل رقم (06): مدفوعات الهامش



#### عمليات سوق العقود المستقبلية على العملات

إن السيولة التي يتمتع بها هذا النوع من العقود أكسبتها قدرة على وشراء عقود بأسعار تنافسية جعلت الكثير من المتعاملين يلجأون إليها بغرض القيام بالعمليات التالية:

#### المضاربة

##### أ/- صيرورة العملية:

قد تعود المضاربة في سوق العقود المستقبلية على أصحابها بهوامش ربحية مرضية في حالة صدق توقعاتهم بخصوص حركية الأسعار.



فالمضارب لا يرغب في شراء أو امتلاك العملة الأجنبية بل في استغلال الفرص قصد تحقيق الربح من خلال شراء العقود قبل تاريخ الاستلام بسعر منخفض وإقبال المركز بالبيع عند ارتفاع السعر، أو بيعها قبل تاريخ الاستلام بسعر مرتفع وإقبال المركز بالشراء عند انخفاض السعر.

إلا أن العملية تتطلب خطة عمل مدروسة بعناية وقدرة مالية لمجابهة المخاطرة في ظل ظروف سوق تتسم بالتذبذب السريع والتباين الكبير مما يستدعي من المضارب الاستجابة الآنية وبكل موضوعية إلى التغيرات العكسية في أسعار العقود المستقبلية.

فمثلا، المضارب الذي يملك عقودا مستقبلية على عملة "اليورو"، لاحظ في 5 جانفي أن سعر صرف هذا الأخير في عقد مستقبلي تسليم جوان لا يعبر عن الحقيقة، إذ بلغ 0,9300 لكل دولار، وقدر المضارب أنه مقوم بأكثر من قيمته الحقيقية، فقرر بيع عقده المقدّر بـ 125500 أورو.

في 03 جوان انخفض اليورو في السوق العاجل وبلغ مستوى 0,901 دولار مما دفع بالمضارب إلى إقبال مركزه على عقد اليورو مع تحقيق ربح مقداره: 3639,5 دولار:  $[(0,901-0,93) 125500]$

لكن ليس في كل الحالات تتحقق توقعات المضارب، فقد يتجه سعر اليورو بخلاف الاتجاه المتوقع فعوض أن ينخفض، يرتفع ويصل حدود 0,941 دولار، عندها يخسر المضارب ما مقداره:

1380,5 دولار:  $[(0,930-0,941) 125500]$

انصب المثل أعلاه على المضاربة باستخدام عقد على عملة واحدة، إلا أنه يمكن أن يشمل المضاربة على عملات مختلفة بنفس تاريخ التسليم وأيضا المضاربة بعقود على عملة واحدة وتواريخ تسليم مختلفة.

#### **ب/ أصناف المضاربين:**

صنف المضاربين في سوق العقود المستقبلية وفق الأصناف التالية:

- **المتعاملون بالتذبذبات:** هم أولئك الذين يتعاملون باستمرار بالمبالغ الكبيرة للاستفادة من الفروقات الصغيرة بين سعر الشراء وسعر البيع.
- **المتعاملون اليوميون:** هم أولئك الذين لا يحتفظون بمراكز مالية لأكثر من ليلة واحدة، بمعنى إقبال مراكزهم بمجرد نهاية التعامل بعد يوم واحد.
- **المتعاملون بالمراكز:** عكس الأصناف السابقة، فهؤلاء يتركون مراكزهم مفتوحة ويهتمون بحركات الأسعار على مدى أطول قد يستمر طوال أشهر مستغلين في ذلك الأسعار الناتجة عن تغيرات العرض والطلب.
- **المتعاملون بالهوامش:** هم أولئك المهتمين بتباين أسعار الاستحقاقات المختلفة لنفس الأداة وباختلاف الأسعار بين الأسواق المتعددة

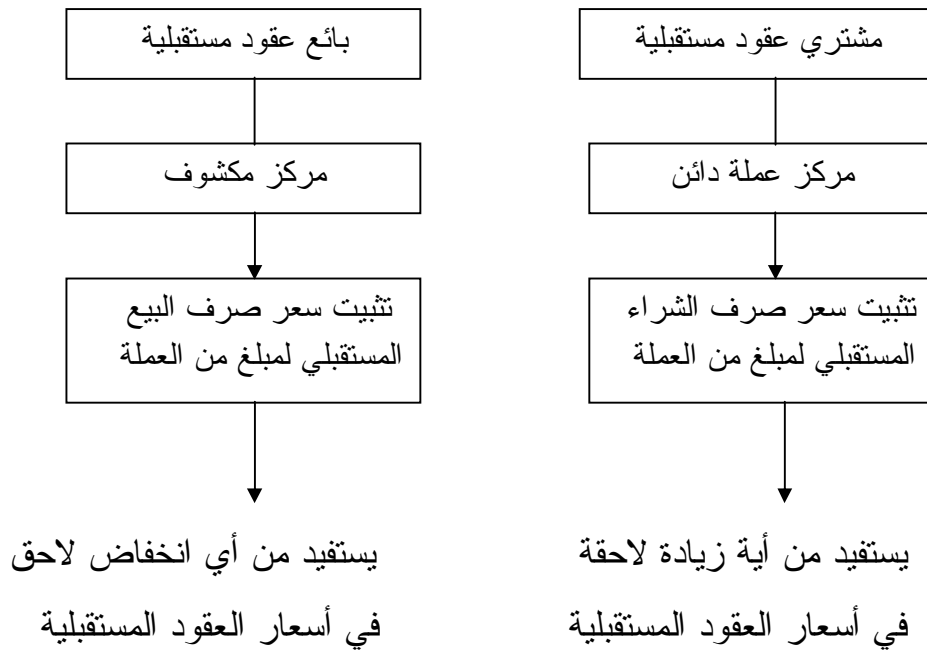
#### **ج/ طبيعة المركز المالي للمضارب:**

يلتزم كل من المشتري والبائع لصفقات مستقبلية على عملة ما بالسعر المتفق عليه، والمضارب الذي بحوزته عقود شراء أكثر من عقود البيع يكون لديه مركز عملة دائن

ويسمى بالوضعية الطويلة التي يقبل فيها المستثمر حصوله على مبلغ من العملة الأجنبية في تاريخ محدد سلا أو وضعية دائنة صافية بدلالة العملة الأجنبية. وفي الحالة المعاكسة يكون لديه مركزا مكشوفاً يسمى وضعية قصيرة تمثل مركز المضارب أو المستثمر الذي وعد بتسليم مبلغ من العملة الأجنبية في تاريخ محدد سلفاً أو لديه وضعية مديونية صافية بدلالة عملة أجنبية. في حالة ارتفاع السعر العاجل لعملة ما يستفيد أصحاب مركز العملة الدائن وبالمقابل سيخسر أصحاب المركز المكشوف، أما في حالة انخفاض السعر الحالي للصفقة المستقبلية سيستفيد ذوي المركز المكشوف ويخسر أصحاب مركز العملة الدائن.

الشكل رقم (07): المركز الدائن والمركز المكشوف

شكل رقم 07



## التغطية ضد مخاطر العملة

### أ/ آلية التغطية:

تمكن العقود المستقبلية على سعر الصرف من بيع وشراء مخاطر أسعار الصرف، وبالتالي

فهي وسيلة للحماية من خطر تدهور قيمة العملة بل مصدراً لتحقيق الربح، ويتجسد ذلك عند تغطية التعاملات المباشرة ونقصد بذلك العمليات التي يقوم بها السائح بمجرد عزمه على السفر في تاريخ لاحق معين سلفاً. أو تغطية عمليات الاستيراد أو التصدير التي ينجز

عنها دفع مبالغ مالية أو تحصيلها في وقت لاحق قد يكلف أحد الأطراف خسائر قد تكون معتبرة في حالة عدم تغطية مركزه المالي.

كما تتجلى عند تغطية مخاطر تحويل الأرباح الناتجة عن تذبذب سعر الصرف بين عملة الدولة التي تحتضن الشركة الأم.

## مثال 1:

في 09/27/ تشترى من IMM عقد مستقبلي لاستحقاق ديسمبر وبسعر 1.35 USD ويجب عليك دفع هامش مبدئي \$ 2835 وهامش صيانة \$ 2100 وكان بالتاريخ 29، 30 سبتمبر و 4، 6، 10، 12 أكتوبر أسعار العقد كالتالي: 1.30، 1.20، 1.30، 1.40، 1.50، 1.55، وتقرير غلق مركزك يوم 10/12.

ويكون تغير حسابك يوم بيوم (وكان حجم العقد €125000).

| التاريخ | سعر الصرف | قيمة العقد | الربح | الخسارة | تسوية الهامش | الرصيد |
|---------|-----------|------------|-------|---------|--------------|--------|
| 09/27   | 1.35      | 168756     |       |         | -2835        | 2835   |
| 09/29   | 1.30      | 162500     |       | -6250   | -6250        | 2835   |
| 09/30   | 1.20      | 150000     |       | -12500  | -12500       | 2835   |
| 10/04   | 1.30      | 162500     | 12500 |         | +12500       | 15335  |
| 10/06   | 1.40      | 175000     | 12500 |         | +12500       | 27835  |
| 10/10   | 1.50      | 187500     | 12500 |         | +12500       | 4335   |
| 10/12   | 1.55      | 193750     | 62500 |         | +6250        | 46585  |

حساب المردودية (شراء العقد 09/27 وبيعه لاستحقاق 10/12).

$$R = (46585 - 6250 - 12500 - 2835) / 2835 \times 100 = 881.83 \%$$

## مثال 2: إليك المعطيات التالية: 1.5185 USD/1 EUR

| Date     | cotation       | écart   | قيمة العقد  | ربح أو خسارة   | قيمة الإيداع بعد الربح أو الخسارة | استدعاء للتسوية اليومي  | مركز حسابك | الهامش    |
|----------|----------------|---------|-------------|----------------|-----------------------------------|-------------------------|------------|-----------|
| 29/02/08 | 1.5185USD/1EUR |         | 189812.5USD |                |                                   |                         |            | 2835USD   |
| 03/02/08 | 1.5140USD/1EUR | -0.0045 | 189250USD   | Perte - 2.6USD | 2272.5USD                         | Car non depot > 2100USD |            | 2272.5USD |
| 04/03/08 | 1.5100USD/1EUR | -0.0040 | 188750USD   | Perte -500\$   | 1772\$ +                          | depot < 2100            |            | 2835USD   |
| 05/03/08 | 1.5130USD/1EUR | +0.0030 | 189125USD   | ربح \$ 375     | 3210\$                            |                         | 375USD     | 2835USD   |
| استحقاق  | 1.5160USD/1EUR | +0.0030 | 189500USD   | ربح \$ 375     | 3210\$                            |                         | 375USD     | 2835USD   |

## قائمة المصادر

### أولاً: المصادر باللغة العربية:

1- د.علي سعد محمد: الإدارة المالية الدولية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية 2011.

2- سعود حايـد مشكور العامري: المالية الدولية-نظرية وتطبيق- دار زهران للنشر

والتوزيع، عمان، 2011.

3- د.بسام الحجار: نظام النقد العالمي وأسعار الصرف- دار المنهل اللبناني

4- د.عبد المجيد قدي: المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، ديوان المطبوعات الجامعية- الجزائر-2003.

5- نعمان سعيدي: البعد الدولي للنظام النقدي برعاية صندوق النقد الدولي- دار بلقيم-الجزائر، 2011.

6- الطاهر لطرش: تقنيات البنوك- ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2001.

### ثانياً: المراجع باللغة الفرنسية:

7-Philippe d'Arvisenet , thierry schwob, Finance internationale , Marchés et techniques , Edition Hachelle, Paris , 1990.

8- Christian et Mireille Zambotte Gestion Financière, Finance de marché, 4 Edition Dunod, paris, 2005.

**9-Josette peyrard, Gestion Financière Internationale, Edition Vuibert Paris, 1999.**

**10-Michel Juer Technique Financière Internationale 20 édition, Dunod, Paris, 2003.**