

جامعة الشهيد حمه لخضر-الوادي

مقياس: المالية الدولية

الاستاذ المحاضر: د/حملاوي سكيينة

تخصص: اولى ماستر مالية تجارة دولية

سوق الصرف

يعتبر سوق الصرف الأجنبي من أكثر الأسواق اتحادا وسعة، كما تعتبر أسواق لندن ونيويورك وسنغافورة المالية أكبر المراكز المالية حجما في العالم، حيث يعتبر الدولار الأمريكي، اليورو، الين الياباني، الجنيه الإسترليني، الدولار الأسترالي، والدولار الكندي من أهم العملات التي يتم التداول بها عالميا.

1- تعريف سوق الصرف: سوق الصرف الأجنبي هو سوق دولية يتم من خلالها تبادل العملات فيما بينها، وكثير من أسواق المال تقع في مكان جغرافي محدد إلا أن سوق الصرف الأجنبي ليس له موقع جغرافي محدد، حيث يتم التبادل فيه عبر وسائل الاتصال الالكترونية على مستوى العالم، ويستمر التبادل على مدى أربع وعشرين ساعة في اليوم، فعندما تكون سوق لندن مغلقة فإن سوق طوكيو أو سنغافورة تكون مفتوحة وهكذا.

2- خصائص سوق الصرف: ينفرد سوق الصرف الأجنبي بخواص معينة هي:

◆ حجم المبادلات الهائل بما يخدم السيولة الدولية والتي قدرت عام 2019 بحوالي 5 تريليون دولار في اليوم الواحد.

◆ أسواق الصرف الأجنبي منتشرة لا حدود لها وموزعة على مستوى العالم.

◆ عمليات الصرف الأسعار الأجنبي مستمرة وعلى مدى 24 ساعة يوميا.

◆ التغيرات لهوامش الربح مقارنة بالمتاجرات الأخرى.

◆ كثرة المتغيرات التي تؤثر في أسعار الصرف الأجنبي.

3- أنواع أسواق الصرف الأجنبي: يوجد نوعان من أسواق الصرف الأجنبي هما السوق الآني والسوق الآجل:

أ. سوق الصرف الآني: إن العملية التي تتم طبقا للسعر الآني تتضمن دفع واستلام الصرف الأجنبي خلال يومي عمل، وتعد العمليات الآنية هي الأكثر أهمية في سوق الصرف وتستحوذ على الاهتمام الأكبر، لأن تحركاتها مستمرة، فضلا عن أهميتها الكبيرة في إجمالي التعاملات وتعد أسعار العمليات

الآنية هي الأسعار الأساسية Base Rates التي تحسب على أساس المعاملات الآجلة، وان كان هناك تأثير متبادل بين الأسعار في السوقين الآني والآجل وتستخدم سوق الصرف الآني كأساس لمتسويات الدولية وكذلك كجهاز للائتمان الدولي.

* الأسلوب الأول: التسعير غير المباشر Cotation à l'inertain يؤدي هذا الأسلوب إلى التعبير عن عدد الوحدات النقدية الضرورية للحصول على وحدة نقدية أجنبية مثلا في الجزائر قيم الحديث عن عدد والحدود النقدية (الدينارات) الضرورية للحصول على دولار واحد أو أورو واحد أو جنيه إسترليني واحد.

* الأسلوب الثاني: التسعير المباشر : Cotation au certain يؤدي هذا الأسلوب إلى التعبير عن سعر وحدة نقدية وطنية بالعملة الأجنبية، ونجد بريطانيا، أستراليا، ونيوزيلاندا تعتمد هذا الأسلوب حيث تعرض السلطات البريطانية عدد الوحدات من العملات الأخرى اللازمة للحصول على جنيه بريطاني واحد، مع الإشارة إلى أن هناك إتجاه متزايد اليوم لعرض التسعيرة بالأسلوبين معاً.

يتم عرض التسعيرة بالأسلوبين على أساس أسعار الشراء وأسعار البيع، وعادة ما يتم التعبير عن سعر العملة برقم متبوع بأربعة أرقام بعد الفاصلة، والرقم الأخير من الفاصلة يعبر عنه بنقطة أي نقطة تساوي من سعر صرف العملة.

مثال: إرتفاع سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي ما بين 1997 - 1998 م بالانتقال من 0.6098 إلى 0.6022 يعبر عن تحسن في قيمة الجنيه بـ 0.6098 - 0.6022 = 76 نقطة.

ب- سوق الصرف الآجل: وهو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء عملات محددة على أن يتم التسليم في استحقاقات محددة مستقبلا تكاد تكون نمطية (شهر، شهرين، ثلاثة أشهر، ستة أشهر، سنة) والعمليات التي تقل عن ستة أشهر هي الأكثر تداولاً وسوقها دائما نشطة وعميقة. ولقد تطورت أسواق الصرف الآجل كثيرا منذ انتشار أسعار الصرف العائمة في بلدان العالم بسبب تدويل الأسواق المالية من أجل التحوط من مخاطر الصرف في المعاملات الدولية.

وتتحدد الأسعار الآجلة لتبادل عمليتين بمقدار الفرق بين أسعار الفائدة السائدة في البلدين، وقد تكون الأسعار الآجلة المعلنة أعلى وهنا يسمى الفرق علاوة أو أقل من الأسعار الآنية السائدة وفي هذه الحالة يسمى الفرق خصما. كما يتحدد السعر الآجل بتفاعل الطلب الآجل مع العرض الآجل من العملات الأجنبية نتيجة عمليات التغطية والمضاربة والمراجعة.

- ثمن تأجيل التسليم وتسعير العملات في سوق الصرف لأجل:

يحسب سعر الصرف في عمليات الصرف لأجل على أساس سعر الصرف نقدا السائد لحظة إبرام العقد، ويأخذ بالإعتبار- بالإضافة إلى سعر الصرف نقدا لحظة إبرام العقد - تكلفة فترة الإنتظار، ومن المحتمل أن يكون سعر الصرف لأجل أكبر من سعر الصرف نقدا وفي هذه الحالة يكون ثمن تأجيل التسليم موجبا: دعونا نسميه مرابحة Report ، ويستعمل هذا الأخير لوصف الحالة التي يكون فيها ثمن التأجيل موجبا ومن الممكن في حالات أخرى أن يكون سعر الصرف لأجل أقل من سعر الصرف نقدا وفي هذه الحالة يكون ثمن تأجيل التسليم سالبا دعونا نسميه وضعية Deport ويستعمل للدلالة على تلك الحالة التي يكون فيها ثمن التأجيل سالبا، ويدفع المقدم من طرف المشتري ويستفيد منه البائعون بينما المؤخر يدفعه البائعون ويستفيد منه المشترون.

وبصفة عامة يمكننا وضع القاعدة التالية:

* إذا كان سعر الصرف لأجل أكبر من سعر الصرف نقدا فإن:

$$\text{سعر الصرف لأجل} = \text{سعر الصرف نقدا} + \text{المرابحة}$$

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

$$\text{سعر الصرف لأجل} = \text{سعر الصرف نقدا} + \text{الوضيعة}$$

- ثمن تأجيل التسليم: بعد أن عرفنا على أي أساس يحسب سعر الصرف لأجل، بقي لنا أن نعرف كيفية حساب ثمن تأجيل التسليم (سواء كان مقدما أو مؤخرا)، في الحقيقة يمكن للبنوك حساب سعرين للصرف لأجل : الأول هو سعر الشراء والثاني هو سعر البيع: ويتم حساب كلا السعرين بالإعتماد على أسعار الفائدة على مختلف العملات والسائدة في سوق الصرف الوطني (سوق مابين البنوك) وسوق الصرف الدولي قصير الأجل (سوق الأورو-عملات) ويمكن حساب ثمن تأجيل التسليم في حالتي البيع والشراء كما يلي:

أ) ثمن تأجيل التسليم في حالة حساب سعر الشراء لأجل: في هذه الحالة يحسب ثمن التأجيل كما يلي:

$$Re \text{ ou } De = \frac{(Ipn - Iee).(t/36000)}{1 + Iee(t/36000)} \times Cac$$

حيث أن Re: ثمن تأجيل التسليم (مربحة)
 De: ثمن تأجيل التسليم (وضيعة)
 Ipn: معدل الفائدة على الإقراض في السوق الوطني لما بين البنوك
 Iee: معدل الفائدة على الإقراض في السوق الدولي قصير الأجل (سوق الأورو-عملات)
 T: أجل التسليم مقاسا بالأيام ويمكن أن يقاس أيضا بالشهور
 Cac: هو سعر الشراء في سوق الصرف نقدا

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

(ب) ثمن تأجيل التسليم في حالة حساب سعر البيع لأجل:

$$Re \text{ ou } De = \frac{(Ipn - Iee).(t/36000)}{1 + Iee(t/36000)} \times Cvc$$

حيث أن Cvc: سعر البيع في سوق الصرف نقداً
 ونفس الشيء يمكن أن يقال هنا كذلك حيث أنه عندما يكون معدل الفائدة على الإقراض في سوق الصرف الوطني لما بين البنوك أكبر من معدل الفائدة على الإقراض في سوق الصرف الدولي قصير الأجل يكون ثمن التأجيل سالبا (وضيعة) ويكون بالتالي سعر البيع لأجل أكبر من سعر البيع نقدا والعكس صحيح

3- سوق مقايضة العملات: SWAP: يعتبر سوق مقايضة العملات إمتدادا للسوق الأجل ومقايضة العملات عبارة عن عملية تؤمن لعون إقتصادي إمكانية شراء وبيع عملة مقابل أخرى في آن واحد مع مواقيت دفع مختلفة، وبالتالي فإن عملية المقايضة هي صرف العملات مع وعد بإنجاز

العملية المعاكسة في زمن يحدد مسبقا، وعلى أصحاب المعاملات نقدا لأجل، فإن مستخدم المقايضة لا يتحمل مخاطر الصرف، وعملية المقايضة أداة ملائمة للتوظيف الظرفي لفائض عملة غير مطلوبة مباشرة، وبالنسبة للبنك تعتبر وسيلة مفيدة لتغطية المعاملات لأجل.

تسمح عملية المقايضة للطرفين المتقابلين بالاستفادة من فارق النقاط (علاوة أو حسم) الناجم عنهما، ويطلق على العلاوات أو الحسم معدل المقايضة Le taux de SWAP ورغم أن مواعيد التسليم يتم تحديدها بشكل حر فإن هناك معاملات نمطية في هذا السوق:

* شراء عملة أو بيعها نقدا ثم بيعها أو شراؤها من جديد في آن واحد يتم التسليم بعد أسبوع، شهر أو ثلاثة أشهر.

* شراء عملة أو بيعها على أن يتم التسليم في اليوم الموالي، وفي ذات الوقت يتم بيعها أو شراؤها من جديد في وقت لاحق (ثلاثة أشهر مثلا).

* شراء عملة أو بيعها ويتم التسليم في وقت لاحق (شهران مثلا) ثم تباع أو تشتري في وقت لاحق (ثلاثة أشهر مثلا).

والعملات الهامة هي التي تكون في العادة موضوع مقايضة، وهي تنشط السوق لكثرة استخدامها من قبل المؤسسات والبنوك في معاملاتها التجارية أو في عمليات التمويل (ين/\$، أورو/\$، جنيه/\$، فرنك سويسري/مارك)

4- المتعاملون في سوق الصرف: وتتمثل هذه الاطراف في :

1- البنك المركزي: تهدف البنوك المركزية من وراء تدخلها في سوق الصرف الأجنبي إلى التأثير على سعر الصرف والمحافظة على استقراره وذلك من خلال عمليات السوق المفتوحة عن طريق بيع وشراء العملات المختلفة من أجل التأثير على مستوى العرض والطلب لهذه العملات، حيث تلعب البنوك المركزية دور المنظم لسوق الصرف للحفاظ على الصرف في حدود معينة، من خلال مسار شراء أو بيع العملات حسب الاتجاه الذي تريده لأسعار الصرف.

ب- البنوك التجارية والمؤسسات المالية: وتعتبر من أهم المؤسسات المساهمة في عمليات الصرف الأجنبي سواء بالنسبة لعملائها أو لحساباتها الخاصة.

ج- المؤسسات المالية غير المصرفية: وهؤلاء يتعاملون بمبالغ ضخمة مثل شركات التأمين، الشركات العالمية.

د- السماسرة: يقومون بدور الوسيط بين الأطراف البائعة والمشتري لمصرف الأجنبي، ويعتمدون على ممارستهم وخبرتهم ومعرفتهم بظروف السوق وحجم المخاطر التي تنجم عن عمليات الصرف، حيث يقومون بتجميع أوامر الشراء والبيع للعملات لصالح بنوك أو متعاملين آخرين، كما يقومون بضمان

الاتصال بين البنوك واعطاء التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء دون الإفصاح عن أسماء المؤسسات البائعة أو المشترية لهذه العملة.

هـ- **المستخدمين التقليديين**: ومثال ذلك المستوردين والمصدرين والسياح والمستثمرين الذين يتبادلون

العملة المحلية بالعملات الأجنبية بغية تسوية معاملاتهم الدولية إضافة إلى المضاربين بالعملات الأجنبية الذين يبحثون عن تحقيق أرباح في الأجل القصير.

5-وظائف سوق الصرف الأجنبي: ينحصر أداء النقد لوظائفه في إطار النشاط الاقتصادي في حدود دولته ويعجز عن أدائها في الدول الأخرى، ولكن الأداة التي تمكن مختلف العملات من أداء وظائفها خارج حدودها الوطنية هي سوق الصرف الأجنبي، وعليه فإن هذا السوق يقوم بالوظائف الآتية :

1- **تسوية المدفوعات الدولية**: يسمح سوق الصرف الأجنبي بنقل القوة الشرائية من دولة إلى أخرى ويسهل تسوية المدفوعات الدولية الناجمة عن المعاملات الاقتصادية عن طريق مختلف أسواق التعامل بالعملات الأجنبية، كالكيميالات، والحوالات وغيرها.

ب- **تحديد أسعار الصرف للعملات المختلفة**: ويتم تحديد أسعار العملات الأجنبية من خلال تلاقي

قوى العرض والطلب وتكوين نقطة لتوازن.

ج- **الصرف والائتمان**: يقوم سوق الصرف بتوفير وسيلة للائتمان في العلاقات الاقتصادية الدولية من خلال البنوك التي تقدم قروضا للمصدرين والمستوردين، فضلا عن تمويلها لتحركات رأس المال الطويل الأجل والقصير.

د- **تقنيات مصدري الأوامر**:

- **عمليات المراجعة**: تتمثل الوظيفة الأساسية لعمليات المراجعة في تضييق الفروقات في الأسعار وتحقيق أرباح فورية من وراء ذلك، وبذلك يمكن تعريفها بأنها العملية التي يتم من خلالها الحصول على الربح دون التعرض إلى خطر انحراف موجود بين الأسعار المحددة.

فإن سعر عملة معينة مقارنة بعملة أخرى تتغير بشكل مستمر في اليوم وفي مختلف المراكز المالية، 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 إلى القيام بعمليات التحكيم ما بين الأسعار في مختلف المراكز المالية ثم المبادلة بالشراء في المركز المالي حيث سعر العملة منخفض وإعادة البيع في المركز المالي حيث سعر العملة مرتفع.

وإذا كانت الأسعار هي نفسها في مركزين ماليين فلا معنى لعملية التحكيم ولن يكون هناك أي بيع أو شراء للإستفادة 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.

وكذلك أن لوكلاء الصرف لهم مصلحة في تداول العملات المختلفة للإستفادة من فروق الأسعار، وهذا بسبب كافي يبرر طلب العملات وعرضها لأغراض أخرى غير الأغراض الخاصة بتسديد الصفات التجارية، وفي الحقيقة توجد عدة أنواع للتحكم فيما يتعلق بتبادل العملات ويمكن إختصار هذه الأنواع فيما يلي :

* عمليات التحكيم المباشر:

وهي تلك العمليات التي تنجم عن المقارنة بين سعر عملة معينة بدلالة عملة أخرى في مركزين ماليين مختلفين.

* عمليات التحكيم غير المباشرة: هذا النوع من العمليات يظهر عندما تكون هناك ثلاث عملات حيث لا تكون إحدى هذه العملات المسعرة مباشرة بدلالة إحدى العملتين الأخرتين ولكنهما مسعرة بدلالة العملة الثالثة .

* عمليات التحكيم على معدلات الفائدة: ينشأ هذا النوع من التحكيم عندما يكون هناك فرق في معدلات الفائدة على عملة معينة في مركزين ماليين مختلفين .

-**التغطية:** هي التحوط ضد تقلبات أسعار الصرف التي تتغير باستمرار ويستعمل التغطية الفورية، أو التغطية لأجل، تتميز أسعار الصرف بتعرضها لتقلب والتغير المستمر وبذلك سيواجه الأفراد والمشروعات خطر الدفع أكثر أو الاستلام أقل من العملات الأجنبية، ولتجنب مثل هذه المخاطر، فهم يلجؤون إلى ما يسمى بالتحوط أو التغطية مستخدمين مختلف أساليب التغطية، مثل العقود الآجلة.

- **المضاربة:** وتعني في لغة الصرف الاحتفاظ بمركز مفتوح بعملة أجنبية معرض لأخطار الصرف لتحقيق أرباح مع القبول باحتمال الخسارة وتعني شراء أو بيع أجل للعملات بقصد الاستفادة من الفرق بين السعر الآجل يوم التعاقد والسعر الآني يوم الاستحقاق.

كل نشاط اقتصادي بغض النظر نوعه يأخذ بعدا مضاربا، فالمنظم الذي يستثمر يراهن على توسع سوقه المستقبلي. وتعرف وضعية الصرف: كمية العملات المحازة + كمية العملات التي يجب ان تحاز - كمية العملات التي يجب ان تسدد.

6- المخاطر المرتبطة بعمليات الصرف:

*خطر السيولة: يتمثل في عدم التمكن من اجراء عمليات في سوق الصرف، واجرائها مع التعرض لنقص القيمة عند الش وراء او بيع العملات، بالنسبة لكافة العملات القابلة للتحويل المستخدمة في التجارة الدولية.

*خطر الطرف المقابل: يتضمن في خطر التسليم، خطر القرض الأول هو كناية عن خطر افلاس الطرف المقابل يوم استحقاق العملية، اما الثاني فهو كناية عن خطر افلاس الطرف المقابل قبل استحقاق العملية.

يتعرض وكلاء الصيرفة في السوق الفورية الى خطر التسليم، اما المتعاملون في السوق لأجل فيتعرضون لخطر التسليم وخطر القرض.

*القيود المفروضة على وكلاء الصيرفة: تهدف هاته الطريقة في تأطير ضبط نشاط وكلاء الصيرفة من اجل تجنب اخذ هؤلاء لوضعيات صرف تهدد في قابليته للاستمرار في نشاطه إزاء تطور غير موات في سعر الصرف او خطر السيولة او خطر الطرف المقابل. من خلال تحديد حد اقصى للوضعية سواء في حالة البيع او الشراء.

7-تقنيات التغطية الخارجية لمخاطر الصرف:

ا-الاقراض قصير الاجل: فاذا كان لدى احد المصدرين مبالغ بعملة اجنبية تستحق بعد ثلاثة شهور فانه يقوم بالحصول على قرض بنفس العملة لمدة ثلاثة شهور بحيث تغطي مستحقاته المالية الآجلة قيمة القرض وفوائده، ثم عليه في نفس الوقت تحويل قيمة القرض الى عملته طبقا لسعر الصرف الفوري ثم إيداع الحصيلة في وديعة لمدة ثلاثة شهور، وعندما يتم تحصيل مستحقاته من المستورد يقوم بتسديد القرض الذي كان قد حصل عليه وفوائده.

ب-خصم الكمبيالات المسحوبة بالعملة الأجنبية: عندما يكون تسديد قيمة السلعة المستورد بكمبيالات يسحبها المستورد لصالح المصدر لاستحقاقات آجلة مختلفة، فان المصدر قد يعمل على خصم الكمبيالات لدى أحد البنوك في دولة المستورد الحصول على قيمتها فورا مقابل عمولة يدفعها للبنك الذي قام بعملة الخصم.

ج-الدجوء لشركات تحصيل الديون: وهو ان تتبع الشركة مستحقاتها المالية بالعملة الأجنبية الى احدى شركات تحصيل الديون مقابل التنازل عن نسبة من هذه المستحقات لها وتصبح شركة تحصيل الديون في هذه الحالة دائما اصيلا في مواجهة المدين وعليها تحصيل مستحقاتها منه بدون الرجوع الى البائع.

د-الحصول على ضمان حكومي لتغطية مخاطر الصرف: تعمل بعض الوكالات الحكومية في كثير من البلدان على تشجيع الصادرات بتقديم ضمانات لتغطية المخاطر الائتمانية المرتبطة بالتصدير،

وكذلك لتغطية مخاطر تقلبات سعر الصرف وذلك مقابل قيام المصدر بتسديد عمولة بسيطة للوكالة
كي تتحمل الخسائر التي تنجم عن التأخير عن الدفع او تقلب سعر الصرف في غير صالح المصدر.