



جامعة الشهيد حمزة لخضر - الوادي

جامعة الشهيد حمزة لخضر - الوادي
Université Echahid Hamma Lakhdar - El-Oued



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة الشهيد حمزة لخضر - الوادي
Université Echahid Hamma Lakhdar - El-Oued

سياسات وإدارة مخاطر الصرف

ملخص مطبوعة موجهة لطلبة سنة أولى ماستر مالية وتجارة دولية

إعداد:

د. بوصبيح صالح رحيمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة الشهيد حمزة لخضر - الوادي

السنة الجامعية: 2022/2021

المحور الأول:

مدخل عام حول سعر الصرف

أولاً: تعريف سعر الصرف وأنواعه

1. تعريف سعر الصرف:

سعر الصرف هو ثمن عملة ما مقومة في شكل عملة دولة أخرى أي أنه نسبة مبادلة عملتين، أي أنه ثمن الوحدة الواحدة من عملة معينة في شكل وحدات من العملة الوطنية، وهو سعر خاضع لقوى العرض والطلب في سوق الصرف.

2. أنواع سعر الصرف:

أ. سعر الصرف الاسمي:

ويتم تحديده تبعاً لتغير الطلب والعرض في سوق الصرف بدلالة نظام الصرف المعتمد في البلد، دون إبراز القوة الشرائية للعملة وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى قسمين:

- سعر صرف اسمي رسمي معمول به في المعاملات الجارية الرسمية.
- سعر صرف موازي معمول به في الأسواق الموازية.

ب. سعر الصرف الحقيقي:

ويعبر عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وهو مؤشر تجاري مرجح يجمع بين كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي وتفاضل معدلات التضخم.

ج. سعر الصرف الفعلي:

هو مؤشر يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة بالنسبة لعدة عملات خلال فترة زمنية ما. وسعر الصرف الفعلي نوعان:

- سعر الصرف الفعلي للمصادر:
- هو عدد وحدات العملة المحلية الممكن الحصول عليها لقاء ما قيمته وحدة واحدة من الصادرات مع الأخذ بعين الاعتبار كل ما يؤثر على سعرها.
- سعر الصرف الفعلي للواردات:

وهو عدد وحدات العملة المحلية التي تدفع مقابل ما قيمته وحدة واحدة من العملة مقابل وحدة واحدة من الواردات مع الأخذ في الاعتبار كل التدابير التي تؤثر على سعرها.

▪ سعر الصرف الفعلي الحقيقي:

عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية مع ازالة أثر تغيرات الأسعار النسبية ليصبح سعر الصرف فعلي حقيقي

د. سعر الصرف التوازني:

هو سعر الصرف الذي يتحدد بتقاطع منحنى الطلب على العملة الأجنبية مع منحنى عرضها.

هـ. سعر الصرف العاجل:

هو سعر الصرف الأجنبي المطبق في عمليات الشراء والبيع للعملات الأجنبية مقابل التسليم في الحال اذا تتم كل الصفقات باستخدام تاريخ التسوية الفورية بعد يومي عمل.

و. سعر الصرف الأجل:

هو سعر الصرف الذي يتم على أساسه بيع أو شراء عملة ما في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام عقد الصفقة.

ثانياً: ترميز العملة وسعر الصرف والعملات القيادية:

1. ترميز العملة:

لكل عملة رمز مكون من 3 أحرف يعبر الحرفين الأولين على اسم البلد المعني والحرف الأخير على اسم العملة، وفيما يخص الذهب والفضة تستعمل الرموز الكيميائية بعد حرف X الذي يدل على أنه غير مرتبط بأي بلد كما يلي:

XAU تعني الذهب XAG تعني الفضة

USD حيث ترمز US اختصاراً للولايات المتحدة الأمريكية وحرف D للدولار الأمريكي.

DZD حيث ترمز DZ اختصاراً لدولة الجزائر وحرف D للدينار الجزائري.

2. ترميز سعر الصرف:

حيث يتم عرض رموز العملتين محل التبادل في المراكز المالية مفصولين بخط فاصل حيث تكون العملة الموجودة على اليسار في العرض هي عملة الأساس كما يلي:

$$\text{USD/ DZD} = 112$$

ثالثاً: وظائف سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه:

1. وظائف سعر الصرف:

- الوظيفة القياسية
- الوظيفة التطويرية
- الوظيفة التوزيعية

2. العوامل المؤثرة في سعر الصرف:

وهناك عدة عوامل مؤثرة في تقلبات سعر صرف العملات منها ما هو اقتصادي ومنها ما هو غير اقتصادي كما يلي:

أ. العوامل الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف:

■ ناتج حساب العمليات الجارية في ميزان المدفوعات:

سعر صرف العملة يتأثر بالصادرات والواردات فإذا كانت صادرات دولة ما أكبر من وارداتها فإن ذلك يعني أن الطلب على عملة هذه الدولة أكبر من عرضها أما إن كانت واردات هذه الدولة أكبر من صادراتها فذلك يعني ارتفاع عرض عملة هذه الدولة للحصول على العملات الأخرى ما يؤدي إلى خفض سعر صرفها.

■ ناتج حساب العمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات:

يتأثر سعر صرف العملة من خلال حجم تيار الاستثمارات التي تدخل إلى الدولة أو التي تخرج منها فتدفق رؤوس الأموال إلى الخارج يقلل من سعر صرفها نتيجة ارتفاع عرض العملة أو الطلب عليها.

■ أسعار الفائدة:

يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى تقليل عرض العملة بالتالي يزداد سعر صرفها والعكس عند انخفاض سعر الفائدة.

■ حالة التضخم والكساد:

يؤدي ارتفاع معدل التضخم في الاقتصادات الوطنية إلى انخفاض قيمة العملة لوجود فائض في الكتلة النقدية في الاقتصاد ما يعني زيادة عرض العملة، ووجود كساد في الاقتصاد يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية قصد شراء المنتجات المحلية (المنخفضة السعر بسبب الكساد) بالتالي يزداد سعر صرف العملة تدريجياً.

■ الأسعار النسبية:

انخفاض الأسعار النسبية في بلد ما يؤدي حسب نظرية تعادل القوة الشرائية إلى زيادة صادرات الدولة أي زيادة الطلب على العملة المحلية لشراء السلع المحلية بالتالي زيادة سعر صرفها، والعكس بالعكس.

■ الانتاجية:

إذا كانت الدولة أكثر انتاجية من باقي الدول فذلك يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع المحلية ما يعني زيادة الطلب على السلع المحلية وزيادة الطلب على العملات المحلية لشراء المنتجات المحلية ما يعني ارتفاع سعر صرفها.

■ السياسات الضريبية:

إذا زادت الضرائب والرسوم على الواردات فذلك يعني تقليل عرض العملة المحلية للحصول على العملات الأجنبية قصد الاستيراد، كما أن ارتفاع الضرائب قد يؤدي إلى انخفاض الانتاج ثم الصادرات.....

■ المضاربة:

تؤدي المضاربة في الأسواق الدولية إلى التأثير في صرف العملات النقدية خاصة على المدى القصير حسب توقعات المضاربين.

■ نشاط البنوك المركزية:

عندما يتدخل البنك المركزي في السوق بيعاً أو شراء للعملة الأجنبية وسندات الحكومة أو من خلال تدخله بالسياسة النقدية أو زيادة عرض النقود وذلك لدعم قيمة العملة أو خفضها أو رفع قيمتها.

ب. العوامل الغير اقتصادية المؤثرة على سعر الصرف:

■ الحروب والكوارث الطبيعية:

يؤدي اختلال موازين القوى الاقتصادية وانهيار البنى التحتية إلى انخفاض الطلب على العملة المحلية ومن ثم ينخفض سعر صرفها.

■ الاستقرار السياسي:

استقرار السياسات والنظم التشريعية يشجع الاستثمار والمتعاملين الاقتصاديين على التعامل مع اقتصاد البلد ما يجلب رؤوس الأموال إليها مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية ومن ثم سعر صرفها.

■ العوامل النفسية والفنية:

وتستند على التوقعات في حجم العجز والفائض في ميزان المدفوعات وسلوك المتعاملين في بيع وشراء العملات ومدى اعتماد سياسة صرف ثابت وطرق ربطها بالعملات الأجنبية.

■ الاشاعات والأخبار:

تؤثر الاشاعات في سوق الصرف على أسعار العملات سواء كانت صحيحة أم لا، فهذه الاشاعات قد تؤثر على توقع المتعاملين والمضاربين على مستقبل العملة ما يؤثر على سعر صرفها

ثانياً: نظام الصرف

1. تعريف نظام الصرف:

نظام الصرف هو تلك الكيفية التي حددت على أساسها أسعار صرف العملات وهو مجموعة القواعد التي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف وبالتالي سعر

الصرف، ويمكن تقسيم نظم الصرف في العالم إلى نظم الأسعار الثابتة ونظم الأسعار المعومة حيث يتوزع بين هذين القطبين عدة صور مختلفة.

2. أهم أنظمة الصرف:

أ. نظام الصرف الثابت:

يقوم هذا النظام بربط العملة الوطنية بمعدل ثابت من عملة صعبة تتميز بالقوة والاستقرار كالดอลลาร์ مثلاً، أو بسلة عملات يتم اختيارها انطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين أو بوحدات حقوق السحب الخاصة. وللمحافظة على السعر الرسمي تلجأ الدولة إلى:

- تقييد التعامل بالنقد الأجنبي بهدف تقليل الطلب على العملة الأجنبية كمنع الاستيراد أو تحويل العملات الأجنبية؛
- الاحتفاظ بكميات كبيرة من العملة الأجنبية في حالة وجود فائض في الطلب وشراء العملة الأجنبية في حال وجود فائض في العرض.

ب. نظام الصرف ذو المرونة المقيدة (نظام الصرف الوسيط):

يقوم هذا النظام على تثبيت سعر الصرف بمعدل ثابت بعملة صعبة أو بسلة عملات، مع السماح لها بالتذبذب في حدود معينة حيث تتدخل السلطات النقدية بتعديل أسعار الصرف وينقسم إلى نوعين هما:

▪ التعويم الزاحف:

ويتم فيه التدخل بتغيير سعر الصرف على مراحل وبتواتر مع التحكم في السياسة النقدية.

▪ التعويم المدار (الموجه):

وفيه تتدخل السلطات النقدية بتواتر لتحديد الصرف بدلالة مجموعة من المؤشرات

ج. نظام الصرف الحر:

ويتحدد فيه سعر الصرف نتيجة لتفاعلات قوى العرض والطلب، وهناك أنواع مختلفة من التعويم من مثل:

■ **تعويم نقي:**

ويتحقق هذا النوع من التعويم عندما لا يتدخل البنك المركزي مطلقاً في أسواق الصرف لمساندة سعر صرف العملة الوطنية عند مستوى معين؛

■ **التعويم غير النقي:**

ويتواجد هذا النوع من النظام عندما يتدخل البنك المركزي لمنع التقلبات في السعر من أن تتجاوز حداً معيناً؛

■ **التعويم المستقل:**

وهو تعويم لا يرتبط فيه سعر صرف العملة في ارتفاعه وانخفاضه بأسعار صرف أي عملة أو عملات أخرى ويتخذ شكلين:

✓ **سوق المزاد:**

يقرر فيه البنك المركزي حجم التعامل في سوق الصرف كما تسلم حصيلة الصادرات للبنك المركزي وتجري السلطات المزادات عليها على أساس منظم ودوري (أسبوعياً مثلاً)؛

✓ **سوق ما بين البنوك:**

تقوم البنوك والمتعاملون في سوق الصرف بتجميع العمليات ويتحدد سعر الصرف عن طريق التفاوض بين البنوك والمتعاملين.

■ **التعويم المشترك:**

ويكون عندما تشترك مجموعة معينة من العملات معاً بالنسبة لما يحدث من تغيرات في أسعار صرفها، فترتفع سوية أو تنخفض سوية في حدود معينة وهو ما أطلق عليه الثعبان النقدي داخل النفق.

رابعاً: **تحديد وتسعير سعر الصرف:**

1. **طرق تسعير سعر الصرف (تسمية سعر الصرف):**

هناك طريقتان للتسعير طريقة مباشرة وطريقة غير مباشرة وهما:

أ. **طريقة التسعير المباشر:**

ويقصد بها عدد وحدات العملة الوطنية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة

الأجنبية، مثل:

$$1 \text{ USD} = 112 \text{ DZD}$$

ب. طريقة التسعير الغير مباشر:

تبين عدد وحدات العملة الأجنبية التي تشتري مقابل وحدة واحدة من العملة الوطنية، مثل:

$$1 \text{ DZD} = 0.008928 \text{ USD}$$

ج. سعر الصرف المشتق:

يعتبر سعر الصرف مشتقا إذا لم تكن العملة الوطنية طرفا في عملية الاستبدال. مثال: يرغب مستورد جزائري في الحصول على مبلغ من الليرة التركية لسداد مستحقاته المالية لمصدر تركي حيث تعرض أسعار الصرف في المراكز المالية المحلية كما يلي:

$$\text{USD/TRY} = 3.8538/3.76 \quad \text{USD/DZD} = 110/105$$

المطلوب: أحسب سعر الصرف الذي يعادل بين الدينار الجزائري والليرة التركية؟

الحل:

في المرحلة الأولى سيقوم المستورد ببيع الدينار الجزائري للحصول على دولارات أمريكية ثم في المرحلة الثانية سيقوم ببيع الدولارات الأمريكية مقابل شراء ليرات تركية وعليه:

سيحصل على كل دولار مقابل 110 دينار جزائري ثم سيبيع كل دولار مقابل 3.76 ليرة

$$1 \$ \longrightarrow 110 \text{ D}$$

$$1 \$ \longrightarrow 3.76 \text{ L}$$

$$3.76 \text{ L} = 110 \text{ D} \longrightarrow 1 \text{ L} = 110/3.76 = 29.2553 \text{ D}$$

من جانب آخر لو كان مالك الليرة التركية ويود الحصول على دينار جزائري فسيقوم ببيع الليرة التركية للمركز المالي مقابل الحصول على دولار أمريكي ومن ثم بيع الدولار الأمريكي للحصول على دينار جزائري كالتالي:

$$1 \$ \longrightarrow 3.8538 \text{ L}$$

$$1 \$ \longrightarrow 105 \text{ D}$$

$$3.8538 \text{ L} = 105 \text{ D} \longrightarrow 1 \text{ L} = 105/3.8538 = 27.2458 \text{ D}$$

وعليه فسعر الليرة التركية مقابل الدينار الجزائري بيعا وشراء هو كالتالي:

$$\text{TRY/DZD} = 27.2458/29.2553$$

المحور الثاني:

وصف آلية وعمل سوق الصرف

أولاً: مفهوم سوق الصرف الأجنبي

1. تعريف سوق الصرف:

سوق الصرف هو ميكانيكية يتم بواسطتها الجمع بين مشتري وبائعي العملات الأجنبية يتكون أساساً من عدد من البنوك والمتعاملين وهو غير محدد بمكان معين ويتم التعامل فيه بواسطة أجهزة الهاتف والفاكس والتلكس والانترنت وكافة وسائل الاتصال الحديثة داخل غرف التعامل بالصرف الأجنبي في البنوك العاملة في مختلف المراكز المالية إضافة إلى القاءات الفعلية بين وكلاء الصرف في غرف خاصة بالصرف في البورصة.

2. سوق الصرف الموازي (السوق السوداء):

تنتشر هذه الأسواق في البلدان التي تحتكر السلطات النقدية فيها النقد الأجنبي وتمنع تداوله أو الاحتفاظ به من قبل الأفراد والشركات، ويعود السبب الرئيسي في وجود هذه الأسواق إلى وجود طلب كبير على العملات الأجنبية من قبل الأفراد والشركات ولعدم تناسب سعر الصرف المحدد للعملة المحلية مع قيمتها الحقيقية في السوق وفقاً لقوى العرض والطلب.

ثانياً: خصائص سوق الصرف الأجنبي:

- غير محدد بمكان جغرافي ويعتمد على وسائل الاتصال الحديثة (هاتف، فاكس، الانترنت....)؛
- سوق حر تتعدد فيه الأسعار وفقاً للتفاعل الحر بين البائعين والمشتريين للعملات؛
- يعتبر من أسواق المنافسة التامة لتجانس العملات تماماً واختفاء تنوع المنتجات إذ لا يمكن التمييز بين عملة وأخرى لأسباب شخصية أو معنوية أو جغرافية بالتالي يسود سعر واحد للعملة في جميع أرجاء السوق؛
- تتكفل عمليات التحكم أو المراجعة في تعديل أسعار العملات بين أسواق الصرف المختلفة في حالة تباين أسعارها؛

- حساسية السوق المفرطة للظروف الاقتصادية والسياسية مما يرفع من درجة مخاطر الاستثمار فيه....
- تعتبر سوق العملات الأجنبية أقدم وأكبر وأوسع سوق مالي في العالم؛
- لسوق العملات الأجنبية القدرة على اخضاع الأسواق المالية لسلطتها نظراً لسيولته الضخمة واتساعه الجغرافي؛
- رغم الانتشار المتزايد للمشاركين في سوق العملات الأجنبية في كل أنحاء العالم إلا أن أغلب الصفقات تتم في لندن ونيويورك وطوكيو؛
- تستحوذ الأسواق الثلاثة لندن، طوكيو، نيويورك على نسبة 65% من صفقات في العالم؛
- تركيز السوق بما يعادل ثلثي الصفقات اليومية بين سماسرة البنوك وباقي المعاملات تخص العملاء غير الماليين ومؤسسات مالية غير بنكية (كشركات الوساطة)؛
- يتميز سوق العملات الأجنبية بالسيولة الشديدة وكبر الصفقات وكثرتها؛
- تتسم سوق الصرف الأجنبي بأنها تنافسية بشكل كبير؛
- تتغير الأثمان بشكل مستمر يومياً وبنسب طفيفة؛
- تجري الصفقات في سوق الصرف خلال 24 ساعة تشمل أغلب مؤسسات الصرف في الدول المختلفة.
- تتوزع المعاملات اليومية في النقد الأجنبي بين معاملات السوق الحاضر أو الفوري بنسبة 34% من إجمالي المعاملات، مبادلة النقد الأجنبي بنسبة 41.7%، وعقود الخيارات بنسبة 6.3% والعقود الآجلة بنسبة 12.7% حسب احصائيات سنة 2010.

ثالثاً: دوافع التعامل في سوق الصرف (العمليات التي تتم فيه، وظائفه):

1. تسوية المدفوعات الدولية:

تتم عن طريق أسواق الصرف تسوية مختلف الحسابات الدولية المتعلقة بالمبادلات التجارية المختلفة، ويقوم السوق بتسوية المدفوعات الخارجية بطريقة المقاصة التي قد تكون ثنائية أو متعددة الأطراف أو عن طريق الحقوق والديون حيث

يسمح بنقل القوة الشرائية من دولة إلى أخرى مستخدمين عدة وسائل في ذلك كالكمبيالة وخطابات الضمان....

2. التحكم أو الموازنة أو المراجعة:

ويقصد بها شراء العملات في مكان تكون فيه قيمتها رخيصة وبيعها في الحال في سوق آخر يكون سعرها أعلى بهدف تحقيق الربح، وتؤدي هذه العملية في النهاية إلى تحقيق التوازن بين أسعار الصرف في الأسواق المالية العالمية في ظل الحرية التامة في تحويل العملات داخل الأسواق والتطور الهائل لوسائل الاتصال، وهي ثلاثة أنواع:

- **تحكيم ثنائي (التحكيم الجغرافي، التحكيم المباشر):** وينجم عن المقارنة بين سعري عملتين في مركزين ماليين مختلفين.
- **تحكيم متعدد (تحكيم مثلثي، تحكيم غير مباشر):** ويظهر هذا النوع عندما تكون هناك ثلاث عملات حيث لا تكون إحدى هذه العملات مسعرة مباشرة بدلالة إحدى العملتين بل مسعرة بدلالة عملة ثالثة.
- **تحكيم على معدلات الفائدة:** وينشأ هذا النوع من التحكم عندما يكون هناك فرق في معدلات الفائدة على عملة معينة في مركزين ماليين مختلفين.

3. المضاربة:

ويقصد بها تعاقد على شراء عملة أجنبية بسعر معين وبيعها في موعد أجل أو مستقبلي بسعر أعلى بناء على توقعات قوى العرض والطلب داخل سوق صرف واحد لكن مع اختلاف الأجل.

4. التغطية:

وهي تجنب الخسارة المترتبة على تقلبات سعر الصرف حيث يتم الاتفاق على بيع وشراء صرف أجنبي في سوق الصرف يسلم مستقبلاً بناء على ثمن يتفق عليه في الحال لقاء فائدة معينة، وهي نوعان:

✓ **تغطية فورية:** بأن يقوم المتعامل بشراء كمية من النقد المستحق بالعملة الواجب التسديد بها والتي يحتاجها في تاريخ الاستحقاق فوراً ويوظف هذا المبلغ في السوق النقدية.

✓ **التغطية الآجلة:** بأن يلجأ المتعامل إلى السوق الأجل لشراء المبلغ المستحق في الأجل المتفق عليه مع الطرف الثاني وبذلك يعرف مسبقاً كمية النقد من العملة المحلية التي يحتاجها في تاريخ الاستحقاق.

مثال 01 :

شركة يابانية لديها مستحقات مالية ببلغ 1000 دولار لمصدر أمريكي يستحق الدفع بعد 4 أشهر عند السعر الفوري 1 دولار = 1.3 ين ما يعني أنه يجب على الشركة دفع ما قيمته 1300 ين للمصدر الأمريكي. وإذا ارتفع سعر الصرف بعد 4 أشهر إلى 1.4 ين للدولار الواحد يتوجب على هذه الشركة دفع 1400 ين أي بفارق 100 ين مقارنة بتاريخ العقد وعن طريق التغطية الفورية يمكن للشركة شراء 1000 دولار بسعر 1.3 ين للدولار الواحد لتسليمها بعد 4 أشهر بغض النظر عن السعر الحاضر السائد في تاريخ الاستحقاق.

مثال 02:

لمستورد جزائري مستحقات مالية بعد 6 أشهر بمبلغ 1000.000 دولار بسعر الصرف الفوري :

$$\text{USD/DZD} = 70$$

وعليه المبلغ الواجب السداد هو حسب سعر الصرف الفوري هو:

$$70 \times 1000.000 = 70.000.000 \text{ دج}$$

✓ **في حالة عدم التغطية:** هنالك احتمالان لسعر الصرف هما:

$$\star \text{ارتفاع سعر الصرف } \text{USD/DZD} = 71$$

يصبح سعر الصرف الواجب تسديده هو:

$$71 \times 1000.000 = 71.000.000 \text{ دج}$$

أي أن المستورد سيتحمل خسارة قدرها :

70.000.000-71.000.000 = 1000.000 دج بسبب ارتفاع

أسعار الصرف

★ انخفاض سعر الصرف USD/DZD= 69

يصبح سعر الصرف الواجب تسديده هو:

69.000.000 = 69 × 1000.000 دج

بالتالي فالمتعامل سيحقق ربح قدره:

70.000.000-69.000.000 = 1000.000 دج

✓ في حال التغطية:

يقوم المستورد إما بالتغطية الفورية بأن يقوم بشراء 1000.000 دولار التي يحتاجها في تاريخ الاستحقاق فوراً ويوظف هذا المبلغ في السوق النقدية، أو يقوم بالتغطية الآجلة: بأن يلجأ إلى السوق الأجل لشراء 1000.000 دولار بسعر صرف محدد حالياً وبذلك يعرف مسبقاً كمية النقد من العملة المحلية التي يحتاجها في تاريخ الاستحقاق. (سيتم التفصيل في هذه الجزئية في الجزء المتعلق بالتغطية من مخاطر الصرف).

5. تقديم الائتمان للتجارة الخارجية:

عندما تكون السلع والبضائع في طريقها إلى المستورد وفي حال اعطاء المصدر للمستورد مهلة للسداد وفي ذات الوقت يحتاج المصدر للسيولة فإنه يقوم بخصم التزامات المستورد المؤجلة لدى البنوك التجارية مقابل قيمتها الحالية وتحل البنوك محل المصدر في الدائنية ليصبح بذلك ما قام به البنك بمثابة الائتمان للمصدر.

6. تحويل الأموال والقدرة الشرائية:

وذلك بتحويل الأموال من أحد البلدان إلى أخرى بواسطة أجهزة ووسائل الاتصال بإصدار بنك محلي تعليمات إلى بنك في مركز نقد أجنبي بأن يدفع قدرًا من العملة المحلية السائدة هناك لشخص معين أو منشأة معينة.

رابعاً: أقسام سوق الصرف والمشاركون فيه:

1. أقسام سوق الصرف:

أ. أسواق الصرف الحاضرة (أسواق الصرف الفورية): يتم فيها التعامل على أساس الصرف الحاضرة حيث يتم استلام ودفع الصرف الأجنبي بحدود يومي عمل بعد اليوم الذي تتم فيه الصفقة.

ب. أسواق الصرف الآجلة: يتم التعامل فيها على أساس أسعار الصرف الآجلة، ويقصد بالمعاملات الآجلة بأنها اتفاق حالي لاستبدال عملة مقابل عملة أخرى في تاريخ مستقبلي على أساس سعر صرف أجل يتفق عليه الطرفين.

ويتم تحديد السعر وتاريخ التسليم ومبالغ العملاتين موضوع التعامل في نفس تاريخ إبرام العقد (لتجنب تقلب أسعار صرف العملة المحددة في الصفقة)، ويتم احتسابه كما يلي:

$$\text{سعر الصرف الآجل للعملة A} = \frac{\text{السعر الفوري} \times (1 + \text{فائدة العملة B})}{1 + \text{فائدة العملة A}}$$

$$\text{سعر الصرف الآجل للعملة A} = \frac{\text{مبلغ الوديعة B في تاريخ الاستحقاق}}{\text{مبلغ الوديعة A في تاريخ الاستحقاق}}$$

وعليه فسعر الصرف الآجل = السعر العاجل ± (الخصم / العلاوة)

$$100 \times \frac{\text{السعر الآجل} - \text{السعر الفوري}}{\text{السعر الفوري}} = \text{معدل الخصم / العلاوة}$$

فإذا كان:

السعر الآجل < السعر الفوري ===== سعر الصرف بعلاوة

السعر الآجل > السعر الفوري ===== سعر الصرف بخصم

أمثلة:

مثال 01:

عميل يمتلك A وديعة باليورو مبلغها € 1000.000 بسعر فائدة $i = 9.5\%$ سنوياً

وعميل آخر B يمتلك وديعة بالدولار بمبلغ \$ 1500.000 بفائدة $i = 5.2\%$ سنوياً، حيث أن سعر الصرف هو:

$$\text{EURO/USD} = 1.06158$$

المطلوب: أحسب سعر الصرف الآجل بعد عام؟

هل سعر الصرف بخصم أم بعلاوة مع التبرير؟

مثال 02:

لدى عميل 100.000 دولار، حيث أن سعر الفائدة على الجنيه الاسترليني 3% وسعر الفائدة على الدولار 4% ويتم التسليم بعد 3 أشهر حيث أن السعر الفوري

$$\text{GBP/USD} = 1.2413$$

كالتالي:

أحسب سعر الصرف الآجل وهل هو بخصم أم بعلاوة؟

2. المشاركون في سوق الصرف:

ويتمثل المشاركون في سوق الصرف الأجنبي كل من يتعامل في سوق الصرف

الأجنبي على اختلاف أنواع التعامل والمشاركة فيه وهم:

أ. **المستخدمون التقليديون:** وهم المستوردين والمصدرين والسواح

والمستثمرين الذين يدخلون سوق الصرف لتسوية معاملاتهم الدولية. كما

يتدخل التجار والمضاربين في سوق الصرف كمستخدمين تقليديين للتجار في

العملات بحثاً أرباح قصيرة الأجل.

ب. **السماسرة:** يقومون بتجميع أوامر الشراء أو البيع للعملات الصعبة لصالح

البنوك أو المتعاملين الآخرين كما يضمنون الاتصال بين البنوك واعطاء

معلومات عن التسعيرة المعمول بها مقابل تقاضي عمولات وذلك لحساب الغير

وليس لحسابهم الخاص والسمسرة عادة تتم في مؤسسات قائمة بذاتها.

ج. **البنوك التجارية والمؤسسات المالية:** تتدخل اما بصورة مباشرة كماسكة

للفقعات لحسابها الخاص أو لحساب الغير كوسطاء، يجمعون أوامر الزبائن

ويقومون بالمقاصات ويحولون إلى السوق الفائض من عرض وطلب العملات

وتوفير آخر الأسعار المطبقة في مختلف المراكز المالية ومعالجة الأوامر قصد تمكينها من الحصول على أفضل سعر وتحقيق المكاسب.

د. صناديق التحوط: ينتمي إلى هذه الصناديق أشخاص من ذوي الثروات

الضخمة للقيام باستثمارات ضخمة، وعليه تقوم هذه الصناديق بالاقتراض بما يفوق الاستثمار الأولي بعدة مرات وتتبع أي استثمار محتمل في أي بقعة من بقاع العالم حيث تودع أموالها بالاستثمار بأداة واحدة أو عدة أدوات وبذلك يخفض عدم التيقن بأسعار السوق المستقبلية وذلك بتغطية رهان برهان مواز.

هـ. البنوك المركزية: تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي للتأثير

على قيمة العملة وعلاقتها مع العملات الأخرى، تنفيذ الأوامر الحكومية لحماية مركز العملة المحلية مقابل العملات الأخرى.

المحور الثالث:

سياسة الصرف

أولاً: إطار عام لسياسة الصرف

1. مفهوم سياسة الصرف:

هي سياسة تتدخل بها السلطات النقدية للتأثير على سعر صرف العملة في سوق الصرف، لحماية الاقتصاد المحلي للدولة من الصدمات الخارجية والداخلية، وهي جزء من السياسة الاقتصادية للدولة تسمح بتحقيق أهداف التشغيل الكامل، النمو، استقرار الأسعار والتوازن الخارجي.

2. أهداف سياسة سعر الصرف:

أ. **مقاومة التضخم:** تساعد سياسة سعر الصرف على محاربة التضخم وتخفيض

معدلاته ومراقبته، حيث يؤدي تحسين سعر الصرف إلى انخفاض مستوى التضخم المستورد وتحسين مستوى تنافسية المؤسسات.

ب. **تخصيص الموارد:** ينعكس أثر تغيير سعر الصرف الحقيقي في إعادة

تخصيص الموارد في أسواق عوامل الإنتاج، إذ يؤدي انخفاض سعر الصرف إلى زيادة استخدام عنصري العمل ورأس المال في قطاع التصدير وفي الصناعات المنافسة للاستيراد.

ج. **توزيع الدخل:** يؤدي سعر الصرف دوراً هاماً في توزيع الدخل بين الفئات أو

بين القطاعات المحلية فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع تصديري نتيجة انخفاض سعر الصرف الحقيقي فإن ذلك يجعله أكثر ربحية، مما يزيد من الاستثمار فيه مقابل القطاعات الأخرى والعكس صحيح..

د. **تنمية الصناعة المحلية:** يمكن للبنك المركزي اعتماد سياسة لتخفيض أسعار

الصرف من أجل تشجيع الصناعة الوطنية، مما يرفع من حجم الصادرات، كما يتم اعتماد سياسة التخفيض لحماية السوق المحلي من المنافسة الخارجية.

ثانياً: السلطات النقدية وسياسة ضبط سعر الصرف:

تعد السياسة النقدية جزء من السياسة الاقتصادية؛ لأنها تسهم في تحقيق أهدافها العامة، إضافة لما للنقود من تأثير على المتغيرات الاقتصادية الأخرى تعمل على تطبيقها السلطات النقدية، التي تتدخل فعلياً من خلال موظفي الصرف الأجنبي في البنك المركزي والذين هم على تماس مباشر ومتواصل مع السوق فإذا رأوا أن قيمة عملتهم ترتفع أو تنخفض على نحو سريع خارج المدى الذي وضعوه لأنفسهم، يقومون ببعض الإجراءات المضادة للاتجاه الذي يسير فيه السوق من خلال سياسة سعر الصرف.

ثالثاً: سياسة سعر الصرف والتوازن الاقتصادي:

لتنفيذ هذه السياسة وتحقيق أهدافها تستعمل السلطات العديد من الأدوات والوسائل أهمها:

1. تعديل سعر صرف العملة:

لتعديل توازن ميزان المدفوعات تقوم السلطات بتخفيض العملة أو إعادة تقييمها عند اتباعها نظام سعر صرف ثابت، والتأثير على تحسن أو تدهور العملة في نظام سعر الصرف العائم، وتستخدم سياسة التخفيض على نطاق واسع لتشجيع الصادرات، إلا أن نجاح هذه السياسة يتوقف على توفر مجموعة من الشروط:

- اتسام الطلب العالمي على منتجات الدولة بقدر كبير من المرونة بحيث يؤدي تخفيض العملة إلى زيادة أكبر في الإنتاج المصدر؛
- ضرورة اتسام العرض المحلي لسلع التصدير بقدر كاف من المرونة بحيث يستجيب الجهاز الإنتاجي للارتفاع في الطلب أو الطلب الجديد الناجم عن ارتفاع الصادرات؛
- ضرورة توفر استقرار في الأسعار المحلية؛
- عدم قيام الدول المنافسة الأخرى بإجراءات مماثلة لتخفيض عملاتها؛
- استجابة السلع المصدرة لمواصفات الجودة والمعايير الصحية الضرورية للتصدير؛

2. استخدام احتياطات الصرف:

وتستخدم عند انهيار العملة حيث تقوم السلطات النقدية ببيع العملات الصعبة التي لديها مقابل العملة المحلية، وعندما تتحسن العملة تقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، وفي حال عدم كفاية الاحتياطات تلجأ لتخفيض قيمة العملة.

3. استخدام سعر الفائدة:

عندما تكون العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفعة لتعويض خطر انهيار العملة، وذلك بتقليل عرض العملة ومن ثم رفع سعر صرفها.

4. مراقبة الصرف:

تقضي سياسة مراقبة الصرف بإخضاع المشتريات والمبيعات للعملة الصعبة إلى رخصة خاصة، ويتم استخدامها لمقاومة خروج رؤوس الأموال خاصة الخروج المضاربي، ومن بين التدابير التي تعتمدها السلطات النقدية في هذه الأداة:

- منع التسوية القبلية للواردات؛
- الالتزام بإعادة العملات الأجنبية المحصل عليها في الخارج نتيجة التصدير ضمن فترة زمنية محددة؛
- تقسيم الحسابات البنكية إلى حسابات لغير المقيمين تستفيد من التحويل الخارجي للعملة وحسابات للمقيمين لا يمكن عن طريقها تسوية المعاملات مع الخارج.

5. إقامة سعر صرف متعدد :

يهدف نظام أسعار الصرف المتعدد إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق وتوجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة بوجود سعرين أو أكثر للعملة، أحدهما مغالي فيه ويتعلق بالمعاملات الخاصة بالواردات أما السلع المحلية الموجهة للتصدير فتخضع لسعر الصرف العادي.

رابعاً: التخفيض الاسمي والتخفيض الحقيقي لسعر الصرف:

1. سياسة رفع القيمة الخارجية للعملة:

ارتفاع قيمة العملة هو ارتفاع سعر العملة المحلية إزاء العملات الأخرى نتيجة قوى العرض والطلب في سوق الصرف وليس للدولة أي دخل في هذا الارتفاع، أما رفع القيمة الخارجية فهي سياسة يعتمدها البنك المركزي يؤدي إلى زيادة الوحدات من العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية عن طريق التدخل المستمر في السوق عن طريق بيع العملة الأجنبية وشراء العملة المحلية، وتكون عملة أكبر من قيمتها

الحقيقية عندما يكون سعرها الرسمي أكبر من سعرها في السوق الحر، حيث لا يعكس السعر الرسمي السعر التوازني الذي يحد من عجز ميزان المدفوعات.

2. سياسة تخفيض قيمة العملة:

ويقصد بها تخفيض المحتوى الذهبي الرسمي المحدد لوحددة النقد في إطار نظام أسعار الصرف الثابتة، وهو التقليل المتعمد في قيمة العملة الوطنية بالنسبة لعملات الدول الأخرى لمعالجة اختلال في ميزانها التجاري بتحفيز الصادرات والحد من الواردات، وعليه فانخفاض قيمة العملة ناتج عن قوى العرض والطلب في السوق في ظل حرية الصرف، أما التخفيض فهو اجراء متعمد من السلطات النقدية من أسبابه:

- معالجة العجز في ميزان المدفوعات؛
- زيادة دخول المنتجين المحليين؛
- تقليص الفجوة بين السعر الرسمي والموازي قصد تقليل المضاربة على العملات الأجنبية؛
- معالجة البطالة؛
- تنشيط القطاعات التصديرية.

المحور الرابع:

خطر الصرف والتنبؤ بسعر الصرف

يتعرض المتعاملون في أسواق صرف العملات إلى مخاطر كبيرة جراء التغير في سعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية أثناء تلقيهم مستحقاتهم المالية أو دفعهم لديونهم بالعملة الأجنبية، إذ أن اختلاف سعر الصرف بين تاريخ شراء العملة وتاريخ التسديد بها قد يعرض المتعامل لخسارة في سعر الصرف نتيجة لاختلاف السعر الحالي للعملة عن سعرها مستقبلاً.

أولاً: التنبؤ بسعر الصرف:

رغم أن التنبؤ بتطور أسعار الصرف صعب للغاية خاصة في نظام الصرف العائم، إلا أن هناك نظريات حاولت أن تضع قواعد تساعد على التنبؤ بسعر الصرف لعملتين مختلفتين ونحاول أن نتعرض في هذا المجال لأهم النظريات التي تناولت الموضوع وهي:

1. نظرية تعادل القوى الشرائية:

صاحب هذه النظرية هو العالم السويدي غوستاف كاسل الذي يقول أن سعر الصرف بين عمليتي أي دولتين يتحدد وفقاً للتغيرات في المستوى العام للأسعار في كل من الدولتين وفي ظل سعر الصرف الحر فإن أسعار السلع في أي بلدين يجب أن تكون متساوية فإذا كانت السلعة A في أمريكا تشتري بمبلغ دولار واحد ونفس السلعة في أوروبا تشتري بمبلغ 2 يورو فإن سعر الصرف بين الدولار واليورو هو 2 يورو مقابل 1 دولار وإذا حدث ارتفاع مقداره 25% مثلاً في المستوى العام للأسعار في أوروبا هذا يعني أن هذه السلعة قد ارتفع سعرها إلى 2.50 يورو وبذلك يصبح بإمكان أي مستثمر أن يستغل اختلاف السعر بين الدولتين ليقوم بشراء كميات كبيرة من السلعة في السوق الأرخص وبيعها في نفس الوقت في السوق الأعلى وقد يظهر هذا الوضع بشكل مؤقت لحين زوال اختلافات الأسعار وحسب هذه النظرية تؤثر معدلات التضخم السائدة في دولتين بعد فترة معينة على سعر الصرف نقداً لعمليتي هاتين الدولتين بعد تلك الفترة وكقاعدة عامة تنخفض قيمة عملة بلد معين مقابل عملة البلد الآخر بعد مدة

معينة إذا كان معدل التضخم فيه بعد تلك المدة أكبر من معدل التضخم بعد نفس المدة في البلد الثاني والعكس صحيح.

2. نظرية تعادل معدلات الفائدة:

طوّرت هذه النظرية من طرف كينيس سنة 1923 وارتكزت على سلوك التحكيم الذي يعمل على تحديد الفوارق ما بين أسعار الصرف الفورية والآجلة، بحيث أن المتعامل الذي له الخيار ما بين حيازة أصل محلي أو أصل أجنبي يهتم بثلاث عوامل: معدل العائد المحلي، معدل العائد الأجنبي، وسعر الصرف بين العملتين. ولهذا فإن اختيار حيازة الأصل الأجنبي يتم عن طريق حساب عائده المحول بسعر الصرف، حتى يكون مقارن بالعائد المحلي الذي يعبر عنه بالعملة الوطنية، وعليه فإن مبدأ تكافؤ معدلات الفائدة هو أن سوق الصرف متوازن إذا كانت الإيداعات بمختلف العملات تقدم نفس معدل العائد، وفي الحالة العكسية تتم التحكيمات ما بين المراكز المالية، كما ترتبط في نفس الوقت بتشكيل أسعار الصرف الآجلة.

3. نظرية الأرصدة:

تقوم هذه النظرية على اعتبار أن القيمة الخارجية للعملة تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة ميزان المدفوعات من تغيير، فإذا حقق ميزان المدفوعات لدولة ما فائضا فإن ذلك يعني زيادة الطلب على العملة الوطنية، وهو ما يقود إلى ارتفاع قيمتها الخارجية، ويحدث العكس عند حدوث عجز في ميزان المدفوعات والذي يدل على زيادة العرض من العملة الوطنية مما يقود إلى انخفاض قيمتها الخارجية.

4. نظرية كفاءة السوق:

يقصد بكفاءة السوق توفر المعلومات الكاملة حول التقدير المستقبلي للأسعار، فكل المتعاملين في السوق يمكنهم الوصول إلى المعلومات الاقتصادية الحالية أو المستقبلية مثل إعلان عجز أو فائض في ميزان المدفوعات، معدل التضخم.... ليتم بذلك تحديد سعر الصرف المتوقع بتوافر مبدأ عقلانية الأعوان المتعاملين في السوق، وكل المعلومات الجديدة المؤثرة في أسعار الصرف الآنية والآجلة، من تكاليف المعاملات الضعيفة وتغيرات أسعار الصرف العشوائية.

5. النظرية الكمية للنقود:

وتتلخص في أن الزيادة في كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع الأسعار في الداخل الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع المحلية لارتفاع سعرها، وبالتالي نقص الصادرات وزيادة الواردات، لأن سعر السلع الأجنبية يصبح أقل مقارنة بالسلع المحلية، ما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية لتسديد قيمة الواردات، وانخفاض الطلب على العملات المحلية لتسديد قيم الصادرات، وبالتالي انخفاض سعر الصرف، وحصول العكس في حالة انخفاض كمية النقود.

6. نظرية حقيبة الأوراق المالية:

حسب هذه النظرية الطلب على المال يعتمد على الطلب على الأصول المالية وليس العملة نفسها، لذلك فازدياد الطلب على نوع معين من الأصول في إحدى الدول سيؤدي إلى زيادة الطلب على عملة تلك الدولة مما يرفع من قيمتها في سوق الصرف، ويحصل ذلك عندما يصبح نوع معين من الأصول جذاباً للمستثمرين.

ثانياً: إطار عام حول خطر الصرف:

1. ماهية خطر الصرف:

يعرف مفهوم خطر الصرف بالنسبة لمؤسسة ذات نشاطات دولية (استيراد وتصدير، عمليات مالية...) كخطر مرتبط بأي معاملة حساسة لتقلبات أسعار صرف عملات الفوترة مقابل العملة الوطنية وخطر الخسارة المحتملة هو الأكثر أهمية بالنسبة للأجل الفاصلة بين اعداد الطلبية والتسوية النهائية لها.

2. أنواع خطر الصرف:

أ. **مخاطر مالية:** وتنشأ بسبب تغيرات قيمة العملة والتي تحدث فجأة وبحدة في

بعض الأحيان وتكرر هذه التقلبات في ظل نظام تعويم أسعار الصرف.

ب. **خطر السيولة (مخاطر التمويل):** ويتمثل في عدم التمكن من إجراء عمليات

في سوق الصرف أو إجرائها مع التعرض لنقص في القيمة عند الشراء أو البيع،

وقد يحصل أن يختفي سوق عملة صعبة فوراً أو نهائياً على إثر أزمة سياسية

أو ضوابط إدارية تؤثر على سوق الصرف ... ولا يطال هذا الخطر إلا العملات الغير رئيسية.

ج. مخاطر تنظيمية: وتتعلق بالأنظمة التي تحدد سعر الصرف للعملات المختلفة، فقد تضع دولة ما نظام صرف مزدوج لعملياتها مما قد يترتب عنه خسائر في تحويل رؤوس الأموال بسبب اختلاف سعر الصرف. كما قد تلجأ الدولة لفرض قيود على وكلاء الصيرفة من أجل تجنب أخذ هؤلاء لوضعيات صرف تهدد المصارف في قابليتها للاستمرار في نشاطه.

د. مخاطر ائتمانية (خطر الطرف المقابل): يلتزم كل طرف في العقد بتسليم العملة موضوع العقد للطرف الآخر بالسعر وفي الموعد المتفق عليه في العقد لكن تنشأ مخاطر من احتمال عدم الوفاء أي من الطرفين بالتزاماته، ويتضمن خطر الطرف المقابل خطر التسليم الذي يتمثل في إفلاس الطرف المقابل يوم استحقاق العملية، ويتضمن كذلك خطر القرض الأول أي إفلاس الطرف المقابل قبل استحقاق العملية، وخطر التسليم أكثر خطورة من خطر القرض الأول لأنه يؤدي إلى خسارة كلية للمبلغ في حين عند ظهور خطر القرض الأول يعتمد المتعامل إلى إعادة تشكيل وضعيته ما يقلل الخسارة.

ثالثاً: مدخل لإدارة خطر الصرف:

1. مفهوم إدارة خطر الصرف:

ويتضمن القيام بأنشطة خاصة بتحديد المخاطر التي تتعرض لها المنشأة وقياسها والتعامل مع مسبباتها والآثار المترتبة عليها ويتمثل الغرض الرئيسي لإدارة خطر الصرف في تمكين المؤسسة من التطور وتحقيق أهدافها بشكل أكثر فعالية وكفاءة، وإدارة خطر الصرف لا يعني الغاء الخطر إنما تدنيته.

2. أهمية إدارة الخطر:

▪ تعدد التدفقات المالية والنقدية لمواجهة متطلبات التجارة والاستثمار في الدول الناشئة؛

- تقلبات سعر الصرف يؤثر على الوضعية المالية للمؤسسات دولية النشاط وقد يمتد تأثيره ليشمل التنمية الاقتصادية في الدول المعنية؛
- انعكاس تقلبات سعر الصرف على مختلف وظائف المؤسسة (من تخطيط، تموين، انتاج، تسويق،....) وما ينجر عن ذلك من آثار سلبية؛
- إدارة المخاطر تحسن من القدرة التنافسية للمؤسسة (في مجال السعر خاصة)، على اعتبار أن هذا الخطر يعتبر عاملا هاما ومحددا لأسعار التكلفة؛
- استمرارية نشاط المؤسسة ونموها؛
- استقرار الأرباح والمكاسب؛
- تقليل آثار الخسارة عن الأشخاص فمنع الخسارة تجنب الموظفين والملاك من خسائر فادحة.

المحور الخامس:

تقنيات تغطية خطر الصرف

تعتبر التغطية بمثابة التحوط ضد تقلبات أسعار الصرف التي تتغير باستمرار ويتم ذلك بـ:

التغطية الفورية: يعمل المتعامل في سوق الصرف على شراء العملة التي هو في حاجة إليها مستقبلاً من السوق الفوري ويوظف هذا المبلغ من العملة في سوق النقد.

التغطية لأجل: فيتوجه بموجبها المتعامل لسوق الصرف الأجل لشراء هذه العملة بالاتفاق مع مضارب في سوق الصرف حول المبلغ الذي يجب عليه دفعه لقاء العملة التي يحتاجها في المستقبل ما يعني معرفته المسبقة للمبلغ المستحق في المستقبل عن العملة التي يحتاجها ما يعني زوال الخطر.

مثال:

لنفترض أن مستورداً جزائرياً استورد سلعاً تركية بمبلغ 900.000 ليرة تركية مستحقة السداد بعد 8 أشهر حيث أن سعر الصرف الفوري.

$$\text{TRY/DZD} = 30.30$$

في حال توقع المستورد الجزائري ثبات أو انخفاض أسعار الصرف لليرة التركية فإنه لن يضطر للتغطية بالتالي سيكون المبلغ الاجمالي الواجب دفعه من الدينار الجزائري مقابل 900.000 ليرة تركية هو:

• في حالة عدم لجوء المستورد للتغطية:

الاحتمال الأول: في حالة استقرار أسعار الصرف سيكون المبلغ المستحق:

$$27.270.000 \text{ دج} = 30.30 \times 900.000$$

الاحتمال الثاني: حالة ارتفاع سعر الصرف ليصبح:

$$\text{TRY/DZD} = 31$$

يصبح المبلغ المستحق: $27.900.000 \text{ دج} = 31 \times 900.000$

بالتالي فالمستورد خسر ما قيمته:

$$27.900.000 - 27.270.000 = 630.000 \text{ دج}$$

الاحتمال الثالث: حالة انخفاض سعر الصرف:

$$\text{TRY/DZD} = 29$$

يصبح المبلغ المستحق: $26.100.000 = 29 \times 900.000$ دج

بالتالي فالمستورد ربح ما قيمته:

$$26.100.000 - 27.270.000 = 1.170.000 \text{ دج}$$

• في حالة لجوء المستورد للتغطية:

سيقوم المستورد بشراء المبلغ المستحق (900.000 ليرة تركية) فوراً من سوق الصرف ويحولها لدينارات جزائرية (27.270.000 دج) ويوظف المبلغ في سوق النقدية فبافتراض أن سعر الفائدة 3% لمدة 8 أشهر فسيكون مبلغ الوديعة في تاريخ الاستحقاق مساوياً لـ:

$$27.270.000 + (27.270.000 \times 3\%) = 27.270.000 + 818.100 =$$

$$28.088.100 \text{ دج}$$

وعليه في حال ارتفاع سعر الصرف ليصبح :

$$\text{TRY/DZD} = 31$$

فإن المستورد قد ربح ما قيمته:

$$28.088.100 - 27.900.000 = 188.100 \text{ دج من عملية التغطية الفورية.}$$

تقنيات التغطية لأجل:

وهي أنواع وتقنيات مختلفة مكونة من مجموع الإجراءات والتدابير التي يستعملها المتعاملون في سوق الصرف للتقليل أو تجنب الوقوع في خطر الصرف عن طريق التقليل من حجم الديون المحررة بالعملة الأجنبية أو التأثير على آجال الدفع أو غيرها من الإجراءات الأخرى وهي نوعان:

أولاً: تقنيات داخلية لإدارة مخاطر الصرف:

وتتمثل في السياسات التي تتبعها الإدارة المالية لمجموعة شركات لتخفيض مخاطر العملة والتي تنتج من المعاملات المالية بين الوحدات التابعة لها أو بينها وبين شركات أخرى ضمن مجموعتها المالية دون الدخول في علاقات مع أطراف خارجية كالبنوك، وأهم هذه السياسات (التقنيات) ما يلي:

1. التأثير على حجم الديون بواسطة عملية المقاصة: وتتبع هذه التقنية الشركات التي

تتعامل مع بعضها البعض داخل المجموعة حيث تجري المقاصة بين المستحقات

والمطلوبات الخاصة بكل منهما تجاه الأخرى مع الاحتفاظ في دفاثرها بمركز مكشوف من بالنقد الأجنبي يسدد لأحد الطرفين وهو ما يخفض عدد المدفوعات التي تتم بين الوحدات المختلفة داخل المجموعة كما تخفض المصاريف البنكية وتساعد على احكام الرقابة بين الوحدات المختلفة، وهي نوعين:

- **مقاصة ثنائية:** تجري بين وحدات من نفس المجموعة متواجدة في دول مختلفة، حيث يتم تحويل الفارق بين الحقوق والديون من نفس العملة (تحدث المقاصة الثنائية بين مؤسستين تقومان بعملية بيع معاكسة).
- **مقاصة متعددة:** وتستعمل عندما يكون حجم العمليات الداخلية كبيراً مما يؤدي إلى تخفيض الحجم الكلي للتحويلات وتتم في المؤسسة ذات الفروع المتعددة المتواجدة في دول أجنبية بينها روابط مالية أو تجارية إذ يتم تنظيم مقاصة بين ديون ومستحقات هذه الفروع.

2. تقنية المطابقة: وتختلف عن المقاصة في كون هذه الأخيرة مصطلح يستخدم في حالة التدفقات النقدية بين وحدات اقتصادية تضمنها مجموعة واحدة أما المطابقة فتستخدم بين هذه الوحدات أو بينها وبين طرف ثالث، يتم فيه مطابقة التدفقات النقدية في نفس المواعيد وبنفس العملة.

3. تقنية التعجيل والتأخير (تغيير أجال الدفع): ويقصد بها تعديل الشروط الائتمانية السارية بين الشركات وهذه التقنية تتبع بالنسبة للمدفوعات المتعلقة بوحدة مختلفة داخل المجموعة إذ يتم تعجيل سداد الالتزام المالي عند موعد استحقاقه وتأخير طلب حقه في حال توقع انخفاض العملة المحلية أو تعجيل الحصول على المستحقات المالية وتأخير دفع الالتزامات بالكيفية التي تجعله يستفيد من التطورات الايجابية للعملة الأجنبية المفوتر بها.

4. منح خصم بهدف الدفع المسبق: في حال توقع المصدر سير أسعار الصرف ضد مصلحته يمكنه حث المستورد على الدفع المسبق للمستحقات مقابل منحه خصم لا يتجاوز حجم النسبة المتوقع بها الانخفاض للحد من مخاطر انخفاض أسعار الصرف، كما يمكنه توظيف المبلغ المتحصل عليه في السوق النقدي للحصول على عائد يخفض من حجم خسارة الخصم أو يلغيها.

5. تقنيات الفواتير بالعملة الأجنبية أو سلة عملات: يلجأ المصدر وفقاً لهذه التقنية إلى إصدار فواتير البضاعة المشحونة بالعملة التي يثق في ثباتها أو التي لها سوق صرف أجل لتوفير التغطية إذ أن كلى طرفي العقد يفضل إصدار الفواتير بالعملة الوطنية الخاصة به لتفادي أخطار الصرف مما قد يدفعهم لاختيار عملة ثالثة أقل تطايراً (تقلباً) أو اختيار سلة من العملات الرئيسية.

6. إدارة الأصول والخصوم: أي إدارة بنود الأصول والخصوم في الميزانية من خلال زيادة المركز المكشوف للتدفقات النقدية للشركة بالعملات المتوقع ارتفاع قيمتها وفي نفس الوقت زيادة التدفقات الخارجية من العملات المتوقع انخفاض قيمتها أو العمل على موازنة التدفقات النقدية الداخلية مع الخارجية في حالة كونها بنفس العملة.

ثانياً: وسائل وتقنيات داخلية أخرى لتغطية خطر الصرف:

1. حسابات الاعتراض: وهي حسابات بنكية متواجدة في دولة أجنبية الغرض منها تلقي المدفوعات لصالح المؤسسة المصدرة من قبل الزبائن المقيمين في هذه الدولة الأجنبية ما يقلل الوقت اللازم للتحويل ما يقلل احتمال خطر الصرف.

2. نظام الصندوق المغلق أو الصندوق البريدي: بمقتضى هذا النظام يتم إرسال الشيكات الواردة إلى المؤسسة والخاصة بتسوية دين أو دفع قيمة صادرات معينة إلى صندوق بريدي متواجد بالخارج وتتولى بنوك الدولة المتواجد بها هذه الصناديق تحصيلها مباشرة ربحاً للوقت بدلاً من اتباع الطرق التقليدية في عملية التحصيل والتي تستغرق وقت طويل وتزيد من احتمالات وقوع خطر صرف ومن ثم تحمل خسائر صرف نتيجة تغير أسعار صرف العملات المحررة بها تلك الشيكات.

3. مراكز إعادة الفوترة بالعملة الصعبة: يتم مركزة إدارة خطر الصرف بيد مركز مالي لإعادة الفوترة والهدف الأساسي من إعادة الفوترة إما تجميع المدفوعات الخاصة بعمليات الاستيراد إلى الخارج أو داخل المجموعة، أو تجميع المقبوضات المترتبة على عمليات التصدير إلى داخل التجمع أو داخل أعضاء نفس التجمع، بالتالي فمركز إعادة الفوترة يعمل كشركة فوترة لتسيير خطر الصرف وخطر القروض في نفس الوقت من خلال

عمله كوسيط مالي يكفي بتنفيذ العمليات دون ادخال أي تعديلات على مختلف التدفقات المادية.

4. التأثير على التدفقات التجارية للمؤسسة: بناء على توقعات المؤسسة المستقبلية

بشأن أسعار الصرف تلجأ المؤسسة إلى هذا الاجراء إذ في حال توقع حدوث تغير كبير في سعر الصرف خلال فترة قصيرة من الزمن تقوم بتعديل برنامج استيرادها من المستلزمات الانتاجية برفع الكميات المستوردة وتسعى إلى تسريع طلبياتها تجنباً للخسارة المحتملة والعكس صحيح في حالة التصدير.

ثالثاً: تقنيات خارجية لإدارة مخاطر الصرف: ويقصد بها الدخول في علاقات تعاقدية مع طرف آخر خارجي لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف، وتنقسم إلى:

1. التقنيات التقليدية لإدارة خطر الصرف:

أ. **الصرف لأجل:** وهو اتفاق على شراء أو بيع مبلغ بالعملة مقابل عملة أخرى بسعر صرف محدد غير قابل للمراجعة ونهائي في تاريخ لاحق متفق عليه، من خلال هذا العقد يمكن تثبيت سعر الصرف المستقبلي مما يلغي خطر الصرف من خلال تحديده تكلفة الصفقة التجارية وهذا السعر عادة مختلف عن سعر الصرف العاجل والأجل إلا في حالات نادرة.

ب. الاقتراض قصير الأجل (التسبيقات بالعملة الصعبة):

إذا كان لأحد المصدرين مبالغ بعملة أجنبية تستحق بعد ثلاثة أشهر فإنه يقوم بالحصول على قرض بنفس العملة لنفس المدة بحيث تغطي مستحقته المالية الأجلة (ما سيتحصل عليه من المستورد) قيمة القرض وفوائده، ثم عليه في نفس الوقت تحويل قيمة القرض إلى عملته طبقاً لسعر الصرف الفوري ثم ايداع الحصيلة في وديعة لمدة ثلاثة أشهر، وعند تحصيل مستحقته من المستورد يقوم بتسديد القرض المتحصل عليه وفوائده، أما المستورد فيشتري المبلغ ويوظفه إلى حين الاستحقاق.

ج. خصم الكمبيالات المسحوبة بالعملة الأجنبية: في حالة تسهيلات الموردين

يقوم المستورد بإصدار كمبيالات لصالح المصدر قصد تسديد قيمة السلعة

المستوردة لاستحقاقات أجله ما يمنح المصدر امكانية خصم الكمبيالات لدى أحد البنوك في دولة المستورد والحصول على قيمتها فوراً مقابل عمولة يدفعها للبنك.

د. اللجوء لشركات تحصيل الديون: حيث تقوم الشركة المصدرة ببيع مستحقاتها المالية بالعملة الأجنبية لإحدى شركات تحصيل الدين مقابل التنازل عن نسبة من هذه المستحقات لها وتصبح الشركة في هذه الحالة دائناً أصيلاً في مواجهة المدين وتحصل مستحقاتها منه دون الرجوع للبائع.

هـ. الحصول على ضمان حكومي لتغطية خطر الصرف: قصد تشجيع الصادرات تعمل بعض الوكالات الحكومية في كثير من البلدان على تقديم ضمانات لتغطية مخاطر تقلبات سعر الصرف مقابل قيام المصدر بتسديد عمولة بسيطة للوكالة كي تتحمل الخسائر التي تنجم عن التأخير عن الدفع أو تقلب بسعر الصرف في غير صالح المصدر، كما يمكن للمصدر في حال حصوله على هذا الضمان الحصول على قروض ميسرة من البنوك.

و. تغطية خطر الصرف عن طريق شركات التأمين على التجارة الخارجية: تقدم بعض شركات التأمين المتخصصة خدمات التأمين على العمليات المتعلقة بالتجارة الخارجية مما يوفر لمستعمليها حماية لا تقل أهمية عن سابقتها من العمليات إذ تعمل الفكرة الأساسية على ضمان سعر الصرف الآجل ويتم اللجوء لهذه الشركات في حال عدم تمكن المؤسسة من استخدام الطرق الأخرى بسبب وجود رقابة صارمة على الصرف أو محدودية أو استحالة التغطية لبعض العملات.

2. التقنيات الحديثة لإدارة خطر الصرف:

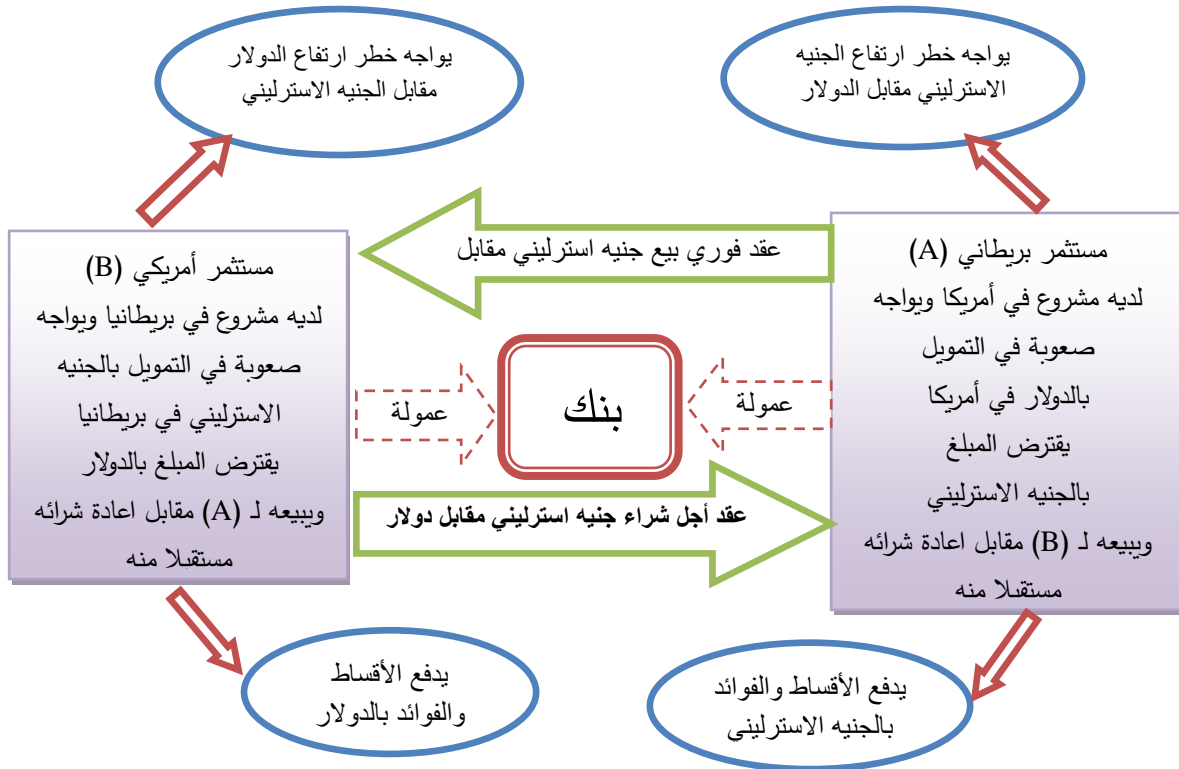
وتتمثل هذه التغطية بالعقود المشتقة التي تتمثل في عقد مالي يكسب أو يخسر قيم مع حركة سعر الصرف وهي لا تتضمن الملكية المباشرة للرصيد أو المطلوبات الموجودة لذلك فهي لا تظهر على كشف الميزانية على نحو نموذجي، ولكنها مع ذلك تخلق الفرصة لمكاسب وخسائر مضاربة وهي:

أ. تغطية خطر الصرف بعقود الخيارات المالية: يعرف عقد الخيار على أنه اتفاق بين طرفين بائع ومشتري يخول لحامله شراء أو بيع أصل معين وتاريخ مستقبلي محدد مقابل دفعه لمبلغ يسمى ثمن الخيار، يحتوى عقد الخيار على سعر التنفيذ أو الممارسة وتاريخ مستقبلي يسمى تاريخ نهاية صلاحية العقد وتعتبر عقود الخيار عن الحق في الاختيار بين بديلين هما ممارسة الحق أو الامتناع عن تنفيذه، وهو صنفان الأول حسب النوع وهو مقسم إلى عقد خيار شراء (يعطي فيه الحق للمشتري في الاختيار بين الشراء أو عدم الشراء في سعر ما لأصل معين) وعقد خيار بيع (يمنح فيه الحق للبائع في الاختيار بين بيع أو عدم بيع أصل معين في سعر محدد في تاريخ مستقبلي) والصنف الثاني مقسم حسب تاريخ الصلاحية إلى عقد خيار أمريكي (يسمح فيها لصاحب العقد بأن يمارس حقه في شراء أو بيع أصل معين خلال الفترة الممتدة بين تاريخ شراء عقد الخيار وبين تاريخ انتهاء صلاحية العقد) وعقد خيار أوروبي (ويكون فيها الحق لصاحب العقد في تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء الصلاحية).

ب. تغطية خطر الصرف بعقود المبادلة (القروض المتقاطعة بالعملة): هي مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عملتين عند سعر الصرف السائد الحالي Spot مقابل سعر الصرف الأجل Foward أي في وقت لاحق يحدد مسبقاً. حيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثابتة يكسب من استقرار هذه الأسعار وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغيير الأسعار المعنية.

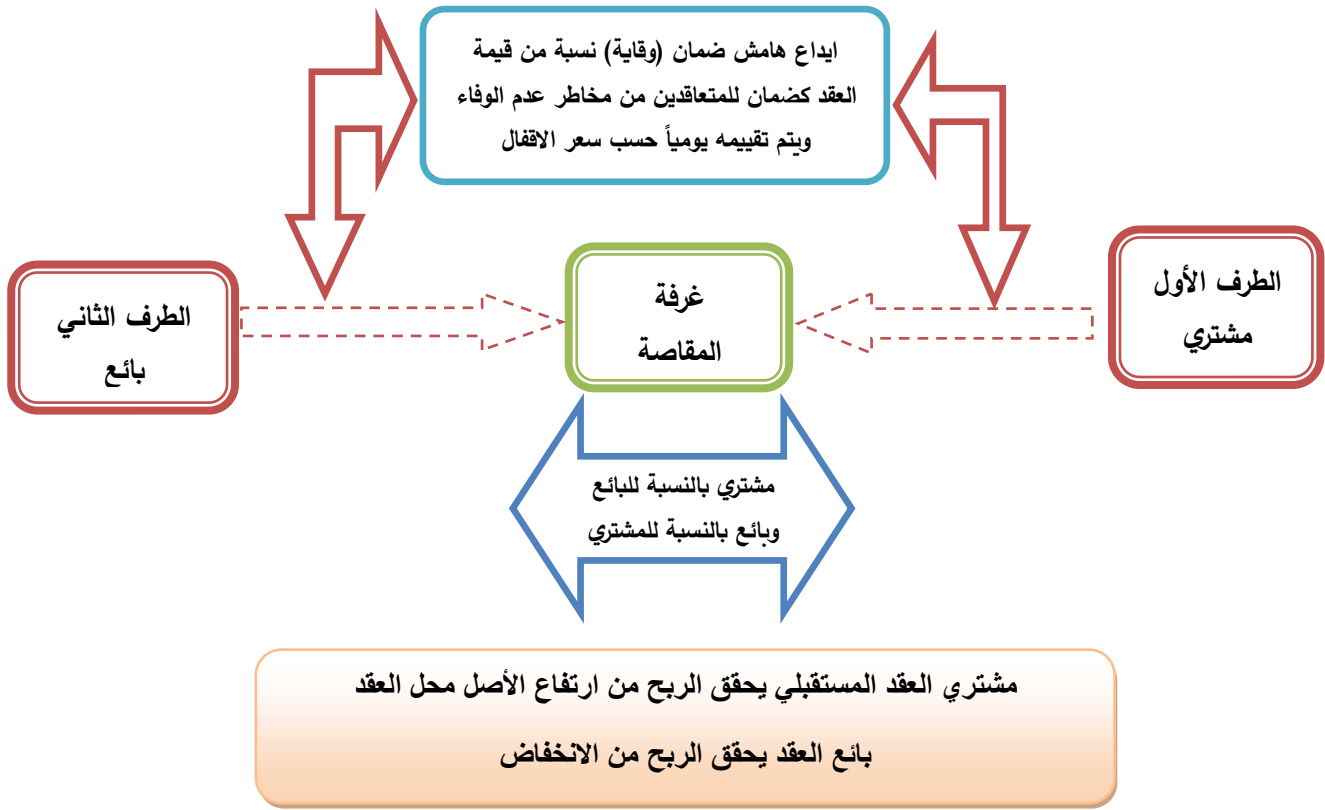
وتتلخص هذه التقنية في قرضين متبادلين بنفس المبلغ وبعملتين مختلفتين ما يعني الدفع الفعلي للمبالغ المتفق بشأنها واسترجاعها في تاريخ الاستحقاق وعملية الـ SWAP الخاص بالعملة يمكن أن يكون محل تعاقد بين مؤسستين في نفس الدولة (مصدر ومستورد) لهما نفس الحاجة المتناظرة لكنهما حالة نادرة وأغلب هذه العمليات تتم في البنك وزبائنه.

الشكل رقم (03): آلية التعامل وفق عقود المبادلة



ج. تغطية خطر الصرف بالعقود المستقبلية: هي عقود قانونية ملزمة تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية نمطية من عملة ما بسعر محدد وقت إبرام العقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، وأسعارها تختلف عن السعر العاجل والآجل وأكثر قرباً للسعر الآجل، وفكرة التغطية تكون بمحاولة الوصول إلى وضعية صرف مستقبلية في العقد مناقضة لوضعية الصرف في السوق.

الشكل رقم (04): مخطط لألية التعامل وفقاً للعقود المستقبلية



مثال عددي:

اشترى مستثمر عقد مستقبلي بقيمة GBP 25000 بقيمة الهامش 3% حيث كان سعر الصرف =2 GBP/USD وبهامش وقاية \$1000 وعليه حسب سعر الصرف قيمة العقد بالدولار هي \$50000. وعليه فهامش الوقاية $0.03 \times 50000 = 1500$ يواجه المستثمر احتمالين :

الاحتمال الأول انخفاض الأسعار:

- انخفاض بقيمة: GBP/USD =1.98

=> خسارة بمقدار \$0.02

أي بخسارة اجمالية $500 = 0.02 \times 25000$

=> قيمة الهامش أصبحت = $1000 = 500 - 1500$

- انخفاض بقيمة: GBP/USD =1.98

=> خسارة بمقدار \$0.05

أي بخسارة اجمالية $1250 = 0.05 \times 25000$

$$\text{قيمة الهامش أصبحت} = 1250 - 1500 = \$250$$

$$\text{قيمة العقد} = 1.95 \times 25000 = \$48.750$$

= يجب على المشتري ايداع 1250 قبل بداية اليوم الجديد لبلوغ الهامش وعلى

الأقل ايداع 750 لبلوغ هامش الوقاية أو يتم تصفية الحساب.

الاحتمال الثاني ارتفاع الأسعار:

$$\text{GBP/USD} = 2.05$$

= ربح بمقدار \$0.05

$$\text{أي بربح إجمالي} = 0.05 \times 25000 = \$1250$$

$$\text{قيمة الهامش أصبحت} = 1250 + 1500 = \$2750$$

يمكن للمشتري سحب القيمة الفائضة عن الهامش باعتبارها ربح محقق خلال

التعامل اليومي.