

## المحاضرة 03: سوق الصرف الأجنبي

### أولاً: تعريف سوق الصرف الأجنبي

إن أسواق الصرف هي الأسواق التي تحول فيها عملة إلى عملة أخرى، وسوق الصرف ليست كغيرها من الأسواق المالية أو التجارية، إذ أنه ليس محددًا بمكان معين يجمع البائع والمشتري، وإنما يتم التعامل في سوق الصرف بواسطة أجهزة الهاتف والتلكس والفاكس داخل غرف التعامل بالصرف الأجنبي (Dealing Rooms) في البنوك العاملة في مختلف المراكز المالية مثل: نيويورك، لندن، طوكيو، فرانكفورت، سنغافورة، هونغ كونغ، سان فرانسيسكو، سيدني، زيوريخ، تورنتو، بروكسل، البحرين، هونغ كونغ... إلخ، ويعمل كشبكة تتجه على توحيد المجال الاقتصادي الدولي.

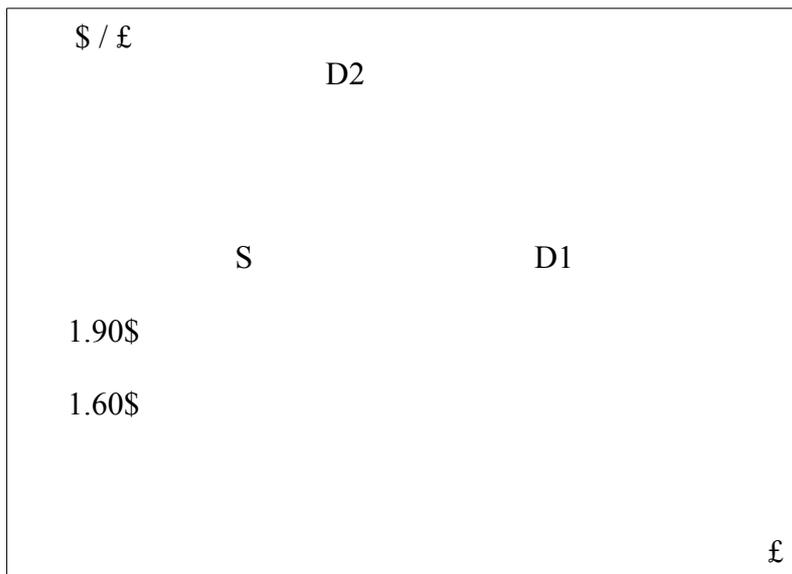
وتكون غرف التعامل في البنوك مزودة بأجهزة المعلومات مثل رويتر وتيلرات (Reuter Monitor) وداوجونز (داوجونز، إلخ)، والتي تعرض على شاشاتها التغيرات الفورية التي تطرأ على أسعار العملات المختلفة وأسعار الفائدة على الودائع بالعملات الحرة لآجال مختلفة على مدى 24 ساعة.

إن سوق الصرف يمكن تحليله بأدوات العرض والطلب وفي الواقع فإن سوق الصرف الأجنبي يقترّب كثيراً من النموذج الاقتصادي للمنافسة الكاملة فهي أكثر الأسواق إتحاداً في العالم حيث تتوافر لها أحدث وأسرع وسائل الاتصال فيما بين المراكز العالمية (الأسواق) وتتعامل بسلع (عملات) متجانسة تماماً، وهو لا يهتم إلا قليلاً بنفقات النقل لأن العمليات تتم تسويتها عبر الأرصدة المصرفية وليس عن طريق شحن النقود، فضلاً عن توفر شروط المنافسة الأخرى: حرية الدخول والخروج منها.

### ثانياً: التسعير في السوق

تتحدد أسعار صرف العملات في ظل نظام حرية الصرف بواسطة قوى العرض والطلب، فطالما أن سعر الصرف هو ثمن الوحدة الواحدة من عملة ما مقوماً بوحدات من عملة أجنبية أخرى، فإن مستوى التوازن لسعر الصرف يتحدد وفقاً لنفس القواعد التي يتحدد بها سعر أية سلعة من السلع حسب مبادئ الاقتصاد الجزئي.

وبوضوح الشكل التالي كيفية تحديد سعر صرف الإسترليني £ بالنسبة للدولار \$.



شكل رقم (6)

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



مستوى التوازن لسعر الصرف يتحدد عند نقطة إلتقاء منحنى الطلب مع منحنى العرض وتحرك السعر إلى الأعلى يعني زيادة سعر الإسترليني بالنسبة للدولار. وينشأ الطلب على الإسترليني من المستوردين الأجانب لسداد قيمة صادرات إنجلترا إليهم والمستثمرين الأجانب الذين يرغبون في الاستثمار في إنجلترا أو البنوك المركزية الأخرى التي تشتري الإسترليني لدعم قيمته.

أما عرض الأسترليني فينشأ من بيع المستوردين الإنجليز لعملتهم من أجل الحصول على العملات الأخرى اللازمة لتسديد قيمة وارداتهم من الخارج، أو من المستثمرين الإنجليز الذين يرغبون في الإستثمار في الخارج، أو من بنك أو أكثر من البنوك المركزية التي تبيع الأسترليني من أجل خفض قيمته.

### **ثانياً: المشاركون في سوق الصرف الأجنبي:**

هناك عدة جهات تشارك في سوق الصرف الأجنبي حسب اختصاصها وطبيعة عملها

وهي:

**1-البنوك صانعة السوق:** التي تصدر نشرة أسعار يومية لشراء وبيع العملات الأجنبية، حيث تعلن هذه البنوك عن شراء العملات المسماة على سعر الشراء Bid وبيعها على سعر البيع offer وكذلك شراء العملات المقابلة على سعر البيع offer وبيعها على سعر الشراء Bid محققة أرباحاً هي الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، تتعامل هذه البنوك الكبيرة مع البنوك التجارية والاستثمارية المتوسطة وصغيرة الحجم، وكذلك مع البنوك المركزية ومع العملاء والوسطاء في بيع وشراء العملات الأجنبية.

**2-أخذوا السعر:** تتعامل البنوك التجارية والاستثمارية متوسطة وصغيرة الحجم مع البنوك صانعة السوق في شراء وبيع العملات الأجنبية إما لمحفظتها أو لمحفضة عملائها حيث تتصل هذه البنوك للاطلاع على أسعار العملات لدى البنوك صانعة السوق لاختيار السعر الأفضل ثم تجري عملياتها مع تلك البنوك.

**3-صانعو السوق الثانويين:** هي الجهات التي تشتري العملات الأجنبية من العملاء وتبيعها للبنوك التجارية والاستثمارية المتوسطة الحجم، مثل المؤسسات التي تتعامل في قطاع الخدمات: المطاعم الفنادق والمحلات التجارية والتي تأخذ من العملاء نظير دفع فواتيرهم عملات أجنبية .

**4-العملاء:** هناك بعض المؤسسات والشركات العالمية التي تتعامل بمبالغ كبيرة من العملات الأجنبية، نتيجة طبيعة عملها حيث قد تحتاج إلى مبالغ كبيرة بالعملات الأجنبية لتسديد التزاماتها الناتجة عن الاستيراد، كما أنها قد تملك فائض من العملات الأجنبية نتيجة تعاملها بالتصدير، وتشمل هذه الشركات والمؤسسات:

-الشركات العالمية.

-شركات التأمين.

-شركات البترول.

**5-البنوك المركزية:** من خلال ممارسة البنك المركزي لسياسته النقدية فهو يتحكم بحجم كبير من العملات الأجنبية بيعاً وشراءً، حيث يدير غطاء النقد وذلك باستثمار

موجوداته من العملات الأجنبية لدى البنوك المراسلة في الخارج، كما ينوع محفظته من العملات الأجنبية ببيع وشراء العملات الأجنبية المختلفة حفاظا على قيمة غطاء النقد وحتى لا يتأثر سعر صرف الدولة.

**6- السماسرة:** يقومون بدور الوسطاء من خلال التفاوض بين البائعين والمشتريين في عمليات النقد الأجنبي مقابل حصولهم على عمولة، ويعتمدون على ممارستهم وخبرتهم ومعرفتهم بظروف السوق وبحجم المخاطر التي تنجم عن عمليات الصرف حيث يقومون بنشاطين أساسيين:

-تجميع أوامر بيع وشراء العملات لصالح البنوك أو المتعاملين الآخرين.  
-ضمان الاتصال بين البنوك لإعطاء التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء دون الكشف عن أسماء المؤسسات البائعة أو المشتريّة لهذه العملة.

**7- خدمات النصح والمشورة:** هناك مؤسسات كبيرة في العالم تهدف إلى نصح العملاء وتقديم الخدمات الاستشارية لهم، مقابل رسوم وعمولات مختلفة، بعض هذه المؤسسات تزود العملاء بنشرات أسعار العملات الأجنبية مثل: Reuters أو Telerate وبعضها تزود العملاء بشرح أو تعليق لما ينشر على شاشات رويتر أو تليترت من أخبار سياسية و اقتصادية، ومدى تأثيرها على أسعار صرف العملات، وبعض المؤسسات يرسل بشكل مستمر نشرة أخبار بملخصات عن الأسواق وتوصيات قوية بالشراء أو البيع لعملاء معينة.

## ثالثا: العمليات التي تجرى في أسواق الصرف: تتم في أسواق

الصرف عدة عمليات نذكر منها:

**1- تسوية المدفوعات الدولية:** حيث يتم في هذه الأسواق تسوية الحسابات الدولية المترتبة على المبادلات التجارية من سلع وخدمات، إضافة إلى التحويلات الرأسمالية بمختلف صورها ( قروض واستثمارات... )، وكذلك يحتاج السياح إلى استبدال عملتهم المحلية بعملات لأجنبية تعود للأقطار التي يزورونها أو بعملات قيادية في مختلف دول العالم.

**2- عمليات المضاربة speculation:** وتعني بلغة الصرف الاحتفاظ بمركز مفتوح بعملة أجنبية معرضة لأخطار الصرف لتحقيق أرباح مع القبول باحتمال الخسارة. "وهي شراء أو بيع أجل للعملات بقصد الاستفادة من الفرق بين السعر الآجل يوم التعاقد والسعر الآتي يوم الاستحقاق "

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

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

**3- التغطية وتجنب المخاطر:** عندما تكون أسعار الصرف ثابتة بالنسبة لجميع العملات فإنه لا فرق عند الأفراد بين الاحتفاظ بأي نوع من العملات، ولكن إذا كانت أسعار الصرف عرضة للتقلب والتغير المستمر فإن الأفراد والمشروعات سيواجهون خطر نقص قيمة ما بحوزتهم من عملات أجنبية أو زيادة قيمة ما يجب تسديده أو

بالعكس، لذلك سيتوجب مواجهة هذه المواقف وهو ما يعد أحد وظائف سعر الصرف الآجل أو ما يسمى بالتحوط أو التغطية لتجنب مخاطر الصرف.

مثال: شركة أمريكية مدينة بمبلغ £1000 (جنيه أسترليني) لمصدر بريطاني يستحق الدفع في 3 شهور: عند سعر الصرف النقدي (الحاضر): £1 = \$2.3 تكون الشركة الأمريكية مدينة بما يعادل \$2.300 فإذا ارتفع السعر الحاضر بعد 3 شهور إلى \$2.40 للجنيه الأسترليني فان الشركة سيتعين عليها دفع ما يعادل \$ 2.400 أي بزيادة 100 \$، لكن إذا كان السعر المقدم للشهور الثلاثة هو \$ 2.31 فان الولايات المتحدة الأمريكية يمكنها أن تشتري £1000 ب \$2310 لتسلمها في 3 أشهر وتتجنب أية مخاطرة في الصرف الأجنبي. وبالمثل إذا كان مصدر أمريكي بصدد تسلم £1000 في ثلاثة أشهر فإنه يستطيع بيع هذه £1000 المستحقة بعد 3 أشهر عند السعر المقدم اليوم للشهور الثلاثة ويتجنب مخاطر أن يصبح السعر الحاضر بعد 3 شهور أقل بكثير من سعر اليوم.

**4- عمليات الموازنة أو المراجعة (التحكيم Arbitrage):** يتم من خلال هذه العملية شراء العملات في الأسواق المنخفضة السعر وإعادة بيعها في الأسواق مرتفعة السعر للحصول على ربح خلال دقائق معدودة، و المراجعة لا تلغي إمكانية تغيير السعر وإنما تساعد على توحيد السعر بجميع أسواق الصرف الدولية، وأهم ما يميزها أنها لا تحتوي على مخاطر لأن أسعار الصرف تكون معلنة لدى المتعاملين.

هناك نوعان من التحكيم في سوق الصرف هما:

**أ- التحكيم الثنائي (الجغرافي):** ويساعد على أن تكون التسعيرة متقاربة ومتشابهة في مختلف الأسواق خلال نفس الفترة الزمنية ولنفس العملات، ولتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي:

البنك B	البنك A	1CAD \$
1.3294	1.3290	سعر الشراء
1.3297	1.3292	سعر البيع

هناك صيرفي لديه 10.000.000 دولار كندي (CAD) بإمكانه القيام بعملية التحكيم الثاني التي تمكنه من تحقيق الربح دون خطر، من خلال:

- شراء دولارات أمريكية مقابل دولارات كندية لدى البنك "A":

$$7524454 = \frac{10.000.000}{1.3290}$$

- إعادة بيع الدولارات الأمريكية مقابل دولارات كندية لدى البنك "B":

$$CAD10003009 = 1.3294 \times 7524454$$

وهكذا يتحصل الصيرفي على ربح قدره:

$$= CAD3009 \text{ } 10.000.000 - 10.003.000$$

وإذا قام عدد كبير من الصيارفة بهذه العملية فإنه يتحقق بسرعة التوازن وذلك عن طريق زيادة الأسعار في البنك A مما يؤدي الى زيادة الطلب من جهة ومن جهة أخرى انخفاض الأسعار في البنك B عن طريق زيادة العرض

**ب- التحكيم المتعدد (المثلثي):**

يستخدم هذا التحكيم في حالة وجود اختلافات في الأسعار التقاطعية حيث تكون هناك ثلاث عملات أجنبية، وللتوضيح يفترض وجود صيرفي يريد شراء دولارات كندية بما يقابل مبلغ \$ 10.000.000

سعر البيع	سعر الشراء	البنك
1.3950	1.3853	البنك A USD/CAD
5.6370	5.6270	USD / FRF
4.0900	4.0750	البنك B CAD / FRF

الصيرفي يريد استخدام التحكيم المتعدد من خلال أسعار الشراء والبيع لدى البنكين، ويفرض أمر شراء الدولار الكندي مقابل الفرنك الفرنسي، يمكن للصيرفي القيام بالعمليات الموائية:

$$A'' = \frac{5.6270}{1.3950} = 4.0336'' \text{ لدى البنك CAD / FRF للشراء:}$$

$$B'' = \frac{5.6370}{1.3853} = 4.0691'' \text{ لدى البنك CAD / FRF للبيع:}$$

وبما أن سعر الشراء لدى البنك B يساوي 4.0750 أكبر من سعر البيع لدى البنك A 4.0691، يمكن للصيرفي القيام بعمليات التحكيم التالية:

- شراء الدولار الكندي مقابل الدولار الأمريكي من البنك A وهو ما يعني بيع الدولار الأمريكي مقابل الحصول على الدولار الكندي:

$$\text{CAD}13753000 = 1.3853 \times 10.000.000$$

- بيع الدولار الكندي مقابل الفرنك الفرنسي لدى البنك B:

$$\text{FRF} 56450975 = 4.0750 \times 13853000$$

- بيع الفرنك الفرنسي مقابل الدولار الأمريكي لدى البنك A:

$$\frac{56450975}{5.6370} = \text{USD}10014364$$

$$10014364 - 10.000.000 = 14364\$ \text{ ويكون ربح الصيرفي:}$$

وبذلك يتحقق الوازن كما يلي :

- زيادة الطلب لدى البنك A على الدولار الكندي مما يؤدي الى ارتفاع سعره
- بيع الدولار الكندي مقابل الفرنك الفرنسي لدى البنك B يؤدي الى انخفاض أسعار شراء الدولار الكندي مقابل الفرنك الفرنسي .

❖ **أربتراج الفوائد:**

- ويعني انتقال رؤوس الأموال المستثمرة من سوق لآخر ومن أداة استثمارية لأخرى، من أجل الحصول على أسعار الفائدة الأعلى، وعلى المستثمر الذي يرغب في استثمار أمواله بفائدة أعلى وتحويلها من دولة لأخرى سعياً وراء أعلى عائد ممكن مراعاة الأمور التالية:
- 1- الاستقرار (المالي، الاقتصادي، السياسي) في الدولة التي يرغب في الاستثمار فيها
  - 2- الاستقرار النفسي لأسعار صرف العملة أو العملات التي يرغب في الاستثمار فيها
  - 3- عدم وجود قيود على إدخال وإخراج العملات

وعلى ضوء ما تقدم فإنه ولتحقيق الربح المطلوب من عملية الأربيتراج، فلا بد أن تكون فروقات أسعار الفوائد الناتجة عن عملية الأربيتراج أكبر من كلفة تغطية شراء الأموال تسليماً أجلاً بالإضافة إلى كلفة تنفيذ تحويل انتقال الأموال.

**مثال:** إذا كان سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي، الشراء: 1.9200 والبيع: 1.9250 دولاراً أمريكياً لكل جنيه إسترليني وإذا كانت أسعار الفائدة على الجنيه الإسترليني لسنة، الإيداع: 7% الإقراض: 4% وإذا كان سعر صرف الجنيه الإسترليني لأجل سنة خصم بمقداره 50-60 نقطة فان المستثمر يلجأ إلى عملية أربيتراج الفوائد، وذلك باقتراض الدولار الأمريكي بفائدة 4% والاستثمار بالجنيه الإسترليني بفائدة 7% لمدة سنة، وستكون خطوات القيام بذلك كما يلي:

**- أسعار الصرف لسنة:**

	BID	OFFER
السعر الآني	1.9200	1.9250
سعر الخصم لسنة	0.0060	0.0050
السعر الآجل	1.9140	1.9200

**- أسعار الفائدة لسنة:**

الإيداع	الإقراض
7% £	9%
1% \$	4%

اليوم، الخطوة	العملية	جنيه إسترليني	دولار أمريكي داخل / خارج
الخطوة الأولى	اقتراض: 100.000 \$ لمدة سنة بفائدة 4%		+100.000
الخطوة الثانية	تحويل الدولارات إلى جنيهات على سعر الصرف الآني لبيع الدولارات وشراء الجنيهات £1 = \$ 1.9250 واستثمار الجنيهات لمدة سنة بفائدة 7% سنوياً	+51948	-100.000
الخطوة الثالثة	شراء الدولار أجلاً وبيع الجنيه		
اليوم 365 آخر السنة	صافي التدفق النقدي	00	00
الخطوة الرابعة	استحقاق الجنيهات المستثمرة	51948	

	3636	المبلغ الأساسي الفائدة: $\frac{7*51948}{100}$	
	+55584	مجموع المبلغ المستثمر + فوائده	
+100.000	-52247	تسليم العقد الآجل (بيع الجنيه وشراء \$100.000 على السعر الآجل لشراء الدولار 1جنيه = \$1.9140 $-52247 = \frac{100.000}{1.9140}$	الخطوة الخامسة
-100.000 -4000		دفع الدولار المقترضة دفع فوائد الدولارات المقترضة $\frac{4}{100} \times 100.000$	الخطوة السادسة
-4000	3337	صافي التدفق	
+6387	-3337	حساب فائدة عملية الارتيراج وذلك بتحويل الجنهات الإسترلينية الى \$ بسعر بيع الجنيه وشراء الدولار الآجل: $1.9140 \times 3337$	الخطوة السابعة