

المحاضرة 03: سوق الصرف الأجنبي

أولا: 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) وداجونز ،... إلخ، والتي تعرض على شاشاتها التغيرات الفورية التي تطرأ على أسعار العملات المختلفة وأسعار الفائدة على الودائع بالعملة الحرة لأجال مختلفة على مدى 24 ساعة.

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

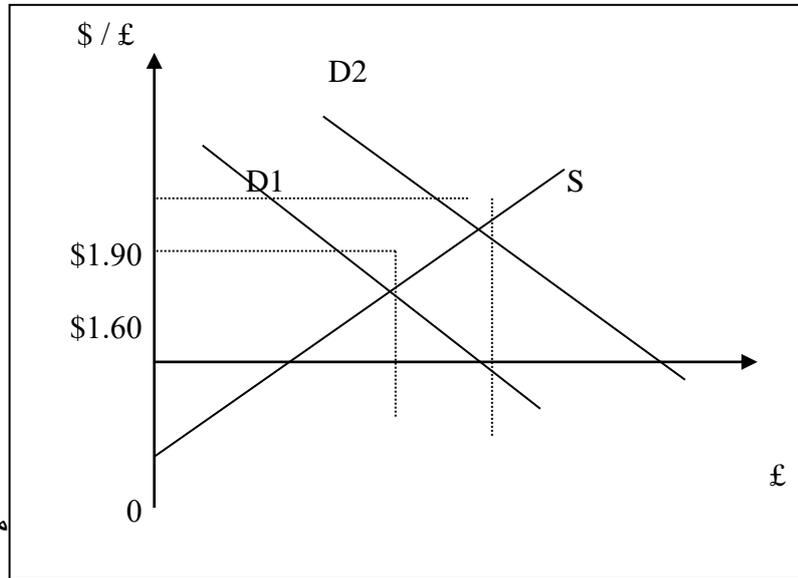
ثانيا: التسعير في السوق

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

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

شكل رقم (6) : تحديد سعر الإسترليني بالنسبة للدولار

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



مع منحني العرض وتحرك السعر إلى

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 الاستثمار في الخارج، أو من بنك أو أكثر من البنوك المركزية التي تبيع الأسترليني من أجل خفض قيمته.

وتحدث التسعيرات عادة على وجه مستمر، فمثلا تضع وكالتا رويتر وتيلرات (Reuter et Telerate) التسعيرات بتصرف المتعاملين على جميع الشاشات المربوطة بهما في كافة أنحاء العالم، وفي مركز باريس توجد على هامش التسعيرات المستمرة جلسات تسعير رسمية (Séances de cotations officielles)، وحتى نهاية شهر نيسان 1977 كان التسعير الرسمي في باريس يتم بالصياح (à la criée) وفي أيار 1977 غير هذا النظام لصالح نظام جلسة

التثبيت (Séance de fixing).

ثالثاً: سعر الصرف المشتق Cross Rate

يعتبر سعر الصرف مشتقاً إذا لم تكن العملة الوطنية طرفاً في عملية الاستبدال، بمعنى إيجاد سعر عملة مقابل عملة أخرى - غير العملة المحلية- من خلال علاقة هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة كالدولار مثلاً. فكثيراً ما يحدث أن يطلب عميل بنك أو البنك نفسه استبدال عملة أجنبية بعملة أجنبية أخرى (فرنك سويسري مقابل مارك ألماني مثلاً)، ولكن لا يجد إلا قلة من المتخصصين في هذا النوع من التعامل لذلك لا يكون أمامه إلا استخدام سعر الصرف المشتق من خلال توسط عملة ثالثة كالدولار مثلاً لمعرفة سعر صرف العملتين موضوع التبادل.

وغالبا ما يستخدم الدولار الأمريكي في سعر الصرف المشتق، لأنه يعتبر عملة الأساس في معاملات الصرف الأجنبي ويستخدم كعملة رئيسية للاحتياجات.

فمثلاً: نجد البنك الذي يعمل في إنكلترا عندما يشتري أو يبيع مارك ألماني مقابل فرنك سويسري يستخدم في حسابه سعر الصرف المشتق، فإذا أراد التعامل في البنك أو يحسب متوسط سعر صرف الدولار إلى المارك ومن متوسط سعر صرف الدولار إلى الفرنك السويسري. فإذا افترضنا سعر صرف العملتين إلى الدولار كالاتي:

$$1.7079 \text{ مارك} = 1 \text{ دولار}$$

$$1 \text{ دولار} = 1.8417 \text{ فرنك سويسري}$$

ك سويسري = 100 مارك.

والمطلوب من إذن يستخرج متوسط سعر صرف المارك إلى الفرنك السويسري كما يلي:

$$100 \text{ مارك} = \frac{1.8417 \times 100}{1 \times 1.7079} = 107.8342 \text{ فرنك}$$

مثال تط

نسبية مقابل شراء ليرات إيطالية وكان سعر

صرف هاتين العملتين بالنسبة للدولار في ذلك اليوم كالتالي:

$$\text{دولار / فرنك} \quad 7.1200 - 7.1250$$

$$\text{دولار / ليرة} \quad 1530.70 - 1531.70$$

فما هو سعر الصرف الذي يستخدم في عملية الاستبدال وفقاً للخطوتين التاليتين:

- 1- يتم بيع الفرنكات لأحد البنوك الفرنسية مقابل دولارات، أي ان يشتري الدولار بسعر البيع وهو 7.1250 فرنك
- 2- ثم تشتري ليرات إيطالية من أحد البنوك الإيطالية مقابل دولارات، أي يتم بيع الدولار بسعر شرائه وهو 1530.70 ليرة.

ويحسب سعر الصرف حسب المعادلة التالية :

(سعر الشراء)

$$100 \text{ ف ف} = \frac{1530.70 \times 100}{7.1250} = 21483.51 \text{ ليرة}$$

ويمكن التعبير عن

(ع

$$100 \text{ ليرة} = \frac{7.1250 \times 100}{1530.70} = 0.4755 \text{ فرنك ف}$$

ضوع التبادل في التوصل إلى سعر

في هذا

الصرف بين العملتين.

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 أرباحا 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-آخذوا السعر: تتعامل البنوك التجارية والاستثمارية متوسطة وصغيرة الحجم مع البنوك صانعة السوق في شراء وبيع العملات الأجنبية إما لمحفظتها أو لمحفظة 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 بيعا وشراء، 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 المشتري 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 لعملات معينة.

سوق الصرف الجاري (الفوري) والأجل

أولاً: سوق الصرف الفوري

وتحدث فيه عمليات شراء لعملات أجنبية مقابل بيع عملات أجنبية أخرى، فإذا ما تم الاتفاق على صفقة نقد أجنبي بسعر صرف محدد، فإن الأطراف المعنية عليها تحديد مكان وتاريخ التسليم، فإذا لم يحدد تاريخ التسليم فتؤخذ أسعار البيع والشراء على أنها آنية أو فورية ويجب ان تسلم على أبعد حد، بعد يومين قابلين للعمل، من تاريخ إنجاز العملية، ولا يستثنى من هذه القاعدة إلا العمليات بين الدولار الأمريكي والدولار الكندي، حيث يجب أن يحصل التسليم خلال 24 ساعة.

وتتم الصفقات باستخدام تاريخ التسوية الفوري، ويراعى ألا يصادف تاريخ تسوية صفقة العملة يوم إجازة في أي من بلدي العملتين وإلا تأجلت التسوية إلى يوم العمل الموالي، فمثلاً إذا عقدت صفقة يوم الإثنين فإن التسوية تنفذ يوم الأربعاء، فإذا اتفق أن كان يوم الأربعاء إجازة في أي من بلدي العملتين أو في نيويورك فإن التسوية تنفذ يوم الخميس، وإذا عقدت الصفقة يوم الخميس فإنها تنفذ يوم الإثنين من الأسبوع التالي.

ثانياً: سوق الصرف الآجل :

ويتم فيه عقد اتفاقات بين البنوك وأطراف أخرى لاستبدال عملة مقابل عملة أخرى في تاريخ مستقبلي على أساس سعر صرف آجل يتفق عليه بين الطرفين. وسعر الصرف الآجل بعملة ما هو إلا السعر الذي يتم على أساسه بيع أو شراء عملة ما في تاريخ لاحق (آجل) لتاريخ إبرام عقد الصفقة.

ويتم تحديد هذا السعر وتاريخ التسليم ومبالغ العملتين موضوع التعامل في نفس تاريخ إبرام عقد الصفقة (لتجنب تقلب أسعار صرف العملة المحددة في الصفقة)، وسعر الصرف الآجل ببساطة هو سعر الصرف الفوري السائد وقت الإبرام مضافاً إليه فرق سعري الفائدة السائدين في الأسواق النقدية الدولية على العملتين موضوع التبادل. بمعنى أن الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل هو الفرق بين سعري الفائدة على العملتين. ولذلك يمكن احتساب سعر الصرف الآجل من اليوم الأول لتحرير عقد الصرف الآجل استناداً إلى ثلاثة عناصر:

- 1- سعر الصرف الفوري السائد في السوق في تاريخ إبرام عقد الصفقة.
- 2- سعر الفائدة الذي يدفعه العميل إذا ما اقترض قيمة العملة المباعة التي سيتم السداد فيها عند استحقاق العقد الآجل.
- 3- سعر الفائدة الذي يحصل عليه العميل إذا ما أودع قيمة العملة المشتراة في وديعة ثابتة لفترة العقد الآجل.

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 للعمليات بقصد الاستفادة من الفرق بين السعر الآجل يوم التعاقد والسعر الآني يوم الاستحقاق"

وما يميز المضارب في سوق الصرف الحاضر عنها في الآجل هو أنه يتحمل التكلفة الناتجة عن اقتراب العملة التي يتوقع انخفاض قيمتها من أجل شراء العملة المتوقع ارتفاعها لأن البيع سيتم فعلياً في المستقبل، والمضارب نوعان:
أ- **مضارب الصعود Bull:** والذي يتخذ رأياً أكثر تفاؤلاً من السوق بخصوص مستقبل عملة معينة فيدخل مشترياً لها بالسعر الفوري وبالمركز الطويل.

ب- **مضارب الهبوط Baer:** الذي يكون رأيه غير متفائل نحو عملة معينة لذا فإنه سيدخل بائعاً 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): $1 \text{ £} = 2.3$ تكون الشركة الأمريكية مدينة بما يعادل \$2.300 فإذا ارتفع السعر الحاضر بعد 3 شهور إلى \$2.40 للجنيه الأسترليني فإن الشركة سيتعين عليها دفع ما يعادل \$2.400 أي بزيادة \$100، لكن إذا كان السعر المقدم للشهور الثلاثة هو \$2.31 فإن الولايات المتحدة الأمريكية يمكنها أن تشتري £1000 بـ \$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.

1- 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.

إن هذه العمليات تستهدف تحقيق الأرباح من خلال فروق أسعار صرف عمله معينة في سوق أو أكثر في وقت معين، وهذه العمليات تحدث بشكل مستمر طالما كانت هناك فروق في سعر صرفها بين الأسواق، وبتكرار طلب الموازين (المراجحين) عن العملة المنخفضة السعر يرتفع سعرها في سوق معينة، وينخفض في السوق ذات السعر المرتفع نتيجة لتزايد عرض هذه العملة وتسمى هذه العملية **بالموازنة المزدوجة**، وهناك نوعان من التحكيم في سوق الصرف العاجلة هما:

أ- **التحكيم الثنائي (الجغرافي):** ويساعد على أن تكون التسعيرة متقاربة ومتشابهة في مختلف الأسواق خلال نفس الفترة الزمنية ولنفس العملات.

ب- **التحكيم المتعدد (المثلثي):**

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

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

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

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

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

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:

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

$$\text{\$}14364 = 10.000.000 - 10014364$$

ويكون ربح الصيرفي: $\text{\$}14364$ 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 النسبي 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 الاربتراج، فلا بد أن تكون فروقات أسعار الفوائد الناتجة

عن عملية الارتيراج أكبر من كلفة تغطية شراء الأموال تسليماً أجلاً بالإضافة الى كلفة تنفيذ تحاويل انتقال الأموال

مثال: إذا كان سعر صرف الجنيه الأسترليني مقابل الدولار الأمريكي، الشراء: 1.9200 والبيع: 1.9250 دولاراً

أمريكياً لكل جنيه أسترليني، وإذا كانت أسعار الفائدة على الجنيه الأسترليني لسنة: الإيداع: 7% الإقراض: 4%.

وعلى الدولار الأمريكي: الإيداع 1% والإقراض: 4%، وإذا كان سعر صرف الجنيه الأسترليني لأجل لسنة خصم

مقداره 50-60 نقطة. فان المستثمر يلجأ الى عملية اربتراج الفوائد، وذلك باقتراض الدولار الأمريكي بفائدة 4%

والاستثمار بالجنيه الأسترليني بفائدة 7% لمدة سنة، وستكون خطوات القيام بذلك كما يلي:

- أسعار الصرف للسنة:

		بسعر بيع الجنيه وشراء الدولار الأجل:	
+6387	-3337	1.9140×3337	
+2387	صفر	فيكون ربح عملية الارتيراج	