

تغطية خطر الصرف باستخدام مبادلات العملة:

تعريف مبادلات العملة: تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة إلا ان تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينها فترة زمنية معينة (شهر، 2، 3، 6 أشهر، سنة)، كأن يبرم عقد بيع مبلغ مليون جنيه إسترليني مقابل 2 مليون دولار أي بسعر 2 دولار للجنيه بيعا فوريا، وفي نفس الوقت يبرم عقد شراء مبلغ مليون إسترليني يسلم خلال ثلاثة شهور مقابل الدولار بسعر 2.10 دولار للجنيه.

بمعنى تتم مبادلة إسترليني مقابل دولار بتحرير عقدي بيع وشراء، ففي العقد الأول تم بيع الإسترليني، وفي العقد الثاني (في نفس تاريخ العقد الأول) أعيد شراء المبلغ بالإسترليني ولكن التسليم تم تحديده بعد ثلاثة أشهر، ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة (Swap rate)، إذن سعر المبادلة ليس سعر الصرف، إنما هو الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة، ويبلغ في المثال: $2.10 - 2 = 0.10$ وهي قيمة العلاوة التي احتسبت للإسترليني وهذا الفرق يعبر عنه بالنقطة فنقول سعر المبادلة 1000 نقطة.

ولفهم أكثر هذا التبادل نفرض أن سعر الصرف الآني للدولار مقابل الدينار الجزائري هو: $78/70$ بينما كانت أسعار الفائدة المصرفية على كل من الدينار الجزائري والدولار لمدة ستة أشهر على النحو التالي:

الإيداع:	الدينار الجزائري	الدولار
%8.5		%5
الإقتراض	%10	%6

لنقم بحساب الهامش التبادلي وهو:

الهامش التبادلي = السعر الفوري X فرق الفائدة/100 X المدة/360.

الهامش التبادلي شراء = $70 \times (8.5 - 6) \times 100 / (360 / 180) = 0.5 \times 1.75 = 0.875$ دج.

إذن: السعر الآجل/ شراء = $70 + 0.875 = 70.875$ دج/دولار

الهامش التبادلي بيع = $78 \times (10 - 5) \times 100 / (360 / 180) = 0.5 \times 3.9 = 1.95$ دج.

إذن: السعر الآجل/ بيع = $78 + 1.95 = 79.95$ دج/دولار.

ومدلول الأسعار الآجلة المشار إليها في عقد المبادلة بأن بإمكان البنك (معطي السعر) أن يشتري الدولار من العميل بتاريخ التعاقد بالسعر الفوري قدره: 70 دج/دولار، كما أن بإمكانه في نفس الوقت أن يعيد للعميل تسليم الدولار بعد 6 أشهر بسعر البيع الآجل وقدره: 79,95 دج/دولار.

كما أن بإمكان أي بنك أن يبيع الدولار للعميل بتاريخ التعاقد بالسعر الفوري ب 78 دج/دولار وفي الوقت نفسه يمكنه أن يعيد شراءه من العميل وتسلم بعد 6 أشهر بسعر آجل قدره: 70,875 دج/دولار.

هناك العديد من مزايا التعامل بعقود مبادلة العملة ومن أهمها:

- تستعمل من قبل السلطات النقدية والمالية لتغذية الجهاز المصرفي بالسيولة المحلية المؤقتة، وتقوم البنوك المركزية بتوفير السيولة عن طريق شراء عملة أجنبية/ بيع عملة محلية آنيا وبيع عملة أجنبية/ شراء عملة آجلا في نفس الوقت.
- تستخدم عمليات المبادلة لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل (Foward against foward), كأن يباع الإسترليني مقابل الدولار تسليم آجل لمدة ثلاثة شهور, ثم شراء إسترليني مقابل دولار تسليم شهر واحد, وذلك لتوقع تغير مقدار العلاوة أو الخصم (الذي يعكس فروق أسعار الفائدة على العملتين) لصالح المتعامل.
- إذا لم يكن في الإمكان اقتراض أو إقراض عملة ما خلال فترة محددة بسبب عدم تواجد المقرض أو المقترض الذين تتفق ظروف ككل منهما مع الآخر من حيث قيمة القرض المطلوب أو مدة القرض ذاته, فإنه يمكن شراء هذه العملة في تاريخ فوري ثم يبيعهها في تاريخ آجل بحيث تكون المدة الفاصلة بين التاريخين تتفق مع مدة القرض المطلوب, ويتم هذا من خلال عمليات المبادلة.
- إذا خرج رأس المال بعملة ما للاستثمار في الخارج بعملة أجنبية أخرى (لارتفاع أسعار الفائدة على هذه الأخيرة مثلا) فإن عملية المبادلة تجنب المستثمر مخاطر تغير سعر الصرف عند إعادة تحويل رأس المال المستثمر إلى العملة الوطنية.
- تستخدم البنوك المركزية عمليات المبادلة لتثبيت أسعار صرف عملاتها عندما تتعرض لضغوط عليها بسبب المضاربة, إذ يشتري البنك عملة أجنبية مقابل بيع عملة محلية بيعا فوريا ثم يبيع عملة أجنبية مقابل شراء عملة محلية آجلا في نفس الوقت أو العكس, وذلك للتخفيف من الضغوط الواقعة على عملته, وتلجأ البنوك المركزية أيضا للمبادلة من أجل توفير السيولة في الاقتصاد الوطني أو للتخلص من السيولة الفائضة إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك.

2_ مبدأ التغطية باستخدام عقد مبادلة العملة:

ان التغطية بمبادلات العملة هي اكثر التقنيات استخداما من طرف المؤسسات و يمكن ان تعقد المبادلة بين مؤسسين (مصدر و مستورد مثلا) لهما حاجات متماثلة لكن في الواقع هذه العمليات تتم بين البنك و العميل.

بإمكان المؤسسات استخدام عقود المبادلات للمشتري والبائع بهدف التغطية ضد خطر الصرف، عموما تنفيذ هذه التغطية يتم من خلال وساطة بنكية، يسمح سوق عقود مبادلات العملة بتغطية نوعين من المخاطر:

أ_ من أجل التغطية ضد خطر صرف مرتبط بانخفاض ممكن للعملة الأجنبية، المصدر عليه أن يبرم مع بنكه عقد مبادلة بيع آجلة للعملة الصعبة المبلغ المبادل يتوافق مع مبلغ مطالبه

ب_ من اجل التغطية ضد خطر الصرف مرتبط بارتفاع ممكن لسعر صرف العملة الأجنبية، على المستورد أن يبرم عقد مبادلة مع بنكه لشراء آجل للعملة الصعبة، مبلغ العملة الصعبة المتبادل يعتمد على حجم الديون.

3_ مثال عن التغطية باستخدام مبادلة العملة :

أ- حالة المصدر :

لدى المصدر حقوق مبلغها X وحدة بالعملة الصعبة A تستحق بعد n أشهر، يرغب في التغطية ضد خطر الصرف ، لهذا فقد أبرم مع بنكه عقد مبادلة بيع آجل للعملة لصعبة A، يتكون هذا العقد من شراء فوري و بيع آجل لقيمة ثابتة من العملة A مقابل قيمة متغيرة من العملة الوطنية B، على مستوى الخزينة هذه العملية تعادل الاقتراض بالعملة الصعبة A والتوظيف بالعملة الوطنية B للأجل المتفق عليه.

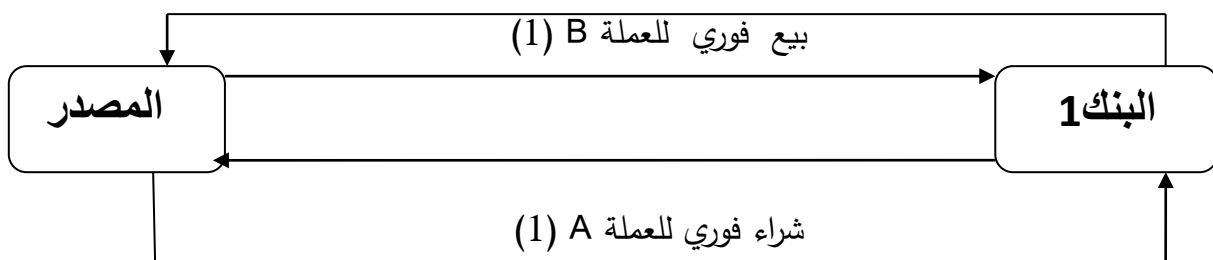
يقدم البنك عملية التسعير في صفة نقاط المبادلة POINT DE SWAP التي ترتبط بفارق معدلات الفائدة بين العملتين، يتم تحقيق العملية الفورية بالأسعار الفورية للشراء في السوق، أما العملية الآجلة فيتم تحقيقها بالأسعار الفورية بإضافة أو إنقاص نقاط المبادلة الخاصة بالشراء.

إذا كانت العملة الأجنبية A في علاوة آجلة فان عملية المبادلة تولد دخلا للمصدر، أما إذا كانت العملة الأجنبية A في خصم فانها ستولد تكلفة للمصدر .

مثال : إذا كان هناك مصدر يريد التغطية من خطر الصرف لذلك يبرم مع بنكه (البنك 1) عقد مبادلة بيع آجل ، للاستجابة لمتطلبات زبونة يقوم البنك (1) بإبرام عقد مبادلة مع البنك (2)، ويعتمد اتجاه المبادلة بين البنك (1) والبنك (2) على احتياجات الزبون المصدر.

بما أن المصدر يقوم بعملية بيع آجل للعملة الأجنبية A في مقابل العملة المحلية B، فان البنك (1) يعقد عملية مبادلة مع البنك (2) بحيث يبيع آجلا العملة A و يوفر العملة B لزبونة .

شراء آجل للعملة B (2)



بيع آجل للعملة A (2)

في تاريخ عقد الصفقة تسلم البنك (1) مبلغ X من العملة الأجنبية A من البنك (2)، والتي يقوم ببيعها في سوق الصرف الفوري بسعر المشتري و يقدم القيمة المقابلة بالعملة المحلية B الى البنك (2) $(S_{A/B}^A)$ ، في تاريخ الاستحقاق يسلم البنك (1) مبلغ (X) من العملة الأجنبية A الذي استلمه من زبونة المصدر للبنك (2)، في نفس الوقت يستلم من البنك (2) القيمة المقابلة لهذا المبلغ بالسعر المتفق عليه أثناء عقد الصفقة $(S_{A/B}^A + PS^A)$ بالعملة المحلية و الذي يسلمه للمصدر.

إن نتيجة عملية المبادلة بالنسبة المئوية تمثل الفرق بين معدل الفائدة على افتراض العملة المحلية r_B^e و معدل

الفائدة على توظيف العملة الأجنبية r_A^P ، إذا كان الفرق موجب يتولد عن عملية المبادلة دخل للمصدر، و في هذه الحالة تكون العملة A في علاوة آجلة بالنسبة للعملة B ، في حين عقد المبادلة يولد تكلفة في حالة خصم لأجل للعملة الصعبة A ، من وجهة نظر المصدر فإن التدفقات المتولدة هي التالية:

	التدفقات بالعملة الصعبة (A)	التدفقات ب (B)
حيث: $S_{A/B}^A$ سعر الصرف الفوري، و PS^A نقاط المبادلة الخاصة بالشراء		
	$+ X$	$- X \cdot S_{A/B}^A$
من التاريخ 0: -بيع فوري للعملة A مقابل العملة B -مبادلة مع البنك [الجزء الفوري] شراء A مقابل B		
في تاريخ الاستحقاق: مبادلة مع البنك [الجزء الآجل] يبيع A مقابل B تحصيل الحقوق بالعملة الصعبة	$- X$ $+ X$	$+ X \cdot (S_{A/B}^A + PS^A)$

المبادلة بالنسبة المئوية تمثل الفرق بين: $(r_B^e - r_A^P)$

r_A^P : معدل الفائدة على اقراض (توظيف/إيداع) العملة الأجنبية A

r_B^e : معدل الفائدة عن اقتراض العملة الوطنية B .

*إذا كان الفرق موجب يتولد عن عملية المبادلة دخل للمصدر، وهذا في حالة كون العملة A في علاوة آجلة بالنسبة للعملة الوطنية B

- في تاريخ عقد الصفقة يستلم البنك (1) مبلغ X من العملة الأجنبية A من البنك (2) التي يقوم ببيعها في سوق الصرف الفوري بسعر المشتري و يقدم القيمة المقابلة $(S_{A/B}^A)$ بالعملة المحلية للبنك (1).

-في تاريخ الاستحقاق سلم البنك (1) مبلغ (x) من العملة الأجنبية A حيث استلم هذا المبلغ من المصدر، وفي نفس الوقت يستلم من البنك (2) القيمة المقابلة لهذا المبلغ بالسعر المتفق عليه أثناء عقد الصفقة $(S_{A/B}^A)$ بالعملة المحلية والذي يسلمه للمصدر.

في حالة المستورد:

المستورد الذي لديه دين يقدر ب X وحدة العملة من الأجنبية A لأجل n شهرا يريد التغطية ضد خطر الصرف، فيبرم عقد مبادلة شراء آجلة للعملة الأجنبية A، ويمكن تحليل هذه العملية إلى بيع فوري و شراء آجل لكمية ثابتة من العملة الأجنبية A في مقابل كمية متغيرة من العملة المحلية B، على مستوى الخزينة هذه العملية تكافؤ توظيف العملة الأجنبية A و افتراض العملة الوطنية B لأجل الاستحقاق المذكور.

مثال: إذا كان هناك مستورد معرض إلى خطر الصرف فانه يبرم مع بنكه (البنك 1) عقد مبادلة شراء آجلة للعملة الأجنبية A، ويمكن تحليل هذه العملية إلى [بيع فوري و شراء آجل لكمية ثابتة من العملة الأجنبية A في مقابل كمية متغيرة من العملة المحلية]، للاستجابة لمتطلبات عملية المستورد و تغطية خطر الصرف الخاص به، يقوم هذا البنك (1) بعقد عملية مبادلة شراء آجلة مع البنك (2).

في تاريخ عقد الصفقة يشتري لبنك (1) مبلغ X من العملة الأجنبية A من سوق الصرف الفوري بسعر البائع $S_{A/B}^V$ ويتم استلام المبلغ المدفوع بالعملة المحلية $S_{A/B}^V$. X من طرف البنك (2) على أساس عملية (SWAP) في مقابل ذلك يقدم البنك (1) مبلغ X من العملة الأجنبية A.

في أجل الاستحقاق يعرض البنك (2) مبلغ X من العملة الأجنبية للبنك (1) و يستلم مبلغ $(S_{A/B}^V - PS^V)X$ من طرف البنك (1) حتى يستلمه هذا الأخير من طرف المستورد في مقابل X من العملة الأجنبية المسلمة.

إذا كانت العملة A في علاوة آجلة تولد عملية سواب تكلفة للمستورد، أما إذا كانت العملة الأجنبية A في خصم آجل فإنها تولد دخلا للمستورد.

نتيجة عملية المبادلة مقاسة بالنسبة المئوية تمثل الفرق بين معدل الفائدة على الإقراض للعملة المحلية B ومعدل الفائدة على افتراض العملة الأجنبية A، إذا كان الفرق موجب تكون العملة الأجنبية A في علاوة آجلة بالنسبة للعملة B، و تولد عملية المبادلة تكلفة للمستورد إذا كان الفرق سالب تولد عملية المبادلة دخلا للمستورد.

مثال (التمرين الثالث): شرعت شركة فرنسية في بناء مركب رياضي في الصين في التاريخ (0) والذي سيسلم في السنة المقبلة في التاريخ(1)، أين ستحصل على مبلغ الصفقة المقدر ب: 15,000 مليون ين JPY ، على الشركة أن تستثمر في التاريخ(0) مبلغا مقداره: 10000 مليون ين في المشروع، مع العلم أن سعر الصرف الفوري هو: 0.90 EUR لكل 100 JPY ، فالأمر يتعلق باستثمار مبلغ حالي مقداره: 90 مليون أورو.

يثير الظرف الاقتصادي الحالي في اليابان مخاوف من انخفاض سعر صرف الين في السنة المقبلة، وبأخذ هذه المخاوف بعين الاعتبار فإن الشركة الفرنسية ستواجه الحالتين التاليتين:

-الحالة A: 100 JPY=0.75 EUR - الحالة B: 100 JPY=0.60 EUR.

المطلوب:

1- لتمويل المشروع وافق البنك على إقراض الشركة بمبلغ: 90 مليون يورو بمعدل فائدة 15 % سنويا.

-أحسب التكلفة الكلية للاقتراض والخسارة المحتملة بالنسبة لكل حالة؟

2- من أجل مواجهة خطر انخفاض سعر صرف الين الياباني تفاوضت الشركة الفرنسية مع بنك ياباني من أجل إبرام عقد مبادلة مبلغ 10000 مليون ين ياباني بمعدل فائدة 5 % للأورو مقابل 20 % للين الياباني، تتم على أساس سعر الصرف الفوري: 0.90 EUR لكل 100 JPY،

-اشرح سير التدفقات النقدية، وحدد مقدار الربح المحقق لطرفي العقد؟

الحل:

1- تكلفة انجاز المشروع: 90 مليون يورو.

- تكلفة الاقتراض:

$$103.5 = (0.15 + 1) \times (90.000.000) \text{ مليون يورو.}$$

الحالة A: الخسارة المحتملة بالنسبة للمشروع هي:

$$1,125,000,000 = \frac{15,000,000,000 \times 0.75}{100}, \text{ 125 مليون يورو}$$

112,5 مليون يورو - 103,5 مليون يورو = 9 مليون يورو

الشركة استطاعت تحقيق ربح مقداره: 9 مليون يورو

الحالة B:

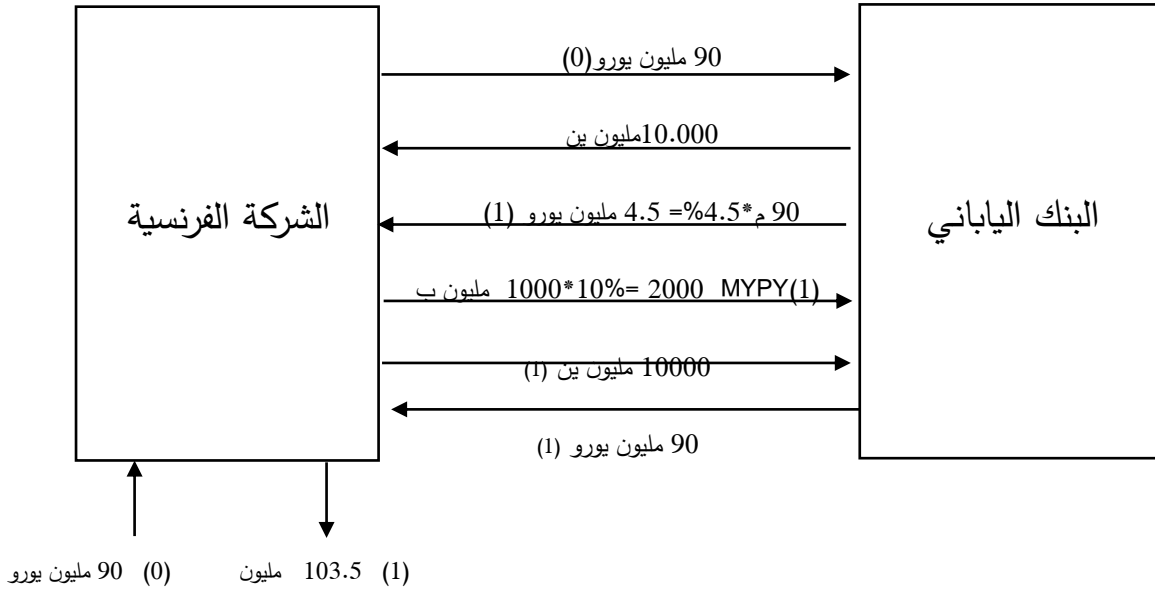
$$90,000,000 \text{ يورو مليون} = \frac{0.60 \times 15,000,000,000}{100}$$

الشركة حققت خسارة مقدارها: 90 مليون - 103.5 مليون يورو

-- 13.5 مليون يورو

2- لتجنب الخسارة ومواجهة خطر الصرف أبرمت الشركة عقد مبادلة مع بنك ياباني مبلغ مقداره 10.000 مليون ين مقابل 90 مليون يورو بمعدل صرف 0.90 EUR لكل 100 JPY بمعدل فائدة 5% على الأورو مقابل 20 % على الين ويمكن تمثيل العملية الكلية (الاقتراض +سواب) كما يلي:

-2



وفي النهاية يمكن تلخيص التدفقات النقدية المتعلقة بالقرض وعملية سوابب بالنسبة للشركة الفرنسية من خلال الجدول التالي:

التاريخ	0	1
القرض	90 مليون يورو	-103.5 مليون يورو
مبادلة المبالغ	90 مليون - يورو	90 مليون يورو + -10000 مليون ين
مبادلة الفوائد	0	4.5 مليون يورو -2000 مليون ين
التدفقات المرتبطة بالمشروع	10000 - مليون ين	15000 + مليون ين
التدفقات الصافية	0	3000 + مليون ين -9 مليون يورو

النتيجة الصافية للعملية هي 300 مليون ين - 9 مليون يورو وهي تعتمد على سعر الصرف في التاريخ 1. الحالة

$$\underline{100 \text{ JPY}=0.75 \text{ EUR:A}}$$

الشركة تبيع:

$$13.5 \text{ مليون يورو} = 13,500,000 = 9,000,000 - \left(\frac{0.75 * 3,000,000,000}{100} \right)$$

$$\underline{\text{الحالة B: } 100 \text{ JPY}=\text{EUR}0.60}$$

الشركة تبيع:

$$9 \text{ مليون يورو} = 9,000,000 - \left(\frac{0.60 * 3,000,000,000}{100} \right)$$

ويمكننا تلخيص النتيجة الصافية بالنسبة للشركة الفرنسية كما يلي:

التدفق النقدي	الحالة A: JPY=0.75 EUR	الحالة B: JPY=EUR0.60
	100	100
الاقتراض + المشروع	9+ مليون يورو	-13.5 مليون يورو
الاقتراض + المشروع + المبادلة	13.5+ مليون يورو	9+ مليون يورو

وبالتالي فان استخدام الشركة لعقد المبادلة يحميها من خطر الصرف، وهذا يجعل المشروع يحقق عائدا حتى في حالة انخفاض قيمة الين.