

الباب الأول

THE FOREIGN EXCHANGE

الصرف الأجنبي

الفصل الأول

سوق الصرف الأجنبي

١.١. تعريف سعر الصرف :

تناولنا فى الفصل السابع من الكتاب الأول ميزان المدفوعات من حيث تعريفه، مكوناته، ومعايير قياس العجز أو الفائض فيه، ثم توصلنا من خلال هذا التحليل إلى ضرورة ربط مفاهيم التوازن الإقتصادى لميزان المدفوعات بمفاهيم قوى السوق فى سوق الصرف الأجنبي ممثلة فى قوى الطلب على الصرف الأجنبي، وقوى العرض منه. فميزان المدفوعات يتوازن إقتصاديا حينما يتحقق التوازن فى سوق الصرف الأجنبي، أى حينما يتكافأ الطلب المستقل على الصرف الأجنبي مع العرض المستقل الصرف الأجنبي. ولقد أطلقنا على هذا الشرط إسم التوازن السوقى لميزان المدفوعات. وتتطلب الخطوة التالية تحليل سوق الصرف الأجنبي وخصائصه وكيفية تحقيق التوازن فيه. من هنا يقتضى الأمر البدء بتعريف سوق الصرف الأجنبي وأنواعه المختلفة.

فإذا بدأنا هذا التحليل بتعريف سعر الصرف، فإنه يمكن النظر إلى سعر الصرف من أحد زاويتين : فمن زاوية أولى يمكن النظر إلى سعر الصرف على أنه عبارة عن عدد الوحدات من العملة الوطنية (الجنيه المصرى) التى

تدفع ثمنا لوحدة واحدة من العملة الأجنبية. ومن زاوية ثانية يمكن النظر إلى سعر الصرف بإعتباره عدد وحدات العملة الأجنبية التي تدفع ثمنا لوحدة واحدة من العملة الوطنية. فإذا رمزنا لسعر الصرف بالرمز (ف) - وهو ما يطلق عليه أيضا سعر الدولار الأمريكي طبقا لمثالنا - وإلى سعر العملة الوطنية - الجنيه المصرى طبقا لمثالنا - بالرمز (ف١) فإنه يمكن القول إن سعر الصرف يأخذ المعنيين التاليين :

● المعنى الأول : يمكن تعريف سعر الصرف بدلالة سعر الدولار (ف) - أى بدلالة العملة الأجنبية - على أنه عبارة عن عدد وحدات الجنيه المصرى التي تتبادل مع وحدة واحدة من الدولار الأمريكى. فإذا افترضنا أن دولارا أمريكيا يعادل ٣٠٠ قرش مصرى، فإنه يقال فى هذه الحالة إن سعر صرف الدولار الأمريكى بدلالة الجنيه المصرى هو :

$$١ \text{ دولار أمريكي} = ٣ \text{ جنيهات مصرية.}$$

● المعنى الثانى : يمكن تعريف سعر الصرف بدلالة العملة الوطنية، أى بدلالة الجنيه المصرى. وفى هذه الحالة يقال إن سعر الصرف (ف١) عبارة عن عدد وحدات العملة الأجنبية (عدد وحدات الدولار الأمريكى) التي تتبادل مع وحدة واحدة من العملة الوطنية. وهنا يتحدد سعر الصرف طبقا للمعادلة التالية :

$$\frac{١}{ف} = ١$$

أى أن سعر العملة الوطنية يعادل القيمة التبادلية أو العكسية لسعر العملة الوطنية، وهو فى مثالنا الحسابى ١ جنيه مصرى = $\frac{١}{٣}$ دولار أمريكى .

ومنعا للخلط وعدم حدوث أى لبس نتيجة لوجود معنيين لسعر الصرف، فإنه يمكن القول كقاعدة عامة أن المقصود بسعر الصرف هو المعنى الأول (ف) - أى سعر الدولار الأمريكى كما هو متبع فى هذا الكتاب - . أما إذا كان المقصود بسعر الصرف هو المعنى الثانى فإنه سوف ينص صراحة على ذلك (١).

(١) يستثنى من ذلك المملكة المتحدة حيث جرى العرف على استخدام عبارة سعر الصرف للتعبير عن عدد وحدات العملة الأجنبية الممكن الحصول عليها مقابل وحدة واحدة من العملة الوطنية ، أى مقابل جنيه إسترليني واحد. معنى ذلك أن إنجلترا تلخّذ بالمعنى الثانى لسعر الصرف.

ومن الملاحظ أن سعر الصرف إنما يتحدد فيما يعرف بسوق الصرف الأجنبي، وهو السوق الذى يتم فيه التلاقى بين عرض الصرف الاجنبى طلبا للعملة الوطنية، والطلب على الصرف الأجنبي عرضا للعملات الوطنية .

وفيما يلى نقدم تحليلا لسوق الصرف الأجنبي من حيث خصائصه التى تميزه عن غيره من الأسواق، والعوامل التى تحكم كلا من الطلب على الصرف الأجنبي وعرض الصرف الأجنبي ، ثم أنواع سوق الصرف الأجنبي والمعاملات التى تتم فى كل منها.

٢.١ . تعريف وخصائص سوق الصرف الأجنبي:

١.٢.١ تعريف سوق الصرف الأجنبي :

فى مقابل ما يقوم به المقيمون من تصدير السلع وإستيراد رءوس الأموال ينساب الصرف الأجنبي إلى الداخلى (عرض الصرف الأجنبي) حيث يستخدمونه فى الحصول على السلع والخدمات التى يرغبون فيها من الخارج (الطلب على الصرف الأجنبي). هذا التلاقى بين الطلب على الصرف الأجنبي وعرض الصرف الأجنبي هو ما يعرف إصطلاحا بإسم سوق الصرف الأجنبي Foreign Exchange Market .

فسوق الصرف الأجنبي - إذن - هو الوسيلة التى يتم بواسطتها شراء وبيع العملات الأجنبية المختلفة، بمعنى تسهيل إستبدال العملة الوطنية بالعملات الأجنبية . وفى سوق الصرف الأجنبي - شأنه فى ذلك شأن أى سوق آخر - يتكون سعر الصرف بين العملات المتبادلة فيه - وهى العملات الأجنبية - ، حيث أطلقنا عليه من قبل إسم "سعر الصرف" Exchange Rate (١) .

(١) راجع فى هذا الخصوص :

- العشرى حسين درويش ، التجارة الخارجية، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٧٨ ، ص . ٨٧ .

٢.٢.١ . خصائص سوق الصرف الأجنبي :

وكما هو معروف من المبادئ العامة لعلم الإقتصاد فإنه يتم تصنيف أسواق السلع والخدمات وعناصر الإنتاج إلى سوق كاملة تسودها المنافسة الكاملة ، وأسواق غير كاملة تسودها الصور الاحتكارية وصور المنافسة الاحتكارية. وفي حالة الأسواق الكاملة فإن السلع المتبادلة تكون متجانسة تجانسا تاما، أى تختفى ظاهرة تنوع المنتجات ، فلا يمكن التمييز بين نوع من المنتج وآخر لأسباب شخصية أو معنوية أو جغرافية. ونتيجة لذلك فإنه يسود سعر واحد للسلعة فى جميع أرجاء السوق. أما فى حالة الأسواق الناقصة فإن السلع المتبادلة بداخلها تكون غير متجانسة ، كما أن الأسعار تبعا لذلك تكون متفاوتة بين أرجاء السوق الواحد. (١).

وفى ضوء هذه التفرقة يمكن القول إن أسواق الصرف الأجنبي تدخل ضمن طائفة الأسواق الكاملة التى تسودها خصائص المنافسة الكاملة. فالنقود - وهى السلعة المتبادلة - تتجانس تجانسا تاما بين جميع وحداتها، فضلا عن أن أسعارها تتماثل بين أرجاء سوق الصرف الواحد. ويمكن تفسير هذه النتيجة فى ضوء الأسباب التالية :

* تجانس العملة الأجنبية (الدولار الأمريكى مثلا) بطريقة لا يمكن على أساسها التفرقة بين دولار أمريكى وآخر لأسباب شخصية أو موضوعية. فجميع الوحدات النقدية لها نفس قوة الإبراء القانونية، كما إنها تتماثل فى الوزن فى حالة النقود المعدنية ، ولها نفس الخصائص فى حالة النقود الورقية .

* تتكفل عمليات التحكيم أو المراجعة Arbitage بالقضاء على ظاهرة إختلاف أسعار العملات بين أسواق الصرف الأجنبي مهما كان بعدها الجغرافى عن طريق زيادة الطلب على العملة الأجنبية فى سوق الصرف الذى

(١) - راجع أيضا.

- سعيد النجار، التجارة الدولية، دار النهضة العربية، ١٩٦٤، ص: ٢٠٧.
- K.Rose, Theorie der Ausnirtschaft, 5 Auflage, Verlag Vahlen, München, 1974, p. 44.

يشهد إنخفاضاً في سعرها ، وزيادة عرض العملة الأجنبية في سوق الصرف الذي يسجل إرتفاعاً في سعرها ، فيرفع سعر الصرف في السوق الأول ويخفضه في السوق الثاني إلى أن يتحقق التوازن في أسعار الصرف بين الأسواق المختلفة^(١) .

وفي تحليلنا لأسواق الصرف الأجنبي نعتد على عدد من الفروض الإيضاحية يمكن بيانها فيما يلي :

■ وجود دولتين فقط تمثل الأولى الإقتصاد الوطنى ، والثانية الإقتصاد العالمى.

■ توجد عملتان فقط هما العملة الوطنية (الجنه المصرى) ، والعملة الأجنبية (الدولار الأمريكى).

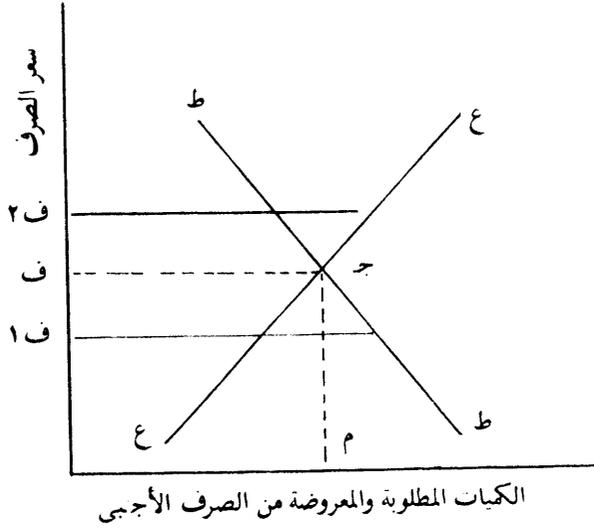
وكما سبقت الإشارة في أكثر من موقع من الكتاب الأول فإن النتائج التى نتوصل إليها من تحليلنا لسوق الصرف الأجنبي في إطار هذه الفروض الإيضاحية البسيطة يمكن تعميمها على أكثر من دولة، وعلى أكثر من عملة أجنبية. فهذه الفروض الإيضاحية يقصد من درائها فقط الإيضاح وسهولة التحليل ويوضح لنا الشكل التالى رقم (١) التحليل البيانى لسوق الصرف الأجنبي :

(١) - يمكن تعريف عمليات التحكم أو المراجعة بأنها تلك العمليات التى تهدف إلى تحقيق ربح للإستفادة من الفارق السعرى في سعر الصرف لعملة معينة بين سوقين أو أكثر في وقت واحد عن طريق شراء العملة في السوق المنخفضة السعر وبيعها في السوق المرتفعة السعر.

راجع في هذا الخصوص:

- وجيه شندى ، المدفوعات الدولية وأزمة النقد العالمية ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٧٥ ، ص : ١٤

الشكل البياني رقم (١) سوق الصرف الأجنبي



وفى إطار هذا الشكل البياني يتم توضيح العلاقات المختلفة داخل سوق الصرف الأجنبي (الدولار الأمريكى) من خلال إستعراضنا لدوال الطلب على الصرف الأجنبي والعرض منه. ففي هذا الرسم البياني نقيس الكميات المطلوبة والمعرضة من الصرف الأجنبي على المحور الأفقى، وسعر الصرف (سعر الدولار) على المحور الرأسى. كذلك يرمز المنحنى ط ط إلى جدول الطلب

(١) - راجع فى هذا الخصوص :

- جودة عبد الخالق ، مدخل إلى الاقتصاد الدولى ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ١٩٧٨ ، ص ١٠٩ .

على الصرف الأجنبي ، والمنحنى ع ع إلى جدول عرض الصرف الأجنبي. كذلك يفترض أن هذين المنحنيين يأخذان الشكل الطبيعي لهما. بمعنى أن جدولى الطلب على الصرف الأجنبي وعرضه يخضعان لأحكام القواعد العامة الخاصة بالعرض والطلب ، فيميل جدول الطلب إلى التغيير فى إتجاه عكسى مع السعر، على حين يميل جدول العرض إلى التغيير فى إتجاه طردى معه. وبعبارة أخرى تتزايد الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي بإرتفاع السعر، وتنخفض بإنخفاضه، ويتحدد سعر الصرف عند المستوى الذى تتوازن عنده الكميات المطلوبة مع الكميات المعروضة شأنه فى ذلك شأن باقى الأسعار. وفى الشكل البيانى رقم (١) يتحقق التوازن عند النقطة ج..

ونقدم فيما يلى تحليلا لكل من الطلب على الصرف الأجنبي، وعرض الصرف الأجنبي :

٢.١ . قوس سوق الصرف الأجنبي :

١.٣.١ . قوس الطلب على الصرف الأجنبي :

يمثل جدول الطلب على الصرف الأجنبي كل العوامل التى ينتج عنها طلب على الدولار الأمريكى. بعبارة أخرى ، فإن الطلب على الصرف الأجنبي ينشأ من جميع العمليات الواردة فى الجانب المدين من ميزان المدفوعات. ومن هنا يمكن حصر مصادر الطلب الكلى على الصرف الأجنبي على الوجه التالى :

- * واردات السلع أو الواردات المنظورة.
- * واردات الخدمات أو الواردات غير المنظورة.
- * التحويلات من جانب واحد للخارج .
- * صادرات رء وس الأموال قصيرة وطويلة الأجل.
- * واردات الذهب للأغراض النقدية.

وتمشيا مع التفرقة التى إتبعناها فى الفصل الثالث عشر من الكتاب الأول بين المعاملات الإقتصادية المستقلة أو الذاتية وبين المعاملات الإقتصادية التابعة أو التعويضية، فإنه يمكن القول إن منحنى الطلب ط ط المبين فى

الشكل البياني رقم (١) يمثل جدول الطلب المستقل على الصرف الأجنبي. ويعنى ذلك أيضا ضرورة التفرقة بين الطلب الكلى والطلب المستقل على الصرف الأجنبي. فبينما تشير البنود السابقة إلى الطلب الكلى على الصرف الأجنبي، نجد أن الواردات المنظورة وغير المنظورة والتحويلات للخارج من جانب واحد وجانب من صادرات رء وس الأموال التى تتحرك لتباين أسعار الفائدة وتحقيق الربح تشكل مصادر الطلب المستقل على الصرف الأجنبي.

ويتوقف الطلب المستقل على الصرف الأجنبي (عرض العملة الوطنية المستقل) على مجموعتين من العوامل : المجموعة الأولى وتمثل سعر الصرف الأجنبي ، فى حين أن المجموعة الثانية تمثل ظروف الطلب المستقل على الصرف الأجنبي^(١).

فإذا تناولنا المجموعة الأولى فإنه يمكن القول بأن - طبقا للقواعد المتعارف عليها فى علم الإقتصاد - الطلب المستقل على الصرف الأجنبي يعتبر متغيرا تابعا لسعر الصرف الأجنبي الذى يعتبر هو المتغير المستقل. وعليه فإنه يمكن القول بوجود علاقة عكسية بين سعر الصرف والكمية المطلوبة من الصرف الأجنبي . فالعملات الأجنبية لا تطلب لذاتها ولكن لشراء السلع والخدمات الأجنبية. فلو افترضنا أن هناك دولتين هما مصر والمملكة العربية السعودية ، ففي هذه الحالة نجد أن طلب المصريين يتجه إلى الريال السعودى لشراء السلع والخدمات السعودية .

غير أن الطلب المستقل على الصرف الأجنبي (الدولار الأمريكى أو الريال السعودى) لا يتوقف فقط على سعر الصرف الأجنبي، وإنما يتوقف أيضا على ما يطلق عليه إسم عوامل أو ظروف الطلب على الصرف الأجنبي ، وهذه هى المجموعة الثانية . فإذا كان تغيير سعر الدولار الأمريكى يؤدي إلى الإنتقال من نقطة إلى أخرى على نفس منحنى الطلب ط ط على الدولار الأمريكى ، فإن تغيير ظروف الطلب يؤدي إلى إنتقال المنحنى بأكمله من وضعه الأول ليتخذ

(١) - راجع فى هذا الخصوص :

- سعيد النجار، التجارة الدولية، مرجع سبق ذكره، ص ص ٢٠٩ - ٢١٤.
- العشرى حسين درويش ، التجارة الخارجية ، مرجع سبق ذكره ، ص ص ٨٨ - ٩٢.

موضوعاً آخر. وهو ما يعنى أيضا أن جدول الطلب على الصرف الأجنبى الذى بدأنا به التحليل يبطل ويستدعى الأمر أن يحل محله جدول جديد يبين تأثير سعر الدولار على الكمية المطلوبة منه. ولنتناول الآن دراسة هذه العوامل :

* * من المتفق عليه إبتداء وجود علاقة عكسية بين مستوى أسعار السلع والخدمات فى الولايات المتحدة الأمريكية والطلب ، بمعنى أنه إذا زاد مستوى الأسعار فى الولايات المتحدة الأمريكية فإن ذلك يؤدى إلى إنتقال منحنى الطلب إلى أعلى . غير أن الأمر على خلاف ذلك فيما يتعلق بالعلاقة بين الطلب على الدولار الأمريكى ومستوى الأسعار فى مصر حيث يؤدى إلى إنتقال منحنى الطلب إلى أسفل فى حالة إنخفاض مستوى الأسعار فى مصر والعكس صحيح.

* * من بين ظروف الطلب على الدولار الأمريكى أيضا مستوى الأسعار فى البلاد البديلة عن الولايات المتحدة الأمريكية . فهناك علاقة طردية بين مستوى الأسعار فى البلاد البديلة وبين الطلب على الدولار الأمريكى. فإذا حدث إرتفاع فى مستوى أسعار السلع فى البلاد البديلة عن الولايات المتحدة الأمريكية فإن ذلك يؤدى إلى إنتقال منحنى الطلب على الدولار الأمريكى إلى أعلى. والعكس صحيح إذا إنخفض مستوى الأسعار فى البلاد البديلة عن الولايات المتحدة الأمريكية ، فإن ذلك يؤدى إلى إنتقال منحنى الطلب إلى أسفل.

* * يعتبر عدد المستهلكين المصريين فى مثالنا من بين ظروف الطلب على الدولار الأمريكى. فإذا حدث تغير فى عدد المستهلكين المصريين بأن زاد عددهم، فإن ذلك يعنى حدوث تغيير بالزيادة فى ظروف الطلب . وفى هذه الحالة يبطل جدول الطلب على الصرف الأجنبى السابق ويحل محله جدول جديد يتميز بأن الكمية المطلوبة عند كل سعر للدولار الأمريكى تزيد عما كانت عليه. والعكس صحيح إذا إنخفض عدد المستهلكين فى مصر، فإن ذلك يعنى تغير ظروف الطلب.

* * من بين ظروف الطلب الأخرى على الصرف الأجنبي أذواق المستهلكين المصريين. فإذا حدث تغير في أذواق المستهلكين المصريين بإن زاد إقبالهم على السلع والخدمات الأمريكية ، فإن ذلك يؤدي إلى إبطال جدول الطلب السابق وأن يحل محله جدول جديد يكون من شأنه إنتقال منحني الطلب بأكمله إلى أعلى. والعكس صحيح إذا إنخفض إقبال المستهلكين المصريين على السلع والخدمات الأمريكية فإن ذلك يؤدي إلى وجود جدول جديد للطلب يكون من شأنه إنتقال منحني الطلب بأكمله إلى أسفل.

* * يضاف إلى ما تقدم أن نقرر العلاقة الطردية بين دخل المستهلكين المصريين وبين الطلب على الصرف الأجنبي (الدولار الأمريكي في مثالنا). فإذا حدثت زيادة في دخل المستهلكين المصريين ، فإن ذلك يعنى تغير ظروف الطلب بالزيادة مما يؤدي إلى إنتقال منحني الطلب بأكمله إلى أعلى.

٣.١. ٢. قوهى عرض الصرف الأجنبى :

عرضنا فيما سبق لمصادر ومحددات الطلب الكلى والمستقل على الصرف الأجنبى، وعلينا الآن أن ننتقل إلى مصادر ومحددات العرض الكلى والمستقل الصرف الأجنبى. ونبدأ أولاً بذكر مصادر العرض الكلى للصرف الأجنبى (الطلب الكلى على العملة الوطنية) ، وهى كافة البنود الواردة فى الجانب الدائن من ميزان المدفوعات :

- الصادرات السلعية أو الصادرات المنظورة.
- الصادرات الخدمية أو الصادرات غير المنظورة.
- التحويلات من جانب واحد للداخل.
- واردات رء وس الأموال قصيرة الأجل وطويلة الأجل.
- صادرات الذهب للأغراض النقدية.

وتمشياً مع التفرقة التي إتبعناها في الفصل الثالث عشر من الكتاب الأول بين المعاملات الإقتصادية المستقلة أو الذاتية، وبين المعاملات الإقتصادية التابعة أو التعويضية فإنه يمكن القول إن منحى العرض ع ع الموضح بالشكل البيان رقم (١) يمثل منحى العرض المستقل، وإن مصادر عرض الصرف الأجنبي المقصودة في هذا الشكل هي المعاملات الإقتصادية المستقلة الدائنة، والتي تتكون من الصادرات المنظورة وغير المنظورة من جانب واحد إلى الداخل ، وجانب من واردات رء وس الأموال قصيرة الأجل وطويلة الأجل التي تتم نتيجة لوجود تفاوت في هيكل أسعار الفائدة بهدف تحقيق ربح. وبطريقة مشابهة يمكن أن نقرر أن عرض الصرف الأجنبي (الطلب على العملة الوطنية) يتوقف بدوره على مجموعتين من العوامل : تتعلق المجموعة الأولى بالعلاقة الطردية بين سعر الصرف الأجنبي والكمية المعروضة منه، في حين تتعلق المجموعة الثانية بعوامل أو بظروف العرض حيث يترتب على تغييرها بطلان جدول عرض الصرف الأجنبي والحاجة إلى جدول جديد له.

فإذا سلطنا النظر على المجموعة الأولى من العوامل إتضح لنا على الفور - طبقاً للقواعد العامة المتعارف عليها في علم الإقتصاد - أن العرض المستقل على الصرف الأجنبي يعتبر متغيراً تابعاً، في حين أن سعر الصرف الأجنبي يعتبر متغيراً مستقلاً. لهذا يمكن القول بوجود العلاقة الطردية بين سعر الصرف الأجنبي (الدولار الأمريكي) والكميات المعروضة منه. فإذا إرتفع سعر الدولار الأمريكي، إزدادت الكمية المعروضة منه. أما إذا إنخفض سعر الدولار الأمريكي فإن ذلك يؤدي إلى إنخفاض الكميات المعروضة من نقطة إلى أخرى على نفس المنحنى الخاص بعرض الصرف الأجنبي إعمالاً للقواعد العامة المتعارف عليها من حيث تأثير سعر السلعة على العرض .

(١) راجع.

- جودة عبد الخالق، مدخل إلى الإقتصاد الدولي. مرجع سبق ذكره، ص ١٠٩.

(٢) قارن :

- العشرى حسين درويش، التجارة الخارجية، القاهرة، ١٩٧٨، ص ٨٨ - ١٩٣.

- سعيد النجار، التجارة الدولية، مرجع سبق ذكره، ص ٢٠٩ - ٢١٤.

أما إذا إنتقلنا إلى تناول المجموعة الثانية بالدراسة والتحليل فإنه يمكن القول إنه إذا تغيرت ظروف العرض المستقل بالزيادة ، فإن النتيجة هى إنتقال منحنى عرض الصرف الأجنبى بكمله إلى يمين المنحنى الاصلى إشارة إلى أن الكمية المعروضة من الصرف الأجنبى عند كل مستوى من مستويات سعره تزيد عما كانت عليه . أما إذا حدث تغير فى ظروف العرض المستقل بالنقصان فإن النتيجة هى إنتقال منحنى الصرف الأجنبى بكمله إلى أسفل وإلى اليسار إشارة إلى أن الكمية المعروضة عند كل مستوى من مستويات سعر الصرف تصبح أقل مما كانت عليه .

ويمكن تلخيص ظروف العرض المستقل الصرف الأجنبى (الدولار الأمريكى) على الوجه التالى :

●● يؤدي تغير عدد المستهلكين الأجانب (الأمريكيين فى مثالنا) إلى تغير عرض الصرف الأجنبى، بمعنى تغير الطلب على العملة الوطنية. فإذا حدثت زيادة فى عدد المستهلكين الأمريكيين، فإن ذلك يعنى فى الوقت ذاته زيادة عرض الدولار الأمريكى إعمالاً للقاعدة العامة بوجود علاقة طردية بين عدد المستهلكين وعرض السلعة . ويترتب على ذلك بطلان جدول عرض الصرف الأجنبى الاصلى على أن يحل محله جدول جديد للعرض يتميز بأن الكمية المعروضة من الدولار الأمريكى عند كل سعر للدولار أكبر مما كانت عليه . وعلى الجانب الآخر إذا إنخفض عدد المستهلكين الأجانب أدى ذلك إلى إنخفاض الطلب على العملة الوطنية . ومن هنا يبطل جدول العرض الاصلى ويحل محله جدول جديد يتصف بأن الكمية المعروضة من الصرف الأجنبى أقل عند كل سعر للدولار الأمريكى عما كانت عليه .

●● تغير أذواق المستهلكين الأجانب بالزيادة يؤدي إلى تغير ظروف عرض الصرف الأجنبى (الطلب على العملة الوطنية) بالزيادة أيضاً، الأمر الذى يستتبع إلغاء منحنى عرض الصرف الأجنبى وحلول جدول جديد يتميز بأن الكمية المعروضة من الصرف الأجنبى، أى المطلوبة من الجنيه المصرى،

أعلى عند كل سعر للصرف عما كانت عليه. كذلك الحال إذا تغيرت أذواق المستهلكين الأجانب بالنقصان فإن ذلك يستتبع نشوء جدول جديد لعرض الصرف الأجنبي يتميز بأن الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي أقل مما كانت عليه عند كل سعر للدولار الأمريكى.

●● من ظروف عرض الصرف الأجنبي التغيرات التى يتعرض لها دخل المستهلكين الأجانب. فإذا حدثت زيادة فى دخل المستهلكين الأجانب فإن ذلك يؤدي إلى تغير ظروف عرض الصرف الأجنبي بالزيادة، وبالتالي نشوء جدول جديد لعرض الصرف الأجنبي يحل محل الجدول الأصيل يتميز بأن الكمية المعروضة من الدولار الأمريكى أعلى مما كانت عليه عند كل سعر للدولار الأمريكى. وفى المقابل إذا تناقص دخل المستهلكين الأجانب فإن النتيجة الطبيعية هى تغير ظروف عرض الصرف الأجنبي بنقصان الكمية المعروضة من الدولار الأمريكى عند كل سعر للدولار عما كانت عليه.

●● تغير مستوى الأسعار الوطنية (أى المصرية) من شأنه أن ينعكس على مستويات الطلب على العملة الوطنية (أى الجنيه المصرى)، وبالتالي عرض الصرف الأجنبي (أى الدولار الأمريكى). فإذا إرتفع مستوى الأسعار فى مصر فإن ذلك يؤدي إلى إنخفاض الطلب على الجنيه المصرى ، ونقصان عرض الدولار الأمريكى. وترجمة ذلك تغير ظروف عرض الصرف الأجنبي بالنقصان ، وبإلغاء جدول عرض الصرف الأجنبي الأصيل وإحلال جدول جديد محله يتميز بأن الكمية المعروضة من الدولار الأمريكى عند كل سعر له أقل مما كانت عليه. وفى المقابل إذا حدث العكس وإنخفض مستوى الأسعار فى مصر. فإن مفاد ذلك هو زيادة الطلب على الجنيه المصرى ، وإرتفاع عرض الدولار الأمريكى. ويترتب على هذا الوضع الجديد إلغاء جدول عرض الصرف الأجنبي الأصيل وإحلال جدول جديد محله يتضمن زيادة الكمية المعروضة من الدولار عما كانت عليه عند كل سعر للدولار الأمريكى.

●● من ظروف العرض أيضا مستوى الأسعار فى العالم الخارجى

(الولايات المتحدة الأمريكية فى مثالنا). فإذا حدثت زيادة فى مستوى الأسعار الأمريكية، فإن ذلك يؤدى إلى زيادة ظروف عرض الدولار الأمريكى، وبالتالي نشوء جدول جديد للصرف الأجنبى يحل محل الجدول الأسمى، ويتميز بزيادة الكميات المعروضة من الدولار الأمريكى عند كل سعر له عما كانت عليه. وفى المقابل إذا إنخفض مستوى الأسعار الأمريكية، فإن ذلك يؤدى إلى تغير ظروف عرض الصرف الأجنبى بالنقصان، وبالتالي إلغاء جدول عرض الصرف الأجنبى الأسمى على أن يحل محله جدول جديد يتميز بإنخفاض الكميات المعروضة من الدولار الأمريكى عند كل سعر له عما كانت عليه.

●● يضاف إلى العوامل المتقدمة تلك المتعلقة بمستوى الأسعار فى البلاد البديلة عن مصر. فإذا حدث وارتفع مستوى الأسعار فى البلاد البديلة عن مصر، فإن ذلك يعنى تغير ظروف العرض بالزيادة مما يؤدى إلى نشوء جدول جديد لعرض الصرف الأجنبى يحل محل الجدول الأسمى، ويتميز بزيادة الكميات المعروضة من الدولار الأمريكى عند كل سعر له عما كانت عليه. وعلى الجانب الأخر إذا حدث العكس، وإنخفض مستوى الأسعار فى البلاد البديلة عن مصر، فإن ذلك يؤدى إلى تغير ظروف العرض بالنقصان، وبالتالي وجود جدول جديد لعرض الصرف الأجنبى يحل محل الجدول السابق الأسمى، ويتميز بإنخفاض الكميات المعروضة من الدولار الأمريكى عند كل سعر له عما كانت عليه.

من التحليل المتقدم يتضح لنا أن تيارات الصرف الأجنبى المستقل (الدولار الأمريكى) الداخلة إلى البلاد أو الخارجة منها تمثل فى حقيقة الأمر البنود الواردة فى ميزان المدفوعات المستقل Autonomous Balance of Payments - . وفى ضوء هذا التفسير يمكن القول إن التوازن فى سوق الصرف الأجنبى يتطابق مع التوازن السوقى لميزان المدفوعات على النحو الذى حدده ماخلوب F.Machlup كما أوضحنا ذلك سلفاً فى الفصل الثالث عشر من الكتاب الأول. لهذا يمكن القول إن سعر الصرف فى الشكل

رقم (١) لايمثل فقط معدلا للصراف التوازنى (سعر الصراف التوازنى) فى سوق الصراف الأجنبى حيث يتطابق الطلب المستقل على الصراف الأجنبى مع عرضه المستقل ، وإنما يمثل أيضا ذلك المعدل الذى يكفل تحقيق شرط التوازن السوقى لميزان المدفوعات حيث (١):

قيمة الصادرات + التحويلات من جانب واحد من الخارج + واردات رأس المال = قيمة الواردات + التحويلات من جانب واحد إلى الخارج + صادرات رأس المال.

وفى هذه الحالة فإنه يتساوى من حيث الأهمية أن يتم تقدير بنود ميزان المدفوعات بالعملة الوطنية أو بإحدى العملات الأجنبية. فإذا تم تقييم بنود ميزان المدفوعات بالدولار الأمريكى فإن المسافة وم تمثل مجموع بنود ميزان المدفوعات المستقلة الدائنة ، وهى فى الوقت ذاته تعادل بنود ميزان المدفوعات المستقلة المدينة حيث إن النقطة ج تمثل نقطة التوازن فى سوق الصراف الأجنبى. أما إذا تم تقدير ميزان المدفوعات المستقل بالجنيه المصرى (العملة الوطنية) فإن كل جانب من جانبي ميزان المدفوعات المستقل يعادل المساحة و ف ج م. هذه المسافة هى نتاج الكمية المطلوبة أو المعروضة من الدولار وم مضروباً فى سعر العملة الوطنية معبراً عنه بالعملة الأجنبية (أى سعر الجنيه المصرى معبراً عنه بالدولار الأمريكى) ومقداره و ف.. أى أن :

$$\text{المستطيل و ف ج م} = \text{م} \times \text{و ف} .$$

ولفحص الخصائص الأساسية لوضع التوازن فى سوق الصراف الأجنبى المستقل نأخذ وضعا آخر غير سعر الصراف التوازنى و ف . وليكن على

(١) قارن فى هذا الشأن :

- K.Rose. Theorie der Aussenwirtschaft, Op., Cit., p. 46.

سبيل المثال: وف ١ . فعند هذا السعر الجديد يكون الطلب المستقل على الصرف الأجنبي > عرض الصرف الأجنبي المستقل ويدفع فائض الطلب هذا بسعر الصرف إلى العودة من جديد إلى الإرتفاع، وهو ما يؤدي بدوره إلى أن يتكافأ سعر الصرف وف مرة أخرى مع سعر الصرف التوازني وف. وعلى العكس من ذلك فإذا حدث وكان سعر الصرف الجديد معادلاً للمسافة (وف ٢) فإن الكمية المعروضة المستقلة من الصرف الأجنبي < الكمية المطلوبة المستقلة منه ، ويدفع فائض العرض بسعر الصرف الجديد إلى التعادل مع سعر الصرف التوازني . وبناء عليه يمكن الإستنتاج بأن سعر الصرف التوازني وف يعتبر توازناً مستقراً على أساس أن قوى السوق (فى ظل نظام الصرف الحر أو المرن) تتكفل بتصحيح أى إنحراف لسعر الصرف عن وضعه التوازني . فإذا تم إستبدال مصطلحات الطلب على الصرف الأجنبي والعرض منه بإصطلاح ميزان المدفوعات المستقل فإنه يمكن القول أن التوازن المستقر فى سوق الصرف الأجنبي يناظر حالة التوازن المستقر فى ميزان المدفوعات .

٤.١ . أنواع سوق الصرف الأجنبي :

بعد هذا العرض لكل من تعريف وخصائص وقوى سوق الصرف الأجنبي فإنه يتبقى الإشارة إلى أن هناك نوعين من أسواق الصرف الأجنبي هما (١):

*** * أسواق الصرف الحاضرة Spot Exchange Rate ، وهى الأسواق التى يتم فيها التعامل على أساس أسعار الصرف الحاضرة.**

*** * أسواق الصرف الأجلة أو المستقبلية Forward Exchange Rates ، وهى الأسواق التى يتم فيها التعامل على أساس أسعار الصرف**

(١) - راجع أيضاً :

- وجيه شندى ، المدفوعات الدولية وأزمة النقد العالمية ، مرجع سبق ذكره، ص ٨ - ٩ .
- سعيد النجار، التجارة الدولية ، مرجع سبق ذكره، ص ٢١٨ - ٢٢٢ .

الأجلة ، وهى التى يتم فيها من الآن الإتفاق على بيع أو شراء عملة أجنبية طبقا لسعر الصرف الآجل على أن يؤجل إتمام التسليم والتسلم إلى حين حلول الفترة المتفق عليها .

ولتوضيح الفرق بين أسعار الصرف الحاضرة وأسعار الصرف الآجلة، نفترض أن أحد الأشخاص قد باع الدولارات الأمريكية لشخص آخر مقابل الجنيهات المصرية طبقا لسعر الصرف الحاضر، فمعنى ذلك أن البائع والمشتري يتبادلان الصرف الأجنبي فى الحال. أما إذا تم الاتفاق على أن التعامل على أساس أسعار الصرف الآجلة، فإن معنى ذلك أن يشتري شخص من شخص آخر كمية من الدولارات الأمريكية على أن يكون التسليم فى فترة لاحقة. وكلما طال أجل التسليم إنخفض سعر الصرف الآجل. ويرجع ذلك إلى احتمالات توقع إنخفاض قيمة العملة الأجنبية فى المستقبل مما يؤدي إلى إجراء خصم Discount على السعر الحالى بين العملتين الأجنبية والوطنية. أما إذا حدث وتوقع البائع والمشتري إرتفاع قيمة العملة الأجنبية بالنسبة لقيمة العملة الوطنية فى المستقبل، فإنه يتم فى هذه الحالة إضافة علاوة Premium إلى السعر الحالى (١).

وبصفة عامة يمكن التفرقة بين ثلاثة أنواع من المعاملات التى تتم فى أسواق الصرف الآجلة أوالمستقبلية على النحو التالى :

(١) يستخدم رجال البنوك وبيوت المال أسلوبا معينا للتدليل على السعر الآجل عن طريق مقارنته بالسعر الحاضر. فيقال مثلا إن سعر الجنيه الإسترليني فى السوق الآجل فى نيويورك هو ٥٠ نقطة أقل من السعر الحاضر . فإذا كان السعر الحاضر للجنيه الإسترليني فى سوق الصرف الحاضر لنيويورك هو ٢٢٢ للدولار الواحد. معنى ذلك أن سعر السوق الآجل لمدة ثلاثة أشهر هو ٢١٦٥ دولار. أى أقل بنصف سنت عن السعر الحالى، أى أنهم يعتبرون تغير قيمة الجنيه الإسترليني بمقدار سنت واحد فى المستقبل عبارة عن ١٠٠ وحدة، وتوقع إنخفاض قيمته بعد ثلاثة أشهر بمقدار نصف سنت إنخفاض قيمته بمقدار ٥٠ نقطة .. راجع كلام من :

- وجيه شندى ، المدفوعات الدولية وأزمة النقد العالمية ، مرجع سبق ذكره ، ص : ١٠ .

- B.J.Cohen, Balance - of - Payments Policy , Penguin Books, Ltd., England, 1969, p.58.

- H.Robert Heller International Monetary Economics., Prentice - Hall, New Jersey - London., 1974, p. 41

١.٤.١ . المضاربة Speculation :

فلو فرض وتوقع المتعاملون في سوق الصرف الآجلة أن سعر إحدى العملات سيرتفع في المستقبل، فإنهم في هذه الحالة سيتجهون إلى شراء أكبر كمية من هذه العملة وبيعها فيما بعد عندما يكون سعرها قد ارتفع. وبالعكس إذا تصور المتعاملين في سوق الصرف الأجنبي أن سعر إحدى العملات سينخفض في المستقبل، فإنهم يلجئون إلى بيع هذه العملة الآن وشراؤها فيما بعد، والإستفادة من فرق السعرين. لذلك فإن المضارب في سوق الصرف الأجنبي يتخذ لنفسه موقعا محددًا أو مكشوفًا Open Position بالنسبة للعملة التي يضارب عليها في المستقبل، كما أنه على علم بما يحتويه هذا الموقف من مخاطر بالنسبة لتقلب أسعار صرف العملات في المستقبل بالنسبة لأسعارها الحالية. على أن المضارب على ارتفاع أو انخفاض قيمة عملة في أسواق الصرف الآجلة أو المستقبلية تحمل نوعين من الأعباء المالية : العبء الأول ويتمثل في مخاطر المضاربة نفسها، فقد تتحقق توقعاته في ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة وقد لا تتحقق. أما العبء الثاني فيتمثل في سعر الفائدة التي كان يستطيع المضارب في الحالة الأولى (ارتفاع قيمة العملة) الحصول عليها لو أنه احتفظ بأمواله بعملته الأصلية في أحد البنوك ، أو الفائدة التي سيضطر المضارب في الحالة الثانية (انخفاض قيمة العملة) دفعها إلى البنك نظير الإقتراض منه.

أما عن الربح الذي يتوقعه المضارب على قيمة العملة فإنه يتوقف على مقدار صحة توقعاته بالمقارنة بالتوقعات العامة للسوق. لذلك يقال دائما عن المضارب الذي يتخذ لنفسه موقفا أكثر تفاؤلا عن توقعات السوق بالنسبة لمستقبل سعر عملة معينة أنه مضارب على الصعود Bull . أما المضارب الذي يتخذ لنفسه موقفا أكثر تشاؤما لمستقبل سعر عملة معينة بالمقارنة بتوقعات السوق فيطلق عليه مضارب على الهبوط Bear (١).

(١) يرجع السبب في هذه التسمية باللغة الإنجليزية إلى أن الثور يشاهد دائما مرفوع الرأس، في حين أن الدب يشاهد دائما منخفض الرأس. وقد شاع استخدام هذه المصطلحات في أسواق الصرف الأجنبي في دول الغرب منذ فترة طويلة. راجع في هذا الخصوص :
- وجيه شندى ، المرجع السابق ، ص : ١٢ .

٢.٤.١ . التحكيم أو المراجعة Arbitrage

يقصد بعمليات التحكيم أو المراجعة فى أسواق الصرف الآجلة بأنها تلك العمليات التى تهدف إلى تحقيق ربح للإستفادة من الفارق السعرى فى سعر صرف عملة معينة بين سوقين أو أكثر فى وقت واحد عن طريق شراء العملة فى السوق المنخفضة السعر وبيعها فى السوق المرتفعة السعر^(١). فإذا كان سعر صرف الدولار مثلاً فى سوق الصرف بالقاهرة هو ٥٠ قرشاً وكان سعر صرف الجنية المصرى فى سوق الصرف بلندن مثلاً يعادل جنيهاً إسترلينياً واحداً، وكان سعر صرف الجنيه الإسترلينى فى نيويورك مثلاً هو ٢.٥ دولار أمريكياً ، فإن معنى ذلك أنه فى الإمكان تحويل ٢ دولار إلى جنيه مصرى واحد فى سوق القاهرة، وتحويل هذا الجنيه المصرى إلى جنيه إسترلينى فى سوق لندن، ثم تحويل الجنيه الإسترلينى إلى ٢.٥ دولار فى سوق نيويورك، فكان مبلغ ٢ دولار الذى بدأت به العملية يمكن من الحصول على ٢.٥ دولار من خلال عمليات تحويل متتالية فى أسواق الصرف المختلفة. هذه العمليات يطلق عليها إسم التحكيم أو المراجعة. وكما سبقت الإشارة من قبل فإن هذه العمليات تتكفل بتحقيق أسواق الصرف المتكاملة التى يسودها سعر واحد للصرف فى جميع أسواق الصرف المختلفة مهما كان بعدها الجغرافى.

من هنا يمكن القول إن عمليات التحكيم أو المراجعة - على عكس المضاربة - تهدف إلى الاستفادة من التفاوت القائم بين أسعار صرف العملات فى أسواق الصرف المختلفة مما يؤدى فى النهاية إلى القضاء على هذه التفاوت وسيادة سعر واحد للعملة الأجنبية بين هذه الأسواق المختلفة. أما عمليات المضاربة فتسعى إلى الإستفادة من إختلاف متوقع فى قيمة العملة داخل سوق واحد للصرف، ولكن مع إختلاف فى الوقت. وفى ضوء ذلك يمكن حصر أوجه الإختلاف بين عمليات المضاربة وعمليات التحكيم أو المراجعة فى

(١) انظر :

H Robert Heller, *International Monetary Economics*, Op. Cit., p. 39 - 40.

ثلاث نقاط جوهرية على الوجه التالى :

■ ■ الوقت : فبينما يحاول المحكم أو المراجع الإستفادة من إختلاف قائم فى أسعار صرف العملات بين أسواق الصرف المختلفة فى وقت واحد، نجد أن المضارب يحصر نشاطه فى سوق واحد، ولكن مع إختلاف الوقت بين السوق الحاضرة والسوق الآجلة.

■ ■ درجة التأكد: يقوم المحكم أو المراجع بعمليات البيع والشراء على أساس سعر معلن ومحدد فى أسواق الصرف المختلفة، أما المضارب فإنه يتوقع إتجاهها معيناً لأسعار الصرف ويأمل أن تتحقق توقعاته فى هذا المجال.

■ ■ تعدد الأسواق : تقتضى عمليات التحكيم أو المراجعة التعامل فى أكثر من سوق واحد للصرف، أما عمليات المضاربة فيمكن أن تتم فى سوق واحدة للصرف.

٣.٤.١. التحكيم فى سعر الفائدة :

تتم عمليات التحكيم أو المراجعة فى حالة إختلاف أسعار الفائدة على ودائع البنوك الآجلة بين أسواق النقد المختلفة. ولبيان ذلك نفترض وجود مستثمر مصرى يسعى إلى زيادة العائد على الإستثمارات النقدية المماثلة من خلال إيداع أمواله فى صورة ودائع آجلة لدى البنوك. فإذا كان سعر الفائدة على الودائع لدى البنوك المصرية لمدة عام ١٠٪، وكان سعر الفائدة على الودائع لمدة سنة لدى البنوك الإنجليزية ١٥٪، فإن هذا المستثمر المصرى سوف يحاول إيداع مدخراته فى سوق لندن.

ولكى يتسنى له ذلك لابد من إجراء عملية تحويل للجنيهات المصرية إلى جنيهات إسترلينية، غير أن مكنم الخطورة هو أنه بعد سنة سوف يحاول هذا المستثمر إعادة تحويل الجنيهات الإسترلينية إلى جنيهات مصرية أخرى . ففى هذه الحالة الأخيرة فإنه سوف يتعرض لمخاطر تقلب سعر الصرف بين

الجنيه المصرى والجنيه الإسترلينى. فقد يرتفع سعر الجنيه الإسترلينى بالنسبة للجنيه المصرى، وفى هذه الحالة يستفيد المستثمر المصرى من ارتفاع سعر الجنيه الإسترلينى، بالإضافة إلى العائد الذى حققه من ارتفاع سعر الفائدة على إيداعاته فى أسواق النقد بلندن. أما إذا إنخفض سعر الجنيه الإسترلينى بالنسبة للجنيه المصرى، وفى هذه الحالة سيتحمل المستثمر المصرى خسارة ناتجة عن إنخفاض سعر الصرف، وقد تستوعب هذه الخسارة كل أو بعض ما يحصل عليه من ارتفاع سعر الفائدة على إيداعاته فى أسواق النقد بلندن.

وتفاديا لمخاطر التقلبات فى سعر الصرف ، فإن المستثمر المصرى قد يحاول منذ البداية بيع نفس حجم إيداعاته فى سوق لندن الآجلة فى نفس وقت شرائها فى السوق الحاضرة. لهذا يستفيد المستثمر المصرى من ارتفاع سعر الفائدة فى سوق النقد بلندن بون أن يتعرض لمخاطر تقلب سعر الصرف بين الجنيه المصرى والجنيه الإسترلينى خلال فترة إيداع مدخراته بالخارج. وإتمام هذه العملية سيقوم المستثمر المصرى بحساب مقدار الفائدة التى ستعود عليه ليربح نتيجة إختلاف سعر الفائدة بين سوق النقد بالقاهرة وسوق النقد بلندن (5%)، وبين المصاريف التى سوف يتحملها نتيجة لقيامه بعمليات التحكيم أو المراجعة بالنسبة لسعر الفائدة. وهنا يقتضى الأمر التفرقة بين الحالات الثلاث التالية (١) :

●● إذا كان سعر الصرف بين الجنيه المصرى والجنيه الإسترلينى فى السوق الآجلة يعادل سعر الصرف فى السوق الحاضرة، فمعنى ذلك أن المستثمر المصرى سيستفيد من كل الإختلافات تقريبا فى سعر الفائدة بين

(١) - راجع :

- وجيه شندى ، المدفوعات الدولية وأزمة النقد العالمية ، مرجع سبق ذكره، ص ١٦ - ١٧ .
يود الكاتب التنويه إلى إعماده فى إعداد عمليات أسواق الصرف الآجلة على ذلك العرض الشيق الذى قدمه الأستاذ الدكتور وجيه شندى فى مؤلفه - الذى أشرنا إليه فى أكثر من موقع - فى عرضنا للمادة العلمية لهذا الفصل

القاهرة ولندن وبعد خصم مصاريف التحكيم. وتعرف مثل هذه الحالة بإسم التحكيم الصافى بالنسبة لسعر الفائدة

•• أما إذا كان سعر الصرف بين الجنيه المصرى والجنيه الإسترلينى فى السوق الآجلة منخفضة عن سعره فى السوق الحاضرة، فإن المستثمر المصرى فى هذه الحالة سيحقق ربحا يزيد عن الإختلاف فى سعر الفائدة بمقدار إنخفاض السعر الآجل عن السعر الحاضر.

•• وفى حالة كون سعر الصرف بين الجنيه المصرى والجنيه الإسترلينى فى السوق الآجلة مرتفعا عن سعره فى السوق الحاضرة، فإن المستثمر المصرى فى هذه الحالة قد لا يحقق ربحا إذا كانت مصاريف التحكيم تعادل الفرق فى سعر الفائدة بين الدولتين. ويعرف هذا الوضع باسم "المركز المحايد" Neutrality Condition . بل إنه من المحتمل أن يكون العبء المالى للتحكيم أو المراجعة أكبر من الإختلاف فى سعر الفائدة بين سوق القاهرة وسوق لندن إذا كان سعر الصرف بين الجنيه المصرى والجنيه الإسترلينى فى السوق الآجلة أعلى من سعره فى السوق الحاضرة، وفى هذه الحالة الأخيرة لن تكون هناك فائدة من الإستثمار فى سوق لندن .