سعر الصرف الاجنبي : مدخل نظري

د. محمد علي ابراهيم العامري[٨]

١ – المقدمة

ان ميدان الادارة المالية الدولية يهتم بالكيفية التي تتخذ فيها قراراتها والتي تتمثل في كيفية الحصـــول على الموارد والتخصيص لهذه الموارد على النطاق العالمي . وتختلف الكيفية التي تتخذ فيها هذه القرارات على المستوى الدولي عنها على الصعيد المحلي ، ويعود سبب الاختلاف الى كل مـــن اســـعار الصـــرف ، ومعدلات الفائدة ، ومعدلات التضخم . ولهذا يتوجب على المدير المالي الدولـــي ان يكـــون متمكـــنا" وقادرا" على التعامل مع (عملات ، اسعار فائدة ، معدلات تضخم) مختلفة .

وعلـــيه فـــان المدير المالي بحاجة الى اساس للعلاقة بين اسعار الصرف ، ومعدلات الفائدة ، ومعـــدلات التضخم . ويكشف عن تلك العلاقة من خلال : اسعار الصرف المتوازنة ، تأثير فيشر ونظرية تكافؤ معدل الفائدة . والتي هي مادة هذه الدراسة .

---

[٨] استاذ ادارة الاعمال (الادارة المالية) / مدير الشوون المالية في جامعة بغداد

الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner

٢- **ســعر الصــرف الاجنبــي** : يمثل سعر الصرف الاجنبي علاقة التحويل بين العملات . وهذا المعدل يعتمد على علاقات العرض والطلب بين أي عملتين . كما ان سعر الصرف الاجنبي عبارة عن سعر عملة ما يقابل سعر عملة اخرى ، ويمكن التعبير عن اسعار الصرف بالدولار الامريكي لكل وحدة او وحدات من عملة اجنبية مقابل كل دولار . فسعر الصرف ٠,٥ دولار بالنسبة لوحدة مــن عملــة اجنبــية تعني ان كل وحدتين من هذه العملة الاجنبية يقابلها دولار واحد فقط وسوف نســتخدم الرمــز Eo للاشــارة الى سعر الصرف الموجود فعلا" في الوقت الحاضر ، والرمز Ef للاشــارة الــى سعر الصرف الآجل في الوقت الحاضر ، والرمز El للاشارة الى سعر الصرف الموجــود فعــلا" فــي المستقبل والمقابل لــ Ef . كما ان سعر الصرف الذي يساوي ٣ دينار لكل دولار يوضــح عدد الدنانير التي يدفعها الشخص للحصول على دولار واحد (او عدد الدنانير التي يمكن لشخص ان يحصل عليها مقابل دفعه ١ دولار) . وسوف نستخدم الرمز X مع رموز سفلية مناسبة للاشارة الى سعر الصرف معبرا" عنه في شكل عدد من وحدات العملة الاجنبية لكل دولار.

أ- التغيرات في القيم المالية النسبية Changes in Relative Monetary Values

يوضــح الجدول (١) التغيرات التي حدثت في قيم العملات منذ سنة ١٩٦٥ م ، وفيه تــتم مقارنة القيم في ضوء قيمة الدولار لدولتين ارتفعت قيمة عملتيهما مقارنة بالدولار ، ودولتين اخريين انخفضت قيمة عملتيهما مقارنة بالدولار خلال خمسة عشر عاما" مضت . وفي نيسان سنة ١٩٧١ م نجــد ان الــدول الرئيسة في العالم قد تحولت عن سياسة معدلات سعر الصرف الثابت . ولكــن حــتى قبل هذا الاعتراف الرسمي بتسوية قيم العملات ، كانت هناك تغيرات فعلية حدثت . ومنذ عدة سنوات ظلت نسبة االين الياباني للدولار الامريكي ٣٦٠ : ١ . وفي منتصف سنة ١٩٧٨ م انخفضــت النسبة الى ١٨٦ : ١ . وهذا يعني ان قيمة الين الياباني ارتفعت بنسبة ٨٦% منذ عام ١٩٦٥ م وحــتى عــام ١٩٧٨ م ثــم انخفضت بعد ذلك بنسبة ٦٨% ، ولقد كانت قيمة كل اربعة ماركات المانية تعادل دولارا" واحدا" (أي ٤ : ١) ولكن في منتصف سنة ١٩٨٠ م انخفضت هذه النســبة الى اقل من ٢ مارك لكل دولار . ولهذا فان قيمة المارك تكون قد ارتفعت بالنسبة للدولار من ٢٥ سنتا" امريكيا" الى ٥٧ سنتا" تقريبا" – أي ان هذه الزيادة اكثر من ١٠٠% .

الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner

الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner

جدول (١)

عدد وحدات العملة الاجنبية لكل دولار امريكي

بيان / السنة	١٩٦٥	١٩٧٠	١٩٧١	١٩٧٢	١٩٧٣	١٩٧٤	١٩٧٥	١٩٧٦	١٩٧٧	١٩٧٨
اليابان X	٣٦٠،٩٠	٣٥٧،٦٠	٣١٤،٨٠	٣٠٢،٠٠	٢٨٠،٠٠	٣٠٠،٩٥	٣٠٥،١٥	٢٩٢،٨٠	٢٤٠،٠٠	١٩٤،٦٠
E	،٠٠٢٧٧	،٠٠٢٨٠	،٠٠٣١٨	،٠٠٣٣١	،٠٠٣٥٧	،٠٠٣٣٢	،٠٠٣٢٨	،٠٠٣٤٢	،٠٠٤١٧	،٠٠٥١٤
الرقم القياسي	١٠٠	١٠١	١١٥	١١٩	١٢٩	١٢٠	١١٨	١٢٢	١٥١	١٨٦
المانيا الغربيةX	٤،٠٠	٣،٦٥	٣،٢٧	٣،٢٠	٣،٧٠	٢،٤١	٢،٦٢	٢،٣٦	٢،١١	١،٨٢
E	،٢٥٠٠	،٢٧٤٠	،٣٠٥٨	،٣١٢٥	،٢٧٠٣	،٤١٤٩	،٣٨١٧	،٤٢٣٧	،٤٧٣٩	،٥٤٦٤
الرقم القياسي	١٠٠	١١٠	١٢٢	١٢٥	١٠٨	١٦٦	١٥٣	١٦٩	١٩٠	٢١٩
المكسيك X	١٢،٥٠	١٢،٥٠	١٢،٥٠	١٢،٥٠	١٢،٥٠	١٢،٥٠	١٢،٥٠	٢٠،٠٠٠	٢٢،٧٠	٢٢،٧٢
E	.٠٨	،٠٨	،٠٨	،٠٨	’٠٨	،٠٨	،٠٨	،٠٥	،٠٤٤١	،٠٤٤٠
الرقم القياسي	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	٦٣	٥٥	٥٥
البرازيل X	،٠٨٩	٢،٤٧	٥،٦٤	٦،٢٢	٦،٢٢	٧،٤٤	٩،٠٧	١٢،٣٥	١٦،٠٥	٢٠،٩٢
E	١,١٢٣٦	،٤٠٤٩	،١٧٧٣	،١٦٠٨	،١٦٠٨	،١٣٤٤	،١١٠٣	،٠٨١٠	،٠٦٢٣	،٠٤٧٨
الرقم القياسي	١٠٠	٣٦	١٦	١٤	١٤	١٢	١٠	٧	٦	٤

X = عدد وحدات العملة الاجنبية لكل دولار .

E = قيمة وحدة العملة الاجنبية في شكل دولارات .

الرقم القياسي = ١٩٦٥ = ١٠٠ .

ومـــع ذلـــك ، نجـــد بالنسبة لكل من البرازيل والمكسيك ان التغيرات كانت عكسية . ففي الستينات من هذا القرن ، كانت كل وحدة عملة مكسيكية (بيسو Peso) تساوي ٨ سنت امريكي، أي ان نسبتها للدولار الامريكي تساوي ١٢,٥ : ١ . وفي سنة ١٩٧٦ م قامت الحكومة المكسيكية بتعويم To Float عملتها " بيسو " بالنسبة للدولار ، وفي سنة ١٩٧٨ م ارتفعت نسبة البيسو للدولار الـــى ٨٥ و، ٢٢ : ١ وهذا يعني ان قيمة البيسو انخفضت الى ما يزيد قليلا" عن ٤ سنتات ، وهذا الانخفـــاض تبلغ نسبته ٥٠% من قيمته السابقة . وقد كانت سياسة حكومة البرازيل ولعدة سنوات ســـابقة تقوم على تعديل قيمة عملتها بشكل دوري " كروزيرو Cruzciro " . ونتيجة لهذه التعديلات الناجحة ، نجد ان قيمة عملتها " كروزيرو " انخفضت بنسبة ٢% فقط في بداية سنة ١٩٨٠ م عما كانـــت علـــيه فـــي سنة ١٩٦٥ م . وهكذا نجد ان التغير في قيم العملات المختلفة بالنسبة للدولار الامريكـــي كان جوهريا" جدا" ، وفي الاتجاهين (صعودا" وهبوطا") . ومما لاشك فيه ان غالبية شـــركات الاعمال قد تأثرت بشكل او بآخر بهذه التغيرات نتيجة انعكاسها على عملياتها التجارية . فقـــد تشـــمل مدخلاتهـــا على مواد خام مستوردة ، وقد تقوم بتصدير منتجاتها للخارج . ان بعض الشركات الامريكية الكبيرة قد حققت اكثر من ٥٠% من ارباحها من عمليات خارجية وحتى بالنسبة للشـــركات الصـــغيرة نجد انه من الممكن ان يكون ذلك صحيحا" ايضا" (أي ان هذه الشركات قد تحقـــق مـــن ٤٠ – ٥٠ % مـــن ارباحها من اعمال خارجية اذا كانت مبيعاتها الدولية تبلغ ١/ ٤ اجمالـــي مبـــيعاتها) . وغالبا" ما نجد ان هذه الاعمال الدولية تمكن الشركات الصغيرة من تحقيق الاستفادة بدرجة اكبر من استثماراتها في الالات والمباني .

ب– قـــياس نســـبة التخفـــيض المـــتعمد او الرفع المتعمد Measuring the percentage of Devaluation or Revaluation

افـــترض ان هـــناك تخفيضا" في قيمة الفرنك الفرنسي من ٣ فرنك لكل دولار الى ٤ فـــرنك لكـــل دولار . هـــذا التخفـــيض يمكن التعبير عنه في شكل تغيير النسبة في عدد الفرنكات الفرنسية اللازمة لشراء ١ دولار (Dfd) . على سبيل المثال ، افترض ان :

$xo = 3$ *and* $x1 = 4$ عندئذ نحسب نسبة التغيير كما يلي :

نسبة التغير

$$\% \ change = (x1 - xo) / x0 = (4 - 3)/ 3 = 1/3 \ , \ or \ 33\ 1/3\% = Dfd$$

أي ان هناك زيادة نسبتها ١/٣ : ٣٣% في عدد الفرنكات الفرنسية اللازمة لشراء دولار واحد .

ولتوضيح نسبة التغيير في قيمة الدولار بالنسبة للفرنك الفرنسي (Ddf) ،

$$Eo = \frac{1}{xo} = \frac{1}{3} \ and \ El = \frac{1}{x1} = \frac{1}{4}$$

والان نجد ان نسبة التغيير المئوي تكون كما يلي :

الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner

$$\% \ change = (Eo - E1) / E0 = \left(\frac{1}{xo} - \frac{1}{x1}\right) / \frac{1}{xo}$$

$$= (1/3 - 1/4) / (1/3) = [(4-3)/12](1/3)\,1/4\ 25\%\ Ddf$$

يتضـــح ممـــا ســـبق ان هناك تخفيضا" مقداره ٢٥% في قيمة الفرنك الفرنسي بالنسبة للدولار الامريكي. ويمكن تلخيص علاقات اسعار الصرف كما يلي :

* عبارة عن التغيير في قيمة العملة المحلية مقابل كل دولار واحد = Dfd

$$Dfd = \frac{x1 - xo}{xo} = \frac{\frac{1}{E1} - \frac{1}{Eo}}{\frac{1}{Eo}} = \frac{Eo}{E1} - 1 = \frac{Eo - E1}{E1}$$

* عبارة عن التغيير في قيمة الدولار مقابل كل وحدة من العملة المحلية = Ddf .

$$Ddf = \frac{Eo - E1}{Eo} = \frac{\frac{1}{Xo} - \frac{1}{X1}}{\frac{1}{Xo}} = \frac{Xo}{Xo} - \frac{Xo}{X1} = \frac{X1 - Xo}{X1}$$

وقـــد ادت المخاطـــر الناشـــئة عن التذبذبات في سعر الصرف الى ظهور (نشأة) العديد من اسواق سعر الصرف . وهذه الاسواق تمكن الشركة من تغطية المخاطر الناشئة عن تذبذبات اسعار الصرف . كما ان الافراد المستثمرين يضاربون ايضا" عن طريق عقد الصفقات في السوق الاجلة. وعـــادة مـــا تتراوح مدة العقود الاجلة من ٣٠-٩٠ يوما بالرغم من ان هناك عقودا" خاصة مدتها اطول من ذلك ويمكن اتمامها من خلال التفاوض .

ان تكلفـــة هذه الحماية عبارة عن العلاوة او الخصم الخاص بالعقود الاجلة والتي تضاف على ســـعر الصرف الموجود بالسوق حاليا" Current sport rate ، حيث تتراوح من صفر الى ٣% لكل ســـنة بالنسبة للعملات التي تكون مستقرة بدرجة معقولة . اما بالنسبة للعملات التي تنخفض قيمتها بما يزيد عن ٤-٥ كل سنة ، فان معدل الخصم المطلوب يمكن ان يكون مرتفعا" ، حيث يصل الى ١٥% او ٢٠% . وعندما يكون هناك احتمال بأن التخفيض في قيمة عملة ما في المستقبل يمكن ان يزيد عن ٢٠% في السنة ، فأنه يكون هناك عقود آجلة (أي تنتهي في المستقبل) .

ويـــتوقف حجم العلاوة او الخصم المطلوب في المستقبل على التوقعات الخاصة بالحالة المالية فـــي البلدين (طرفي التعاقد) ، وكذلك على حالات العرض والطلب في سوق الصرف الاجنبي . وطالما ان الافراد المختصين بالنواحي المالية في الدولتين على معرفة جيدة بقيم الصرف المتوقعة مســـتقبلا" لعملتـــي بلديهمـــا ، فان مقدار العلاوات او الخصومات يكون قريبا" جدا" من التغيرات المحـــتمل حدوثهـــا في معدلات اسعار الصرف مستقبلا" . ونتيجة لذلك ، فان سوق الاجلة يستخدم بشكل رئيس للحماية من التغيرات غير المتوقعة في قيمة سعر الصرف لعملة ما .

الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner

٣- تأثير سعر الصرف الاجنبي

أ- اسعار الصرف المتوازنة Consistent Foreign Exchange Rates :

عـــندما لاتكون اسعار الصرف بين عملتين في وضعها الصحيح يتم استخدام الصفقات المالية التي تؤدي الى التوازن بين العملتين Equilibrating Transaction تلافيا" للمشاكل الناشئة عن اخـــتلال العلاقـــة بيـــن هاتين العملتين . وسيتم توضيح ذلك فيما بعد من خلال بعض الامثلة التي روعـــي فيها استخدام ارقام غير حقيقية لتسهيل العملية الحسابية . ويمكن استيعاب الاتجاه الصحيح للتحلـــيل اذا تذكـــر القـــارىء القـــاعدة العامة التي تقول بأن من يقوموا بموازنة اسعار الصرف (الموازنـــون) Arbitrageurs سيبحثون عن البيع بسعر مرتفع والشراء بسعر منخفض . ونود ان نشير اولا" الى التوازن في اسعار الصرف . افترض ان قيمة الباون الاسترليني تساوي ٢ دولارا" امريكيا" في نيويورك ، وتساوي ١،٩٠ دولارا" في لندن . عندئذ نتوقع ان تحدث التعديلات التالية : فـــي مدينة نيويورك تبيع ١٩٠ باون استرليني مقابل ٣٨٠ دولارا" امريكيا" ، وقد تم بيع الباون الاسترليني في مدينة نيويورك نتيجة لان قيمته بها مرتفعة . اما في لندن فنقوم ببيع ٣٨٠ دولارا" امريكيا" مقابل ٢٠٠ استرليني ، حيث ان قيمة الدولار مرتفعة في لندن بالنسبة للجنيه الاسترليني ، وهكـــذا نجـــد ان مبلغ ١٩٠ باون استرليني التي تم بيعها في نيويورك مقابل ٣٨٠ دولارا" يمكن استخدامه (٣٨٠ دولارا") لشراء ٢٠٠ باون استرليني في لندن ، وبالتالي يكون هناك ربح مقداره ١٠ جنـــيهات اســـترلينية كمـــا ان بـــيع الجنيهات الاسترلينية في نيويورك يسبب انخفاض قيمتها وشـــراءها فـــي لـــندن يسبب ارتفاع قيمتها ، وتستمر عملية البيع والشراء هذه حتى لا تبقى هناك فـــرص اخـــرى لتحقـــيق ربح من عملية البيع والشراء (أي حتى تصل لسعر التوازن) . ويمكن الحصول على نفس اسعار الصرف في كل الاسواق ، بافتراض ان تكلفة الانتقال اقل ما يمكن . ان العلاقـــات بين عملتي دولتين (مثل امريكا وانجلترا) يمكن تعميمها على كل الدول . ويطلق على هذه العلاقات اسعار الصرف المشتقة المتوازنة . وهذه العلاقات تسير على النحو التالي : افترض ان ســـعر التوازن بين الدولار الامريكي والجنيه الاسترليني هو ٢ : ١ (أي ٢ دولارا" لكل باون استرليني) وان كل فرنك فرنسي يساوي ٢٥ ، دولارا" امريكيا (٢٥ ، دولار : ١ فرنك فرنسي) ، وافترض الان ان قيمة الفرنك الفرنسي تساوي ١٠ ، باون استرليني في مدينة نيويورك . عندئذ نتوقع ان تحدث التعديلات التالية : نبيع ٢٠٠ دولار امريكي لشراء ١٠٠ جنيه استرليني ثم نستخدم مبلغ الـــ١٠٠ باون استرليني لشراء ١٠٠٠ فرنك فرنسي ، ثم نستخدم مبلغ الالف فرنك فرنسي لشـــراء ٢٥٠ دولارا" . وهذا يعني ربحا" مقداره ٥٠ دولارا" زيادة عن المبلغ الاساسي وهو ٢٠٠ دولار فقـــط . ثـــم نبـــيع الدولارات مقابل الحصول على جنيهات استرلينية ثم نشتري بها فرنكات فرنســـية ، وذلـــك طالما ان قيمة الباون الاسترليني مقومة بأعلى من قيمته الحقيقية Overvalued بالنســـبة لكل من الدولار مقابل الباون الاسترليني ، وكذلك الدولار مقابل الفرنك الفرنسي . وهذه

الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner

العملية ستؤدي الى انخفاض قيمة الدولار مقابل الباون الاسترليني ، وكذلك انخفاض الباون الاسترليني مقابل الفرنك الفرنسي حتى نصل الى اسعار صرف متوازنة بين العملات الثلاث . فاذا كانت العلاقة ١ فرنك مقابل ١٢٥ باون استرليني فاننا نصل الى اسعار صرف مشتقة متوازنة بين العملات الثلاث. وللتأكد مما سبق نأخذ المثال التالي :

$ = f.5
fl = fr . 8.00
fr . 1 = $.25 .

ان حاصل ضرب الارقام في الجانب الايمن للعلاقات الثلاث يجب ان تساوي ١ صحيح وذلك كما يلي (٥ ، × ٨ × ٢٥ ، = ١) . ولهذا نكون قد وصلنا الى علاقة توازن بين اسعار صرف العملات الاجنبية الثلاث .

ب- تأثير فيشر The Fisher Effect : يتعلق تأثير فيشر بالعلاقة بين معدلات الفوائد ومعدل التضخم المتوقع . وفي حين نجد انه يمكن ايضا" استخدام هذه العلاقة بالنسبة للاقتصاد المحلي، الا انها تستخدم في تطوير بعض العلاقات الدولية . كما ان تأثير فيشر يوضح ان معدل الفائدة الاسمية يرتفع ليعكس معدل التضخم المتوقع . ويمكن توضيح تأثيره بطرائق عديدة كما يلي :

$$\frac{po}{p1} = \frac{1+r}{1+Rn}$$

$$1+r = (1+Rn)\frac{po}{p1}$$

$$r = \left[(1+Rn)\frac{po}{p1}\right] - 1$$

$$Rn = \left[(1+r)\left(\frac{p1}{po}\right)\right] - 1$$

حيث ان :

- مستوى السعر المبدئي $po =$
- مستوى السعر فيما بعد $p1 =$

- معدل التضخم $\frac{P1}{Po}$

الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner

- القوة الشرائية النسبية لوحدة العملة $\frac{Po}{P1}$

- معدل الفائدة الحقيقي r=

- معدل الفائدة الاسمي Rn

ويمكن توضيح تاثير فيشر من خلال مثال رقمي يوضح اهميته الرئيسة . افترض ارتفاع الاسعار بنسبة ١٠% خلال فترة زمنية محددة ، وان معدل الفائدة الحقيقي هو ٧% ، عندئذ يكون معدل الفائدة الاسمي الحالي (Rn) يساوي ١٧% [(١،٠٧) × (١,١٠) - ١] . وبالمثل ، اذا كان معدل الفائدة الاسمي = ١٢% ونتوقع ان يرتفع الرقم القياسي للاسعار بنسبة ١٠% خلال فترة زمنية محددة ، فان معدل الفائدة الحقيقي (r) في الوقت الحاضر يساوي ١,٨% .

$$\frac{١,١٢}{١١٠} \left(\frac{١٠٠}{} \right) - ١$$

= ١,١٨-١=١,٨%

ج- نظرية تكافؤ معدل الفائدة The Interest Rate Parity Theorem (IRPT) :

تعتبر نظرية التكافؤ لمعدل الفائدة بمثابة امتداد لتأثير فيشر على الاسواق الدولية (أي استخدام تأثير فيشر على الاسواق الدولية) . وتنص هذه النظرية على ان نسبة اسعار الصرف في المستقبل واسعار الصرف في الوقت الحاضر ستتساويان مع نسبة اجمالي معدلات الفائدة الاجنبية (أي في بلد اجنبي) والمحلية . ويمكن التعبير عن نظرية التكافؤ لمعدل الفائدة كما يلي :

$$\frac{XF}{Xo} = \frac{1+RFo}{1+Rdo} = \frac{Eo}{EF}$$

حيث ان :

- سعر الصرف الاجل في الوقت الحاضر معبرا" عنه بعدد الوحدات من العملة الاجنبية مقابل كل دولار واحد XF=
- سعر الصرف الاجل في الوقت الحاضر معبرا" عنه بعدد الدولارات المقابلة لكل وحدة من العملة الاجنبية EF=
- سعر الصرف الحاضر معبرا" عنه بعدد الوحدات من العملة الاجنبية مقابل كل دولار Xo=
- سعر الصرف الحاضر معبرا" عنه بعدد الدولارات مقابل كل وحدة من العملة الاجنبية Eo=
- معدل الفائدة الحالية في دولة اجنبية Ro=
- معدل الفائدة الحالية المحلية Rdo=

الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner

ولهـذا اذا كـان معدل الفائدة الاجنبية ١٥% في حين ان معدل الفائدة المحلية ١٠% ، وسعر الصرف الحالي = ١٠ (Xo = 10) ، فان سعر الصرف الاجل المتنبأ به سيكون كما يلي :

لمدة ٩٠ يوم

$$XF = \frac{1+RFo}{1+Rdo}(Xo)$$

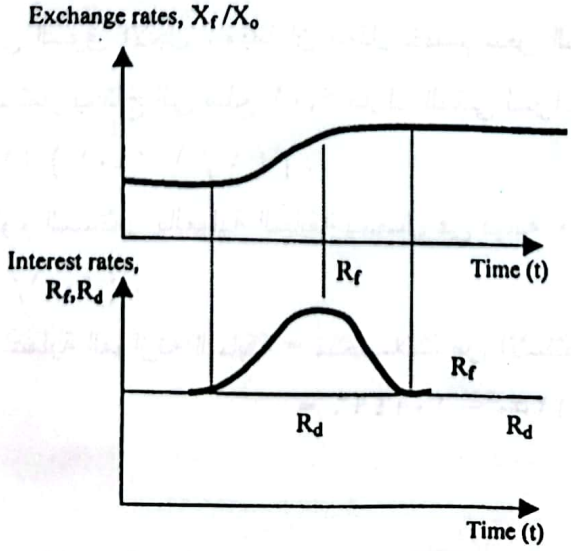
$$(10) = \frac{1.15}{1.10}(10) \qquad XF = \frac{1.0375}{1.025}$$

$$= 10.45 \qquad = 10.122$$

وهكذا نجد ان سعر الصرف الاجل الاجنبي المشار اليه يكون ١٠,٤٥ وحدة من العملة الاجنبية لكل ١ دولار . وبالتالي فان معدل خصم سعر الصرف الاجل الاجنبي يساوي ٤,٥% على اساس سنوي . واذا كانت فترة الشراء ٩٠ يوما" ، فيجب علينا اعادة حل المثال السابق ، اولا" بتغيير كل معـدلات الفـائدة على اساس ١ /٤ سنوي (٩٠ يوم) . وهذا التغيير سيؤدي الى ان يكون معدل الخصم ١,٢٢% على اساس ١ /٤ سنوي . وذلك لان سعر الصرف حاليا" بعد تسعين يوما" سيكون ١٠,١٢٢ وحدة عملة اجنبية لكل دولار واحد .

وبشـكل اخـر ، يمكـن صياغة المثال بحيث يوضح التأثير الناتج عن تغير اسعار الصرف المتوقعة حاليا" لفترة محددة في المستقبل على معدلات الفائدة . وهنا نجد علاقة ديناميكية يجب ان نعترف بها وهي : انه اذا توقعنا ان يرتفع سعر الصرف الاجنبي خلال فترة محددة في المستقبل ، فـان معـدلات الفائدة النسبية ستعكس معدل التغير المتوقع في اسعار الصرف الاجنبي . وهذا ما يوضحه الشكل (١).

شكل (١) توضيح نظرية تكافؤ معدل الفائدة



الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner

ويتبيـــن من الشكل (١) انه كلما انخفضت قيمة العملة الاجنبية (تم التعبير عن سعر الصرف في شكل عدد الوحدات من العملة الاجنبية التي ترتفع مقابل كل دولار) ، ارتفعت نسبة معدلات الفائدة الاجنبية بالنسبة لمعدلات الفائدة المحلية . وعند نقطة انقلاب المنحنى Inflection Point للارتفاع في عـــدد الوحـــدات الاجنبـــية المتوقعة لكل دولار ، نجد ان هذه النقطة تشير الى ذروة نسبة معدلات الفائدة الاجنبية لمعدلات الفائدة المحلية يكون قد اعيد تكوينها .

ويمكننا ايضا" استخدام نظرية التكافؤ لمعدلات الفائدة للتعبير عن النتائج في ضوء تكافؤ معدل الفائدة المطلوب لعلاقات محددة بين اسعار الصرف حاليا" ومستقبلا" . ان الصفقات التي تؤدي الى تكـــافؤ معـــدلات الفـــائدة يشار اليها على انها صفقات التوازن لمعدلات الفوائد ، وهي التي تغطي المخاطـــرة باســـتخدام معـــدلات فائدة مختلفة Covered Interest Arbitrage ويوضح المثال التالي الحقائق الرئيسة المتعلقة بموقف مراجحة (او موازنة) التدفق الخارجي :

افترض ان معدل الفائدة في امريكا = ٥%

وان معدل الفائدة في المانيا الغربية = ٧%

وان سعر الصرف الحالي = ١ دولار لكل ٤ مارك الماني

وان خصم سعر الصرف في السوق الاجل (أي في المستقبل) = ١%

وعلى ذلك فان صفقات الموازنة التالية ستتبع . في نيويورك ، يتم اقتراض ١٠٠٠٠٠ دولار لمـــدة ٩٠ يوما" (١ /٤ سنة) بمعدل فائدة ٥% ويقوم المقترض بسداد مبلغ ١٠١٢٥٠ دولار في نهاية في نهاية المدة أي ١٠٠٠٠٠ [١+ (٠٥، × ١ / ٤)] ،

ويقوم المقترض بتحويل مبلغ القرض الى ٤٠٠٠٠٠ مارك الماني ثم يقوم باستثمارها بمعدل ٧ % ولمدة ٩٠ يوما" ، وعلى ذلك يحصل في نهاية مدة الاستثمار على مبلغ ٤٠٧٠٠٠ مارك الماني أي

٤٠٠٠٠٠ [١+ (٧٠ ، × ١ / ٤)] .

لقـــد قـــام هـــذا المستثمر بعملية تغطية ايضا" ، ولكي يحمي نفسه من أي تغيرات سلبية غير متوقعة في سعر الصرف الحالي خلال فترة الاستثمار (٩٠ يوم) ، فانه يقوم ببيع المتحصلات من اســـتثماره في السوق الاجل . وبما ان معدل خصم سعر الصرف في السوق الاجل يبلغ ١% فهذا يعني ان المستثمر يحتاج الى مبلغ ٤,٠١ مارك الماني لشراء دولار بعد ٩٠ يوم أي

٤ [١+ (١+ (٠١، × ١ / ٤)] .

وعندما يقوم المستثمر بالعملية السابقة يحصل في نهاية ٩٠ يوما" على مبلغ ١٠١٤٩٦ دولار (٤٠٧٠٠٠ /٤،٠١) .

ان ارباح عملية الموازنة السابقة = متحصلات من الاستثمار – سداد القرض

= ١٠١٤٩٦ – ١٠١٢٥٠ = ٢٤٦ دولار

الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner

ان عملية الموازنة تؤدي الى زيادة الطلب على الدولار في نيويورك وكذلك زيادة الاموال في المانيا . وهذا بدوره يرفع معدل الفائدة في نيويورك ويخفضها في المانيا ، وبالتالي يؤدي الى تضييق الفرق من معدلات الفائدة .

ان صفقة التغطية تؤدي الى زيادة عرض العملة الالمانية في السوق الاجل ، في حين ان استثمار عملية الموازنة يؤدي الى زيادة الطلب على الاموال المطلوبة حاليا" . وكلتا القوتين تؤديان لزيادة (ارتفاع) معدل الخصم على سعر الصرف في السوق الاجل . كما ان الفرق بين معدلي الفائدة للعملتين ينخفض بينما يرتفع معدل الخصم الى سعر الصرف في السوق الاجل ، ويستمر الحال كذلك حتى نصل الى نقطة التوازن .

ويحدث التدفق الداخل من عملية الموازنة عندما يكون معدل خصم سعر الصرف في السوق الاجلة اعلى من الفرق بين معدلي الفائدة . المثال التالي يوضح الحقيقة السابقة :

- افترض ان معدل الفائدة في امريكا = ٥%
- وافترض ان معدل الفائدة في المانيا الغربية = ٦%
- وان سعر الصرف بين العمليتين حاليا" هو ٤ مارك الماني لكل واحد دولار .
- معدل الخصم لسعر الصرف في المستقبل = ٢% .

تتضمن صفقة الموازنة (المرجحة) ان يقوم المستثمر بالاقتراض من دولة اجنبية . ففي المانيا ، يتم اقتراض مبلغ ٤٠٠٠٠٠ مارك الماني لمدة ٩٠ يوما" بمعدل فائدة ٦% . ويقوم بسداد مبلغ ٤٠٦٠٠٠ مارك في نهاية المدة (٩٠ يوم) .

أي ٤٠٠٠٠٠ [١+ (٠،٠٦ × ١ / ٤)] .

ويقوم المستثمر بتحويل المبلغ المقترض – طبقا" لسعر الصرف الحالي – الى دولارات مقدارها ١٠٠٠٠٠ دولار أي (٤٠٠٠٠٠ / ٤) . وفي نيويورك يقوم هذا المستثمر باستثمار ١٠٠٠٠٠ دولار بمعدل فائدة ٥% . ويقوم بتحصيل مبلغ ١٠١٢٥٠ دولار في نهاية ٩٠ يوما" أي

١٠٠٠٠٠ [١+ (٠،٥٠ × ١ / ٤)] .

ومرة اخرى ، نجد ان هناك صفقة تغطية قد تمت . ولتأكيد التغطية الخاصة بأعادة سداد القرض ، يقوم المستثمر بشراء ٤٠٦٠٠٠ مارك الان ليحصل عليها من السوق الاجل في نهاية ٩٠ يوما" . وعند استخدام خصم ٢% لسعر الصرف ،فان ذلك سيكلفه ٤،٠٢ مارك لشراء دولار واحد أي

٤ [١+ (٠٢ ، × ١ / ٤)] .

وهكذا ، فان سداد مبلغ ٤٠٠٠٠٠ مارك يعد ٩٠ يوم يحتاج الى مبلغ ٤٠٦٠٠٠ مارك أي ١٠٠٩٩٥ دولار (٤٠٦٠٠٠ / ٤،٠٢) . وهكذا فأن :

ارباح عملية الموازنة (المراجحة) = المتحصلات من الاستثمار – سداد القرض

الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner

= ١٠١٢٥٠ دولار – ١٠٠٩٩٥ دولار

= ٢٥٥ دولار

وتــؤدي صفقة الموازنة الى زيادة الطلب على المارك الالماني ، وفي الوقت نفسه تسبب زيادة في عرض الدولار . وهذه العملية تؤدي الى انخفاض معدل الفائدة في امريكا وارتفاع معدل الفائدة فــي المانــيا . وهــذا بدوره يؤدي الى زيادة الفرق بين معدلي الفائدة بالدولتين . كما ان صفقات التغطــية تؤدي الى زيادة عرض المارك الالماني حاليا" ، وهذا يخفض العلاوة المطلوبة للحصول علــى المــارك في المستقبل . ان الفرق بين معدلي الفائدة بالدولتين ومعدل الخصم الخاص بسعر الصرف في السوق مستقبلا" ينخفضان الى الحد الذي يحقق التوازن بين المعدلين .

ونتيجة لصفقات التغطية لاحداث الموازنة (المراجحة) باستخدام الفرق بين معدلي الفائدة في الدولتيــن – كمــا سبق شرحه – فأن العلاقة الموضحة من خلال نظرية التكافؤ تكون قد تحققت . وهذه العلاقة تحدد تكلفة العملة المحلية المتضمنة عند بيعها او شرائها ، وعند سداد أي متطلبات او تحصيل لأي مستحقات في المستقبل .

٤ – الخلاصة

ســعر الصرف الاجنبيي هو سعر عملة دولة ما بالنسبة الى عملات الدول الاخرى . وعندما لاتوجــد قــيود علــى تداول العملة فأن سعر الصرف يتحدد من خلال العرض والطلب . والعلاقة السعرية بين العملات الرئيسة تتغير من لحظة الى اخرى .

ان الاساس للاعمال الدولية يتجسد في العلاقات الاساسية لسعر الصرف والتي يفصح عنها مــن خلال : اسعار الصرف المتوازنة ، وتأثير فيشر ، ونظرية تكافؤ معدل الفائدة . وقد لخصت هذه الدراسة الخلفية النظرية العامة لتلك العلاقات الاساسية .

تعنــي اسعار الصرف المتوازنة بأن سعر الفائدة لأي من ثلاثة اقطار يتحدد بسعر الصرف للقطريــن الاخرين ، واذا اختلت هذه العلاقة تكون هناك فرصة للمراجحة . اما تأثير فيشر الى ان ســعر الفــائدة الاسمي يتحدد بسعر الفائدة الحقيقي مضافا" اليه معدل التضخم ، وان معدل التضخم يعــادل نســبة الســعر الحالي المستقبلي لسعر العملة . فالسعر الحالي الاجل يقدر بالسعر الحالي المستقبلي . ونظرية تكافؤ معدل الفائدة تلتقي مع تأثير فيشر بأن معدل الصرف الاجل بين عملتين هو نفسه معدل الصرف الاتي ما عدا تأثير الاختلاف في معدلات التضخم المتوقعة .

الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner

المراجع

1. Copeland , Thomas E . and J . Fredweston , Financial Theory and Corporate policy , california : Addison – wesley publishing Co . 1979 pp 489 – 511 .
2. Hempel George H , and Donald G – Simonson Bank Management , Text and cases 5 th . ed . Ny : John wiley and sons , Inc . 1999 pp 609 – 63 .
3. Weston , J . Fred , scoot Besley and Eugene F. Brigam , Essentials of Managerial Finance , 11 th ed . Furt worth : The Dryden press 1996 pp 759 – 785 .
4. Madura , Jeff , Internaationl Financial Management , 6 th , ed . Cin cinnati : south – western college publishing , 2000 pp 189 – 206 .
5. Brealey , Richard A . and Stewart c . Myers prin ciples of corporate finance , 5 th , ed . Newdelhi : Tata . Mc Graw – Hill publishing Co . 1996 pp 953 – 979 .
6. Van Horne , James C . Fundamentals of Financial Management , 6 th – ed New Jersey : prentice – Hall International Editions , 1986 pp 640 – 664 .

الممسوحة ضوئيا بـ CamScanner