

## مقدمة :

يعتبر سعر الصرف كأحد المواضيع المهمة حيث ان ارتباطه يكون مع كافة المعاملات الاقتصادية وبالخصوص في انتقال رؤوس الاموال بين الدول وذلك للدور الذي يلعبه باعتباره اداة الوصل بين اقتصاديات العالم ،حيث يعتبر سعر الصرف احد اهم المؤشرات التي تعكس الوضعية الاقتصادية لبلد ما ودرجة اندماجه في الاقتصاد العالمي ،لذا نقول ان عملية التسيير الجيد لادارة سعر الصرف لها اهمية كبيرة خاصة بعد ظهور ازمات نقدية مست مختلف الانظمة النقدية حيث اصبح حتميا البحث عن نظام سعر الصرف جيد يحد من ظهور هذه الازمات المالية الداخلية ،ولهذا الامر برزت عدة نظريات ابرزها فرضية الركن (corners hypothesis) والتي كانت نتيجة عدة دراسات والتي تلح بضرورة العمل او اتباع احد النظامين اما التثبيت الصارم او نظام التعويم وتوصي كذلك بالابتعاد عن الانظمة الوسيطة وذلك من اجل تفادي نشوب ازمات .

من هنا تأتي أهمية دراسة سعر الصرف وذلك لمعالجة مسائل تعدد العملات وبالتالي تحويلها فيما بينها في خضم المعاملات الاقتصادية والمالية والتجارية التي تجري بين الدول . وما يزيد أهمية هذه الدراسة هو أن سعر الصرف ليس مجرد سعر يحدد بطريقة معينة، بل هو يلعب دورا هاما في التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي من جوانب عديدة أهمها: الاستثمار، الإنتاج، التصدير، الاستيراد، تدفقات رؤوس الأموال... الخ.

ولهذا الامر قامت الجزائر بإصلاحات مالية واقتصادية كبيرة مست نظام سعر الصرف المتبع حيث تم تغييره من نظام التثبيت الى نظام التعويم الذي صاحبه تطبيق اصلاحات هيكلية خلال هذا العقد .

## 1 : الاطار النظري والمفاهيمي لسعر الصرف

لقد أصبح سعر الصرف له أهمية متزايدة في كافة اقتصاديات الدول باعتباره الوسيلة التي تحدد الأسعار الخارجية والداخلية وباعتباره كذلك الأداة الأبرز التي تعود إما بالإيجاب أو بالسلب على اقتصاد أي دولة .

### 1-1: ماهية وأشكال و أنواع سعر الصرف.

#### 1-1-1: تعريف سعر الصرف :

يمكن تعريف سعر الصرف على انه:

"عبارة عن عدد الوحدات من هذه العملة مثلا اليورو التي تدفع من اجل الحصول على وحدة واحدة من العملة الاجنبية مثل الدولار الامريكي"<sup>1</sup>.

ويعرف سعر الصرف كذلك بانه "سعر عملة بعملة اخرى او هو نسبة مبادلة عملتين ،فاحد العملتين تعتبر سلعة والعملة الاخرى تعتبر ثمنا لها"<sup>2</sup>

وعرفها ( paul krugmen) "هي عدد الوحدات النقدية التي تبدل به وحدة من العملة المحلية الى اخرى اجنبية وبهذا نقول ان سعر الصرف يجسد اداة الربط التي تكون بين الاقتصاد المحلي وباقي اقتصاديات العالم "<sup>3</sup> .  
كما يمكن تعريفه "على انه عبارة عن عملية من خلالها يمكن تحويل النقود المحلية إلى نقود أجنبية أو النقود الأجنبية إلى نقود محلية"<sup>4</sup> .

ومنه نقول أن سعر الصرف هو عدد الوحدات من العملة المحلية مقابل عملة أجنبية وبالتالي يمكن تعريفه من جانبين "حيث ان الجانب الأول يمكن الإشارة إليه على انه عدد الوحدات من العملة

---

<sup>1</sup> مسعود مجيطة "دروس في المالية الدولية" ديوان المطبوعات الجامعية بن عكنون-الجزائر 2012-2013 ص71.

<sup>2</sup> لخلو موسى بوخاري "سياسة الصرف الاجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية" دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الاجنبي ،مكتبة حسين العصرية ،بيروت لبنان الطبعة الاولى 2010 ص120.

<sup>3</sup> امين صيد "سياسة الصرف كاداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات" مكتبة حسين العصرية بيروت لبنان، 2013 ص24.

<sup>4</sup> عادل عبد الهادي حسن العنودي "المؤسسة الاقتصادية" دار ابن خلدون ،بيروت ،لبنان 1987 ص303.

المحلية التي يجب دفعها من اجل الحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية ومن الجانب الأخر يمكن الإشارة على انه عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية"<sup>5</sup>، و بالتالي فهو في مواجهة خطر التقلبات اما بالارتفاع أو بالانخفاض ودرجة هذا التقلب تختلف باختلاف نظام الصرف المتبع.

## 1-1-2 وظائف سعر الصرف:

يقوم سعر الصرف بعدة وظائف وهي كالآتي :

الوظيفة القياسية : "حيث يعتمد المنتجون والمتعاملون الاقتصاديون على سعر الصرف بغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية لسلعة معينة مع أسعار نفس السلعة في السوق العالمية"<sup>6</sup> ؛ حيث أن عن طريق هذا الأخير تجد الأسعار العالمية باعتبارها تجسيد للقيمة الدولية للبضائع تعبيرها النقدي بعملات وطنية، فالمنتجون المحليون يقيسون ويقارنون عن طريق سعر الصرف الأسعار المتحققة داخل البلد مع أسعار السوق العالمية أو بالعكس معنى هذا أن لسعر الصرف قاعدة جوهرية مهمة لقياس الفاعلية المباشرة للتجارة الخارجية أو بالأحرى لعمليات تجارية معينة"<sup>7</sup>.

وظيفة تطويرية : وهذه الوظيفة تتلخص في تطوير صادرات معينة إلى مناطق معينة بهدف تشجيعها ، كما انه من الممكن تعطيل فروع صناعية اخرى يمكن توفيرها عن طريق الاستيرادات بسعر اقل من الداخل حيث تتم المقارنة هنا عن طريق أسعار الصرف ؛ كما انه من الممكن إتباع سياسة معينة لسعر الصرف تشجع على توفير وتأمين استيرادات معينة ذات أهمية للاقتصاد الوطني وذلك عن طريق إتباع أسعار صرف الملائمة التي تعمل على تشجيع استيرادات اخرى"<sup>8</sup>، و بالتالي نقول "أن لسعر الصرف تأثير على التركيب السلعي والجغرافي للتجارة الخارجية للأقطار"<sup>9</sup>.

<sup>5</sup> سامي عفيف حاتم " التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم "الدار المصرية اللبنانية، الطبعة الثانية، 1994، ص23.

<sup>6</sup> عرفان تقي الحسني "التمويل الدولي" دار مجدلاوي الطبعة الثانية 2002 الاردن ، ص149

<sup>7</sup> د أمين رشيد كنبونة "الاقتصاد الدولي" الجامعة المستنصرية ،بغداد، طبعة1980 ص 205.

<sup>8</sup> د- امين رشيد كنبونة "الاقتصاد الدولي" الجامعة المستنصرية ،بغداد، طبعة1980 ص 205

<sup>9</sup> عرفان تقي الحسني "التمويل الدولي" مرجع سبق ذكره ،ص149

**وظيفة توزيعية:** وفي هذه الحالة نقول إن لسعر الصرف وظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد العالمي وهذا راجع إلى توغله وتشبكه بالتجارة الخارجية التي تعمل على تقسيم الدخل القومي وجميع خيارات الثروات بين ربوع العالم ولتوضيح هذا الأمر يكون المثال كالتالي في حالة ارتفاع القيمة الخارجية للجنيه الإسترليني وبافتراض أن روسيا تستورد منتج من إنجلترا فهنا ستضطر روسيا من دفع زيادة في الجنيه الإسترليني على استردادها توازي نسبة ارتفاع في قيمة الجنيه الإسترليني إزاء الروبل الروسي مما سيؤثر ذلك على احتياطات روسيا من الجنيه الإسترليني في حين سترتفع الاحتياطات الإنجليزية من الجنيهات الإسترلينية وينطبق ذلك في حالة انخفاض الجنيه الإسترليني إزاء الروبل الروسي وهذا ما نقول " أن عملية التخفيض أو زيادة القيمة الخارجية للعملة أي التغير في سعر صرفها ستؤثر على حجم الاحتياطي الموجود بمهينة رصيد لدى البنوك المركزية في البنوك الأخرى وتنسحب هذه الآلية لسعر الصرف في حالة التدفقات الدولية لرأس مال طلبا للاستثمارات والمضاربات في أسواق النقد أيضا" <sup>10</sup>.

## **2- أشكال سعر الصرف :**

يتوقف سعر الصرف لغيره من الأثمان على مجموعتين من العوامل وهما عوامل الطلب وعوامل العرض ويتصرف الطلب والعرض هنا إلى طلب وعرض الصرف الأجنبي ويمكن التمييز على أن هناك عدة أشكال لسعر الصرف :

### **1- سعر الصرف الاسمي:**

" يعرف سعر الصرف الاسمي على انه السعر الذي يقيس العملة المحلية بدلالة قيم العملات الأخرى لبلد آخر في فترة زمنية دون إبراز قوة العملة الشرائية ولهذا يمكن لسعر الصرف أن يتغير بتغير الطلب والعرض السائد في البلد وبدلالة نظام الصرف المعتمد في البلاد حيث أن ارتفاع عملة بلد ما مقارنة

بعملة بلد آخر يعكس قوة اقتصاد البلد الذي عملته مرتفعة وكذلك يؤثر على الامتياز للعملة الأخرى<sup>11</sup>.

إن سعر الصرف الاسمي يعتبر متغير تابع لقوى سوق العملات الشيء الذي يجعله شديد التأثر بالتغيرات التي تحدث على طلب وعرض العملات محل التبادل، بالإضافة إلى السياسات النقدية في الدولتين واللذان لهما اثر بالغ في تغيير القدرة الشرائية للعملة داخليا ومن ثم قيمتها خارجيا، الشيء الذي يخلق سوقين للعملة احدهما رسمي تراقبه السلطة النقدية وآخر موازي يخضع لقوى السوق الغير الخاضعة للسلطة النقدية مايجعل سعر الصرف الاسمي ينقسم إلى اسمين<sup>12</sup> :

- سعر الصرف الرسمي : وهو السعر المعمول به في المبادلات الجارية الرسمية ويستند على اسعار معلنة بالفعل رسمية ويتم التعامل عليها وفقا لما هو معلن بالفعل وكلما كان هذا السعر عادلا كلما كان السوق متوازنا توازنا فعالا .

- سعر الصرف الموازي : وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية والغير القانونية حيث يخضع لقوى المساومة بين الطرفين وهو سعر متغير من عملية إلى أخرى ومن متعامل إلى آخر في نفس الحيز ، كما انه سعر غير ثابت وغير معلن عنه رسميا وقانونيا.

## 2-سعر الصرف الحقيقي

"هو السعر النسبي للسلع والخدمات بين دولتين كأن نبادل بين 1 طن من التمر الجزائري مع 10 طن من البطاطا الكندية"<sup>13</sup>.

او بعبارة اخرى هو عبارة عن عدد الوحدات من السلع أو المنتجات الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع او المنتجات المحلية اخذين بعين الاعتبار نسبة التضخم التي تعتبر مؤشر تجاري مرجح يجمع كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي وتفاضل معدلات التضخم وبالتالي نقول أن سعر

<sup>11</sup> عبد المجيد قادي "المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص103

<sup>12</sup> لباز امين "مسار سياسة سعر الصرف في الجزائر دراسة تحليلية بين 1964-2015" مجلة رؤى الاقتصادية الجزائر، العدد 11 ديسمبر

الصرف الحقيقي " يعتبر مؤشرا جيدا لقياس القدرة التنافسية في الاسواق الدولية"<sup>14</sup>، حيث تعطى معادلة سعر الصرف الحقيقي كالتالي :

$$TCR = \epsilon \cdot \frac{P}{P^*}$$

$\epsilon$ : سعر الصرف الاسمي .

$P$ : مؤشر الأسعار المحلية

$P^*$ : مؤشر الأسعار الأجنبية .

حيث يمثل TCR وهو سعر الصرف الحقيقي الذي يعكس الأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية حيث انه كذلك يمثل مجموع السلع والخدمات التي يمكن أن نحصل عليها في الخارج من خلال وحدة نقدية محلية مقارنة بما تسمح لنا بالحصول عليه مجانا .

وهناك عدة مقاييس إحصائية أخرى لحساب سعر الصرف الحقيقي كالحساب المعتمد على مؤشرات أسعار الاستهلاك وهناك مقياس آخر وهو الثاني في المقاييس الاحصائية فهو السعر النسبي للسلع القابلة للتجار  $P^T$  والسلع الغير القابلة للتجار  $P^N$  و هذا المقياس الذي يعطى بالعلاقة التالية :

$$TCR = \epsilon \cdot \frac{P^T}{P^N}$$

$\epsilon$ : سعر الصرف الاسمي

$P^T$ : مؤشر اسعار السلع القابلة للتجار

$P^N$ : مؤشر السلع الغير القابلة للتجار

" حيث تعطي هذه العلاقة مقياسا لكيفية تخصيص الموارد بين القطاعين ،وبذلك اذا ارتفع سعر السلع القابلة للتجار نسبيا مقارنة بسعر السلع الغير القابلة للتجار ففي هذه الحالة يتم تخصيص الموارد اتجاه

<sup>14</sup> امين صيد- سياسة الصرف كاداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات " مكتبة حسين العصرية بيروت لبنان، 2013 ص24.

قطاع السلع القابلة للتجار فيتحسن الميزان التجاري<sup>15</sup>. حيث يعتبر كذلك مؤشرا جيدا لمعرفة توزيع موارد الدولة بين القطاع الموجه او المعرض للمنافسة الخارجية او الأجنبية والقطاع المحمي من المنافسة<sup>16</sup>.

### 3- سعر الصرف الفعلي الاسمي

"يعبر عنه بسعر الصرف الاسمي المتعدد وهو المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر الصرف لبلد ما مقابل جميع العملات الأخرى ويتم حسابه باستخدام مجموع حصص الصادرات او مجموع حصص الواردات او متوسط كلاهما معا"<sup>17</sup>.

"وبذلك إن هذا التنوع في التجارة يقاس بالتوزيع الجغرافي للواردات والصادرات"<sup>18</sup>، وتعطى علاقة سعر الصرف الفعلي الاسمي بالصياغة الآتية<sup>19</sup>:

$$\pi_e = \sum_{i=1}^n W(i) \cdot e(i)$$

حيث ان :

n : عدد البلدان التي تتعامل معها الدولة .

$W(i)$  = متوسط مرجع التجارة الخارجية الثانية.

$e(i)$  = يمثل أسعار الصرف الاسمية و الثنائية مقابل العملات الأجنبية.

### 4- سعر الصرف الفعلي الحقيقي

---

<sup>15</sup> ناصري نفيسة "اثر سعر الصرف على جلب الاستثمارات الاجنبية المباشرة في البلدان النامية" رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية جامعة تلمسان، الجزائر، 2011، ص64

<sup>16</sup> -M.C Serge rey .Jamel bouiyouy.Velayoudom marimoutou : « **taux de change réel d'équilibre et politique**

**de change au Maroc** »économie internationale la revue du CEP II N97 paris ; 2004, p84 .

<sup>17</sup> Janon Ong : « **le nouvel indice de taux de change effectif du dollar canadien** » revue de la banque du canada automne 2006 -p01

"يعبر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات اخرى في فترة زمنية ما"<sup>20</sup>، حيث ان انه يقيس تغير سعر الصرف بلد ما اتجاه شركائه التجاريين بالقياس الى فترة اساس معينة ولا تنطوي حركات الاسعار الاسمية على ما يربط القوة الشرائية بالعملة، ولا تشير الى حدوث او اي تغير في تنافسية سلع التصدير للبلد المعني ولو ان مستوى الاسعار بهذا البلد قد ارتفع اتجاه الشركاء التجاريين بالنسبة لفترة اساس معينة، ولكن سعر الصرف الاسمي بقي دون تغير فان سلع تصدير البلد سوف تصبح اغلى مقارنة مع اسعار سلع تصدير الشركاء التجاريين .

وتكون علاقة سعر الصرف الفعلي الحقيقي كالتالي <sup>21</sup> :

$$REER = \prod_{i=1}^n \left( \frac{P_j}{P^i} \times R_i \right)$$

حيث :  $P_j$  هي مؤشر لأسعار الشركاء التجاريين

$P^i$  هي مؤشر لأسعار البلد .

وفي الأخير نقول أن سعر الصرف الفعلي الحقيقي هو سعر الصرف الفعلي الاسمي مخفض منه مؤشر الأسعار النسبية.

**سعر الصرف التوازني :**

"هو السعر الذي يؤدي الى التوازن المستديم لميزان المدفوعات ،عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي وكاف"<sup>22</sup> .

<sup>20</sup> قدي عبد المجيد مرجع سبق ذكره ص 106-107

<sup>21</sup> Françoise marchand blanchet : « **une approche de la compétitivité de la zone euro : le taux de change effectif de l'euro** » bulletin de la banque de France N 60 décembre 1998 .p104

<sup>22</sup> د. بلقاسم العباس "سياسات سعر الصرف" اصدارات مجلة جسر التنمية العدد 23 ،المعهد العربي للتخطيط - الكويت ،نوفمبر 2003 ص 5

ويعرف أيضا على انه "السعر الموافق لنقطة تقاطع منحني مردودية الودائع المحررة بالدولار مع منحني مردودية الودائع المحررة باليورو، حيث إن عند هذا السعر تتساوى مردودية الودائع بالدولار مع الودائع باليورو بحيث يتحقق شرط تعادل معدلات الفائدة" <sup>23</sup>.

ووفقا ل Edwards 1989 فان سعر الصرف التوازني هو نسبة سعر السلع الداخلة في التجارة إلى سعر السلع غير الداخلة في التجارة، حيث انه في حالة وجود القيم التوازنية المثلى في المدى الطويل لبعض المتغيرات مثل الأسعار الدولية، الضرائب، السياسة التجارية، تدفقات رؤوس الأموال، أو التكنولوجيا فان ذلك سوف يؤدي إلى حدوث التوازن داخلي وخارجي في نفس الوقت ويستلزم التوازن الداخلي توازن كل من السوق السلعية وسوق العمل في الأجلين القصير والطويل، والذي يفترض تواجده مع تحقيق معدل البطالة غير المؤدي إلى تسارع التضخم بينما يتطلب التوازن الخارجي توافق القيمة المخصومة للحساب الجاري الحالي والمستقبلي مع تدفقات رؤوس الأموال المتوقعة في الأجل الطويل والقابلة للاستمرار <sup>24</sup>.

### قياس سعر الصرف التوازني

إن الفارق بين الأسعار المحلية والدولية ممكن أن نقول التضخم المحلي والخارجي حيث انه من أهم محددات أسعار الصرف، فإذا كان هذا التضخم المحلي أعلى من التضخم الأخر يعني الأجنبي ومع ثبات الأشياء الأخرى على حالها فان سعر الصرف سوف يذهب للانخفاض وطبقا لنظرية تعادل القوى الشرائية فان السبب الرئيسي لتذبذب سعر الصرف هو الفارق وبالتالي يمكن تعريف سعر الصرف التوازني حسب تعادل القوى الشرائية بالنسبة لسعر الصرف توازني في سنة الأساس كالتالي:

$$e^*(PPP) = e_0^* \frac{p^d/p_0^d}{p^s/p_0^s}$$

<sup>23</sup> مسعود مجيطة "دروس في المالية الدولية" ديوان المطبوعات الجامعية بن عكنون-الجزائر 2012-2013 ص82.

<sup>24</sup> د.محمود محي الدين واحمد كجوك "سياسات سعر الصرف في مصر" مداخلة في ندوة صندوق النقد العربي بعنوان "نظم وسياسات سعر الصرف

حيث أن  $p^d$  و  $p_0^S$  هي الأسعار المحلية والخارجية في سنة الأساس و  $e_0^*$  هو سعر الصرف التوازني في سنة الأساس . باختيار سنة الأساس يكون فيها سعر الصرف الرسمي معادلا لسعر الصرف التوازني ، فإننا نستطيع أن نستخدم هذه المعادلة لحساب سعر الصرف التوازني ويتحدد  $e_0^*$  عند سنة يكون فيها ميزان المدفوعات في توازن أو عند مستوى اختلال طويل الأجل<sup>25</sup> .

تحديد سعر الصرف التوازني : ( Détermination of exchange rate )

يتحدد سعر الصرف التوازني بإحدى الحالتين وهما :

- تتدخل السلطة النقدية للقطر بتحديد القيمة الخارجية لعملتها الوطنية وفقا لتعليمات محلية أو دولية ، كأن يتدخل صندوق النقد الدولي مثلا وقد استخدم هذا النمط من أسعار الصرف بصورة خاصة من قبل الاتحاد السوفياتي السابق والأقطار الاشتراكية المتحولة الوقت الذي كان فيه سعر الصرف جزءا من الخطة الاقتصادية المركزية لكل من هذه الأقطار كذلك فقد اعتمدته بعض الأقطار النامية كإحدى أدوات السياسة الاقتصادية .

- التحديد السوقي لسعر الصرف : وهنا يتحدد سعر الصرف كأى سعر آخر من خلال تفاعل قوى الطلب والعرض على العملة بما في ذلك جميع العوامل المؤثرة فيها مثل المضاربة ومستوى أسعار الفائدة وسعر الخصم... الخ.

### 1-3 أنواع سعر الصرف

يمكننا التطرق إلى عدة أنواع سعر الصرف حيث أصبح يتميز كل نوع بعدة مميزات و بذلك سنتطرق إلى سعر الصرف الأجل و سعر الصرف العاجل حيث يعتبر هذا النوع من أسعار الصرف الثنائية الاسمية .

<sup>25</sup> د. بلقاسم العباس "سياسات سعر الصرف" مرجع سبق ذكره ص 6

## أ. سعر الصرف العاجل

"وهو سعر الصرف المعمول به انيا في سوق الصرف منذ ان حل سعر الصرف العائم او المرن محل سعر الصرف الثابت"<sup>26</sup>.

"و يعرف من جهة أخرى على أنه السعر الجاري لعملة ما بدلالة عينات من عملة أخرى التي تكون أجنبية و يكون هذا السعر بين عملتين"<sup>27</sup>.

و تتم مبادلة العملات فورا كأقصى تقدير يومين من تاريخ الاتفاق على العملية مطبقين سعر الصرف السائد لحظة توقيع العقد و هو يتغير باستمرار في نفس اليوم تبعا لعملية العرض و الطلب على العملات ، حيث يقوم القائمين على هذه العملية بإعلام زبائنهم بهذه الأسعار ، حيث يمثل سعر الشراء عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يجب على المشتري دفعها مقابل الحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية و العكس بالنسبة لسعر البيع هو عدد الوحدات التي يطلبها البائع من العملة المحلية مقابل بيع وحدة واحدة من عملة أجنبية .

## ب. سعر الصرف الآجل :

"و هو السعر الذي يحدد في نفس تاريخ عقد الصفقة من أجل شراء أو بيع العملات في وقت لاحق"<sup>28</sup>.

"و يمكن اعتبار سعر الصرف الاجل على انه اتفاق على مبادلة عملة مع عملة اخرى في المستقبل حيث يتم تحديد سعر التبادل ووقت التسليم وقيمة العملات المتبادلة في وقت اجراء الاتفاق او العقد"<sup>29</sup>.

<sup>26</sup> -Paul -Grandjean : « **Précis de gestion financière internationale**, éditions d'organisations, Paris 1986-P 73

<sup>27</sup> -Patrice Fontaine : « **marchés des changes**» éditions Pearson », Paris, 2008, P 19

<sup>28</sup> - Anne o.kruegeri: « **la domination des taux de change** . » éditions economica paris 1985 p14.

و تحدد العلاقة بين السعرين الآجل و العاجل للعملتين من خلال إضافة ثمن آخر يسمى  
العلاوة إلى سعر الصرف العاجل أو طرح هذه العلاوة من سعر الصرف الآجل .

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{سعر الصرف الفوري} + \text{علاوة التأجيل}$$

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{السعر العاجل} - \text{خصم التأجيل}$$

ثمن التأجيل عندما يكون موجبا يسمى المراجحة Report و عندما يكون سالبا يسمى Dépôt<sup>30</sup>.

"أو بعبارة أخرى يمكن ان نقول سعر الصرف الآجل يتحدد على اساس عاملين هو سعر  
الصرف الفوري والفروق بين معدلات الفائدة على الاقراض والاقتراض بالعملتين المعنيتين"<sup>31</sup>، حيث  
أن الفرق بين سعر الصرف الفوري و سعر الصرف الآجل هو فرق بين سعري الفائدة على  
العملتين.<sup>32</sup>

و هو موجود بالمعادلة التالية :

سعر الصرف الآجل (T) معرف انطلاقا من السعر الفوري (C) بالمعادلة التالية :

$$T = c \cdot (1+r/1+r')$$

حيث أن  $r'$  ،  $r$  سعر الفائدة على العملة المحلية و الأجنبية على الترتيب.

-إذا كان  $r' = r$  :  $c = T$  هناك تعادل بين سعرين

-إذا كان  $r' < r$  :  $c < T$  سعر الأجل مسعر بعلاوة At, A, premium

-إذا كان  $r' > r$  :  $c > T$  سعر الأجل مسعر بخصم At, A, discount

<sup>29</sup> - عبد المجيد قدي "المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص113

<sup>30</sup> - الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، مرجع سبق ذكره ص 109

<sup>31</sup> - الطاهر لطرش، "الاقتصاد النقدي والبنكي"، ديوان المطبوعات الجامعية 2013 الجزائر، ص 220

<sup>32</sup> -مدحت صادق "النقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي" دار غريب للطباعة و النشر، الطبعة الأولى مصر 1997 ص 146

: نظريات و أنظمة سعر الصرف

## 1-2: النظريات المفسرة لسعر الصرف

لقد تعددت النظريات المفسرة لسعر الصرف بتعدد الأنظمة النقدية و اتخذت عدة مقاييس و بذلك سنتناول في هذا المبحث النظريات التي تفسر لنا كيفية تحديد سعر الصرف و من أهمها نظرية تعادل القوى الشرائية.

### 1-1-2: نظرية تعادل القوة الشرائية: (p.p.a) La partie des pouvoirs d'achat

"يعود الفضل في المعالجة الجديدة لنظرية تعادل القوة الشرائية الى الاقتصادي السويدي "غوستاف كاسل" في اوائل العشرينات من القرن العشرين حيث حاول في سنة 1916 أن يبحث على أساس جديد لتقييم سعر كل عملة بالنسبة إلى أخرى،" و كذلك إلى إيجاد حل أو جواب في أي معدل يتم تثبيت العملة المتضررة من التضخم"<sup>33</sup>.

و لكن جذور هذه النظرية تعود إلى ريكاردو سنة 1817 حيث تدافع هذه النظرية عن فكرة مفادها أن قيمة العملة هي نفسها في كل مكان .

و تنطلق هذه النظرية في تحديد سعر الصرف على الأمد الطويل من مبدأ أن سعر الصرف ما بين عملتين هو ببساطة نسبة المستوى العام للأسعار الموجودين في القطرين ، فمثلا إذا كان سعر الطن من الحبوب هو 2 دولار في الولايات المتحدة الأمريكية و يساوي 1 باون في بريطانيا ، إذن فإن سعر الصرف (R) الدولار إزاء الباون هو :

$$\text{سعر الصرف (R)} = \frac{2 \text{ دولار}}{1 \text{ باون}} = 2$$

<sup>33</sup> -Robert la France et Lawrence Shembri « Parité des pouvoirs d'achat: définition, mesure et interprétation » revue de la banque du Canada automne 2002 , P30

أما أهم الفروض التي تستند عليها الفرضية فهي<sup>34</sup> :

أ- عدم وجود تكاليف النقل أو تعريفات أو أية قيود على حرية تدفق التجارة الدولية .

ب- عدم حدوث تغيرات هيكلية ( كالحروب مثلا ) في الدول الشريكة تجاريا تنعكس على قوى السوق ( العرض و الطلب ) .

ج- عدم حدوث تدفقات واسعة لرأس المال خلال فترة تغيير سعر الصرف فيها .

"وتفيد النظرية أنه بموجب قانون السعر الواحد (law of one price) ينبغي أن يكون لنفس السلعة سعر واحد لكلا القطرين و تقوم في إطار نفس العملة ( و ذلك من أجل تعادل القوة الشرائية للعملة ) ، حيث اذا كان سعر الطن الواحد من الحبوب ( تم تقييمه بالدولار) هو 1 دولار في وم أ ، و 3 دولار في بريطانيا ، ستقوم الشركات البريطانية بشراء الحبوب من الولايات م أ و بيعها في بريطانيا لتحقيق الربح و إذا ما استمرت وزادت هذه العملية ستؤدي بالنتيجة إلى انخفاض سعر الحبوب في بريطانيا و ارتفاعه في الولايات المتحدة الأمريكية حتى يتساوى هذين السعرين في كلا القطرين " .

"وترتكز نظرية تكافؤ القوة الشرائية في قياس مستوى الأسعار على احدى طرق الأرقام القياسية وفق المعادلة التالية"<sup>35</sup> :

$$r_1 = R_0 * \frac{N_2}{N_1}$$

حيث يمثل :

$R_1$ : السعر الجديد للصرف في العملية.

<sup>34</sup>-عرفان تقي الحسني " التمويل الدولي " دار مجدلاوي الطبعة الثانية 2002 الاردن ، ص165

<sup>35</sup>-عرفان تقي الحسني " التمويل الدولي " نفس المرجع السابق ، ص165

$R_0$ : السعر القديم للصرف في العملية .

$N_1$ : الرقم القياسي في السعر العالمي للتغير .

$N_2$ : الرقم القياسي في السعر المحلي للتغير .

"وتبرز هذه النظرية العلاقة بين مؤشرات التضخم للبلدين و الإرتفاع الخاص الموجود بأسعار عملاتها في سوق الصرف فهي تبرز أن سعر الصرف يتطور ويرتفع وفقا للتغيرات الحاصلة في القوة الشرائية الخاصة بالعملتين المحلية و الأجنبية"<sup>36</sup>.

حيث إذا تناقصت القوة الشرائية للدولار أمام الأورو يعني أن يكون هناك ارتفاع عام للأسعار كبير في الولايات المتحدة الأمريكية مقارنة بأوروبا فإن نسبة الدولار مقابل الأورو في السوق ستتعدل عاجلا أم آجلا من أجل أن تصبح القوة الشرائية للعملتين ( الدولار و الأورو ) هي نفسها نظريا و يكون هذا التصحيح يمثل الفرق بين معدلات التضخم .

"و بالنسبة لنظرية تعادل القوة الشرائية فإن الفجوة أو الفرق في معدل المستوى العام للأسعار " معدل التضخم للبلدين هو الذي يفسر تطور سعر الصرف"<sup>37</sup>.

"ومنه يمكن أن نقول ان سعر الصرف لهته النظرية هو نفسه الذي يمثل أو يساوي بين القوة الشرائية للعملة المحلية في كلا السوقين ( السوق المحلي و الأجنبي-العالمي)"<sup>38</sup>.

<sup>36</sup> - Yves Simon, Samir Mannai « **Techniques Financières internationales** » ED, Economique 7ème édition, 2002 P 174

<sup>37</sup> - Keith cuthbertson « **Economic financière quantitative** » de boek université s.a 1ére édition, 200 P 346

<sup>38</sup> -Larbi Dohni , Carol hainaut « **les taux de change : Déterminants opportunités et risques** "ED de boek Bruxelles 2004 P 174

## الصورة النسبية لنظرية تعادل القوة الشرائية .

"تعتبر الصيغة النسبية لنظرية تعادل القوة الشرائية أكثر واقعية فهي تركز أن التغيير في سعر الصرف في فترة زمنية يجب أن يكون متساويا مع التغيرات النسبية في الأسعار في كل من السوق المحلي و السوق الأجنبي عبر نفس الفترة الزمنية"<sup>39</sup>.

"لذلك ركزت نظرية تعادل القوة الشرائية إلى ما يحدث لسعر الصرف التوازني في كل لحظة".

حيث أن معدل تغير سعر الصرف يمثل الفرق في معدل التضخم أي :

نسبة التغيير في سعر الصرف = نسبة التضخم المحلية - نسبة التضخم الأجنبية

"و بذلك نقول بعد احتساب التغير في معدل التضخم يكون التنبؤ بسعر الصرف باستخدام إحدى الطريقتين"<sup>40</sup>.

1. "تحدد على أساس هذا التقدير الفروق بين الإدارات و النفقات و يعدل سعر الصرف تبعاً للنتيجة و هذه هي الطريقة الأولى" .

2. "نفترض وضع نموذج اقتصادي يمثل و يعبر عن العديد من المعاملات و من بينها العلاقة بين المعاملات التجارية ، تغيرات الأسعار و الدخل ، و يظهر التغير الإتجاهي في المعاملات إلى تعديل في سعر الصرف ، حيث يؤدي إلى توازن المعاملات الجارية و حساب رأس مال" .

<sup>39</sup>-سامي خليل " الاقتصاد الدولي " دار النهضة العربية القاهرة ، 2007 ، ص 970-971

<sup>40</sup>-بسام الحجار " العلاقات الاقتصادية الدولية " مجد المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع ، لبنان ص 138

## الانتقادات الموجهة للنظرية :

تعتبر نظرية القوة الشرائية نظرية جد مهمة في توضيح تطور سعر الصرف في المدى البعيد و المتوسط لكن هذا التأثير لم يبق هذه النظرية بعيدة عن منأى الانتقادات لما تميزت و ظهرت به من حدود و عجز في بعض الحالات في شرح تغيرات سعر الصرف أثناء القيام باختبارها على الواقع .<sup>41</sup>

✓ إهمال النظرية لوجود عنصر التعريفات و الحواجز الجمركية رغم أنه عنصر فعال و مؤثر على سعر الصرف و ذلك من خلال التأثير على حجم الصادرات و الواردات و هذا الأمر مخالف لما هو موجود في الواقع .

✓ "هناك أشكال في التمييز و التفرقة ما بين المتغيرين التابع و المستقل حيث أن (Gustv Cassel) افترض أن المتغير المستقل يمثل مستوى الأسعار و المتغير التابع هو سعر الصرف و لكن ظهرت بأن التغيرات في أسعار الصرف لها تأثير على مستويات الأسعار".<sup>42</sup>

✓ "لقد كان هناك انتقاد للاقتصادي كينز لهذه الأخيرة أنها تخلت على نفقات نقل البضائع و شحنها من دولة إلى أخرى"<sup>43</sup> .

✓ "افتترضت هذه الأخيرة أن نموذج الإنتاج و الاستهلاك ما بين جميع الدول هو نموذج متشابه و هذا ما هو مخالف لما هو عليه في الواقع أصلاً"<sup>44</sup> .

✓ صعوبة اختيار سنة الأساس للأرقام القياسية للأسعار لتحديد هذه الأخيرة.

✓ "هناك عناصر أخرى و مغايرة لعنصر الأسعار والتي تؤثر مباشرة على الميزان الجاري"<sup>45</sup> .

✓ "ترتكز هذه النظرية على الأسعار الداخلية و تأثيراتها على علاقة العملات ببعضها البعض و تجاهلت بقية العوامل الأخرى مثل تحركات رؤوس الأموال بإعتباره عنصر هام من عناصر تحديد

<sup>41</sup> -Yves Simon « Marché des changes et gestion du change » Edition dallos, Paris.69

<sup>42</sup> -مدحت صادق " النقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي " دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع ، الطبعة الأولى 1997،ص 132

<sup>43</sup> -مدحت صادق ، " مرجع سبق ذكره" ص 132

<sup>44</sup> -peard josset « risque du change » librairie vuibert paris 1986 p 87.

<sup>45</sup> - Christian Descamps , jacques soichot « gestions financière internationale »2éditions ems management 1995.P84.

أسعار الصرف أو تجارة الخدمات المختلفة بين الدول ،حيث أن هذه العوامل تؤثر على عرض و طلب العملات الأجنبية" <sup>46</sup>.

✓ "أهملت النظرية تأثير تغييرات أذواق المستهلكين و ظهور السلع البديلة على مستويات الأسعار المحلية أو الطلب على السلع القادمة من الخارج و من ثم تأثيرها على حساب سعر الصرف".  
✓ "نظرية تعادل القوة الشرائية تعكس قدرة أسعار الصرف في المدى الطويل أن تعوض الاتجاهات المختلفة بمستويات الأسعار في الدول المختلفة حيثان عملة الدولة التي تتمتع بمعدل تضخم أعلى عرضة للانخفاض في قيمتها بنفس المعدل الذي يتساوى مع الفرق في معدلات التضخم" <sup>47</sup>.  
✓ "عدم واقعية نظرية تعادل القوة الشرائية مع الفروض التي تستند لها و إنما المفروض ان توضح ضرورة أن تكون التغييرات الحاصلة في أسعار الصرف متناسب (proportional) مع التغييرات في نسبة المستوى العام لأسعار البلدين، فمثلا إذا تضاعفت الأسعار في الولايات المتحدة الأمريكية مقارنة بالأسعار في بريطانيا فإن سعر الصرف الدولار يجب أن يتضاعف مقابل الجنيه الإسترليني" <sup>48</sup>.

✓ بإستطاعة الحكومات أن تتدخل في سوق العملة بهدف تنظيم الإصدار و التأثير على تقلبات سعر الصرف و الذي قد ينشأ بنتيجة الإختلال في سوق الأصول و قد يظهر تدخل الحكومات إشكالية كبيرة في الوقت الذي لا يكون بإستطاعتها أن تحدد ان كان تغير سعر الصرف ناتج عن تأثير لأسباب رئيسية أو بسبب المضاربة . <sup>49</sup>

✓ "انتقاد آخر من طرف الاقتصادي B.Ball Assa سنة 1964 للنظرية و الذي مفاده أن المستوى العام للأسعار الذي يحسب على أساسه سعر الصرف التوازني يهمل كثير من المتغيرات المؤثرة و المهمة مثل انتاحية العمل" <sup>50</sup>.

<sup>46</sup> - عرفات تقي الحسني " التمويل الدولي " دار مجدلاوي عمان ،الأردن، الطبعة الثانية 2002 ، ص 166

<sup>47</sup> - بسام الحجار " العلاقات الاقتصادية الدولية" دار مجد، الطبعة الأولى، بيروت 2003 ص 144

<sup>48</sup> - عرفات تقي الحسني ، مرجع سبق ذكره، ص 167

<sup>49</sup> - بسام الحجار " العلاقات الاقتصادية الدولية" مرجع سبق ذكره ص 144

<sup>50</sup> - Jean louis Mucchielli-Thierry Mayer « **Economies internationales** » 2 Édition Dalloz-Paris 2005, P.78

و منه نقول رغم كل الإنتقادات الموجهة لهته النظرية إلا أنها أظهرت تفسير تحركات سعر الصرف في الأجل الطويل خاصة عند اختلاف معدلات التضخم السائدة في الدول بدرجة كبيرة .

## 2-1-2: نظرية تعادل أسعار الفائدة

### تقديم النظرية

"يعود أساس هذه النظرية إلى فضل " كينز " سنة 1923 حيث أظهر و بين من خلال هذه النظرية العلاقة بين النظام النقدي لبلد ما و سوق النقد الأجنبي فيه " <sup>51</sup>.

و ما تحاول هذه النظرية إبرازه هو وجود علاقة بين الفرق في أسعار الفائدة بين بلدين مختلفين، أي بين أسعار الفائدة الإسمية للأسواق المالية المحلية و الأجنبية مع الفرق بين أسعار الصرف و هذا ما يبرز من خلال الدور التي تلعبه حركات رؤوس الأموال في تقلبات هذه الأخيرة .

"ومنه نقول أن رؤوس الأموال تبحث عن أحسن عائد ممكن و بأقل خطورة و بذلك فكرة أن معدلات الفائدة المحلية تقارن بتلك المعدلات المتاحة في البلدان الأجنبية و هذا ما ينجر عنه تأثير على الحركة الغير عادية لرؤوس الأموال، حيث أن هذه التحركات لها آثار على الصرف الأجنبي لأن هذا الانتقال تم بالعملة المحلية للبلد المستضيف لرأس المال" <sup>52</sup>.

"حيث درس جون مينارد كينر العلاقة بين معدل الصرف و معدل الفائدة و بعد هذه الدراسة التي قام بها هذا الأخير توصل إلى أن المستثمر الذي يودع أمواله في البلد الذي يتوفر على معدل فائدة أعلى من ذلك السائد في البلد الأصلي لن تكون عملية الاستثمار مثمرة فعليا في الوقت ما إذا كان الإختلاف بين البلدين في معدلات الفائدة حيث سوف يعوض بالفرق بين معدل الصرف العاجل و الآجل".

<sup>51</sup> -Philippe Darvisenet , Jean- Pierre petit « Echange et finance internationale » la revue banque édition 1996 , P 362

<sup>52</sup> Philippe- Bouhours : « la monnaie Finance institutions et mécanismes » éditions Ellipses ,paris , 1993, P 309

"ومنه نقول أن الخلاصة العامة لهذه النظرية أنه لا يمكن أن يكون سوق الصرف في حالة توازن إلا إذا ظهر عن توظيف مختلف العملات الدولية لنفس معدل المردود"<sup>53</sup>.

### فرضيات النظرية :

تعتمد فرضيات نظرية تعادل أسعار الفائدة على ما يلي<sup>54</sup>:

- ارتكازها على غياب تكاليف المبادلات .
- ارتكازها و افتراضها على الحرية الكاملة لرؤوس الأموال .
- ارتكازها وافتراضها لقابلية الاحلال لرؤوس الأموال التي تحمل نفس الأخطار و نفس العائد. و عليه يمكن توضيح هذه النظرية على الشكل الرياضي التالي :

$$i-i^* = (F-S)/S$$

حيث :

i: سعر الفائدة المحلي

i\*: سعر الفائدة الأجنبي

F: سعر الصرف العاجل

S: سعر الصرف الآجل

و بذلك تسمح لنا هذه العلاقة بمقارنة العائد بالعملة الوطنية للإستثمار بأسهم في سوق محلي مع سوق اجنبي آخر بعد القيام بعملية التغطية للأجل .

مثال توضيحي<sup>55</sup>:

---

<sup>54</sup> - Jean-Pierre -Allegreat « Economie monétaire internationale » 1ére édition Hachette 1997 P 132

إذا كان سعر صرف الدولار مقابل المارك الألماني هو 1.94 و كان معدل الفائدة المعمول به في ألمانيا بعد سنة هو 4.87 %، و سعر الفائدة المعمول به في الولايات المتحدة الأمريكية بعد سنة هو 5.67 % ففي هذه الحالة سعر الصرف الدولار سوف ينخفض أمام المارك و يكمن حساب سعر الصرف الجديد للدولار مقابل المارك بعد سنة كما يلي :

$$1.94 = \$ 1 [ +1 ] (5.67\% - 4.87\%) = (1 - 0.08) \cdot 1.94$$

$$1.93 = \$ 1 \text{ مارك .}$$

و من هذا نرى أن عملية الدولار انخفضت أمام المارك بعد إرتفاع معدل الفائدة في ألمانيا .

### تقييم النظرية

رغم الإيجابيات التي تميزت بها هذه النظرية إلا أن هذا لم يمنعها من الإنتقادات التي ألحقتها للتقليل من أهميتها و التي ندرجها فيما يلي :

✓ عملية الرقابة التي تكون على الصرف تمثل حاجزا أمام حرية تنقل رؤوس الأموال و تعتبر من العوائق على إنتقال هذه الاخيرة في المدى القريب.

✓ إمكانية أن تحدث عملية المضاربة لآثار تذبذبية و ذلك بالتأثير على عملية التحكيم.

✓ "وجود متغيرات لها إمكانية التأثير على عملية التحكيم و تكمن في السيولة و شساعة حجم المتعاملين في السوق"<sup>56</sup>.

✓ معدلات الفائدة لا تعتبر عاملا مهما في توجيه طريقة و سلوك المحكمين.

✓ صور نظرية تعادل أسعار الفائدة .

توجد أو تشمل هذه النظرية على صورتين:

---

<sup>56</sup> - Darvisent.P.petit.j.P « Echange et finance internationale les enjeux » la revue banque édition Paris 1996. P362

## 1. تعادل أسعار الفائدة المغطاة :

" تبرز وتنشأ نظرية أسعار الفائدة المغطاة العلاقة بين انواع سعر الصرف العاجل "الفعوري" والاجل و ذلك بواسطة سعر الفائدة حيث ان هذه العلاقة توجد فيها مخاطرة و ذلك راجع لان سعر الصرف الآجل غير مؤكد ،لذا فالمالك للمال لديه إمكانية الحماية ضد الخطر الموجود في سعر الصرف ويكون بتوظيفه في السوق العاجل للصرف"<sup>57</sup>.

مثال:

إن معدل الفائدة السنوي في فرنسا و الولايات المتحدة الامريكية هو 10% و 4.76% على

التوالي

و سعر الصرف العاجل هو  $\$1 = 5.10$  فرنك فرنسي

و سعر الصرف الآجل هو  $\$1 = 5.20$  فرنك فرنسي

في هذه الحالة يوجد للمستثمر الأمريكي الذي يعمل على توظيف 1 دولار إختيارين هما :

إما الإستثمار في السوق النقدي المحلي يعني الأمريكي

أو

الإستثمار في السوق النقدي الاجنبي ( الفرنسي )

حيث أن :

✓ الحالة الأولى : ستمكنه من الحصول على مبلغ قدره 1.0476 دولار :

$$(1+i) y = 1(0476+1) = 1.0476$$

معدل المردود بالدولار لهذه العملية الاستثمارية هي 4.76%

<sup>57</sup> -محمود يونس "اقتصاديات دولية"،الدار الجامعية الاسكندرية 2007 ص 55

✓ الحالة الثانية : الإستثمار في السوق الفرنسي ، سيعمل على تحويل الدولار في سوق الصرف العاجل إلى ما يعادله بالفرنك أي 5.10 فرنك .

حيث يقوم بالإستثمار لهذه الفرنكات لمدة سنة و بمعدل فائدة 10% و منه يحصل في آخر السنة على المبلغ التالي :

$$5.10 \times 1.10 \text{ أي } 5.61 \text{ فرنك فرنسي}$$

و هناك إمكانية أخرى أو فرضية تجعل هذا المستثمر يستغني عن إمكانية التعرض لخطر الصرف .

فإنه سيبيع هذا المبلغ بسعر صرف آجل من أجل التغطية من هذا الخطر و بالتالي فهو سيثبت القيمة المستقبلية لهذا المبلغ بالدولار أي :

$$5.61/5.20 = \$1.0788$$

أي أن معدل المردود بالدولار الذي كان موجهها للإستثمار و الذي تم بالفرنك هو حوالي 7.88%

و معدل الربح له\* العملية التي تمت بدون خطر هو إذن موجب :

$$( 7.88\% - 4.76\% ) = 3.12\% > 0$$

و يلاحظ أن القيمة الناتجة عن الإستثمار في السوق الفرنسي \$1.0788 هي أكبر من القيمة الناتجة عن الإستثمار في السوق المحلي ( الأمريكي ) أي 1.0476 و بالتالي يتوجه المستثمرون نحو شراء الأصول المالية الفرنسية .

## 2. تعادل أسعار الفائدة الغير المغطاة

"إن فكرة الغير المغطاة تبرز أن المستثمرون في سوق الصرف لا يستعملون أسلوب التغطية ضد الأخطار التي تتولد بتغيرات غير متوقعة لسعر الصرف حيث أن هذه العملية تقوم فقط إذا كانوا محايدين للأخطار".

"و تقدم هذه النظرية تنبؤات القيم المستقبلية للصرف و تضع بوضوح و حتمية الهدف الأساسي للمضاربة في أسواق الصرف".

حيث أن بعض المستثمرين يريدون أن يتجنبوا عامل الخطر حيث أنهم يشتركون في فكرة قبض مكسب مستقبلي أكيد أو ربح غير مؤكد .

"حيث أضحوا يركزون قراراتهم على أساس المردود المتوسط الذي فيه أصل لمحافظة المالية و هذا بدون القلق أو الإهتمام بتبعثر المردودات حول هذا المتوسط و الذي ينجر عنه الخطر الذي سيتكبدونه ، حيث تتم إدارة عملية إختيارهم للأصول عن طريق التنبؤات التي يعملون فيها بخصوص تغير سعر الصرف و عن طريق أيضا معدلات المردود الخاصة بالأصول المالية"<sup>58</sup>.

مثال :

باعتبار سعر الفائدة السنوي في كل من فرنسا و الولايات المتحدة الأمريكية مثل المثال السابق هو 10% و 4.76% على التوالي .

و كذلك :

سعر الصرف العاجل بـ \$1 = 5 فرنك فرنسي

سعر الصرف الأجل بـ \$ 1 = 5.25 فرنك فرنسي

<sup>58</sup> -Gilbert Koenig « Analyse monétaire et financière » centre national d'enseignement en distance éditions Economica 2000 P.211

يفترض أن المستثمرين يتنبؤون أن سعر الصرف سيكون بعد سنة بـ  $\$1 = 4.90$  فرنك فرنسي ( متوقع ) في الوقت الذي فيه أن السوق في هذه الحالة غير متوازنة و كذلك بإفتراض أن المتعامل الأمريكي يريد توظيف مبلغ قدره  $\$1$

فيوجد للمستثمر الأمريكي خيارين في هذه الحالة للإستثمار :

أما في السوق المحلي أو السوق الأجنبي ( الأمريكي هو المحلي ، الفرنسي هو الأجنبي ) .

في الحالة الأولى سيحصل المستثمر على مبلغ مالي بعد سنة قدره  $\$ 1.0476$

$$y(1+i)=1(1+0.0476)=1.0476 \$$$

معدل المردود بالدولار للإستثمار هو حوالي  $4.76\%$

أما في الحالة الثانية سيقوم المستثمر بعملية المضاربة في سوق الصرف العاجل أي يعمل على توظيف مبلغه في السوق النقدي الفرنسي مع الأخذ بعين الإعتبار سعر الصرف المتوقع .

حيث يقوم المستثمر بتحويل هذا المبلغ إلى ما يعادله بالفرنك في سوق الصرف العاجل أي 5 فرنكات ، ثم يستثمر هذا المبلغ لمدة سنة فيحصل على مبلغ جديد 5.50 فرنك ( أي  $5 \times 1.10$  ) حسب المعطيات سعر الصرف المتوقع هو :

1 دولار = 4.90 إذا المبلغ المتوقع بالدولار 1.1224 دولار

$$y(1+i_e) \in / \epsilon^9 = 1(1+0.10) 5/4.90=1.1224\$$$

ثم قلب مواقع  $\epsilon$  و  $\epsilon^9$  في القانون بسبب أن تسعيره الفرنك الفرنسي هي غير أكيدة .

معدل المردود بالدولار للإستثمار بالفرنك هو حوالي  $12.24\%$

و بالتالي سيفضل المستثمر الحالة الثانية

معدل الربح المتوقع من عملية المضاربة هذه هو موجب و يساوي 7.48%

$$12.24\%+4.76 = 7.48\%$$

يجب أن يزول في حالة وجود حساسية لدى المضاربين اتجاه الفرق في معدلات الفائدة فالسوق يجد توازنه بتحقيق نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المعطاة حيث سعر الصرف العاجل.

$$\epsilon = \epsilon^a \frac{(1+i)}{(i+i_e)} = 4.90 \frac{1.0476}{1.10} = 4.66$$

2-1-3: نظرية ميزان المدفوعات (الارصدة)

"لقد جاء بنظرية الأرصدة التي تسمى كذلك بنظرية ميزان المدفوعات الاقتصادي جون ويليا مسون سنة 1883 بحيث يتعين سعر الصرف وفق النتيجة المتحققة لميزان المدفوعات"<sup>59</sup>.

"حيث أن هذا الأخير يقوم بإحصاء الصفقات الاقتصادية بين الدولة و الدول الأخرى المتعامل معها لهذا هو يسجل منهجيا كل الأسباب أو الدواعي التي من أجلها يصبح كل من العرض و الطلب على العملة الأجنبية قابلة للإرتفاع و التطور في سوق الصرف".

"حيث اذا حقق ميزان المدفوعات لدولة ما فائضا فان ذلك يعني او نقول ان هناك الزيادة في الطلب على العملة المحلية ،وهو مايجعل اويقود الى ارتفاع في قيمتها الخارجية ،ويحدث العكس عند حدوث تدهور وعجز في ميزان المدفوعات والذي ينجر عنه زيادة العرض من العملة الوطنية وهذا مايجعل قيمتها الخارجية تنخفض".

"و لقد برهن بعض المفكرين و الاقتصاديين الألمان صحة هذه النظرية خلال الحرب العالمية الأولى فالأسعار الخارجية للمارك الألماني لم تتغير وتتاثر بالرغم من الإرتفاع أو الزيادة في كمية النقود و سرعة تداولها و إرتفاع الأسعار ، حيث ان السبب راجع الى توازن الميزان الحسابي لالمانيا الذي

<sup>59</sup> -S-Dunaway « estimating china's equilibrium real exchange rate » inf working paper 2005 P05

منعها من زيادة وارداتها عن صادراتها، وهذا مايدل على انه لم يكن هناك رصيد دائن او مدين في ميزان المدفوعات يؤثر بشكل كبير على القيمة الخارجية للعملة".

و في الأخير نقول أن هناك استثناء لنظرية ميزان المدفوعات في حالة ما إذا كان الحساب الموازي غير موافق و لكن وافق الدائنون تأجيل الحصول على حقوقهم فسعر الصرف في هذه العملية لم يتغير و لن يتأثر .

## 2-1-4: النظرية الكمية ( كمية النقود )

"لقد اعتبر ريكاردو أول اقتصادي تعود إليه هذه النظرية سنة 1809 عندما لاحظ إقدام إنجلترا على تخفيض قيمة الجنيه الأسترليني بمقدار 20% و فسر هذا الإجراء بمقابلة الزيادة في كمية النقود المتداولة التي أدت إلى إرتفاع الأسعار المحلية"<sup>60</sup>.

إن الفكرة العامة لنظرية كمية النقود تتلخص على أنه كلما ارتفعت كمية النقود المتداولة يؤدي ذلك إلى إرتفاع الأسعار في الداخل و تصبح أسعار السلع المحلية مرتفعة و هذا ما يؤدي إلى نقص الصادرات و زيادة الواردات و هذا راجع إلى أن السعر المحلي أصبح أكثر ارتفاعا مقارنة بالأسعار الأجنبية ، الأمر الذي يؤدي إلى الزيادة المتواصلة للطلب على العملات الأجنبية من أجل تسديد قيم الصادرات .<sup>61</sup>

و قد أتى كذلك فيشر بالإضافة إلى النظرية الكمية حيث رأى إلى أن قيمة النقود المتداولة في السوق يجب عليها أن تساوي قيمة السلع و الخدمات و هي ممثلة في المعادلة التالية :

$$Mv=Pt$$

: بحيث

<sup>60</sup>-د.صبحي تادريس قريصة،د مدحت محمد العقاد " النقود و السيولة و العلاقات الدولية " دار النهضة العربية للطباعة و النشر 1983،ص

<sup>61</sup>-د.فليح حسين خلف " التمويل الدولي " مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع عمان ، الطبعة الأولى، 2004 ص 87

M: تمثل كمية النقود

V: سرعة تداول النقود

P: المستوى العام للأسعار

t: كمية المبادلات

و منه استخلص فيشير أن هناك علاقة طردية بين كمية النقود و الأسعار فكلما زادت كمية النقود زادت معها الأسعار و العكس صحيح .

## 2-1-5: نظرية توازن المحفظة

إن طريقة توازن المحفظة أو طريقة أصول السوق تعتبر هي النظرية المفضلة حيث أنها تختلف عن النظرية النقدية في أن الأذونات المحلية و الأجنبية إنما يفترض أنها ليست بديلا كاملا و أن سعر الصرف يتحدد عن طريق موازنة رصيد أو طلب او عرض الأصول المالية و التي تعتبر النقود واحدا منها في كل دولة ، كما أن هذه النظرية تدخل التجارة بوضوح في التحليل و عليه فإن طريقة المحفظة المتوازنة يمكن النظر إليها على أنها أقرب واقعية و أحد الأشكال المقبولة من الطريقة النقدية حيث تفترض هذه النظرية أن الزيادة في مقدار عرض النقود في الدولة إنما يؤدي إلى إنخفاض فوري في سعر الفائدة و تؤدي إلى الإنتقال من السندات المحلية إلى العملة المحلية و السندات الأجنبية .

"حيث أن هذا الإنتقال إلى السندات الأجنبية يؤدي إلى تدهور فوري للعملة الوطنية و عبر الزمن و بالتالي هذا التدهور يحفز صادرات الدولة الوطنية و يشبط واردات الدولة و هذا ما يؤدي إلى فائض في التجارة و إلى إرتفاع في قيمة العملة المحلية"<sup>62</sup>.

## 2-1-6: نظرية الإنتاجية

"تلخص هذه النظرية في أن تحقيق أي إستقرار نقدي و توازن اقتصادي مثيل لدولة ما يجب أن يكون بتوافق يسير في نفس قوى الإنتاجية لهذه الدولة بحيث أن كفاءة الجهاز الإنتاجي له الأثر البالغ في تعيين و تحديد المثليل لسعر الصرف العملة المحلية"<sup>63</sup>.

حيث أنه كلما زادت إنتاجية جميع القطاعات المكونة للإقتصاد الوطني كلما كانت هناك زيادة مرتفعة لحركة رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدولة المحلية قصد الإستثمار و بالتالي الطلب على العملة المحلية و هذا ما يؤدي إلى ارتفاع سعر صرف العملة أما في الحالة الثانية و هي الحالة المعاكسة حيث إذا تناقصت الإنتاجية للبلد هذا ما يؤدي الى تناقص مستويات الإنتاج به، مما يقلل وفرات السلع في السوق المحلي و بالتالي إرتفاع الأسعار الداخلية مما يفقدها ميزتها التنافسية تجاه السلع الأجنبية، و هذا ما يفتح السوق المحلي لتدفقات سلع أجنبية كبيرة و بذلك يحدث عجز في ميزان المدفوعات و بالتالي زيادة الطلب على العملات الأجنبية و بالتالي تنخفض العملة المحلية.

## 2-1-7: نظرية فقاعات المضاربة

"يقصد بفقاعات المضاربة تلك الفجوة الموجودة و الدائمة بين سعر الصرف و سعر الأصول المالية و القيم التوازنية المتعلقة بالمحددات الإقتصادية الأساسية من التضخم ، معدل الفائدة ، و ميزان المدفوعات " و تأثير ميكانيزمات البورصة على النمو الإقتصادي"<sup>64</sup>.

حيث أن هذه الفجوة أو هذا الفرق يطلق عليه بفقاعة المضاربة و لكن صياغتها على النحو

التالي :

$$\epsilon = \epsilon^* + B$$

حيث :

<sup>63</sup> -الحريري محمد خالد " الاقتصاد الدولي " جامعة دمشق ، سوريا 1977 ص 120

<sup>64</sup> -Plihon.D : " les taux de change " édition la découverte, Paris Aout 2001.P65

€: سعر الصرف في السوق

€\*: سعر الصرف التوازي

B: هي فقاعة المضاربة المعبر عنها بالفجوة

و من أهم الدراسات التي تطرقت إلى هذه النظرية دراسات *lanchar d et waston*

سنة 1984 و التي بينت أن فقاعات المضاربة تكون مسبقاً مع فرضية فعالية أسواق الصرف.<sup>65</sup>

و بالتالي فحسب الدراسات فلقد عرفت هذه النظرية بعض النجاح فيما يخص التجربة

الحديثة لتحريك الأسواق .

-ففي الوقت القصير بإمكان سعر الصرف أن يجد تعدد ثري لحلول التوازن .

-إن تحديد سعر الصرف يبقى مغلقاً بقيمه المتوقعة .

كما يجدر الإشارة إلى أن هناك نوعين من فقاعات المضاربة فقاعات مضاربة عقلانية و

أخرى فقاعات مضاربة غير عقلانية .

✓ فقاعات المضاربة العقلانية :

و تتلخص في أنها أي فقاعة لا تتعارض مع عقلانية الوكلاء فهؤلاء الآخريين و لو أنهم على

دراية على أن سعر الصرف مبالغ فيه فلهم المصلحة من وجهة نظر عقلانية بالإستمرار في شراء

العملة طالما أن خطر الخسارة الذي يؤدي الى المبالغة في التقييم ليبقى أقل من الربح الذي يمكن أن

يتحقق من هذه العملية .

✓ فقاعات المضاربة الغير العقلانية :

<sup>65</sup> -Musolino.Michel : "fluctuation et crises économiques" ellipses, édition marketing paris 1997, P22

و تتلخص هذه الحالة التي يكون فيها سعر الصرف خاضعا لـنفسية المتعاملين و أفكارهم المستقبلية ، حيث أن قرارات المتعاملين تتجاهل المحددات الأساسية و بالتالي وجود حالة كبيرة من عدم التأكد و تكون فقاعات في هته الحالة غير عقلانية .

## 2-1-8: نظرية الإستجابة الزائدة لسعر الصرف

تلخصت هذه النظرية سنة 1976 من طرف الإقتصادي دورن بوش Dorn bush حيث تطورت و قامت هته النظرية على الفكرة التالية<sup>66</sup>.

أن سرعة التعديل تختلف في السوق المالي عنه في السوق الحقيقي للسلع و الخدمات ففرضية Dornbush على أن أسعار الأصول المالية تتعدل آنيا أو في نفس اللحظة أي أن استجابة أسعار الأصول المالية لقوى العرض و الطلب تكون جد سريعة .

و يرى الاقتصادي Dornbush أن سعر الصرف في المدى الطويل يتعين أو يتحدد وفق نظرية تعادل القوى الشرائية ، و ذلك راجع إلى السرعة الكبيرة لحركة رؤوس الأموال في المدى القصير الذي يتحدد فيه سعر الصرف وفقا لنظرية تعادل أسعار الفائدة و فيما يخص تحريك أسعار الصرف حسب نظرية الإستجابة الزائدة للإقتصادي Dornbush فتم كالتالي :

لنفرض أنه يوجد في بلد ما صدمة نقدية غير معروفة مسبقة ناجمة عن زيادة الكتلة النقدية إلى مستوى يكون فيه تخفيض مهم في سعر الصرف مما يوجب تحديد سعر الصرف التوازني الجديد ، فإنه بعد فترة و بطريقة متزايدة يعود سعر الصرف إلى مستوى التوازن الحر و هذا ما نسميه بالتفاعل الزائد لسعر الصرف.

<sup>66</sup> - Plihon.D : " les taux de change" édition la découverte, Paris Aout 2001.P62