

آلية تشكل سعر العملات والمضاربات التي تعرضت لها

الليرة سورية - رصد لردات فعل بعض الجهات المعنية

المصرف المركزي وقطاع المرافئ مثلاً

أرخت الحرب التي شنت على سوريا بظلالها على الواقع السوري بكل أشكاله. ولعل أثر تلك الحرب على العملة الوطنية كان كبيراً فانعكس ذلك بشكل حاد على كل مناحي الحياة حيث طال جانب العرض والطلب لدى كل الكيانات الاقتصادية (الجماعية والفردية). بحيث أصبح الجميع معنياً بهذه التبدلات سواء كانوا مختصين أم غير مختصين وكثر الحديث عن العملات وأسعار الصرف. وقد مورست ضغوط مختلفة على الليرة السورية منها الداخلي ومنها الخارجي مما دفع البنك المركزي إلى ممارسة دوره في التصدي لتلك الضغوط. وبدوره قام قطاع المرافئ في سورية باتخاذ رد الفعل المناسب أمام هذه التقلبات ولكن ما الذي كان يحصل وكيف كانت تتم مواجهته؟ ما هو النقد وما هي العوامل المؤثرة على قيمته؟ كيف كانت ردة فعل قطاع المرافئ؟

لعل تلك القراءة النقدية (من النقود) تساهم في تقديم فهم عام ومبسط لميكانيكية خلق النقود والعلاقات الدولية المؤثرة على قيمتها الوطنية والدولية واجراءات الحماية المتخذة.

قد يكون من المفيد بداية، ومقدمة لقراءتنا، تقديم تعريف للنقود، فما هي النقود؟ النقود بالمعنى الحرفي تعني: جملة وسائل الدفع القابلة للاستخدام المباشر والمقبولة من قبل جمهور المستخدمين وذلك بغرض تسوية عملية بيع أو شراء. وفي حقيقة الأمر هناك ثلاثة وظائف للنقود: فهي وسيلة للقياس حيث يمكن من خلالها التعبير عن قيم السلع والخدمات بوحدة نقدية معينة. أما الوظيفة الثانية فهي أنها وسيلة للتبادل (كاستعاضة عن المقايضة) المكلفة والمقيدة والصعبة التحقق أمام اختلاف حجوم ونوعيات البضائع واختلاف المسافات بحيث تصبح المقارنة بين وحدات نقدية معبرة عن قيم سلع أو خدمات وليس بين السلع والخدمات نفسها. لتبقى الوظيفة الثالثة وهي أن النقود حافظة للقيمة، فليس من الضروري استخدام الوحدة النقدية مباشرة لاتمام صفقة ما بحيث يمكن الاحتفاظ بها لحين الحاجة لها بحيث تبقى محافظة على قيمتها (بافتراض عدم وجود آثار تضخمية).

## أولاً: العرض من النقود:

### خلق العملات عن طريق البنوك:

يجري عرض النقود من قبل البنوك، حيث تقوم بخلقها عبر مناورة كتابية بسيطة تتمثل في جعل حسابات مختلف الكيانات الاقتصادية دائنة بالمال. حيث أنها تتجاوب بهذه الطريقة في توليد المال مع احتياجات الأطراف غير البنكية من السيولة (الإدارات، الأسر والشركات). على سبيل المثال (قيمة الصادرات، الأوراق التجارية، أدونات الخزينة والقروض الشخصية). أياً يكن المثال : فيمكن الوصول إلى الاستنتاج التالي:

يتكون توليد النقد من عملية تحويل للذمم المتحققة على الكينونات غير البنكية (المطالبات الخارجية، الالتزامات على سندات الخزينة ....) إلى وسائل دفع آنية لتنفيذ المطالبات. إن هذه الذمم المختلفة (المصدر، الوجهة، الأهداف والقيم) هي ما تشكل الحسابات المقابلة للكتلة النقدية.

### حاجات البنوك المالية من شكل (أموال البنك المركزي):

بطبيعة الحال فإن القدرة على توليد النقد عبر البنوك التجارية ليست من دون حدود أو ضوابط. حيث تقوم الأطراف المعنية بطرح جزء من القدرة النقدية التي تمتلكها ليس فقط على شكل كتابي (تحويل أموال من حساب إلى حساب، شيكات أو بطاقات بنكية) بل أيضاً على شكل إئتماني (أوراق نقدية) وفي كل مرة يولد البنك فيها نقداً، فإنه ينتظر أن يقوم المتعاملون بسحب جزء من الودائع الموجودة أصلاً. فالبنوك لا تقوم بعمل البنك المركزي في طباعة النقود بل هي تتحصل على المعادل النقدي المطلوب من قبل الزبائن عن طريق السحب من حساباتها المفتوحة أصلاً لدى البنك المركزي والذي يقوم بعملية المقاصة بين البنوك. بناء عليه فإنه لا يمكن للبنوك القيام بتوليد النقد إلا إذا كان لديها أصول نقدية لدى البنك المركزي من شكل (monnaie banque centrale)<sup>1</sup> أي مخزون من الأوراق النقدية في حسابها الدائن لدى البنك المركزي.

### القاعدة النقدية و مضاعف الإئتمان :

تأسيساً على ما ورد فإن النظام البنكي غير قادر على خلق النقود إلا في حال ضمن أن يتحصل على الأموال المركزية والتي سيكون وجودها لازماً بغرض مواجهة أية سحبيات على شكل بنكنوت. وهكذا فإن تلك الأموال المركزية هي التي تشكل القاعدة النقدية (السيولة البنكية) لخلق الأموال بحيث كلما كانت تلك القاعدة ذات وزن نوعي وكمي كلما كان هناك امكانية أكبر لخلق النقود.

<sup>1</sup> سنعمل على تسميتها اختصاراً بالأموال المركزية وهي الموجودات النقدية للبنوك ضمن حسابات لدى البنك المركزي والبنكنوت الذي تحتفظ به البنوك، تعادل ١٥% من الكتلة النقدية M1

فلو أن بنكاً ما، على سبيل المثال، يحتكم على احتياطي أساسي على شكل أموال مركزية (حساب دائن لدى البنك المركزي أو مخزون من البنكنوت) تعادل ١٠٠ مليون (قاعدة نقدية). سيكون البنك قادراً على إقراض هذا المقدار من دون قيود حيث أنه سيكون قادراً على مواجهة سحبوات البنكنوت حتى لو أنها بلغت ١٠٠% من الودائع. فالنقدية التي يمكن خلقها هي مضاعف للاحتياطي الأساسي على أساس العلاقة التالية:

$$\Delta M = (1/r) * R_0$$

حيث أن:

- $R_0$  تمثل القاعدة النقدية من الأموال المركزية ؛
- $r$  تمثل معدل السحوبات من البنكنوت ؛
- $(1/r)$  تقيس مضاعف الائتمان.

بالنتيجة فإنه ومن أجل مضاعف معطى سلفاً، تعتمد قدرة البنوك على خلق النقد مباشرة على حجم موجوداتهم كأموال مركزية (السيولة البنكية).

#### عملية التحكم بخلق النقد:

نظرياً، يمكن للبنك المركزي أن يتحكم بعملية خلق البنوك للنقد عبر التحكم بكمية الأموال المركزية التي تستطيع التحصل عليها (القاعدة النقدية) وكلفة عمليات إعادة التمويل (معدل الفائدة). وبإمكان البنك المركزي أن يفعل عملية التحكم تلك بالاستعانة بالعديد من الأدوات:

- إعادة الخصم: وهو إعادة تمويل الدين مباشرة عند البنك المركزي (دون المرور بالسوق المالية) الذي يثبت الديون المشروع إعادة خصمها (حجم هذه الأموال ومعدل إعادة الخصم) ؛
- إجراءات التدخل في الأسواق المالية البين بنكية المتكونة من إقراض سيولات البنك المركزي إما بشكل يومي أو بشكل غير منتظم عبر تثبيت الكميات المعروضة ومعدلات الفائدة المطلوبة ؛
- عمليات السوق المفتوح والمتكونة من طلب أو عرض الأوراق المالية تجاه سيولة البنك المركزي. ويتدخل البنك المركزي في هذه الحالة كبنك عادي يعرض السيولة (عندما يطلب أوراق مالية) أو يطلب السيولة (عندما يعرض الأوراق المالية) ؛
- أو الاحتياطات الإلزامية والتي هي نسبة من الودائع التي على البنوك الاحتفاظ بها بحساب غير معروض لدى البنك المركزي.

بفضل هذه الأدوات المختلفة يمكن للبنك المركزي أن يقرر كمية الأموال المركزية التي يمكن للبنوك الاستحواذ عليها (القاعدة النقدية) وكذلك كلفتها. وبشكل غير مباشر، تمكن هذه الأدوات البنك المركزي

من تحديد سلوك البنوك في خلق النقود تجاه زبائنها. ولما تكون تلك الأدوات غير فعالة، يمكن للسلطات النقدية التدخل عبر سن القوانين الناظمة بشكل مباشر (وضع ضوابط للائتمان).

### سوق التبادل التجاري:

يفرض التبادل التجاري والمالي بين الدول عمليات تحويل بين عملات هذه الدول. فالعرض والطلب لأي من هذه العملات هو نتيجة طبيعية لعمليات تبادل البضائع والخدمات أو لحركة رؤوس الأموال بين هذه الدول. تتقابل هذه الدول فيما يعرف بسوق الصرف والذي هو عبارة عن شبكة اتصالات عالمية بين البنوك أو وسطاء متخصصين (سماسرة). في لحظة معينة، ينجم عن هذا التقابل سعر تبادل عملة مقابل أخرى ويسمى سعر الصرف.

يسلط التحليل الاقتصادي الضوء على العوامل الأساسية التي تؤثر على تدفقات البضائع والخدمات ورؤوس الأموال وتقرر بالنتيجة العرض والطلب من العملات. ولكن التجربة حياّل مرونة التبادلات خلال الأعوام ١٩٧٠ - ١٩٩٠ ساعدت على تبيان أن تبدلات أسعار الصرف عادة ما كانت أعلى مما كان يبدو مبرراً من خلال تلك العوامل الأساسية. وقد أدى ذلك إلى تقديم تفسيرات جديدة لأسعار الصرف وتحديدًا إلى تحليلات تؤكد على دور التوقع والمضاربة في أسواق العملات.

### ثانياً: سوق العملات :

#### اللاعبون الأساسيون في أسواق التداول:

تتشارك كل الكينونات الاقتصادية المنخرطة بأعمال ذات صلة بالعملات الصعبة بأداء أسواق التداول. وفي معظم الدول وحدهم البنوك والوسطاء المتخصصون (السماسرة) يتدخلون مباشرة في هذه الأسواق. فهم يلعبون دور الوسيط لكل المتعاملين الذين يجمعون طلبات الشراء وطلبات البيع قبل تنفيذها في الأسواق. يقوم الصيرفي (شخص متخصص ضمن البنوك) بهذا العمل حيث يقوم فريق منهم بالمعاوضة بين عروض وطلبات الزبائن المختلفين على نفس العملة. على سبيل المثال: لو أن العرض من الدولار كان أعلى من الطلب عليه ! يعمد البنك إلى التخلص من صافي المعروض من الدولارات لديه والتي سيعمل الصيرفي على طرحها نفسها في السوق. في حين لو أن طلبات الزبائن على الدولار تترجمت بشكل معاكس بحيث يزداد الطلب على العرض فسيعمل الصيرفي على التحصل على صافي الطلب من السوق .

هذا وتتدخل البنوك المركزية أيضاً في سوق التداول من أجل ضبط معدلات سعر الصرف من خلال العمل على العرض والطلب من العملة المحلية. وفي حال كانت تدخلاتها غير كافية للحد من التقلبات الشديدة في سعر الصرف، تقوم السلطات النقدية بالتدخل بشكل مباشر من خلال ضبط وحد عمليات مواطنيها على العملات الصعبة.

## الإجراءات في أسواق التداول:

لا يتوضع سوق التداول في مكان فيزيائي واضح المعالم. حيث أن الصفقات والتبادلات تتم عبر وسائل الاتصال المعروفة أو عبر وسيط اتصالات معلوماتي متخصص (Reuter, Telerate) المشتركة فيه كل البنوك. وهو عبارة عن سوق دولي.

### - تداول يدوي وتداول كتابي

لا تعني اللحظة التي يتم فيها انجاز الصفقة عبر وسائل الاتصال أن عملية التداول الفيزيائي للنقد قد تمت. فالتداول الفيزيائي (اليدوي) يعني فقط حاجات الأفراد بغرض التنقل الدولي والذي لا يشكل إلا جزءاً بسيطاً من التداول الدولي للعمليات. وعليه فإن أساس التداول هو التداول الكتابي : تتم التعاملات عبر تحويلات بين الحسابات البنكية.

### - تحديد السعر:

يتطور سعر صرف عملة مقابل عملة أخرى بشكل مستمر وفقاً لصفقات يجري التفاوض عليها بحرية بين السماسرة والسيارفة الذين يتقابلون في السوق. وكما أنه وفي كل وقت على الكرة الأرضية هناك أسواق تداول تعمل فإن سعر الصرف يتبدل ٢٤/٢٤. وبالتالي فإن هناك عملية " تسعير مستمرة ". وفي بعض أسواق التداول النشطة يجري إتمام عملية التسعير المستمرة عبر عملية " تسعير رسمية "، تعكس أسعار الصرف التي جرى تداول العملات عندها في لحظة معينة في بورصة تداول لم تفتح أكثر من ساعة واحدة. هذا ويعتبر التسعير الرسمي ضماناً لربائز البنوك غير القادرين على الدخول إلى سوق التداول.

### - التعاملات النقدية (الفورية) والتعاملات لأجل:

**في السوق الفورية:** حيث يتم الإنجاز الفعلي للتعاملات في اللحظة التي يتم فيها إنجاز عقد التداول (بشكل أكثر دقة، التحويل البنكي المرافق يتم خلال ٤٨ ساعة). وفيه يتم تحديد سعر الصرف الراجح ؛

**في السوق لأجل:** يتم فيه تحديد سعر التداول لأجل. أي سعر شراء اليوم لعملة سيتم تسلمها بتاريخ معين في المستقبل.

### أسعار الصرف:

سعر الصرف الأسمي: وهو سعر الوحدة النقدية معبر عنه بوحدة نقدية أخرى. وتبعاً لوحدة الحساب المستخدمة، يوجد أسلوبين لقياس هذا السعر. مثال: يمكن القول أنه في سوريا يعادل الدولار الواحد ٤٣٤ ليرة وهو أمر يساوي تماماً القول أن الليرة تعادل ٠،٠٠٢٣٠٤ دولار. وبالتالي فإن سعر الصرف الأسمي يقيس ثمن عملة أجنبية مقدر بثمن عملة محلية.

كما أن ارتفاع أي سعر يخفض من القيمة الحقيقية للعملة (ارتفاع سعر الصرف) يتطابق مع تآكل قيمة العملة المحلية

ارتفاع سعر الصرف = انخفاض قيمة العملة المحلية = ارتفاع قيمة العملة الأجنبية

انخفاض سعر الصرف = ارتفاع قيمة العملة المحلية = انخفاض قيمة العملة الأجنبية

وبذلك فإن سعر الصرف الاسمي يتيح تحويل أي سعر معبر عنه بالعملة الأجنبية ( $P^*$ ) إلى سعر معبر عنه بالعملة المحلية وفق المعادلة التالية:

السعر بالعملة المحلية ( $P$ ) = سعر الصرف ( $e$ ) X السعر بالعملة الأجنبية ( $P^*$ )

فإذا كان الدولار يعادل ٤٣٤ ليرة أي أن سعر صرف الليرة أمام الدولار ٤٣٤ =  $e$  فإن سيارة مستوردة ثمنها ٢,٠٠٠ دولار تساوي ٢,٠٠٠ X ٤٣٤ = ٨٦٨,٠٠٠ ليرة سورية (بتجاهل كلف ورسوم الشحن والجمارك).

سعر الصرف الحقيقي: إن تآكل قيمة العملة المحلية يقود إلى زيادة أسعار البضائع الأجنبية المعبر عنها بالعملة المحلية وانخفاض أسعار البضائع المحلية المعبر عنها بالعملة الأجنبية. فسر صرف الليرة ارتفع أمام الدولار ليصبح بدلاً من ٥٠ ليرة للدولار ٤٣٤ ليرة للدولار. يمكننا القول هنا أن البضاعة المستوردة والتي ثمنها ٢,٠٠٠ دولار في بلد المنشأ سيرتفع ثمنها ليصبح ٨٦٨,٠٠٠ ل.س في السوق المحلية بدلاً من ١٠٠,٠٠٠ ل.س. وبالعكس فإن البضاعة المحلية والتي ثمنها ١٠٠,٠٠٠ ل.س والتي كانت تباع بـ ٢,٠٠٠ دولار في السوق الخارجية سينخفض ثمنها ليصبح ٢٣ دولار في السوق الخارجية.

إذاً، عادة ما تتم ترجمة هذا التآكل من خلال تحسن في التنافسية السعرية للمنتجات المحلية مقابل المنتجات الأجنبية. حيث أن المستورد الأجنبي بات يبذل عدداً أقل من الدولارات من أجل نفس السلعة. كما أن ارتفاع سعر صرف العملة المحلية له أثر معاكس حيث أنه يرفع أسعار المنتجات المحلية في الخارج ويخفض من أثمان البضائع الأجنبية في سوريا؛ أي يهدد التنافسية السعرية للبضاعة الوطنية.

غير أن هذا الأثر على التنافسية غير واقعي إلا في الفرضيات حيث الأسعار المعبر عنها بالليرة السورية يبقى بدون تعديل. وبالعودة إلى مثالنا السابق سيخصص المستورد الأجنبي الراغب بشراء البضاعة المحلية مبلغ ٢,٠٠٠ دولار في حين أن المصدر السوري وبدل من أن يترك سعر بيعه بدون تعديل على سعر ١٠٠,٠٠٠ ليرة يستطيع من الآن فصاعداً رفع هذا السعر إلى ٨٦٨,٠٠٠ ل.س. حقيقة الأمر أنه وبعد اعتماد سعر الصرف الجديد، فإن الثمن بالدولار للبضاعة المحلية سيبقى دائماً ٢,٠٠٠ دولار (٤٣٤ ÷ ٨٦٨,٠٠٠). في هذه الحالة، إن تآكل قيمة الليرة أمام الدولار سيتيح للمصدرين السوريين من

تحسين هوامشهم، ولكن الأثر المفيد لتبديل سعر الصرف على التنافسية السعرية سيغيب كلية كنتيجة لارتفاع السعر بالليرة.

من جانبه، فإن المصدر الأجنبي والعامل باتجاه السوق السورية يستطيع أن يقرر تقليص هامش ربحه بغية تعويض خسارة التنافسية السعرية الناجمة عن تآكل قيمة العملة السورية وتخفيض ثمن بضاعته إلى ٢٣ دولار على اعتبار أن السعر بالليرة هو ١٠,٠٠٠ ل.س. وهنا أيضاً، نرى أن أثر التنافسية الناجم عن تبديل سعر الصرف سيلغى تماماً كنتيجة لتغيير الأسعار.

ولقياس بدقة أثر سعر الصرف على التنافسية، سنستخدم (مفهوم سعر الصرف الحقيقي  $e_r$ ) الذي يأخذ بعين الاعتبار التطور المحتمل للأسعار مقومة بالعملة المحلية وبالتالي :

$$\text{سعر الصرف الحقيقي} = e_r = (e \cdot P^*) / P$$

حيث أن :

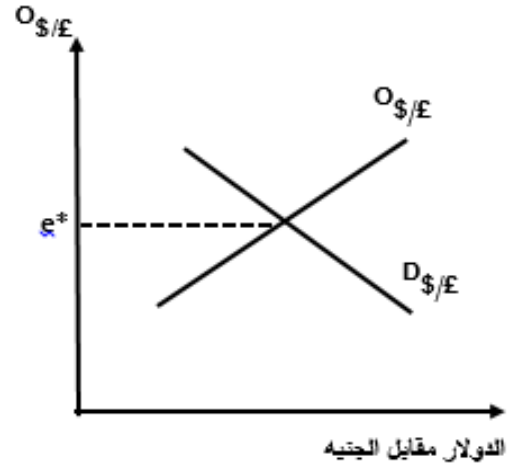
- $P$  تمثل سعر المنتجات المحلية ؛
- $P^*$  تمثل سعر المنتجات الأجنبية.

وبذلك فإن سعر الصرف الحقيقي يعبر عن السعر النسبي للبضائع الأجنبية بالنسبة إلى البضائع المحلية ( $P^*/P$ ) معبر عنه بالعملة المحلية. وهو عبارة عن مؤشر للتنافسية. إن ارتفاع سعر الصرف ( $e_r$ ) يشير إلى أن الأسعار الأجنبية المعبر عنها بالعملة المحلية ( $e \cdot P^*$ ) ترتفع بالمقارنة مع الأسعار المحلية ( $P$ ). وبالتالي تحسن التنافسية المحلية. وبشكل معاكس، فإن انخفاض سعر الصرف ( $e_r$ ) يشير إلى تدهور في التنافسية. وبالتالي، يمكن القول أنه يمكن تحسين التنافسية تبعاً لواحد أو أكثر من العوامل الثلاثة التالية: ارتفاع سعر الصرف ( $e$ )، ارتفاع الأسعار الأجنبية ( $P^*$ ) و انخفاض الأسعار المحلية ( $P$ ).

سعر الصرف الثنائي وسعر الصرف الفعلي: أي سعر الصرف بين عملتين. فلنفس العملة هناك أكثر من سعر ثنائي مع العملات الصعبة الأخرى. ولتتبع تطور قيمة العملة لدولة ما، تجب مراقبة عدد كبير من أسعار الصرف في آن واحد. وقد يكون من الأكثر ملائمة المتابعة للصيقة لمؤشر مركب يمثل وسيط أسعار الصرف المتعددة. من الجدير الملاحظة بأن وسطاً حسابياً بسيط لا يعبر عن هذا المؤشر. حيث يجب دائماً تثقيف كل سعر صرف ثنائي لليرة بوزن كل دولة في الميزان التجاري لسوريا مع الخارج.

سعر الصرف التوازني في سوق تداول العملات: يتشكل سعر الصرف في السوق، كغيره من الأسعار، من تقابل قوى العرض مع الطلب على العملة.

يمثل الشكل المقابل سوق صرف الدولار مقابل الجنيه  
وكما نلاحظ فإن للدولار سعر بالجنيه: هو سعر الصرف  
"e" وكلما كان هذا السعر مرتفعاً، كلما كان العرض من  
الدولارات مقابل الجنيه ( $O_{\$/\pounds}$ ) أكثر وزناً. وبالعكس  
يكون الطلب على الدولار مقابل الجنيه ( $D_{\$/\pounds}$ ) تابعاً  
متناقصاً تبعاً لسعر الدولار. إن سعر الصرف المثبت  
بحسب السوق ( $e^*$ ) هو السعر الذي يتساوى فيه كلاً  
من العرض والطلب:  $D_{\$/\pounds} = O_{\$/\pounds}$ .



### المعاوضة وتناغم أسعار الصرف :

إن حركة تنقل المعلومات ضمن الأسواق المالية تعزز حقيقة تناغم أسعار الصرف بين مختلف أسواق العملات. فعلى سبيل المثال: إذا كان الدولار يعادل ١ يورو في باريس و ١,٠٥ يورو في فرانكفورت، سيقدّم المستثمرون على ما يمكن تسميته عملية المعاوضة (المراجعة). حيث أنهم سيشترون الدولار في باريس ليتم بيعه في فرانكفورت بهدف الاستفادة من تباين سعر الصرف بين السوقين. فالطلب الإضافي على الدولار سيؤدي إلى ارتفاع السعر الجاري في باريس وبنفس المنطق فإن العرض الإضافي منه سيؤدي إلى انخفاض سعره في فرانكفورت. ستستمر الحركة حتى يغيب هذا التباين بين سعري الصرف. وحدها التباينات الطفيفة يمكن أن تبقى نظراً للتكاليف المحتملة للصفقات المرتبطة بعمليات المعاوضة.

هذا وتعزز المعاوضة تناغم أسعار الصرف المتقاطعة، فإذا عادل الدولار ١ يورو والجنيه الاسترليني ١,٥ يورو فإن الجنيه الاسترليني يجب أن يعادل ١,٥ دولار. لنفترض أن الجنيه الاسترليني يستحق أن يعادل ١,٥٥ دولار وليس ١,٥، يمكن عندها القول أن أسعار الصرف الثلاثة غير متناغمة وغير قادرة على الاستمرار بسبب المراجحات الثلاثية التي ستعمل بعد ذلك بين العملات الثلاثة. في حقيقة الأمر وفي هذه الحالة ومع ١٥٠ يورو على سبيل المثال يمكن شراء ١٠٠ جنيه استرليني وبيعها بـ ١٥٥ دولار ونعيد بيع الدولارات بعد ذلك بـ ١٥٥ يورو. نحقق بذلك ربح مضمون يعادل ٥ يورو. وفي هذه الحالة سيقوم الجميع بشراء الجنيه مقابل اليورو وبيع الجنيه مقابل الدولار وبيع الدولار مقابل اليورو. وبالنتيجة، سيتولد لدينا تحسن لقيمة الجنيه مقابل اليورو، وتدهور في قيمة الجنيه مقابل الدولار وتدهور للدولار مقابل اليورو حتى تعود أسعار الصرف الثلاثة متناغمة من جديد.



## أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المرنة :

ضمن نظام أسعار الصرف المرنة يتحدد سعر الصرف بشكل حر من خلال التوازن بين العرض والطلب في سوق سعر الصرف. حيث لا يوجد لا سعر صرف رسمي ولا تدخل من قبل سلطات النقد للتأثير على سير عمل سوق الصرف وبالتالي لا يوجد هنا سياسة صرف للعملة الأجنبية وهو ما يسمى بسياسة الصرف العائمة.

أما ضمن سياسة الصرف الثابتة تقرر الحكومة سعر الصرف الرسمي (سعر التعادل) تأسيساً على معيار محدد من قبل المجتمع الدولي وتتخبط بالتدخل في سوق الصرف بحيث تحافظ على سعر الصرف على مستوى رسمي أو ضمن هامش للتقلب معرّفة من قبل النظام النقدي العالمي السائد. وبالتالي، تتميز أسعار الصرف ضمن هذا النظام بأنها غير ثابتة ولكنها تتعرض لتقلبات مضبوطة ضمن نظام تعادل مرسوم له أن يكون مستقراً.

تم وضع نظام معيار سعر الصرف على أساس الذهب كنتيجة لاتفاقية برايتون وودز (١٩٤٤) وبقي نافذاً حتى العام ١٩٧٣ وهو مثال عن نظام سعر الصرف الثابت. أية عملة محلية قابلة للتحويل مقابل الدولار القابل نفسه إلى التحويل إلى ذهب. تصرح الحكومات لصندوق النقد الدولي عن أسعار صرف رسمية لعملتها المحلية. وعلى السلطات النقدية المحلية أن تتدخل في أسواق الصرف في حال انحرف سعر صرف عملتها مقابل الدولار أكثر أو أقل من ١% عن سعر التعادل الرسمي. هذا والولايات المتحدة معفاة من التدخل للدفاع عن دولارها ولكن وفي المقابل عليها أن تضمن قابلية تحويل الدولار إلى ذهب.

يحصل في هذا النظام من سعر الصرف الثابت أن لا تكون البنوك المركزية في وضع يسمح لها أن تحافظ على سعر صرف داخل هامش التقلبات المسموح بها. عندها تقوم الحكومات في هذه الحالة باتخاذ تعديلات على سعر التعادل الرسمي لعملتها سواء باعطاء قيمة مرتفعة أو منخفضة.

## ثالثاً: تغطية مخاطر تداول العملات:

### خطر التحويل إلى عملة أخرى:

كل من يملك كمية من العملة الأجنبية تختلف عن تلك التي يدين بها تجاه كينونة أخرى يتحمل مخاطر تحويل تلك العملات. وعندها نقول أن وضعه التداولي مفتوح. مثال:

سيقوم أحد المستوردين، خلال ثلاثة أشهر، بدفع ثمن بضاعة مفوترة بالدولار. ولنفتراض أنه تحقق له دين بالدولار خلال هذه الأشهر الثلاثة ولكن قيمته بالليرة غير معروفة لأنه لا يعرف على ماذا سيكون سعر الصرف خلال هذه الفترة. سيتحمل هذا المستورد خطر التحويل: خلال ثلاثة أشهر، ويحتمل أن يتعرض لخسارة فيما لو تحسن الدولار أو لربح فيما لو تهاوى الدولار. بالمقابل، لو أن على نفس المستورد استحقاق

دفع بالدولار لقيمة تعادل قيمة دينه يمكن القول عندها أن وضعه التداولي مغلق: حيث سيكون عليه استحقاق دفع ودين متساويين بالدولار وهو غير معرض لأي خطر تداولي ولو تدهور سعر الدولار فإن قيمة دينه وقيمة الاستحقاق ستتحسن ضمن نفس النسبة.

على من يريد أن يحمي نفسه ضد مخاطر التداول أن يغلق وضعه التداولي من خلال مساواة موجوداته والتزاماته بعملة معينة. هذا هو الإجراء الذي يجري تبنيه عادة من قبل الشركات والبنوك. غير أن بعض الكينونات تعمد إلى اتباع أسلوب المضاربة وتحفظ لنفسها بوضع تداولي مفتوح. حيث يقوم التوقع على فكرة الاحتفاظ بسلة عملات وذلك بقصد تحقيق مكاسب ناجمة عن تبدل أسعار الصرف في حال مواجهة أية ديون لاحقة. يقوم المضارب ببيع العملات التي يتوقع أن تتدهور قيمتها وشراء العملات التي يتوقع أن تتحسن قيمتها. من الجدير ذكره أنه يجب التمييز بين المضاربة وعمليات المراجعة. حيث يعظم المراجيح مراحبه اعتماداً على بيانات معروفة (انزياح في أسعار الصرف أو معدلات الفائدة). أما المضارب فإنه يعمل على أساس الفرضيات على متغيرات غير معلومة. تلعب المضاربة دوراً ضرورياً، فالكينونات التي تريد أن تحمي نفسها ضد مخاطر التداول غير قادرة على تحقيق ذلك لأن هناك مضاربين آخرين، يقبلون أن يتحملوا هذه المخاطر لأجل منفعة محتملة (وهو ما سنأتي عليه بالتفصيل لاحقاً).

هذا ويقدم سوق الصرف وسائل متنوعة للتغطية تجاه مخاطر التداول. منها: الشراء والبيع الآجل، أسواق العقود الآجلة وأسواق الخيارات.

#### - شراء العملة لأجل:

بالعودة إلى مثال المستورد والذي عليه أن يدفع خلال ٣ أشهر ثمن بضاعته المفوترة بالدولار لسعر جرى تثبيته اليوم. وكما يغطي نفسه تجاه مخاطر تبدل سعر الصرف، يمكن للمستورد أن ينجز اليوم مع البنك عقداً لأجل يثبت بموجبه سعر الصرف الذي يمكن أن يشتري بموجبه الدولارات المستحقة. (بشكل معكوس، على المصدر الواجب تسليم بضاعته المفوترة بالدولار ممكن أن ينجز عقداً لأجل مع البنك ليثبت اليوم سعر الصرف القادر بموجبه بيع دولاراته خلال ٣ أشهر).

من جهته، لن يبقى البنك في وضع تصريف العملة، وفي مثالنا، سيقوم البنك بشراء الدولارات مباشرة، وخلال ٣ أشهر، سيترحمهم في السوق المالية الدولية. وفي فترة استحقاق العقد، سيسترد دولاراته ويبيعهم إلى المستورد وفق سعر الصرف المتفق عليه في البداية. ومن أجل شراء الدولارات نقداً، على البنك وخلال ٣ أشهر أن يقترض أو يجمد مبلغاً من المال بالليرة، والتي تعادل تكلفته فرصته البديلة معدل الفائدة المطبق على الاستثمارات بالليرة خلال ٣ أشهر. بالمقابل، يقوم بتحصيل الفائدة المطبقة على الاستثمارات بالدولار. ولكن إذا كان معدل صرف الدولار ( $i^*$ ) أقل من معدل الفائدة المطبق في سوريا ( $i$ ) تكون العملية خاسرة بالنسبة للبنك؛ وكتعويض، سيقوم ببيع الدولارات المطلوبة لأجل بسعر أعلى من تكلفة الشراء النقدي، وسيحمل تكلفة العملية على زبونه؛ إن سعر الصرف لأجل أعلى من سعر الصرف الجاري. بالمقابل،

إذا كان ( $i^*$ ) أعلى من ( $i$ )، ستكون عملية التغطية مربحة أما المنافسة بين البنوك ستعيقها من تحويل كل أو جزء من هذا الربح لصالح الزبون المستورد : فسر الصرف لأجل أخفض من سعر الصرف الجاري. إن الفرق النهائي بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف الجاري لعملة ما هو تابع للتباين بين سعر الفائدة المحلي ( $i$ ) وسعر الفائدة الدولي على العملة المنافسة ( $i^*$ ).

#### - بيع العملة لأجل:

لنفرض أن مصدرًا سيحصل على دولارات خلال ٣ أشهر. سيقوم ببيع هذه الدولارات لأجل إلى البنك الذي يتعامل معه وذلك لتجنب مخاطر تبدل سعر الصرف. سيقوم البنك مباشرة باقتراض هذه الدولارات وبيعها نقدًا ليضمن السعر الجاري ويتجنب الدخول ضمن حالة تقلب سعر الصرف وبعدها يقوم باستثمار تلك الليرات التي حصل عليها. في نهاية فترة الـ ٣ أشهر سيرد البنك قرضه بالدولارات مع الدولارات المسلمة عبر المصدر. سيتحصل البنك خلال ٣ أشهر على فائدة على الليرات المستثمرة ( $i$ ) وسيدفع فائدة على الدولارات المقترضة ( $i^*$ ). وهنا أيضاً إذا كانت  $i^* > i$ ، سيقوم البنك بدفع الفرق لزبونه عبر زيادة سعر الصرف الآجل. وبالعكس إذا كانت  $i^* < i$ ، سيأخذ مرابحه من الزبون عبر انقاص سعر الصرف الآجل.

#### العلاقة الرسمية بين سعر الصرف لأجل وسعر الصرف الجاري:

لنفترض أن البنك اقترض مبلغ بالليرات قيمته ( $E$ ) لفترة ما، فإن القيمة التي عليه إرجاعها عند انقضاء تلك الفترة تساوي:  $E*(1 + i)$  حيث تشير  $i$  إلى معدل العائد على الاستثمار بالليرة لفترة متطابقة مع فترة الاقتراض.

في حال لو أن البنك استخدم هذا المبلغ في شراء دولارات سيحصل حينها على  $E/e$  دولار (  $e$  تمثل سعر الصرف بين الليرة والدولار ) سيقوم مباشرة باستثمار هذا المبلغ في السوق الأميركية بعائد يعادل  $i^*$  وسيسترد لأجل مبلغ من الدولارات يعادل  $E/e (1 + i)$ . وليغطي نفسه تجاه المخاطر المرتبطة بتقلبات الدولار/ سيعمد البنك، من اليوم، على إعادة بيع دولاراته لأجل. فلو كانت  $e_t$  سعر الصرف للدولار في نهاية الفترة قيد النظر، سيسترد البنك لأجل مبلغاً من الليرات وقدره  $E/e * e_t * (1 + i^*)$ . إن تكلفة المبلغ المقترض بالليرات  $E$  وعائدية الاستثمار في السوق الأميركي بالدولار سيتساويان في حال:

$$E*(1 + i) = E/e * e_t * (1 + i^*)$$

أو بشكل آخر:

$$e_t = e * (1 + i) / (1 + i^*)$$

وبالتالي يكون لدينا ٣ حالات متوقعة :

١-  $i = i^*$  : تكلفة الفرصة المالية للتغطية تجاه مخاطر تقلب سعر الصرف تعادل الصفر وسيدفع

البنك لدولارات الأجل نفس السعر الذي دفعه لشراء الدولارات النقدية.  $e_t = e$  (نقول بأن هناك

تعادل بين سعر صرف الدولار الجاري وسعر صرف الدولار الأجل )

٢-  $i > i^*$  : في هذه الحالة يكون  $e_t > e$  (السعر الأجل هو ترحيل للأمام). شراء العملة الصعبة

لأجل يُفقد أفضلية استثمارات بالليرة أكثر عائدة من استثمارات بالدولار. وبذلك يقوم البنك بدفع

أجل أعلى سعراً من النقدي ؛

٣-  $i < i^*$  : في هذه الحالة يكون  $e_t < e$  (السعر لأجل هو إزاحة للوراء). يتيح شراء العملة

الصعبة لأجل استثمارات بالعملة الأجنبية أكثر عائدة من الاستثمارات بالليرة. وبذلك يقوم

البنك بدفع أجل أقل سعراً من النقدي.

#### رابعاً: أسواق التداول والعوامل المحددة لسعر الصرف:

إن العوامل المحددة لسعر الصرف ولميزان المدفوعات هي نفسها. وفي الحقيقة هناك فرق وحيد ولكن

من حيث وجهة النظر وليس من حيث العمق. فكل عامل يساهم في دخل صافي للعملة الأجنبية

(فائض في الميزان العام) يولد طلب صافي على العملة المحلية مقابل هذه العملة وبالتالي تحسن في

سعر الصرف. وبالعكس، كل عامل يساهم في خروج صافي من العملة الأجنبية، ينطوي على طلب

صافي من العملة مقابل الليرة، أي تحسن في قيمة العملة الأجنبية وتدهور في قيمة العملة المحلية.

هذا يعني أننا نتعرض للعوامل التي تؤثر على توازن المدفوعات الخارجية ولكن يبقى تركيزنا على

اثر تلك المدفوعات على سعر الصرف. نقارب الموضوع وكأن سعر الصرف مرن ولكن التحليل

سيبقى صحيحاً لو أن سعر الصرف ثابت. حقيقة الأمر أنه في الحالة الثانية يصف تحليلنا ببساطة

النزعة العفوية لسعر الصرف، الذي تسعى سياسة التداول في النهاية إلى تصحيحها مع العلم أنها لن

تستطيع معارضتها إلى أجل غير مسمى.

لما كان التوازن بين تبادل السلع والخدمات وبين الإيرادات والاستثمارات لدولة ما مع الخارج هو

العامل المحدد لتبادل العملة المحلية مع العملات الأجنبية، فإنه يبدو من الطبيعي مقارنة موضوع

سعر الصرف عبر مجموعة العوامل المحددة لتدفقات التبادل بين الدولة وبقية العالم. بذلك، نقوم

بتحديث ما نسميه العوامل الرئيسية المحددة لسعر الصرف. غير أننا، سنجد لاحقاً أن هذه العوامل

لا تكفي دائماً في شرح سعر الصرف، تحديداً في الأمد القصير، وأنه يجب أن نأخذ أيضاً بعين

الإعتبار عوامل نفسية وسياسية كذلك التي سادت سوريا في الفترة ما بين ٢٠١٢ و ٢٠١٥ حيث

مورست ضغوط سياسية بالجملة رافقها سلوكيات نفسية منحازة وغير مضبوطة ناهيك عن الأثر

الإيجابي الذي كان يحققه كل انتصار للجيش العربي السوري.

## العوامل الرئيسية:

### ١ - تبادل السلع والخدمات:

يعتبر من أهم العوامل حيث تفرض عملية الشراء من الخارج حاجة إلى العملات الأجنبية وبالعكس فإن عملية البيع إلى الخارج تفرض حاجة إلى العملة المحلية. هذا ويترجم العجز في التبادل الدولي مع الخارج بشكل طلب صافي على العملة الأجنبية والذي يتجلى بزيادة في سعرها في سوق التداول وبالتالي تآكل في قيمة العملة المحلية. وعلى العكس، فإن الفائض في التداول الخارجي يترجم من خلال عرض صافي من العملة الأجنبية أو طلب على العملة المحلية والذي يتجلى بتعاظم قيمتها. وبالتالي يمكن القول أن العوامل التي تلعب دوراً في تحديد سعر الصرف تتلخص في مستوى النشاط الإقتصادي المحلي (Y) والخارجي (Y\*) والذي يتجلى في عملية تبادل السلع والخدمات. في الحقيقة، يعتبر التصدير (X) تابعاً متزايداً للنشاط الاقتصادي الخارجي (Y\*) في حين أن الاستيراد (M) يعتبر تابعاً متزايداً للنشاط الاقتصادي المحلي (Y). وبالتالي، فإن التوازن التجاري (X - M) ليس إلا تابعاً، في حال ثبات العوامل الأخرى، للفرق بين العائد المتحقق من (Y\*) و (Y). وفي حال كان النمو الخارجي أكبر من نظيره المحلي ينمو الفرق (Y\* - Y) ويولد نمواً في الصادرات أكبر من نظيره في الواردات وبدوره فائض الحسابات الجارية ينعكس زيادة في قيمة العملة المحلية في أسواق التداول. وبالعكس، فإن نمواً محلياً أنشط من نظيره الخارجي يقود إلى حالة عجز في الميزان التجاري وتآكل في العملة المحلية.

### ٢ - التعادل المطلق للقوة الشرائية:

ترى نظرية التعادل المطلق في القوة الشرائية أن تقلب أسعار السلع المحلية والأجنبية هو العامل الأساسي والحاسم في تحديد سعر الصرف (بافتراض حرية التبادل الدولي واتباع نظام الاقتصاد الحر). تتطوي هذه النظرية على متغير مطلق يفسر مستوى سعر الصرف ومتغير نسبي يفسر التبدل في سعر الصرف. ينطلق الجانب المطلق من النظرية من قانون السعر الفريد<sup>٢</sup> السائد في السوق الدولية التنافسية، بدون معوقات في التبادل (تكاليف نقل أو تعاقد). فلو كانت نفس السلعة متوفرة في السوق المحلية والسوق الخارجية، يجب أن يكون سعرها في السوق المحلية (P)، بسبب التنافسية والمعاوضة الرشيدة للعملاء، متطابق مع السعر الخارجي (P\*) بعد تحويل العملة بموجب معدل الصرف (e)<sup>٣</sup>. أي:

$$p = p^* \times e \text{ أو } e = p / p^*$$

<sup>٢</sup> يميل السعر المختلف لنفس السلعة ضمن سوقين متباعدين جغرافياً إلى التعادل بفضل المنافسة والديناميكية الطبيعية للسوق.  
<sup>٣</sup> قيمة الدولار بالعملة المحلية.

مالذي سيحصل لو أن السعر المحلي أعلى من السعر الأجنبي، أي:  $p > ep$  ؟ هذا يعني أن أحداً لن يشتري من السوق المحلية بل سيفضلون الشراء من السوق الأجنبية. في هذه الحالة سيحصل أحد أمرين: إما أن ينخفض السعر المحلي، تحت تأثير المنافسة، ليسير جنباً إلى جنب مع السعر الخارجي، أو أن الطلب على العملة الأجنبية من قبل المستورد المحلي سيرفع من معدل الصرف ( $e$ ) إلى الحد الذي يصبح فيه السعر بالعملة المحلية متطابقاً في كلا البلدين.

لا يمكن أن يكون لأي وحدة نقدية قوة شرائية مختلفة في كلا البلدين، وذلك لأن كل المشتريات ستتم في البلد ذي القوة الشرائية الأعلى. وفي حال كان المستهلكون من النوع الرشيد، ومقتنعون بأن السلع المحلية والأجنبية هي سلع بديلة لبعضها، وفي حال كان هناك حرية في التبادل ولا يوجد تكاليف لا للنقل ولا للتعاقد، فإن الركون إلى التكافؤ المطلق للقوة الشرائية أمر لا مفر منه. وبذلك يمكن القول، أن سعر الصرف الثنائي بين عملتين يتحدد من خلال العلاقة بين المستوى العام للأسعار في كلا البلدين. لنلاحظ أنه لو كان النشاط يجري ضمن نظام سعر الصرف الثابت، فإن اختلالاً في التوازن كالذي مر معنا آنفاً لا يمكن تصحيحه إلا عبر تبدل في الأسعار في كلا البلدين.

### ٣- التعادل النسبي للقوة الشرائية:

يركز المتغير النسبي في هذه النظرية على العلاقة بين التغير في سعر الصرف والتغير في سعر السلع (التضخم). تنص تلك النظرية على أن نسبة التغير في سعر الصرف تتحدد بناءً على الفرق بين معدل التضخم المحلي ومعدل التضخم الخارجي. فتضخم خارجي أعلى سيقود إلى تآكل سعر الصرف في حين أن تضخم محلي أعلى سيرفع من سعر الصرف.

لنفترض أن الأسعار المحلية تضاعفت في حين أنها بقيت ثابتة في السوق الخارجي، سيولد تحول الطلب إلى السوق الخارجية زيادة في قيمة العملة الأجنبية (ارتفاع في  $e$ ) وارتفاعاً في الأسعار في الخارج إلى الحد الذي تصبح فيه مضاعفة.

لنعلم مثال التعادل النسبي للقوة الشرائية ولنفرض أن  $(P^*)$  تمثل معدل التضخم في سوريا وأن  $(P^*)$  تمثل معدل التضخم في دولة أجنبية لفترة ما. أثناء هذه الفترة، سيتم جداء السعر بالليرة بـ  $(1+P)$  في سوريا والأسعار في البلد الأجنبي بـ  $(1+P^*)$ . معبراً عنها بالليرة، فإن الأسعار في البلد الأجنبي يتم جداولها بـ  $(1+e) \times (1+P^*)$ . حيث نفترض نظرية التكافؤ النسبي للقوة الشرائية أن الأسعار المعبر عنها بالليرة تم جداولها بنفس المعامل سواء في سوريا أو في البلد الأجنبي.

وبالتالي :

$$(1+e^*) = (1+i^*) \times (1+e)$$

$$(1+e^*) = (1+i^*) / (1+i)$$

حيث أن:

$$e^* = \text{سعر الصرف ضمناً التضخم.}$$

مثال: ليكن معدل التضخم ٤% في سوريا و ٣% في البلد الأجنبي. سيتم جداء الأسعار بـ ١,٠٤ في سوريا و بـ ١,٠٣ في البلد الأجنبي. وفيما يخص سعر الصرف، سيجري جداوله بـ (١,٠٣/١,٠٤) = ١,٠٠٩٧. بمعنى آخر، إن سعر الصرف لليرة مقابل العملة الأجنبية سيزيد/ (يتدهور) بنسبة ٠,٩٧% تقريباً ١%. نلاحظ أنه وبالنسبة لتغيرات طفيفة في الأسعار، سيتساوى معدل تغير سعر الصرف إلى حد كبير مع الفارق بين معدلي التضخم بين البلدين.

ولهذا السبب، يمكن أن نختزل المعادلة السابقة على الشكل التالي:  $e^* = i^* - i$

#### ٤- تعادل أسعار الفائدة :

يرتكز قانون السعر الفريد المطبق في الأسواق المالية على فكرة التعادل في أسعار الفائدة. فلو تمتعت الأسواق الرأسمالية بالتنافسية الكاملة، وكان لرؤوس الأموال حرية التنقل بين الدول، وجب التحقق بشكل دائم من عائدات الإستثمارات المالية بين الدول المختلفة. حيث أنه لا يوجد أي مبرر بالنسبة لأية كينونة اقتصادية رشيدة بالموافقة على استثمار أموالها بنفس شروط الاستحقاق وبنفس درجة المخاطر من أجل معدلات عوائد متباينة. وعندما يحدث، تحديداً كنتيجة لسياسات نقدية متباعدة، تبايناً في معدلات الفائدة بين الدول، ينبغي أن يتم تحريك مستمر لرؤوس الأموال طالما أن تعادل في معدلات العوائد، بعد التحويل بناءً على سعر الصرف الجاري، لم يتحقق. على سبيل المثال، ارتفاع معدل الفائدة في دولة أجنبية ( $i^*$ ) بالمقارنة مع معدل الفائدة في سورية ( $i$ ) يجذب رؤوس الأموال السورية باتجاه تلك الدولة. فيعمد المستثمر السوري على الشراء النقدي لعملة تلك الدولة ويقوم باستثمارها فيها. هذا وسيولد الطلب الإضافي على عملة تلك الدولة زيادة في قيمتها (ارتفاع في  $e$  مقابل تراجع في قيمة الليرة)، بالمقابل، لو كان معدل الفائدة المطبق في سوريا أعلى من نظيره في البلد الأجنبي سيجذب رؤوس أموال تلك الدولة إلى سوريا، وبالتالي زيادة الطلب على الليرة مما ينعكس في تحسن قيمتها (انخفاض في  $e$ ).

لنلاحظ أنه فيما لو بقيت السياسات النقدية محايدة في المناطق المعنية، فإن جزءاً من التعديل ممكن أن يتحقق عبر تعديل سعر الفائدة. فعلى سبيل المثال، إن ارتفاع ( $i^*$ ) سيجذب رؤوس الأموال السورية إلى الدولة الأجنبية وسيزيد الطلب على عملة تلك الدولة من قيمتها مقابل انخفاض قيمة الليرة؛ إلا أن دخول رؤوس الأموال سيزيد العرض من تلك العملة وبالتالي يخفض من معدل الفائدة ( $i^*$ ). وعلى العكس،

سيخفض خروج رؤوس الأموال من عرض تلك العملة ويرفع من سعر الفائدة في سورية ؛ وبالتالي سيتم تقليل الفرق بين سعر الفائدة بشكل عفوي والتباين في سعر الصرف سيكون بالنتيجة في أدنى حدوده.

إن تبايناً مستداماً في معدلات الفائدة المختلفة هو أمر محتمل فيما لو كانت القيود على حركة رؤوس الأموال مطبقة (ضبط لعمليات التبادل وعمليات الاستثمار في الخارج - تبادلية غير كاملة للأدوات المالية المحلية والأجنبية). حتى مع غياب العوائق على حركة رؤوس الأموال، تبقى الاستفادة من تباين سعر الفائدة غير واردة إلا في حال تمكن المتعاملون من توقع التباين في أسعار الصرف المعوّضة بدقة للتباين في معدلات الفائدة. فلو كانت  $(\hat{e})$  تمثل نسبة التباين المتوقعة في أسعار صرف العملات، يفترض مبدأ تعادل معدلات الفائدة مايلي:

$$\hat{e} = i - i^* \quad \text{أو} \quad i - i^* = 0$$

-  $i^* > i$  أي  $i^* - i > 0$ : توقع المتعاملون زيادة معادلة في قيمة العملة الأجنبية ( $\hat{e} > 0$ )، في هذه الحالة تعوض التكلفة الأعلى لشراء العملة الأجنبية معدل الفائدة الأعلى على الأموال المستثمرة في الخارج ؛

-  $i^* < i$  أي  $i^* - i < 0$ : توقع المستثمر المحلي زيادة في قيمة العملة المحلية ( $\hat{e} < 0$ )، في هذه الحالة ستلغى الميزة التفضيلية للاستثمارات المحلية.

سيضمن توقع المتعاملين لعوائد متباينة، تحقق دخول وخروج لرؤوس الأموال المعدلة لمعدلات الصرف وذلك كنتيجة للتصحيح المرتبط بتباين أسعار الصرف.

**خامساً: التوقع، والمضاربة وتنظيم أسعار الصرف :**

**المبالغة في رد فعل أسعار الصرف:**

إن **ديجر دورنبوش** " هو من طوّر نظرية المبالغة (**overshooting** في الانكليزية) حيث انطلق من حقيقة أن سعر الصرف يتحدد على المدى طويل، كما مر معنا، عبر تعادل القوة الشرائية، وعلى المدى القصير عبر الاختلاف في سعر الفائدة. حيث أضاف دورنبوش فرضية حاسمة تستند مباشرة على الواقع. فالأسواق المالية منظمة كبورصات تضم في نفس المكان أو في نفس شبكة الاتصالات جميع العارضين والطالبين لأصل مالي معين يديرها محترفون في البحث عن أفضل الاستثمارات. حيث يجري تداول المعلومات حول الصفقات التي تمت والفرص المتاحة بشكل سريع وآني. فكتلة رؤوس الأموال قصيرة الأجل المرشحة للانتقال في جميع أنحاء العالم كبيرة جداً. كل هذا يفسر كيف أن أسعار كل الأصول (من ضمنها أسعار العملات) تتعدل بشكل سريع استجابة للمعلومات الجديدة في حين أن أسواق السلع والخدمات (أو سوق العمل) لا تستجيب للتغيرات إلا بشكل تدريجي. هذا التباين في سرعة استجابة الأسواق المالية والأسواق



الأخرى ممكن أن يقود على المدى القصير إلى تبدل في أسعار الصرف أعلى مما هو لازم لضبطه مع مستوى توازنه في المدى الطويل.

### المضاربة والفقاعات التنبؤية:

قد لا يكون في بعض الأحيان لتوقعات المضاربين أي تأثير على سعر الصرف. فمثلاً، قد يتوقع البعض حصول تدهور في قيمة العملة فيعمدون إلى بيع العملة في حين أن آخرين يتوقعون تحسناً في قيمتها فيعمدون إلى الشراء. وبالتالي لن يكون هناك أثر صافي على الطلب على هذه العملة في سوق الصرف فيما لو تقابلت عمليتي البيع والشراء في نفس الوقت.

إلا أنه يمكن لتوقعات المضاربين أن تكون ذاتية التحقق. فعندما يتوقع غالبية المتعاملين تدهوراً في قيمة العملة سيعمدون إلى بيعها في سوق الصرف عندها سيتحقق فعلاً هذا التدهور. وبالتالي يمكن لعملة أن تزيد أو تنقص ذاتياً من قيمتها ليس فقط بسبب التطور الفعلي للتعاملات الجارية ولمعدلات الفائدة ومعدلات التضخم ولكن أيضاً بسبب أن أصحاب رؤوس الأموال يعتقدون أن العملة سوف تتدهور ذاتياً.

إن المضاربين على معرفة بماهية العوامل الأساسية المحددة لأسعار الصرف ولكنهم على علم أيضاً بأن توقعات المضاربين الآخرين ممكن أن تعدل أسعار الصرف. وبالتالي، إن خيارات العرض والطلب لكل صاحب مصلحة في سوق الصرف لن تعكس بالضرورة رأيه في تطور العوامل الأساسية، ولكن تعكس وجهة نظره في توقعات أصحاب المصلحة الآخرين. وهو ما حدث في السوق السورية حيث يمكن للمضارب أن يستمر في المضاربة حتى لو كان مقتنعاً أن العوامل الأساسية لم تعد تبرر تبدلاً في أسعار الصرف، فقط لأنه ببساطة يعتقد أن المضاربين الآخرين سيستمرون في المضاربة على نفس الوتيرة. هذا ولو تبنى عدد كافي من المتعاملين نفس السلوك، يمكن لسعر الصرف أن يتبدل إلى ما هو أكثر من اللازم لبلوغ نقطة التوازن الجديدة. هكذا يتشكل ما يمكن أن يعرف بـ "فقاعة المضاربة" والتي يمكن أن نعرفها بأنها: "تباين بين القيمة الفعلية وقيمة التوازن لمتغير ما ناجمة عن توقعات أصحاب المصلحة في السوق".

تعتبر فقاعات المضاربة منطقية بشكل تام بمعنى أن تجار سوق الصرف لا يقومون إلا بالتعاطي الجيد مع المعلومات المتاحة. هم لا يتحصلون على معلومات حول توقعات التجار الآخرين ولكنهم ملزمون بافتراض أن أوامر البيع أو الشراء التي يرونها تعكس هذه التوقعات. هذا بالإضافة إلى أن كل العالم ممكن أن يُقاد إلى فعل نفس الشيء فقط لأن أحداً ما قد بدأ (سياسة القطيع).

بطبيعة الحال، كلما تضخمت هذه الفقاعة، كلما تعزز الانطباع لدى المضاربين بأن الأمور ستعود إلى طبيعتها. ومع ذلك فإن أحداً منهم لن يعكس سلوكه قبل التأكد من أن كل البقية يفكرون بنفس الطريقة. هذا وسي تعمق التباين في سعر الصرف الحقيقي وسعر الصرف التوازني أكثر حتى يقتنع كل مضارب أن كل المضاربين الآخرين يتوقعون حدوث تحول ما. وعندما تتحقق هذه الفقاعة، سيكون كافياً أن يبدأ أيًا

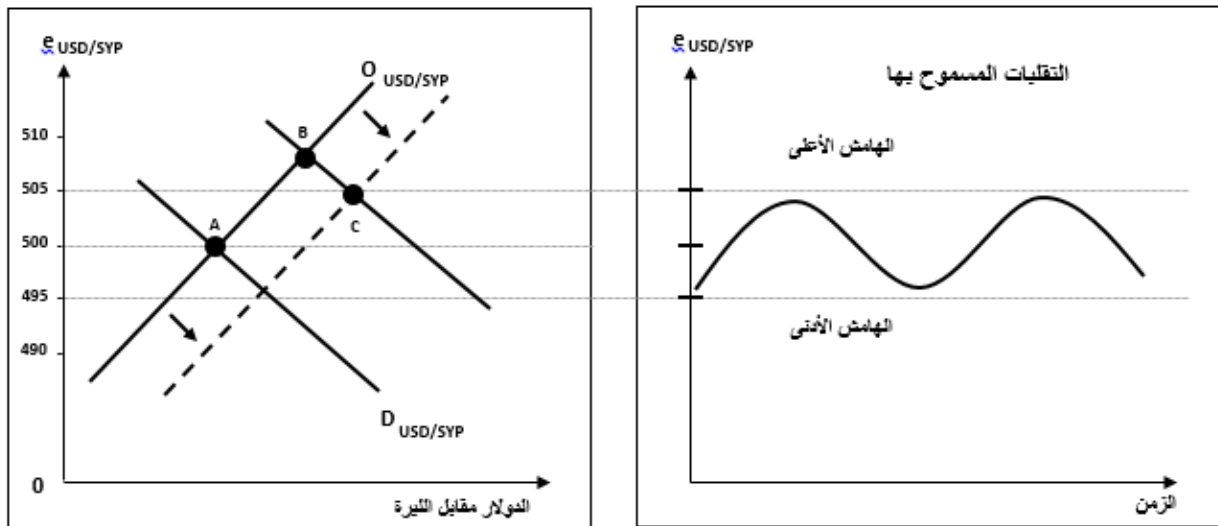
منهم بعكس اتجاه عملياته ليتبعه البقية وفجأة تنفجر الفقاعة. وبالتالي، فإن احتمال انفجار الفقاعة يكون أقوى كلما كانت الفقاعة مهمة، ولكن سيكون من الصعب التنبؤ متى بالضبط ستنفجر. وهكذا فإن المضاربة ستبدو كما لو أنها نشاط محفوف بمخاطر عالية قد ينجم عنها تبدلات جوهرية وغير متوقعة في سعر الصرف بمعزل عن الحركات التي ستكون ضرورية لجعل هذه الأخيرة أقرب إلى مستوى التوازن.

### عملية التنظيم المطبقة من قبل البنوك المركزية:

إن عدم التوازن المحتمل في أسعار الصرف يشرح، حتى في نظام أسعار الصرف المرنة، أن السلطات النقدية تُخضع أسعار الصرف للمراقبة وعادة ما تتدخل لإعادة التوازن لها. وفي نظام سعر الصرف الثابت، تكون البنوك المركزية مطالبة بالتدخل لضمان بقاء أسعار الصرف ضمن الهوامش المحددة عبر الاتفاقيات الدولية. ويشرح الشكل التالي تلك الميكانيكية في التخل:

لنفترض أن سعر الصرف الرسمي هو (١ دولار أميركي = ٥٠٠ ليرة سورية) أي  $e = ٥٠٠$ ؛ وأن هامش التقلب المسموح به هو ١% كحد أعلى وحد أدنى يعني أنه مسموح لـ  $e$  أن تتراوح بين ٥٠٥ و ٤٩٥.

إن السلطات النقدية غير مطالبة بالتدخل عندما يحقق التوازن الطبيعي للعرض والطلب سعراً بين هاتين القيمتين. ولكن طلباً قوياً على الدولار سيميل إلى تحريك نقطة التوازن إلى النقطة B، عندها تتحسن قيمة



الدولار (تتدهور قيمة الليرة). في هذه الحالة، سيكون على البنك المركزي في سوريا التدخل لضمان أن يبقى سعر الصرف ضمن هامش التقلبات المسموح به. وبالتالي فإنه يقوم بطرح الدولار في السوق ليزيد من المعروض منه بغية الحد من ارتفاع سعر صرف الدولار (بييع دولارات مقابل الليرة) هذا التدخل بزيادة المعروض سيسمح على الأقل بإعادة التوازن إلى النقطة C.

## تخفيض قيمة العملة وإعادة التقييم:

عادة ما تواجه السلطات النقدية التي تنتهج نظام سعر الصرف الثابت صعوبات في محاولاتها المحافظة على سعر صرف ضمن الهوامش المتاحة.

### - حالة تدهور قيمة العملة المحلية:

لمواجهة حالات تدهور القيمة، على البنوك المركزية أن تتحصل على احتياطي من العملات الصعبة (قابلة للتحويل ومقبولة في سوق الصرف) وذلك كي تتمكن من شراء عملتها في حال استمر التدهور المتسارع في قيمتها؛ على أن تكون تلك الاحتياطيات غير قابلة للنضوب. في حقيقة الأمر، يمكن للبنك المركزي أن يقترض عملات صعبة من بنوك مركزية أخرى بغية سد النقص الحاصل لديه في سلة العملات. ولكن ينبغي سداد هذه القروض بالعملة الصعبة والذي يشكل مع الوقت قيداً في تكوين احتياطي العملات الصعبة. تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن للبنك المركزي الحد من حركة التدهور إلا إذا كانت دورية بشكل نسبي. فلو سارت العوامل الأساسية المحددة لسعر الصرف باتجاه تدهور قيمة العملة المحلية، سيصبح من المستحيل الدفاع عن سعر الصرف الرسمي. وسيكون على الحكومة في هذه الحالة أن تعترف بأن سعر الصرف الرسمي لم يعد واقعياً وتتجه نحو تخفيض قيمة العملة المحلية، أي زيادة سعر الصرف (e) إلى مستوى جديد بإمكان السلطات النقدية المحافظة عليه. وهو ما تطابق مع الحالة السورية حيث جرى تغيير سعر الصرف أكثر من مرة.

### حالة زيادة قيمة العملة المحلية:

في حال تحسنت قيمة العملة المحلية، يعمد البنك المركزي إلى بيع عملته المحلية مقابل العملة الصعبة التي تتدهور قيمتها بشكل متسارع. في هذه الحالة يقوم البنك بمراكمة احتياطي من العملات الصعبة. تبدو القيود هنا أخف وطأة من حالة تدهور القيمة لأن البنك المركزي يستعمل عملته المحلية القادر على طباعتها ساعة يشاء بغرض شراء العملة الصعبة من سوق الصرف. ولكنه في هذه الحالة يكون، وبغرض الاستجابة مع الطلب الشديد على العملة المحلية في سوق الصرف، قد زاد من الكتلة النقدية المطروحة في التداول. فهو يحول العملات الصعبة الموجودة في أيدي المتعاملين، أي مستحقات على الخارج إلى وسائل دفع ممكنة الاستخدام محلياً. هذا التوسع في الكتلة النقدية دون وجود مقابل حقيقي من إنتاج في السلع والخدمات ممكن أن يساهم في تعزيز عدم التوازن التضخمي بين العرض والطلب. ويمكن أن تدخل مواجهة الزيادة المفرطة في قيمة العملة المحلية بتناقض مع الضبط اللازم للكتلة النقدية. فلو سارت العوامل الأساسية المحددة لسعر الصرف باتجاه تحسن قيمة العملة المحلية، قد ترغب السلطات النقدية في وقف هذا التحسن عن طريق إعادة التقييم، أي تخفيض في سعر الصرف الرسمي وذلك لإعفاء البنك المركزي من استمرار مشترياته من العملة الصعبة بغرض الحد من الاستمرار من ارتفاع قيمة العملة المحلية.

وهكذا، حتى في نظام سعر الصرف الثابت، ستنتهي العوامل الأساسية في نهاية المطاف إلى توجيه سعر الصرف بنفس اتجاهه الذي يتبناه نظام سعر الصرف المرن. وأياً يكن نظام سعر الصرف المعتمد، لا يستقر سعر الصرف، على المدى القصير والمتوسط، إلا إذا انطوت العوامل الأساسية على الاستقرار. وهو ما عانى منه النظام المصرفي والمصرف المركزي في سورية طوال سبع سنوات.

### الإجراء الحمائي المتخذ من قبل قطاع المرافئ في سورية:

تأسيساً على ما ذكر، فإن عملية التحكم بسعر الصرف تتطوي على إرباكات وإشكاليات جمة يصعب على الكيانات الاقتصادية مواجهتها. وكما لاحظنا فإن للعملية جانبين داخلي وآخر دولي تلعب التجارة الدولية فيه دوراً مهماً. وطالما جئنا على ذكر التجارة الدولية فلن نكون معزولين عن الحديث عن المرافئ الحدودية والتي بقي قطاع المرافئ منها هو الوحيد في مأمن من الاعتداءات الإرهابية. حيث واجهت المرافئ السورية حقيقة مفادها أن تبدل سعر صرف الليرة أمام الدولار يفقد المرفأ الكثير من العوائد ويجعل نشاطه، المتأثر أصلاً بظروف الحرب، غير مجزي للخزينة العامة للدولة حيث فاق جانب التكاليف الاستثمارية والتشغيلية والذي يتأثر بانخفاض سعر الصرف (e) لليرة اتجاه الدولار جانب الإيرادات الذي يعتمد على تعرفه ثابتة ومحددة بالليرة السورية التي تتدهور قيمتها بشكل مستمر.

فوجد قطاع المرافئ، ككيان اقتصادي، نفسه أمام حقيقة مفادها أن الضغط على الليرة السورية مستمر والواقع الانتاجي متدهور والحرب على سوريا قد تطول ولا بد من أخذ مبادرة ما إلى جانب ما يقوم به البنك المركزي من إجراءات في سبيل تحقيق العوائد المناسبة وجعل عمل المرافئ مجدي. وبعد ما ذكرناه من شروحات عن سوق الصرف وآلية التحكم بأسعار العملات لن تكون المرافئ قادرة على مجاراة تلك الحرب الاقتصادية سيما وأنها بذلك ستكون كمن يخرج عن الشكل الطبيعي لعملها.

إن ما قام به قطاع المرافئ السوري هو شبيه جداً بما قامت به كل شركات النقل الفرنسية إبان الأزمة الاقتصادية في العام ٢٠٠٨ وتذبذب أسعار برميل النفط حيث وجدت شركات النقل نفسها ملتزمة بعقود نقل آجلة ولكن وفقاً لأسعار برميل نفط متبدلة. وهذا وضعها أمام أحد مأزقين إما أن تستمر بتنفيذ العقد والذي قد يكون خاسراً بالنسبة لها أو أن تدخل في نزاع قضائي مع الزبائن لعدم تنفيذها العقد. دفع هذا الأمر نقابات شركات النقل في فرنسا إلى الاحتجاج لدى الحكومة بضرورة إيجاد حل لتلك المعضلة وبالفعل تم استصدار تشريع يتيح ربط كلفة العقد بسعر برميل النفط (Indéxation).

فما كان من قطاع المرافئ في سوريا، ممثلاً بوزارة النقل، إلا أن قرر عدم الارتهان للضغط على الليرة السورية والتبدل في أسعار الصرف؛ فلماذا لا يجري ربط كلف الخدمات التي تقدمها المرافئ بالدولار الأميركي؟ وبذلك فإن الارتفاع الذي يطرأ على جانب التكاليف تحت تأثير تغير سعر الصرف سيقابله ارتفاع مماثل في جانب الإيرادات. وبهذا الشكل تضمن المرافئ ريعاً مجزياً وتحرر من تذبذب أسعار الصرف. إلا أن ذلك لم يكن بدون تحديات فقطاع المرافئ السوري هو قطاع حكومي في حين أن شركات

النقل الفرنسية تتبع بأغلبها للقطاع الخاص. أساساً كلا النظامين الاقتصاديين متباينين. وإن أي رفع لكلف خدمات النقل البحري سوف ينعكس لزاماً على السعر النهائي للبضائع وهو ما سيتحملة المواطن السوري وهو ما يتناقض مع مفهوم الاقتصاد السوري.

أما التحدي الأول فقد كان الأسهل وهو الخوف من أن يصبح قطاع المرافئ السوري غير منافس لمرافئ الجوار وقد تم تجاوز هذه الإشكالية من خلال إجراء مقارنات بينت أنه وعلى الرغم من الربط مع الدولار ستبقى المرافئ السورية منافسة. وفي بند التكلفة الذي يظهر فيه أن تكلفة المرافئ السورية أعلى من نظيراتها في المنطقة جرى تطبيق إعفاء عليه بحيث يعود لينافس نفس التكلفة في المرافئ الأخرى. وبذلك جاءت تكاليف المرافئ السورية أخفض بشكل إجمالي وفردي من تكاليف مرفأى بيروت وطرابلس ومرسين.

أما التحدي الثاني فكان انعكاس هذا الربط على القيمة النهائية للبضاعة المستوردة بحيث ترتفع أسعار هذه البضائع بما يرهق المستهلك النهائي غير القادر أصلاً على تحمل أعباء تلك الحرب الظالمة. فكان المخرج بأن يجري تسعير الخدمات المقدمة للبضائع المخصصة للاستهلاك المحلي بالليرة السورية وفقاً لنشرة أسعار الصرف الصادرة عن المصرف المركزي مع إضافة إعفاء بمقدار ٢٥% على هذه البضائع. وبذلك ضمن قطاع المرافئ أمران: أولاً أن تكون التعرفة متناسبة مع الكلف الحقيقية ودون أن يؤثر ذلك على أسعار السلع المرتفعة نظراً لارتفاع باقي بنود التكاليف وثانياً، أن يتقاضى تعرفة مرتبطة بالدولار على بضائع الترانزيت والبضائع غير المخصصة للاستهلاك المحلي.

### الخلاصة:

تعرضت سوريا لحرب ظالمة طالت كل مناحي الحياة فيها. وقد تعرض القطاع المصرفي والمالي لخضات كبيرة حيث كان شكل الحرب الاقتصادية من الأشكال التي مورست بعنف. وقد أثر ذلك على قيمة العملة السورية مقابل الدولار مما انعكس سلباً على حياة المواطن السوري. وفي محاولة منا لفهم ما كان يتم حاولنا من خلال هذه الدراسة البحث في الأصول الأكاديمية للعلوم النقدية مع محاكاة بأمثلة تقريبية للحالة السورية حيث لم تخرج الاجراءات التي اتخذها البنك المركزي كثيراً عن ما ورد في دراستنا وإن كان هناك خصوصية معينة للواقع السوري. كما بينا بشكل تفصيلي ما هو النقد وكيف يتشكل وكيف أنه سلعة كباقي السلع يخضع لما تخضع له هذه السلع. وكيف أن لهذه السلعة سعر يدخل في تحديده عوامل عديدة تساهم في تشكيل آلية تحديد سعر العملة في سوق سعر الصرف.

وقد أوضحنا أن المصرف المركزي هو الناظم لسعر العملة الوطنية، وكلاعب أساسي في سوق الصرف، يقوم بتدخلات على المستوى الكلي والجزئي تبعاً لنظام الصرف السائد إن كان مرناً أو ثابتاً بغية الدفاع عن سعر صرف العملة الوطنية. وكما أن التعامل هو مع سلعة دولية كالعملات الصعبة، فإن لتقلبات أسعارها أثر واضح على الكينونات الاقتصادية من متعاملين ورسمي سياسات إلى مستهلكين عاديين وزبائن محتملين. بحيث أنه لسلوكيات وردات فعل البعض دور في رسم السلوكيات على المستوى الجمعي

وارتدادات على منحى سعر الصرف. سيما عندما ينشط المضاربون ليحققوا مكاسب عبر مفاهيم كفاءة المضاربة وما يفضي من تدهور أو تعظيم في قيمة العملات وما يستتبعها من تدخلات في البيع والشراء. وبمرورنا على أثر التجارة الدولية من استيراد وتصدير عرجنا على المرافق الحدودية وما يتم عبرها من حركات تصدير واستيراد وما يستتبعها من تنقل لرؤوس الأموال والعملات. والإجراءات المتخذة من قبل قطاع المرافئ السورية ليقى نفسه من تبدلات سعر الصرف بدون إحداث أثر على السعر النهائي للسلعة. لنخلص في النهاية إلى أن الحديث عن سوق الصرف والعملات حديث يرتبط بالأسس العلمية من جهة وبالسلوكيات الإنسانية الفردية من جهة أخرى. فسلوكيات المضاربين والأثر النفسي الذي يتركه تحقيق أي انفراج سياسي أو عسكري تحدد كثيراً من سعر صرف العملات ولكن أيضاً تبني ردات الفعل العلمية تلعب دوراً في مواجهة المضاربين وجعل تبدلات سعر الصرف منطقية وعقلانية.

i

المراجع:

- L'Economie Politique – Sandra MOATTI
- الاقتصاد الكلي – عبد الرحيم بوادقجي
- Economie de base et comptabilité nationale – Jacque GENEREAUX
- Exchange Rates and Macroeconomic Dynamics – Karadeloglou, P., Terraza, V.
- Dictionnaire d'économie
- <http://assoeconomiepolitique.org>
- [http://ses.ens-lyon.fr/ses/fichiers/marche-changes-coupey-jeco\\_1357486188709.pdf](http://ses.ens-lyon.fr/ses/fichiers/marche-changes-coupey-jeco_1357486188709.pdf)
- <https://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Cours/RMI211.pdf>
- [http://www.pondiuni.edu.in/storage/dde/downloads/ibiv\\_forex.pdf](http://www.pondiuni.edu.in/storage/dde/downloads/ibiv_forex.pdf)
- دراسات ومذكرات خاصة بوزارة النقل السورية.

---

أسنان علي الخيّر

رئيس دائرة المتابعة – وزارة النقل

محاضر في المعهد العالي للتخطيط الإقليمي.